

广州国光(002045)

厚积薄发 实而不华

谨慎推荐

首次评级

信息技术/电子元器件

2009 年 11 月 25 日

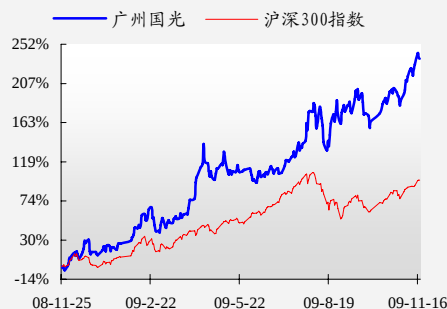
投资要点:

- 随着信息时代的到来,尤其是消费类电子产品日新月异的发展,电声行业的前景仍然看好。但是行业内中低端产品居多,竞争激烈。因此唯有那些产品步入中高端、技术创新能力强、拥有规模和客户优势的公司才可能在角逐中胜出。
- 广州国光是国内最老牌的电声产品生产企业,成立至今一直从事电声产品的设计和生 产,是目前国内最为系统化、专业化、规模化的扬声器和音箱的设计生产企业。公司在国内电声行业内独树一帜,功力深厚。
- 2009 年前三季度,公司实现营收 7.14 亿元,归属上市公司股东净利润 7092 万元,分别同比增加 3.37%和 17.75%。在经济环境极为不利的 2008 年和 2009 年,公司的营收和利润均能实现增长,尤其是利润增速超过了营收增速,体现了公司较强的应对危机能力。
- 公司收购了美加音响和爱威音响两家质地较好的下游公司,正式进军国内音响市场,开始 OBM 之路。我们认为公司采用垂直整合的方式来开始自有品牌之路是十分明智之举,能起到事半功倍的效果,前景看好。
- 根据我们的预测,公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.42、0.52、0.67 元,对应的市盈率为 32.19、26.00、20.18 倍,暂给与公司“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险:人民币升值和原材料涨价带来的盈利能力下降风险;定向增发不能获得通过的风险。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	98,440	17.29	8,843	12.34	0.43		38.6	
2009E	111,210	12.97	10,449	18.16	0.42		32.2	
2010E	142,176	27.84	14,722	40.90	0.52		26.0	
2011E	174,223	22.54	19,218	30.53	0.67		20.2	

走势图



市场数据

2009-11-24

收盘价:	13.52 元
52 周最高价:	14.75 元
52 周最低价:	4.04 元
平均持仓成本:	12.54 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	25,070
流通 A 股(万股):	25,070
每股收益(元):	0.28
每股净资产(元):	3.44
每股经营现金流(元):	0.51
市净率:	3.93

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6336 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

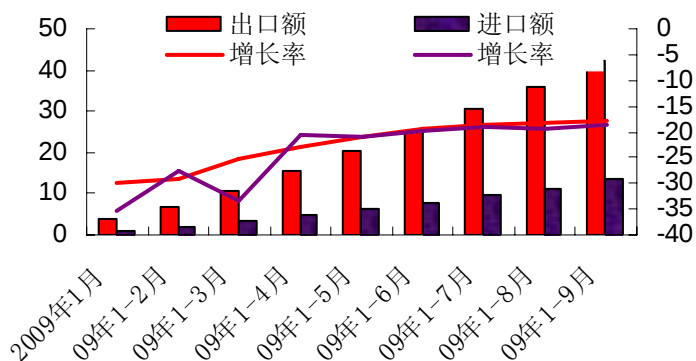
一、电声行业：综合实力强者才能胜出

近些年，我国的电声产业发展迅速，已经掌握了从元器件到终端产品的一系列生产技术，形成了较为完整的电声工业体系和产业链。1996 年，我国电声元器件总产量达到 12.5 亿只，首次超过日本。2005 年，我国电声元器件总产量达到 60 亿只，占全球总产量的 60%，排名世界第一。目前，我国的电声产品生产厂家已经多达 3000 余家，集中在广东、山东和浙江等地。

我国电声行业是典型的以外向型为主的行业，行业内 80%左右的企业有出口业务。2008 年以来的经济危机给电声行业带来了较大的不利影响。2009 年初，我国电声产品的出口额和进口额同时跌入最低谷，同比降幅均在 30%以上。2009 年二季度以来，伴着全球经济的企稳回升，电声行业也逐步走出低谷，电声产品的进出口额的降幅同步收窄，电声行业的状况在持续好转。信息时代的到来，尤其是消费类电子产品的日新月异的发展，使电声行业的前景仍然看好。未来电声行业内的竞争将更趋激烈，唯有那些产品步入中高端、技术创新能力强、拥有规模和客户优势的公司才能够在角逐中胜出。

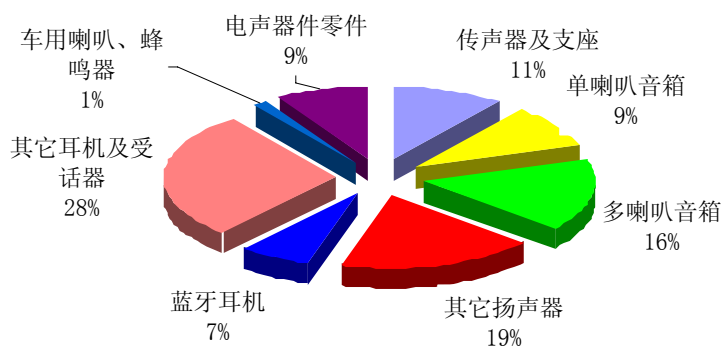
图 1.1 我国电声产品的月度累计进出口额及增长率

单位：亿美元、%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 1.2 2009 年 1-9 月相关电声产品的出口份额



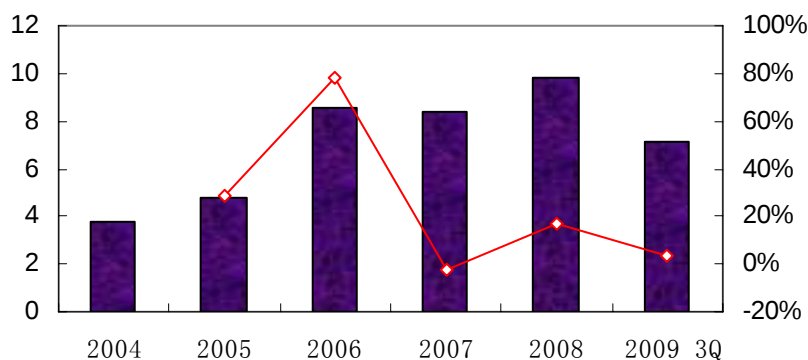
资料来源：东北证券金融与产业研究所

二、公司经营稳健，业绩超出预期

2009 年前三季度，公司实现营收 7.14 亿元，归属上市公司股东净利润 7092 万元，分别同比增加 3.37% 和 17.75%。公司通过新产品的开发和产品结构的调整，增强了盈利能力，因此利润的增速明显超过了营收的增速。在经济环境极为不利的 2008 年和 2009 年，公司的营收和利润还均能实现增长，尤其是利润增速还超过了营收增速，这是十分难能可贵的，在整个电子元器件行业中能有这样表现的公司也不多见。

图 2.1 公司营业收入及增长率的变化

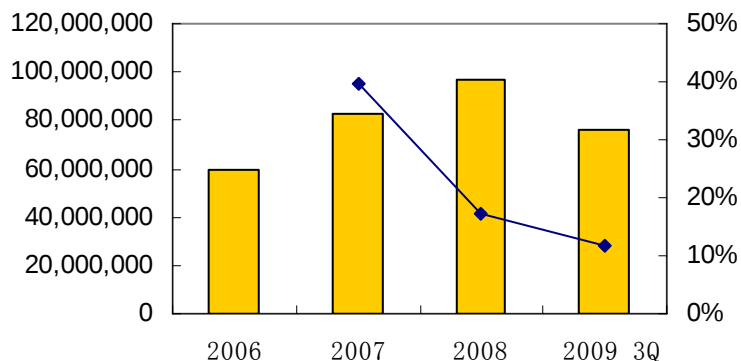
单位：亿元、%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 2.2 公司营业利润及其增长率的变化

单位：万元/%

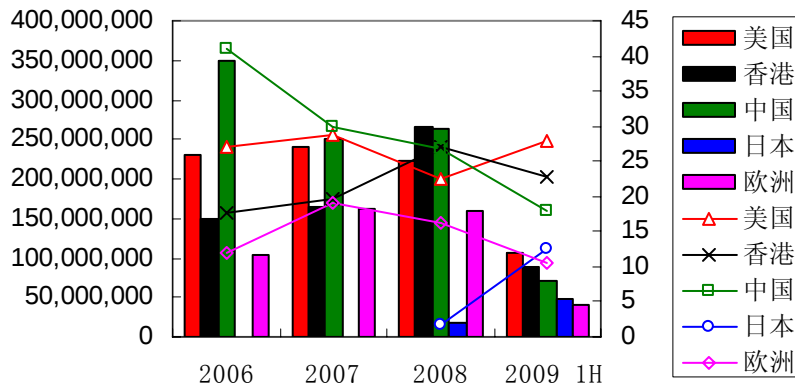


资料来源：东北证券金融与产业研究所

作为一家专注于电声产品制造的公司，广州国光上市之初还只有不到 5 亿元的营收。但是 5 年之后，公司的总营收已经达到 10 亿元左右的规模，翻了一翻。虽然从过程上来看，公司营收在 2006 年大幅增长 77.96% 后，近两年增速明显放缓。但是考虑到全球经济危机的影响和高达 82% 对外依存度，公司的业绩表现还是超出预期。

图 2.3 分地区营收及营收占比变化趋势

单位：元、%



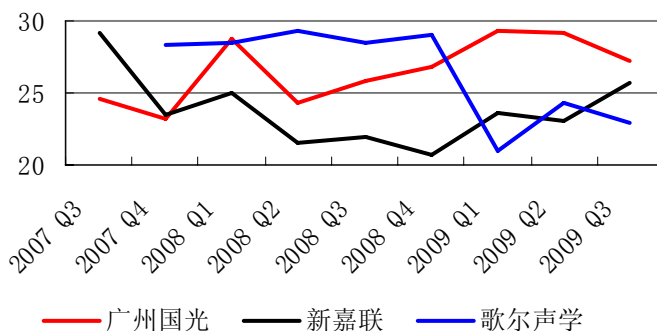
资料来源：东北证券金融与产业研究所

三、盈利能力稳中有升，彰显公司实力

2009 年前三季度，公司的综合毛利率为 28.33%，同比增长了 1.29%个百分点；净利润率为 10.07%，同比增长了 1.4%个百分点。近几年公司的毛利率总体呈稳中有升的态势。新嘉联（002188）和歌尔声学（002241）虽然以生产微型扬声器器件为主，其目标市场与广州国光不同，但是同是电声行业内的重点公司，仍具有一定的可比性。因此把两家公司与国光放在一起比较分析。从近两年的综合毛利率变化趋势上看，上述两家公司盈利能力的波动幅度明显较大，受经济危机的影响十分明显。而广州国光综合毛利率的波动相对要小得很多，并且稳中有升。从净利润率的角度来看，国光也明显比新嘉联和歌尔声学稳定。由上面的比较分析明显可知广州国光的应变能力较强，经营十分稳健。

图 3.1 三家可比公司的毛利率变化趋势

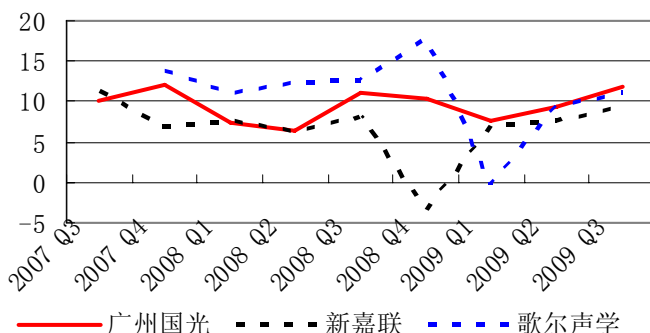
单位：%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 3.2 三家可比公司的净利润率变化趋势

单位：%

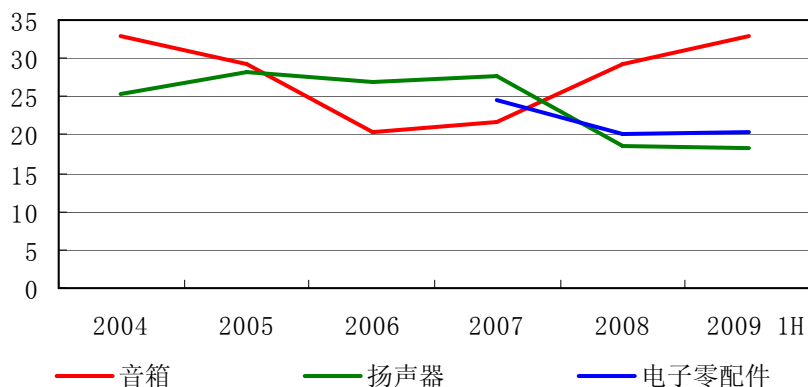


资料来源：东北证券金融与产业研究所

从分产品的角度看，音箱业务的毛利率在2006年最低，这主要是因为当时公司正处在从扬声器元件厂转型为电子音响系统厂的产品结构转型关键阶段，公司为锻炼电子产品的生产管理能力，接下一低毛利率台式电脑用多媒体音箱订单，削弱了音箱产品的毛利率。此后随着高端产品的逐步增加，产品结构将进一步优化，音箱产品的毛利率一直处于稳步回升状态。2007年以来扬声器产品的毛利率受经济危机影响较大，呈下降态势。电子零配件类产品的毛利率下降主要是因为国光电子上半年的销售受金融危机的影响，出口的玩具类电池的销售额降幅较大造成的。但是，下半年随着已获得认证的重要客户的新增订单，预计国光电子的销售额会比上半年有较大幅度的增长。总的来看，随着全球经济的企稳复苏，公司产品结构的调整，公司盈利能力持续回升的可能性很大。

图 3.3 公司三类产品的毛利率变化趋势

单位：%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

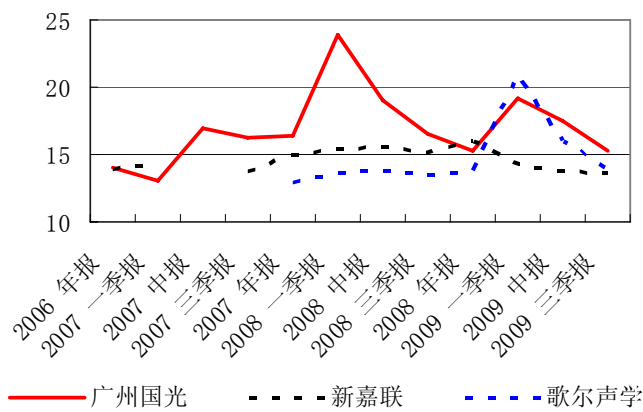
四、期间费用仍有下降空间

2008年一季度，受人民币单季度升值4.2%的影响，公司财务费用率大幅攀升至6.6%，同时由于公司加大新产品的开发力度，管理费用率大幅攀升至11.82%。受此影响，公司的期间费用率达到了近几年的最高点。此后，公司加强了费用控制，期间费用率基本呈下

降态势。与新嘉联和歌尔声学比较而言，公司的期间费用率相对较高，并且波动幅度较大。但这并不说明公司的效率比上述两家公司低，公司的管理费用率是三家公司中最低的。销售费用率较高主要是因为公司产品出口占比最高，并且新产品较多。财务费用是公司期间费用率高于同行两家公司的主要原因。实际上，收购了美加影响和爱威音响之后，公司已经开启了 OBM 之门。自有品牌的发展离不开资金的支持，因此今后公司对资金的需求会更大。公司拟通过非公开发行股票数量不超过 3500 万股，募集资金人民币 35081 万元用于新增 13 万套音响产品技术改造项目和偿还银行借款。如果非公开发行成功，公司财务负担将大幅减轻。

图 4.1 三家可比公司期间费用率的变化趋势

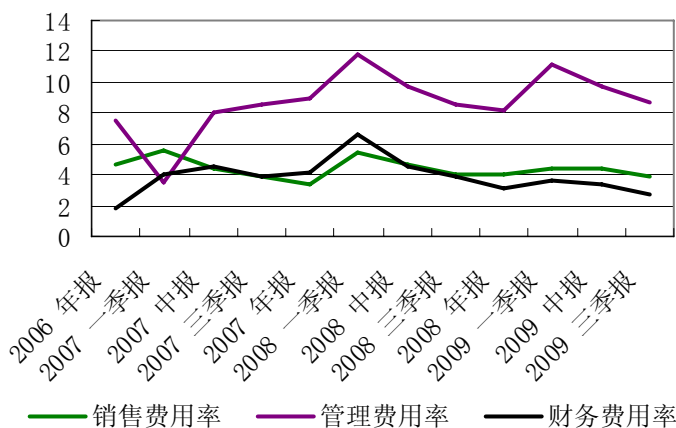
单位：%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 4.2 公司三项费用率的变化趋势

单位：%



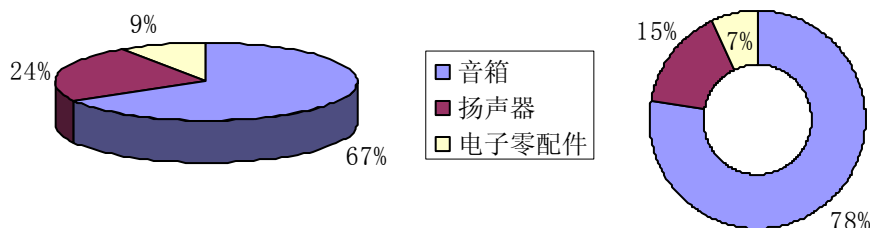
资料来源：东北证券金融与产业研究所

五、50 年如一日专注电声行业，垂直整合开始 OBM 之路

公司前身为广州国光电声总厂，企业历史可追溯到 1951 年成立的广州市公私合营国光广播器材厂。公司成立至今一直从事电声产品的设计和生产，是目前世界上最为系统化、专业化、规模化的扬声器、音箱设计和生产基地。公司产品 80% 以上出口到欧美、日本、香港等世界各地，主要客户包括美国哈门、瑞士罗技、日本东芝、美国惠普、荷兰飞利浦等国际知名大公司。公司具有从扬声器关键零部件，到扬声器单元、音箱系统及电子功放一体化的综合配套能力，现有扬声器、音箱、电子功放生产线共 76 条，日产 30 万只扬声器，9 万套音箱，2 万套电子功放的生产能力。

具体看，公司的产品主要有音箱、扬声器和电子零配件三大类。其中，音箱产品是营收的绝对主力，占总营收的比重高达 67%；扬声器产品的营收占比次之，为 24%；电子零配件的营收占比最小为 9%。音箱产品的盈利能力最强，毛利率为 32.84%，毛利占比高达 78%。扬声器产品的盈利能力较差，毛利率为 18.35%，毛利占比为 15%。电子零配件产品只是作为补充，营收占比只有 9%，毛利占比只有 7%。公司的主业十分清晰，完全是围绕着电声产品发展。

图 5.1 2009 年上半年公司各类产品的营收占比和毛利占比

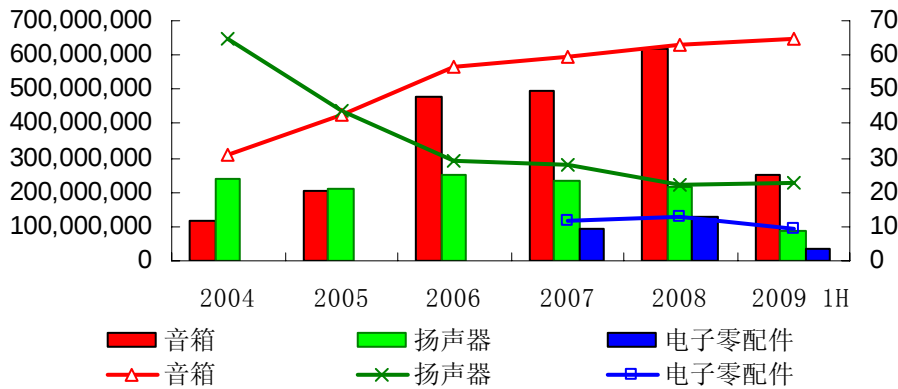


资料来源：东北证券金融与产业研究所

从收入构成的变化趋势上看，音箱产品显然是公司的重点发展方向，其营收在近几年一直保持稳步增长。音箱产品的营收占比已经从 2004 的 31.17% 上升到目前的 67% 左右。扬声器产品的销售明显放缓，其营收占比由 2004 的 64.46% 下降到目前的 24% 左右。电子零配件产品是应市场变化而开展的配套类新产品。这一变化实际上是和公司的实力不断增强和市场需求的不断变化有关。从最初的 OEM 产品为主，到 ODM 产品占比达到 50% 以上，再到收购美加音响和爱威音响开始尝试 OBM，公司的发展正在正确的方向上稳步前进。

图 5.2 公司分产品的营收及营收占比变化

单位：元、%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

2009 年 9 月 10 日，公司完成了对中山美加音响的收购。2009 年 10 月 23 日，公司完成了对爱威音响的收购。通过上述收购，公司正式进军国内音响市场，开始 OBM 之路。我们认为公司采用垂直整合的方式来开始自有品牌之路是十分明智之举，能起到事半功倍的效果。原因如下：

一、如果公司自己创立品牌，则需要做好品牌的建立、市场网络的建设和市场开拓等一系列前期工作。由于公司之前并没有相关经验，因此必将付出较大的资金代价和时间代价。美加音响旗下拥有爱浪、山水和威发等三大国内具有较高的知名度品牌，而爱浪品牌则更是在国内拥有 1700 多家品牌加盟专卖店。国光的收购使公司在声学器件上的超强实力与美加的品牌和销售渠道完美结合在一起，并产生一加一大于二的效果。爱威音响在功放方面具有较大优势，而国光的优势在音响，收购后同样会产生优势互补的协同效应。

二、收购的两家公司将明显增厚公司的业绩，并不存在拖累公司业绩的可能。美加音响的原股东承诺 2009 年度经审计的净利润要达到 500 万元，2010 年度经审计的净利润要达到 1500 万元，2011 年度经审计的净利润要达到 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。而爱威的原股东也承诺 2009 年度经审计净利润应不少于 200 万元、2010 年度经审计净利润应不少于 600 万元、2011 年度经审计净利润应不少于 1000 万元，若未实现业绩承诺原股东则以现金方式向公司支付等额的补偿款。

公司通过对美加和爱威的收购，使自己的 OBM 之路有了一个漂亮的开始。接下来就看公司是否能尽快地实现优势的互补与融合，尽快实现效益。对于公司品牌音箱业务的前景，我们持乐观的态度。

五、估值分析

根据我们的预测，公司2009、2010、2011年的每股收益分别为0.42、0.52、0.67元(其中2010、2011年的股本为增发后的总股本)，对应11月24日收盘价13.52 元的市盈率为32.19、26.00、20.18倍，暂给与公司“谨慎推荐”的投资评级。

表 5.1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	98,440	111,210	142,177	174,223
减：主营业务成本	72,571	80,172	101,575	124,105
减：主营业务税金及附加	346	601	768	941
营业费用	3,909	4,315	5,687	7,840
管理费用	8,005	9,686	12,796	15,680
财务费用	3,103	3,025	3,554	2,613
资产减值损失	1,519	1,500	600	600
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益		0	0	0
二、营业利润	9,686	11,911	17,197	22,443
加：营业外收入	580	500	200	250
减：营业外支出	130	100	50	50
三、利润总额	10,135	12,311	17,347	22,643
减：所得税费用	1,137	1,724	2,429	3,170
四、净利润	8,998	10,587	14,918	19,473
归属于母公司所有者的净利润	8,843	10,449	14,723	19,218
少数股东损益	155	139	195	255
六、每股收益（元）	0.35	0.42	0.52	0.67

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。