

广州国光(002045.sz)

国外需求开始复苏，增长将逐步加快

惠毓伦 研究员
电话: 020-87555888-323
eMail: hyl6@gf.com.cn

徐博卷 研究助理
电话: 020-87555888-420
eMail: xbj@gf.com.cn

国外需求开始复苏，增长将逐步加快

公司近几年外销收入比重不断增加，2009 年超过 80%，公司对国外需求依存度大幅上升。全球金融危机对公司影响始于 2008 年第四季度，并一直持续到 2009 上半年，在此期间，鲜有外销新订单，2009 年下半年以来，国外需求开始复苏，新订单逐步增加，在 2008 年前 3 季度是国光历史收入高峰背景下，2009 年前 3 季度同比增长了 3.37%，表明了国外需求快速复苏，收入已经呈现出加快增长的趋势。

收购音响品牌，拓展内需市场

公司近期收购了中山美加音响公司 100% 的股权，并取得了国内家用音响品牌“爱浪”，以及国际音响品牌“威发”在中国的大音响独家永久使用权，日本“山水”大音响在中国的经营授权；公司以人民币 2800 万元收购爱威音响 100% 股权。公司收购美加音响后，可以快速进入音响的终端领域，拓展内销市场；公司收购爱威后，将有利于开拓专业音响市场，有助于提升国光公司的综合竞争力。另外，通过不断提高内销比例，可以优化公司收入的地区结构，有助于消除主要依靠国外市场的风险。

给予买入的投资评级

在全球金融危机的经济环境下，公司还能保持收入和净利润的增长，目前公司通过收购两家国内品牌音响公司，主营向国内市场拓展，公司主营布局基本完成，公司已经具备持续稳步发展的条件。根据我们的盈利预测预测，2009、2010 和 2011 年归属母公司所有者的净利润为 1.15 亿元、1.83 亿元和 2.57 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.45 元、0.57 元和 0.75 元（2010 年及以后以 2.91 亿总股本计算），对应动态 PE 分别为 29.36 倍、23.17 倍和 17.61 倍，与同行业上市公司相比，估值较低，因此给予广州国光买入的投资评级，12 个月合理目标位为 15.96 元。

风险提示

品牌音响业务达不到预期的风险、现有收入过于依靠外销的风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	13.21
目标价格(元)	15.96
前次评级	无评级

股价走势

广州国光(002045)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.87%	2.31%	221.57%
上证综指	9.98%	-6.62%	121.69%

股票数据

总股本(万股)	25,070.40
流通 A 股(万股)	16,165.32
主要股东:	

广东国光投资有限公司

主要股东持股比例	24.26%
流通 A 股比例	64.48%

财务比率

ROE	11.39%
ROA	5.60%
资产负债率	49.11%
每股净资产(元)	3.80

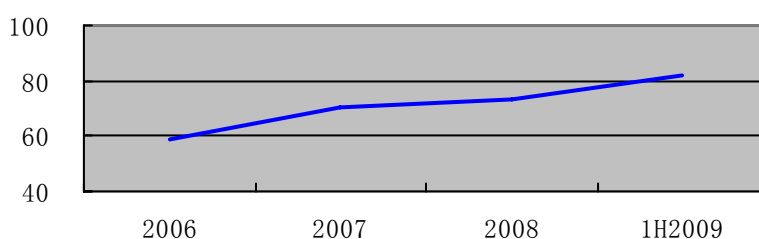
2008 年报数据。

国外需求开始复苏，增长将逐步加快

公司主营扬声器、音响和电子零配件，近几年外销收入比重不断增加，2009年外销欧美和日本等国家和地区的收入超过80%，公司对国外需求的依存度大幅上升。全球金融危机对公司的影响始于2008年第四季度，并一直持续到2009上半年，在此期间，鲜有外销新订单，公司依靠原有的订单和积极开发新产品保持了收入的小幅增长。

图1：近几年外销比例不断增加

单位：%

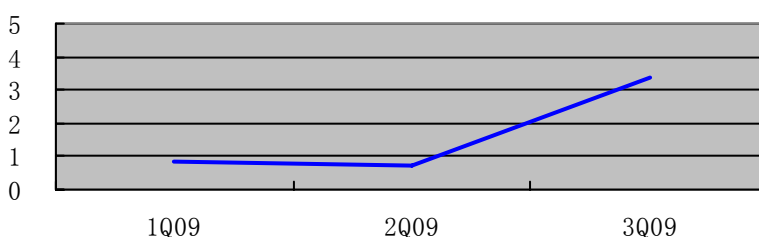


数据来源：公司报表

2009年下半年以来，国外需求开始复苏，新订单逐步增加，在2008年前3季度是国光历史收入高峰的背景下，2009年前3季度同比增长了3.37%，表明了国外需求的快速复苏，收入已经呈现出加快增长的趋势。

图2：2009各季度收入增长率

单位：%

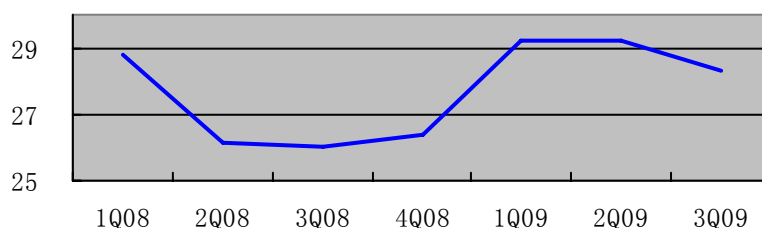


数据来源：公司报表

在应对本次金融危机中，公司通过快速的市场反应能力，以自身的电声技术优势，应对金融危机的策略和措施得当，通过调整产品结构，加快新品开发速度，改进生产工艺，提高产品技术含量和附加值，开发生产适销对路的产品；同时加强和细化各项管理，降低成本，使得公司的综合毛利率还比前几年有明显的提高，使得净利润增长幅度远远超过收入的增长幅度。

图3：2008年以来季度毛利率走势

单位：%



数据来源：公司报表

收购音响品牌，拓展内需市场

公司近期收购了国内两家音响品牌公司。

1、公司以 10800 万元的价格收购了中山美加音响发展有限公司 100% 的股权，并取得了国内家用音响品牌“爱浪”，以及国际音响品牌“威发”在中国的大音响独家永久使用权，日本“山水”大音响在中国的经营授权。

“爱浪”已在国内市场营销了十多年，是中国驰名商标，共有 1700 多家销售网点，爱浪的产品风格适合国内市场，与公司现有的产品有较大差别。收购爱浪等品牌后，公司表示会按其原有的经营方向和产品模式去经营内销市场。收购爱浪等品牌是公司技术优势和对方市场优势的互补，双方事业发展的需要，预计对公司的内销市场产生积极的影响。此外，爱浪在家庭影院扩大机方面具有明显的优势，可以增加公司的出口产品配套能力。

公司收购美加音响时，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。

2、公司以人民币 2800 万元收购爱威音响 100% 股权，“爱威”、“AIVIN”为国内专业音响知名品牌，爱威创立 17 年来专注于音响器材、功放的研究开发和生产，为国内第一批开发出全数字卡拉 OK 机的品牌，在业界拥有较高的品牌地位。目前，爱威产品涵盖家庭影院功放、开关电源数字功放、Hi-Fi 功放、有源超低音音箱功放、卡拉 OK 功放、专业功放、专业 DSP 数字周边设备、DSP 模块、电教系统、卡拉 OK 音箱、乐器音箱、专业演出音箱、专业话筒、顶级耳机及相关周边产品，除以“爱威”、“AIVIN”品牌进行内销外，还以 OEM/ODM 方式出口到欧美。爱威作为中国大陆少数几家获得美国 DTS、DOLBY 公司指定授权的音响厂商之一，在功放领域的成就享誉业内。爱威自成立之日起就确立以新技术作为公司生存发展的路线，经过多年的积累，拥有一支有电子、软件等各类工程师 60 多名的开发团队，拥有深厚的模拟功放、DSP 技术，成熟的数字功放、开关电源技术，以及十几年的整机开发、产品测试和生产经验。

收购时，原股东承诺如果爱威音响公司 2009 年度经审计净利润未达到 200 万元、2010 年度经审计净利润未达到 600 万元、2011 年度经审计净利润未达到 1000 万元，则原股东以现金方式向公司支付等额的补偿款；原股东之间对补偿款按原对目标公司的持股比例分担，但原股东对全部补偿款向公司承担无限连带责任。

原股东将以全部股权转让款后续取得的公司股票质押给国光投资，作为对业绩补偿等事项的担保，质押期限 3 年。

公司收购美加音响后，可以快速进入音响的终端领域，拓展内销市场；公司收购爱威后，将有利于开拓专业音响市场，有助于提升国光公司的综合竞争力。另外，通过不断提高内销比例，可以优化公司收入的地区结构，有助于消除消除主要依靠国外市场的风险。

主营布局完成，具备持续稳步发展条件

公司原有业务主要集中在扬声器和音响等部件领域，公司收购美加音响和爱威音响后，业务领域向产业链下游延伸，考虑到公司在声学设计方面的优势，我们认为向下游延伸是公司做大做强的合理选择，有助于公司持续稳步发展。

美加音响和在 2009 年 3 季报合报表（一个月），爱威音响还没有并表，预计这两家新收购公司对国光第四季度收入和净利润有所贡献。

目前公司主营布局基本完成，公司具备了持续稳步发展的条件。

随着全球经济逐步见底，最困难的时候已经过去，国外订单逐步恢复，公司产品中增长较快的是多媒体音响和平板电视扬声器和音箱产品。

受个人笔记本电脑、MP3、IPOD 等消费类视听电子产品快速增长的影响，多媒体音响在未来几年将呈现快速发展的态势，据中国电子音响工业协会的资料数据显示，未来几年多媒体音响呈持续上升趋势，预测到 2010 年全球多媒体音响销量为 16700 万套，销售额将达到 258 亿元。公司在多媒体音响市场开发上积累了较深厚的技术和经验，随着多个客户在此类产品的的新项目投产，预计未来一年内多媒体产品仍将呈现持续增长趋势。

CEA 预计 2009 年数字电视出货量将接近 3500 万台，较 2008 年度增长接近 6 个百分点，其中液晶电视仍将是消费者的首选，约占到数字电视市场整体出货量的 77% 左右，各大厂皆有推出液晶新品，对随之配套的超薄型扬声器系统需求亦越来越多，而平板电视机的扬声器、音响技术要求高，不仅要求体积超薄，低频好，而且要节能、环保。公司的该类产品由于音质好，交货及时，得到世界知名品牌公司的认可。2009 年下半年，公司开发的平板电视机扬声器、音响产品进入的交货高峰期，预计需求将保持快速增长。

公司已经公告拟非公开增发，以不低于 9.96 元价格非公开增发不超过 3500 万股，募集资金主要用于新增 13 万套音响产品技术改造项目，根据规划，该项目 2 年达产后可年新增销售收入 45540 万元，净利润 5465 万元。

风险提示

品牌音响业务达不到预期的风险

公司近期收购了中山美加音响和广州爱威音响，进入品牌音响领域。尽管公司具有多年的扬声器和音响等部件产品的生产、销售和管理经验，但对于终端产品的销售和管理仍缺乏经验。另外，文化的融合也需要时间，若美加和爱威不能顺利融入国光的文化，存在品牌音响业务可能达不到预期的风险。

现有收入过于依靠外销的风险

目前公司80%以上的收入来源为外销，且近几年外销比例有逐步加大的趋势，尽管公司开始拓展内销市场，但在几年内外销的比例仍较大，因此公司在一段时间内仍存在主要依靠外销市场的风险。

给予买入的投资评级

在金融危机的经济环境下，公司还能保持收入和净利润的增长，目前公司通过收购两家国内品牌音响公司，主营向国内市场拓展，公司主营布局基本完成，公司已经具备持续稳步发展的条件。

根据我们的预测，公司2009、2010和2011年全面摊薄EPS分别为0.45元、0.57元和0.75元（2010年及以后以2.91亿总股本计算），对应动态PE分别为29.36倍、23.17倍和17.61倍，与同行业上市公司相比，估值较低，因此，给予广州国光“买入”的投资评级，12个月合理目标位为15.96元。

表1：音响行业A股上市公司估值比较

	当前股价	EPS（元/股）			PE（倍）		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
歌尔声学	20.05	0.49	0.78	1.04	40.83	25.72	19.31
东晶电子	17.60	0.25	0.30	0.32	70.93	59.11	54.56
新嘉联	10.75	0.20	0.22	-	52.52	49.24	-
广州国光	13.21	0.45	0.63	0.88	29.36	23.17	17.61
平均	-	-	-	-	48.41	38.76	29.63

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

注：假设2010年后广州国光以2.91亿股总股本计

盈利预测

盈利预测假设

2008年以来公司通过调整产品结构使得较高毛利率的新产品比例不断增加，预计毛利率仍将保持稳定或小幅上升。

根据财政部、国家税务总局于2009年6月8日发布的《关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》，自2009年6月1日起，公司主要产品扬声器、音箱的出口退税率将从14%提高到17%。

公司已经收购了美加音响和爱威电子两家品牌音响公司，将对公司2010年及以后的业绩增长有一定的贡献；增发项目实施后，收入将会明显加快，目前公司步入新的快速成长期。

在进行盈利预测时。我们采用了下面的假设：

- 1、音箱业务新产品比例不断上升，2009-2011年销售收入同比增长12%、15%和20%，毛利率分别为31.5%、31.0%和30.5%。
- 2、扬声器业务产品保持小幅增长，2009-2011年销售收入同比增长3%、5%和5%，毛利率分别为19.2%、19.0%和18.5%。
- 3、电子零配件业务向为音箱产品及美加、爱威品牌音响配套趋势发展，销售收入呈下降趋势。预计2009-2011年销售收入同比增长-20%、-10%和-10%，毛利率分别为19.3%、18.8%和18.5%。
- 4、新增品牌音响产品2009-2011年销售收入分别为1.2亿元、2.0亿元和3.5亿元，毛利率分别为25.5%、26.5%和27.8%。
- 5、假设非公开发行募集资金投资项目于2010年下半年实施，其中新增13万套音响产品技术改造项目于2010年下半年开始实施，建设期2年，2011年年底达产50%，2012年中期完全达产。

财务报表预测

表 2: 广州国光的资产负债预测表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	594.77	697.23	677.95	1,110.55	1,420.35
货币资金	78.44	117.96	59.60	337.01	474.75
应收账款	321.90	323.56	449.76	449.44	662.03
其它应收款	23.21	20.33	29.99	28.52	43.80
预付账款	21.12	14.49	10.15	18.51	16.84
存货	157.13	219.98	128.11	276.74	222.59
其他流动资产	1.74	0.34	0.34	0.34	0.34
非流动资产	797.00	864.69	837.55	813.41	791.28
长期股权投资	54.04	52.83	52.83	52.83	52.83

固定资产	447.02	559.34	554.19	539.00	525.81
无形资产	90.79	85.83	76.80	67.77	58.73
其他长期资产	205.15	166.70	153.73	153.82	153.90
资产总计	1,391.76	1,561.92	1,516.08	1,924.54	2,212.20
流动负债	371.62	514.97	378.74	391.39	508.59
短期借款	101.02	201.51	0.00	0.00	0.00
应付账款	203.40	184.05	254.10	255.50	373.02
其他流动负债	67.2	129.41	124.64	135.89	135.57
非流动负债	282.42	243.10	243.10	143.10	143.10
长期借款	281.48	242.69	242.69	142.69	142.69
其他非流动负债	0.93	0.41	0.41	0.41	0.41
负债合计	654.04	758.07	621.84	534.48	651.69
少数股东权益	27.61	27.29	29.32	31.90	35.27
股本	200.00	204.46	256.06	291.06	291.06
资本公积	221.81	225.51	161.12	491.63	491.63
留存收益	78.71	88.43	101.15	127.74	167.08
归属母公司所有者净利润	710.11	776.56	864.91	1,358.16	1,525.24
股东权益合计	737.72	803.85	894.24	1,390.06	1,560.51
负债和股东权益	1,391.76	1,561.92	1,516.08	1,924.54	2,212.20

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3: 广州国光利润预测表					单位: 百万元
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	839.27	984.40	1,137.65	1,322.84	1,635.13
营业成本	636.05	725.71	826.17	960.88	1,185.12
营业税金及附加	0.00	3.46	4.00	4.65	5.75
销售费用	27.81	39.10	45.34	52.73	65.17
管理费用	74.95	80.05	93.39	108.59	134.22
财务费用	35.19	31.03	25.64	16.30	11.03
资产减值损失	-8.96	15.20	3.95	3.95	3.95
公允价值变动收益	1.74	-1.40	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.71	8.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	82.69	96.86	139.16	175.74	229.88
营业外收入	9.32	5.80	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.40	1.31	0.00	0.00	0.00

利润总额	91.61	101.35	139.16	175.74	229.88
所得税	11.23	11.38	20.87	26.36	34.48
净利润	80.38	89.98	118.29	149.38	195.40
少数股东损益	1.67	1.55	2.04	2.58	3.37
归属母公司净利润	78.71	88.43	116.25	146.81	192.03
EBITDA	132.14	155.44	249.67	282.56	337.14
EPS（元）	0.307	0.345	0.454	0.573	0.750

数据来源：广发证券发展研究中心

表 4：广州国光现金流量预测表					单位：百万元
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	119.13	60.72	258.37	117.59	251.76
净利润	71.65	83.91	118.29	149.38	195.40
折旧和摊销	12.35	30.26	93.19	100.19	108.19
资产减值准备	-8.96	15.20	3.95	3.95	3.95
营运资金变动	39.84	-15.99	-66.24	6.07	-109.00
其它经营现金流	-26.08	-67.74	91.87	-148.63	54.15
投资活动现金流	-204.36	-129.14	-70.00	-80.00	-90.00
筹资活动现金流	110.89	119.59	-246.56	234.47	-32.74
现金净增加额	6.51	39.52	-59.41	222.23	223.92
期初现金余额	71.92	78.44	117.96	58.54	280.77
期末现金余额	78.44	117.96	59.60	337.01	474.75

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广州国光(002045)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。