

2009 年 06 月 09 日

市场数据(人民币)

市价(元)	10.28
已上市流通A股(百万股)	131.47
总市值(百万元)	2,101.85
年内股价最高最低(元)	12.20/4.14
沪深 300 指数	2960.56
中小板指数	4224.64
2007 年股息率	1.30%


相关报告

- 1 《锂电池是公司主业辅助, 未来另一个触点》, 2009.5.6
- 2 《业绩持续增长凸现企业投资价值》, 2009.4.7
- 3 《未来依然增长凸现企业投资价值》, 2009.2.9

程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

广州国光 (002045.SZ)

——出口退税提升企业成长速度, 加快企业经营复苏

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.417	0.394	0.432	0.589	0.777	0.961
净利润增长率	48.12%	18.00%	12.34%	36.26%	31.93%	23.62%
先前预期每股收益(元)				0.529	0.670	0.835
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.505	0.606	0.717
市盈率(倍)	33.10	35.90	13.41	17.44	13.45	11.06
行业优化市盈率(倍)	20.55	75.35	35.18	35.18	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.69	2.00	1.09	0.48	0.45	0.51
已上市流通A股(百万股)	77.61	127.01	131.47	131.47	131.47	131.47
总股本(百万股)	160.00	200.00	204.46	204.46	204.46	204.46

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **投资逻辑:** 此次出口退税率调整将提升广州国光的业绩, 而我们预测中报业绩将持续增长并超市场预期, 成为推动其短期股价上涨的重要催化剂。
 - ◆ 我们预测此次出口退税调整将增厚其 09~10 年净利润分别为 1000 万与 2000 万, 增厚幅度达 **11.34%与 15.97%**;
 - ◆ 根据我们对终端需求的判断与客户订单的跟踪, 我们预测广州国光中报将事项净利润 **29.62 百万元**, 同比增长 **11.24%**, **EPS 为 0.145 元**。而市场一致预期为同比略有增长。
- 我们上调了对广州国光的盈利预测, 预测 09~11 年公司实现净利润 120.49、158.96 和 196.51 百万元, 同比增长分别为 36.26%、31.93%和 23.62%, EPS 分别为 0.589、0.777 和 0.961 元; 维持“买入”评级, 上调目标价位至 **12.96 元**, 相当于 09 年 PE22 倍, 10 年 PE16.68 倍。

出口退税率调整提升企业成长速度，加快企业经营复苏

广州国光大部分产品的退税率都将提升至 17%，这些产品收入约占 08 年收入的 90%

出口退税率调整将增厚企业 09 年业绩达 11.34%

- 根据企业商品代码，广州国光除注塑件、租金收入外，其它产品都列在出口退税率调整项（图表 1），出口退税率由 14% 提升至 17%。

图表1：广州国光扬声器、音响以及带音源的音响均在此退税率调整项

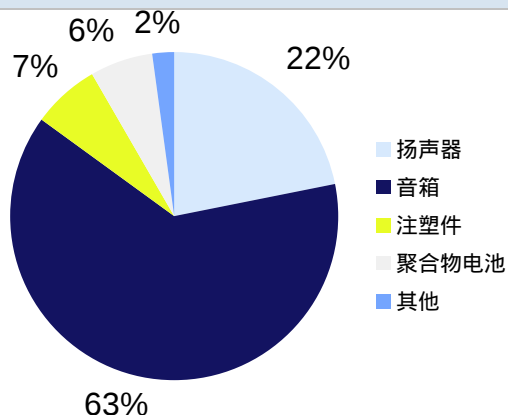
商品代码	商品名称	原退税率（%）	提高到（%）
8522100000- 8522902900	拾音头等	14	17

来源：国金证券研究所整理

而广州国光中 90% 的收入都来自于出口

- 此次出口退税率调整，退税率提高 3% 将提升企业产品毛利率 2~3%。这是因为：
 - ◆ 此次出口退税率调整受益的产品收入占广州国光 08 年总收入高达 91%。而按地区划分，08 年广州国光实际出口收入占总收入达 90.73%。
 - ◆ 而由于音响代工模式具有较强的客户黏性，客户替换代工企业的成本较高。因此，代工企业不会因为退税率下调了而要求客户提高代工价格；客户也不会因为退税率上调了而要求代工企业降价。更重要的音响品牌企业具有较强的消费者品牌认知度，产品具有较强的盈利空间，从而降低了客户因为退税率变化而带来的价格波动可能。
 - ◆ 因此，既然产品价格并不会因为退税率调整而出现波动，则在其 90% 的产品都将获得退税率提高，而这些产品收入的 90% 均来自于出口的背景下，产品退税率调高 3% 势必将提升广州国光产品毛利率 2~3%；

图表2：2008 年广州国光收入结构



来源：国金证券研究所

因此，此次出口退税调整，广州国光受益程度最深

- 我们预测此次出口退税调整将增厚其 09~10 年净利润分别为 1000 万与 2000 万，增厚幅度达 11.34% 与 15.97%；

图表3：2008 年广州国光实际出口收入占 90% 以上

地区	营业收入（万元）	营业收入（万元）
中国内地	26,452.63	实际内销收入 8,917.06
其中：非直接出口产品 其他销售收入	17,535.57 8,917.06	
中国香港	26,629.86	实际出口收入 87,280.95
美国	22,174.12	
欧洲	16,045.48	
日本	1,759.24	
其他	3,136.68	出口占比 90.73%
合计	96,198.01	

图表4：出口退税率调整对广州国光业绩影响的计算

	2008年	2009年E	2010年E
扬声器	21,618.25	20,321.16	19,305.10
音箱	61,983.52	80,578.58	99,111.65
注塑件	6,707.59	7,042.97	7,395.12
聚合物电池	5,888.65	7,655.25	10,717.34
其他	2,242.34	0.00	0.00
合计	98,440.35	115,597.95	136,529.21
其中：			
退税率提高产品总计	89,490.42	108,554.98	129,134.09
其中出口收入为	80,872.49	97,699.48	116,220.68
可获得退税额	0.00	2,051.69	3,486.62
带来业绩增厚额	0.00	1,743.94	2,963.63
我们最终预测	0.00	1,000.00	2,000.00

假设：1、09、10年广州国光收入为国金证券预测

2、09、10年广州国光90%收入来自于出口

3、09年下半年实现销售收入相当于09年全年的70%

来源：国金证券研究所

我们上调了企业 09~10 年盈利预测，上调幅度分别为 11.34%与 15.97%；并上调目标价位至 12.96 元，维持“买入”评级

- 因此，我们上调了对广州国光的盈利预测，预测 09~11 年公司实现净利润 120.49、158.96 和 196.51 百万元，同比增长分别为 36.26%、31.93%和 23.62%，EPS 分别为 0.589、0.777 和 0.961 元；维持“买入”评级，上调目标价位至 12.96 元，相当于 09 年 PE22 倍，10 年 PE16.68 倍。

图表5：广州国光销售收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
扬声器							
销售收入（百万元）	210.69	249.03	234.41	216.18	203.21	193.05	183.40
增长率（YOY）	454.44%	18.20%	-5.87%	-7.78%	-6.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	28.08%	26.95%	23.00%	18.58%	19.40%	19.00%	18.00%
销售成本（百万元）	151.53	181.91	180.49	176.02	163.79	156.37	150.39
增长率（YOY）	419.61%	20.05%	-0.78%	-2.48%	-6.95%	-4.53%	-3.83%
毛利（百万元）	59.16	67.11	53.91	40.17	39.42	36.68	33.01
增长率（YOY）	569.33%	13.44%	-19.67%	-25.50%	-1.85%	-6.96%	-10.00%
占总销售额比重	43.81%	29.29%	28.33%	21.96%	17.58%	14.14%	11.54%
占主营业务利润比重	44.44%	37.75%	30.42%	15.53%	12.24%	9.18%	6.94%
音箱							
销售收入（百万元）	204.69	480.84	497.31	619.84	805.79	991.12	1,189.34
增长率（YOY）	NA	134.91%	3.43%	24.64%	30.00%	23.00%	20.00%
毛利率	29.26%	20.32%	23.26%	29.19%	31.30%	32.50%	33.00%
销售成本（百万元）	144.80	383.14	381.64	438.91	553.57	669.00	796.86
增长率（YOY）	NA	164.60%	-0.39%	15.01%	26.13%	20.85%	19.11%
毛利（百万元）	59.89	97.71	115.68	180.93	252.21	322.11	392.48
增长率（YOY）	NA	63.14%	18.39%	56.41%	39.40%	27.72%	21.85%
占总销售额比重	42.56%	56.56%	60.09%	62.97%	69.71%	72.59%	74.81%
占主营业务利润比重	44.99%	54.95%	65.26%	69.94%	78.30%	80.66%	82.55%
注塑件与聚合物锂电池							
销售收入（百万元）	45.38	54.33	95.83	125.96	146.98	181.12	216.97
增长率（YOY）	NA	19.73%	76.38%	31.44%	16.69%	23.23%	19.79%
毛利率	20.97%	7.14%	8.00%	20.05%	20.73%	22.40%	23.03%
销售成本（百万元）	35.86	50.45	88.17	100.71	116.51	140.56	167.01
增长率（YOY）	NA	40.69%	74.75%	14.23%	15.70%	20.64%	18.82%
毛利（百万元）	9.52	3.88	7.67	25.26	30.47	40.57	49.96
增长率（YOY）	NA	-59.23%	97.63%	229.42%	20.64%	33.14%	23.16%
占总销售额比重	9.43%	6.39%	11.58%	12.80%	12.71%	13.27%	13.65%
占主营业务利润比重	7.15%	2.18%	4.33%	9.76%	9.46%	10.16%	10.51%
其它							
销售收入（百万元）	20.20	65.90					
增长率（YOY）	NA	226.19%					
毛利率	22.49%	13.81%					
销售成本（百万元）	15.66	56.80					
增长率（YOY）	NA	262.72%					
毛利（百万元）	4.54	9.10					
增长率（YOY）	NA	100.30%					
占总销售额比重	4.20%	7.75%					
占主营业务利润比重	3.41%	5.12%					
销售总收入（百万元）	480.96	850.10	827.55	984.40	1155.98	1365.29	1589.71
销售总成本（百万元）	347.85	672.30	650.30	725.71	833.88	965.93	1114.26
毛利（百万元）	133.11	177.80	177.26	258.69	322.10	399.36	475.46
平均毛利率	27.68%	20.92%	21.42%	26.28%	27.86%	29.25%	29.91%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	850	839	984	1,156	1,365	1,590
增长率		-1.3%	17.3%	17.4%	18.1%	16.4%
主营业务成本	-672	-636	-726	-834	-966	-1,114
% 销售收入	79.1%	75.8%	73.7%	72.1%	70.7%	70.1%
毛利	178	203	259	322	399	475
% 销售收入	20.9%	24.2%	26.3%	27.9%	29.3%	29.9%
营业税金及附加	0	0	-3	-6	-7	-8
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-40	-28	-39	-43	-49	-59
% 销售收入	4.7%	3.3%	4.0%	3.7%	3.6%	3.7%
管理费用	-55	-75	-80	-104	-123	-146
% 销售收入	6.5%	8.9%	8.1%	9.0%	9.0%	9.2%
息税前利润（EBIT）	83	100	136	170	221	262
% 销售收入	9.7%	12.0%	13.8%	14.7%	16.2%	16.5%
财务费用	-14	-35	-31	-39	-39	-37
% 销售收入	1.6%	4.2%	3.2%	3.4%	2.9%	2.3%
资产减值损失	0	9	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	0
投资收益	3	7	8	5	5	5
% 税前利润	4.1%	7.3%	8.3%	3.5%	2.6%	2.1%
营业利润	72	83	97	135	186	231
营业利润率	8.5%	9.9%	9.8%	11.7%	13.7%	14.5%
营业外收支	4	9	4	6	3	3
税前利润	75	92	101	141	189	234
利润率	8.9%	10.9%	10.3%	12.2%	13.9%	14.7%
所得税	-9	-11	-11	-21	-28	-35
所得税率	12.0%	12.3%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	66	80	90	120	161	199
少数股东损益	0	2	2	0	2	2
归属于母公司的净利润	67	79	88	120	159	197
净利率	7.8%	9.4%	9.0%	10.4%	11.6%	12.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	67	0	90	120	161	199
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	0	45	42	42	43
非经营收益	11	0	-1	36	36	36
营运资金变动	-82	0	-84	142	-37	-39
经营活动现金净流	14	0	50	341	202	238
资本开支	-190	-187	-103	-1	-16	-17
投资	2	-21	-29	-1	0	0
其他	17	3	3	5	5	5
投资活动现金净流	-171	-204	-129	3	-11	-12
股权募资	2	4	36	0	0	0
债权募资	86	148	144	-229	-63	1
其他	-35	-45	-64	-45	-70	-70
筹资活动现金净流	53	108	115	-274	-133	-69
现金净流量	-103	-97	36	70	58	157

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	72	78	130	200	258	415
应收款项	347	345	344	367	433	504
存货	122	157	220	194	225	259
其他流动资产	6	23	15	36	41	47
流动资产	546	604	709	796	957	1,225
% 总资产	48.3%	43.2%	45.1%	49.0%	54.3%	61.0%
长期投资	21	127	144	145	144	144
固定资产	555	571	626	600	582	562
% 总资产	49.1%	40.9%	39.9%	36.9%	33.0%	28.0%
无形资产	4	91	86	81	77	74
非流动资产	586	792	862	828	805	782
% 总资产	51.7%	56.8%	54.9%	51.0%	45.7%	39.0%
资产总计	1,132	1,396	1,571	1,625	1,762	2,007
短期借款	259	129	291	63	0	0
应付款项	203	242	224	372	433	500
其他流动负债	8	13	18	55	60	65
流动负债	470	385	533	490	492	565
长期贷款	12	281	243	243	243	244
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	482	666	776	733	735	809
普通股股东权益	634	710	777	868	1,000	1,170
少数股东权益	17	28	27	27	29	31
负债股东权益合计	1,132	1,404	1,580	1,627	1,764	2,010

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.667	0.492	0.442	0.589	0.777	0.961
每股净资产	3.960	3.551	3.798	4.243	4.893	5.724
每股经营现金净流	0.089	0.516	0.262	1.667	0.987	1.165
每股股利	0.200	0.125	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.53%	11.08%	11.39%	13.89%	15.89%	16.79%
总资产收益率	5.89%	5.61%	5.60%	7.40%	9.01%	9.78%
投入资本收益率	8.28%	7.67%	9.03%	12.01%	14.73%	15.44%
增长率						
主营业务收入增长率	76.75%	-1.27%	17.29%	17.43%	18.11%	16.44%
EBIT增长率	40.24%	15.93%	35.46%	24.57%	30.08%	19.02%
净利润增长率	48.12%	18.00%	12.34%	36.26%	31.93%	23.62%
总资产增长率	20.72%	24.03%	12.49%	3.43%	8.44%	13.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.6	141.9	118.9	105.0	105.0	105.0
存货周转天数	62.8	80.0	94.8	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	85.6	99.6	84.1	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	150.1	194.4	207.4	179.4	152.3	128.6
偿债能力						
净负债/股东权益	30.54%	44.84%	50.20%	11.74%	-1.54%	-14.28%
EBIT利息保障倍数	6.3	2.9	4.4	4.3	5.6	7.1
资产负债率	42.54%	47.46%	49.11%	45.02%	41.65%	40.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	7	8	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-09	买入	7.34	N/A
2 2009-04-07	买入	9.08	11.20 ~ 11.20
3 2009-05-06	买入	11.75	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。