

2009 年 07 月 09 日

市场数据(人民币)

市价(元)	11.27
已上市流通A股(百万股)	135.93
总市值(百万元)	2,354.53
年内股价最高最低(元)	12.20/4.14
沪深 300 指数	3352.27
中小板指数	4460.70
2007 年股息率	1.30%


相关报告

- 1 《出口退税提升企业成长速度, 加快企业经营复苏》, 2009.6.10
- 2 《锂电池是公司主业辅助, 未来另一个触点》, 2009.5.6
- 3 《业绩持续增长凸现企业投资价值》, 2009.4.7

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)

——整合美加, 初建终端品牌, 上调预测与目标价

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	0.611	0.850	1.105
净利润增长率	48.12%	18.00%	12.34%	41.21%	39.23%	29.97%
先前预期每股收益(元)				0.589	0.777	0.961
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.515	0.639	0.766
市盈率(倍)	33.10	35.90	13.41	18.45	13.25	10.20
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	0.45	0.34	0.34
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

事件: 公司以现金收购美加音响 100% 股权, 收购完成后将拥有爱浪、山水与威发三个音响品牌与相关的渠道。同时为了引入美加音响原股东, 控股股东国光投资转让股份 (以每股 10 元转让 1080 万股) 给美加股东。

- 我们认为收购美加音响将对广州国光构成实质性利好, 这种利好体现在以下两个层面。我们因此调高了企业的业绩预测与目标价位, 认为其合理目标价位为 **15.28 元**, 相当于 09 年 PE25X, 10 年 PE17.97X。
 - ◆ 拥有了自己的品牌与销售渠道, 改变了企业代工的属性, 开始由单纯的音响代工企业转向了品牌经营与代工业务并重的企业模式。
 - ◆ 有利于企业扩大内销业务, 成为企业收入另一个重要增长点; 我们认为未来三年公司有望借此渠道实现内销收入 3~5 亿元, 从而改变了企业过度依赖进口的现状, 确保企业在平稳中获得快速成长。
- 我们从三个层面来分析, 认为国光收购美加音响并不会影响其出口代工业务。这是因为:
 - ◆ 代工业务与美加音响并不重合。美加音响仅是做家庭影院等产品, 而广州国光该类代工业务收入仅占公司收入的 8% 左右。
 - ◆ 自主研发设计的产品 (ODM) 已占代工业务的五成, 因此, 也不存在客户对设计被仿制的可能; 而 ODM 业务使得客户对国光的依赖程度逐渐增强, 也确保了代工业务的发展。
 - ◆ 音响品牌黏性很强; 广州国光拥有爱浪、山水国内著名品牌, 并不意味着对 JBL 等国际品牌就构成了威胁。
- 美加音响的业绩承诺确保了收购对公司的业绩增厚。

- ◆ 公司收购美加音响后，美加音响原股东承诺 2009 年度经审计的净利润达到 500 万元，2010 年度经审计的净利润达到 1500 万元，2011 年度经审计的净利润达到 2500 万元，若达不到则由美加音响原股东以现金方式向公司支付等额的补偿款，该三年期间内，之前年度超额实现利润可计入之后年度实现利润指标。
- 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 124.87、173.85 和 225.95 百万元，同比增长分别为 41.21%、39.23%和 29.97%，EPS 分别为 0.611、0.850 和 1.105 元；维持“买入”评级，上调目标价位至 **15.28 元**，相当于 09 年 PE25 倍，10 年 PE17.97 倍。

收购美加，初建终端品牌，经营模式发生转变

广州国光收购美加音响，将拥有旗下爱浪、山水与威发三大品牌体系

本次收购将直接增厚企业业绩，改变企业经营模式，提升企业估值水平

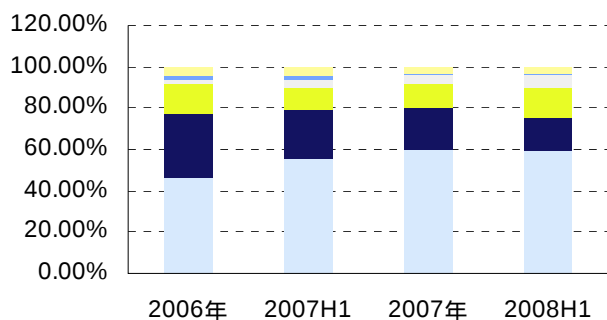
- 本次收购亮点：
 - ◆ **拥有国内著名三大品牌。**收购完成后将独占享有“爱浪”、“AVLIGHT”注册商标所有权；享有“山水”、“SANSUI”品牌大音响产品截至 2011 年 12 月 31 日前境内品牌使用权；独占享有“VIFA”品牌大音响产品境内永久无偿使用权；独占享有品牌公司拥有的全部采购、销售渠道；独占享有品牌公司、仇锡洪先生全部专利；
 - ◆ **以现金收购美加音响，直接增厚业绩。**同时美加音响原股东承诺 2009 年度经审计的净利润达到 500 万元，2010 年度经审计的净利润达到 1500 万元，2011 年度经审计的净利润达到 2500 万元，若达不到则由美加音响原股东以现金方式向公司支付等额的补偿款，该三年期间内，之前年度超额实现利润可计入之后年度实现利润指标。
 - ◆ **以股份绑定美加音响管理层，利益一致。**公司控股股东广东国光投资有限公司向美加音响的原股东仇锡洪先生和中山市联成投资有限公司协议转让持有的公司股份共 1080 万股，转让价格拟为每股 10.00 元，仇锡洪先生将持有公司 4.08% 股份，中山市联成投资有限公司将持有公司 1.09% 股份。这些股票变相锁定三年。

从收入来看，新增了其内销的通道，这对其成长至关重要；从经营模式来看，品牌经营引入势必提升企业成长空间

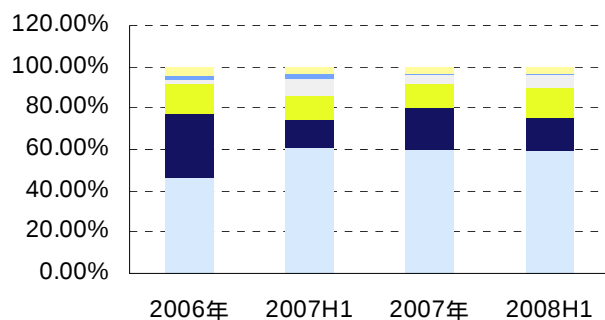
- 我们认为此次收购对广州国光构成实质性利好，这从两个方面来体现：
 - ◆ 公司经营模式发生转变。收购完成后，广州国光拥有中国最好的两大音响品牌与渠道。经营模式将由单纯代工转变威代工+品牌经营，从而提升企业估值水平。
 - ◆ 收购美加音响，将有助于广州国光快速切入内销市场，从而摆脱了 90% 业务依赖出口的局面，而由于美加音响业务结构与广州国光目前代工业务截然不同等原因，使得此次收购并不会影响其代工业务发展。未来内销市场将有望加快企业增长速度。
- 为什么此次收购不会影响其原有代工业务？这是因为：
 - ◆ 代工业务与美加音响并不重合。美加音响仅是做家庭影院等产品，而国光该类代工业务收入仅占公司收入的 8% 左右。
 - ◆ 自主研发设计的产品（ODM）已占代工业务的五成，因此，也不存在客户对设计被仿制的担心；而 ODM 业务使得客户对国光的依赖程度逐渐增强，也确保了代工业务的发展。

- ◆ 音响品牌黏性很强，国光拥有爱浪、山水国内著名品牌，并不意味着对 JBL 等国际品牌就构成了威胁。

图表1：音响业务各类产品销售比重



图表2：音响业务各类产品毛利比重



来源：国金证券研究所

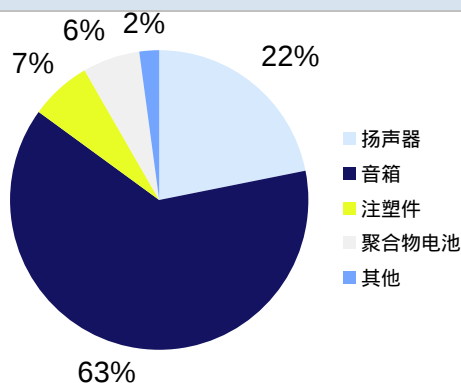
来源：国金证券研究所

爱浪、山水与威发是目前我国本土最好音响品牌，其具有较好的品牌与规模优势

借助爱浪、山水与威发品牌团队，实现品牌经营，扩大内销比重

- 爱浪、山水与威发是目前国内最著名的音响品牌，其拥有以下优势：
 - ◆ 渠道优势：这三个品牌目前在全国拥有将近 1500 家专卖店（包括特许加盟店）；
 - ◆ 品牌优势：2007 年 2 月爱浪音响在“第三届(2006)中国十大影响力品牌”公益评选活动中荣膺“中国音响行业最具影响力第一品牌”。这是继爱浪音响获得“中国驰名商标”、“国家免检产品”、“音响行业唯一标志性品牌”后，获得的又一殊荣。
 - ◆ 规模优势：美加当年共拥有 7 个品牌，其中以爱浪、山水与威发最具规模，2003 年，美加旗下的三大品牌的市场占有率达到巅峰：爱浪音响 18%，山水音响 15%，威莱音响 13.5%。在 06 年，美加实现收入约在 4~5 亿元。
- 借助爱浪、山水与威发品牌，广州国光将实现品牌经营，新增内销市场。
 - ◆ 这三大品牌主要市场在国内，因此，收购完成后，将为广州国光快速建成内销的渠道，成为企业收入未来新的增长点（广州国光目前 90% 的收入来自于出口）。
 - ◆ 可以说，在音响领域广州国光已经做到了足够的地位，变则通，品牌收购对于其来说，成为其经营模式变化的最重要手段，也是最合适最快捷的手段。

图表3：2008 年广州国光收入结构



来源：国金证券研究所整理

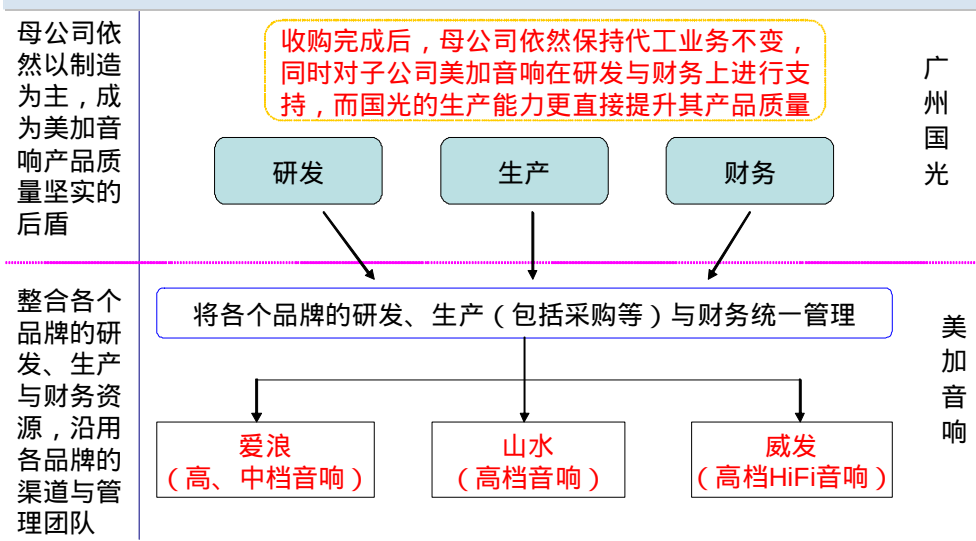
图表4：2008 年广州国光实际出口收入占 90% 以上

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	

广州国光的研发制造+美加音响旗下三大品牌的渠道与营销，回避了美加音响的短板，增强了其品牌竞争力

- 短期内广州国光可以通过对美加内部资源的整合来实现收购的盈利，并提升美加音响旗下三大品牌的竞争力！
 - ◆ 在对美加发展历程分析，我们认为美加出现经营恶化的主要原因在：1、缺乏具有竞争力的生产环节（大部分音响都来自外购），产品质量不能稳定；2、各个品牌在研发、生产与财务方面各自为政，消耗了企业过多的资源。
 - ◆ 从这个角度来看，国光可以通过整合美加内部资源来降低其期间费用，从而提升企业盈利能力（美加产品已经拥有较高的毛利率水平，在 35% 以上）。
 - ◆ 同时，美加的管理团队在市场营销方面具有较强的能力与丰富的经营，我们不难从其发展历程看到，可以说，中国音响业的特许加盟发展机制就是由其创造！（CAV 的营销就可以佐证，美加是从 CAV 分出来的）

图表5：实际上，只要通过对美加音响内部资源的整合就能够实现盈利



来源：国金证券研究所整理

收购美加，至少能够给广州国光 10 年带来 7 分业绩，相当于提高增速 12%！

- 同时，我们并不担心美加音响未来品牌内耗的持续，这是因为：
 - ◆ 三大品牌产品特色泾渭分明，爱浪产品集中在高、中档音响，其中在中档音响由于宣传到位，已经形成了较强的客户黏性；山水产品主司高档音响；而威发产品集中在高档 HiFi 音响。
 - ◆ 原先品牌内斗主要集中在产品研发、生产的重复上，收购后，公司将重点整合这些品牌的研发、生产资源，实现三大品牌的集中研发与生产，这即消除了未来内斗的可能，也确保新产品研发投放的方向！
- 更重要的是收购还带有美加音响原股东的对赌协议，这种协议使得三年内，美加音响与广州国光利益趋同，并且能保证 09~11 年为广州国光贡献 0.025、0.073 与 0.122 元最低业绩增厚，这显然有助于提升国光股东价值！
 - ◆ 在对赌协议的三年内，美加原股东的股份将被质押！

业绩与估值的提升，广州国光成为目前元器件最佳投资标的

经营模式转变，我们不能简单用出口型制造业企业来看待广州国光

我们上调企业盈利预测，上调目标价位至 15.28 元，并认为国光是目前行业中最好投资标的

- 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 124.87、173.85 和 225.95 百万元，同比增长分别为 41.21%、39.23%和 29.97%，EPS 分别为 0.611、0.850 和 1.105 元；

- ◆ 分拆 10 年广州国光业绩构成，主要分以下部分：1、出口退税带来的 2000 万净利润；2、收购美加带来的 1500 万业绩保底；3、聚合物锂电池带来的 900 万净利润；4、代工业务实现净利润约 1.3 亿元，同比约增长 20%；
- 我们认为收购美加音响后，广州国光不能简单使用出口型制造企业来估值，因此，我们上调广州国光目标价位至 15.28，相当于 09 年 PE25 倍，10 年 PE17.97 倍。而即便是目前估值水平也是在整体行业最低水平，因此，广州国光成为目前元器件行业最佳投资标的。

图表6：核心公司估值水平

A股上市公司（单位：CHY）

股票名称	09EPS	09PE	10EPS	10PE	PB
歌尔声学	0.49	31.12	0.61	25.07	4.49
中环股份	0.17	55.88	0.18	52.78	3.04
生益科技	0.24	29.38	0.32	22.67	3.28
法拉电子	0.45	23.75	0.56	18.81	2.45
莱宝高科	0.72	18.75	0.97	14.02	2.75
长电科技	0.12	40.33	0.15	32.42	2.33
平均	0.37	33.20	0.46	27.63	3.04
广州国光	0.61	18.45	0.85	13.26	2.98

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	1,206	1,515	1,840
增长率		-1.3%	17.3%	22.5%	25.6%	21.4%
主营业务成本	-672	-636	-726	-871	-1,079	-1,296
% 销售收入	79.1%	75.8%	73.7%	72.2%	71.2%	70.5%
毛利	178	203	259	335	437	544
% 销售收入	20.9%	24.2%	26.3%	27.8%	28.8%	29.5%
营业税金及附加	0	0	-3	-6	-8	-9
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-40	-28	-39	-45	-55	-68
% 销售收入	4.7%	3.3%	4.0%	3.7%	3.6%	3.7%
管理费用	-55	-75	-80	-110	-136	-169
% 销售收入	6.5%	8.9%	8.1%	9.1%	9.0%	9.2%
息税前利润（EBIT）	83	100	136	175	238	297
% 销售收入	9.7%	12.0%	13.8%	14.5%	15.7%	16.1%
财务费用	-14	-35	-31	-39	-39	-37
% 销售收入	1.6%	4.2%	3.2%	3.3%	2.6%	2.0%
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%	3.4%	2.4%	1.9%
营业利润	72	83	97	141	204	265
营业利润率	8.5%	9.9%	9.8%	11.7%	13.5%	14.4%
营业外收支	4	9	4	6	3	3
税前利润	75	92	101	147	207	268
利润率	8.9%	10.9%	10.3%	12.2%	13.7%	14.6%
所得税	-9	-11	-11	-22	-31	-40
所得税率	12.0%	12.3%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	66	80	90	125	176	228
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	125	174	226
净利率	7.8%	9.4%	9.0%	10.4%	11.5%	12.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	67	0	90	125	176	228
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	37	36	36
营运资金变动	-82	0	-84	134	-54	-56
经营活动现金净流	14	0	50	337	200	251
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	-225	-67	1
其他	-35	-45	-64	-46	-71	-70
筹资活动现金净流	53	108	115	-270	-137	-69
现金净流量	-103	-97	36	70	53	169

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	253	422
应收款项	347	345	344	382	480	583
存货	122	157	220	203	251	302
其他流动资产	6	23	15	37	45	54
流动资产	546	604	709	822	1,030	1,361
% 总资产	48.3%	43.2%	45.1%	49.8%	56.1%	63.5%
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%	36.4%	31.7%	26.2%
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%	50.2%	43.9%	36.5%
资产总计	1,132	1,396	1,571	1,650	1,835	2,143
短期借款	259	129	291	67	0	0
应付款项	203	242	224	389	483	581
其他流动负债	8	13	18	56	63	71
流动负债	470	385	533	512	546	652
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	754	789	896
普通股股东权益	634	710	777	872	1,020	1,219
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	1,653	1,837	2,146

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.667	0.492	0.442	0.611	0.850	1.105
每股净资产	3.960	3.551	3.798	4.265	4.987	5.963
每股经营现金净流	0.089	0.516	0.262	1.649	0.981	1.225
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%	14.32%	17.05%	18.53%
总资产收益率	5.89%	5.61%	5.60%	7.55%	9.46%	10.53%
投入资本收益率	8.28%	7.67%	9.03%	12.30%	15.68%	16.90%
增长率						
主营业务收入增长率	76.75%	-1.27%	17.29%	22.51%	25.65%	21.41%
EBIT增长率	40.24%	15.93%	35.46%	28.45%	36.27%	24.71%
净利润增长率	48.12%	18.00%	12.34%	41.21%	39.23%	29.97%
总资产增长率	20.72%	24.03%	12.49%	5.08%	11.16%	16.82%
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	171.9	137.2	111.1
偿债能力						
净负债/股东权益	30.54%	44.84%	50.20%	12.11%	-1.00%	-14.29%
EBIT利息保障倍数	6.3	2.9	4.4	4.5	6.1	8.1
资产负债率	42.54%	47.46%	49.11%	45.62%	42.92%	41.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	6	6	13	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	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
4 2009-06-10	买入	10.63	12.96 ~ 12.96

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。