

广州国光 (002045): 2010 年海内外市场并进, 代工与自有品牌销售齐飞 增持 (维持)

元器件

当前股价: 31.75 元

报告日期: 2010 年 2 月 4 日

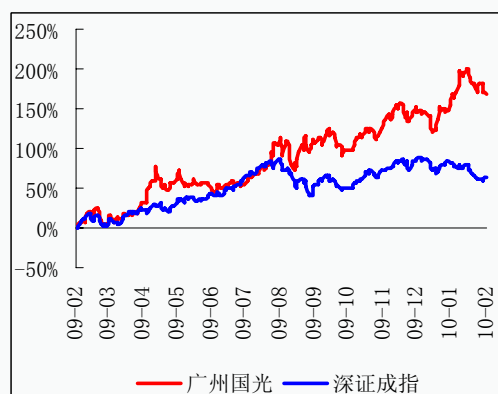
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	984	1,042	1,521	1,938
(+/-)	17.3%	5.9%	45.9%	27.5%
营业利润	97	122	184	266
(+/-)	17.1%	25.5%	51.1%	44.5%
归属母公司的净利润	88	110	158	226
(+/-)	12.3%	24.4%	43.2%	43.5%
每股收益 (元)	0.43	0.44	0.55	0.79
市盈率 (倍)	35	35	28	19

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	25,606 / 20,449
非限售流通股市值 (亿元)	31.04
每股净资产 (元)	3.61
资产负债率 (%)	46.38

股价表现 (最近一年)



天相资讯科技组

联系人: 何阳阳

010-66045782

hey@txsec.com

服务热线 010-66045555

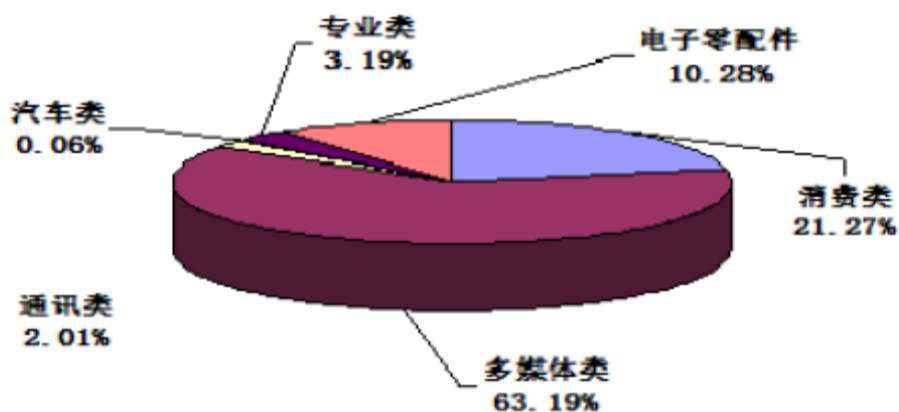
服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年, 公司实现营业收入10.42亿元, 同比增长5.85%; 实现营业利润1.22亿元, 同比增长25.5%; 实现净利润1.10亿元, 同比增长24.4%; 实现基本每股收益0.44元, 业绩符合我们预期。公司年度分配方案为每10股派现1.5元 (含税)。
- 四季度营收平稳, 单季毛利率下滑较多。Q4公司单季度的收入为3.28亿元, 环比持平, 毛利率为25.7%, 低于三季度 (27.3%) 及全年平均水平 (27.5%), 主要是音箱业务毛利率下滑所致。四季度公司转回了427万元的资产减值损失, 因此四季度净利润录得3909万元, 环比增长3%。
- 平板电视扬声器和音响系统业务对业绩增长贡献大。按下游应用领域划分, 2009年公司在多媒体领域有小幅增长, 而新开发的平板电视扬声器和音响系统业务取得了较大突破, 收入/毛利占比分别提高8%/10%, 是全年业绩增长的主要贡献力量。其中, 公司平板电视扬声器的不良率仅为0.06~0.08%, 在行业内处于先进水平。
- 2010年多媒体音箱新增订单约4000万美元, 奠定增长前景。公司具备音箱、扬声器产品设计的核心技术, 依靠出色的设计研发能力、快速的订单反应速度以及富有竞争力的产品价格, 在与日韩、墨西哥等国以及国内的代工企业相比时优势明显, 因此, 在2009年的弱市中, 公司成功开拓新客户的同时也成功扩大了在原客户群体中的供货比例, 保证了业绩的增长。目前, 公司预计2010年多媒体音箱领域新增订单约有4000万美元 (约2.72亿元), 新增订单将主要通过增发募投的“扩大多媒体音响产品出口技改项目”来提供产能支持。
- 借爱浪、爱威进入国内品牌零售市场, 开拓新增长空间。2009年, 爱浪实现营业收入5,461万元, 毛利率约为28.7%, 爱威实现营业收入977万元, 毛利率约为38.8%。公司收购爱浪、爱威后, 保留了其原来的团队, 辅以公司自身优异的音箱制造技术及资金支持, 将以爱浪为核心品牌开拓国内零售市场。当前, 国内音响市场的规模在600亿元左右, 其中进口品牌占据一半以上的市场份额, 国内品牌多且杂, 集中于低端市场。爱浪音响将定位于中高端市场, 未来的产品线包括单价相对较低, 需求量大的多媒体音箱以及单价高, 需求个性化的家庭音响组合。公司拟增发融资投资“13万套音响产品技改项目”, 其中, 固定资产投资6803万元, 无形资产投

资1200万元，营销网络建设5010万元。我们看好消费升级形势下国内音响市场的发展空间，爱浪品牌在国内音响市场上大有可为。

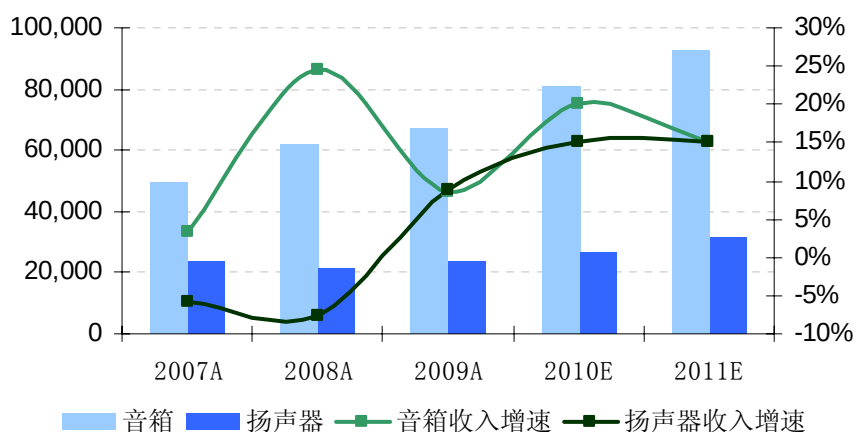
- **2010年海内外市场并进，代工与自有品牌销售齐飞。**我们乐观估计2010年出口市场，公司的音箱和扬声器业务收入分别增长20%和15%；国内市场，预计爱浪品牌零售业务销售收入为3亿元；预计公司营业总收入为15.21亿元，净利润为1.58亿元，对应的收入增速和净利润增速分别为45.9%和43.2%。假设公司顺利于2010年增发，按增发3500万股后的总股本来测算，我们预计公司2010、2011的EPS分别为0.55元和0.79元。公司上市以来的平均PE是30倍左右，考虑到公司将借助爱浪品牌开拓音响零售业务，国内音响市场提供给公司充足的发展空间，公司理应享受更高的估值，我们认为公司合理的估值区间为2010年30~40倍的PE，对应的合理股价为16.5~22元，维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**欧美经济二次探底的风险；爱浪品牌在国内市场开拓效果不理想的风险。

附表 1: 广州国光 2009 年音响业务各类产品比重



资料来源：天相投资顾问有限公司

附表 2: 广州国光音箱业务和扬声器业务的收入情况（单位：万元）



资料来源：天相投资顾问有限公司

附表 3：盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	83,927	98,440	104,201	152,055	193,816
增长率(%)	-2.0%	17.3%	5.9%	45.9%	27.5%
减：营业成本	63,605	72,571	75,538	109,507	136,445
毛利率(%)	24.2%	26.3%	27.5%	28.0%	29.6%
减：营业税金及附加	0	346	479	760	969
销售费用	2,781	3,910	3,668	6,082	8,140
管理费用	7,495	8,005	9,058	13,077	16,281
财务费用	3,519	3,103	2,625	3,497	4,458
期间费用率	16.4%	15.3%	14.7%	14.9%	14.9%
资产减值损失	-896	1,520	936	760	969
加：公允价值变动净收益	174	-140	1	0	0
投资净收益	671	841	262	0	0
营业利润	8,269	9,686	12,158	18,372	26,555
增长率(%)	39.7%	17.1%	25.5%	51.1%	44.5%
加：营业外收入	932	580	685	500	500
减：营业外支出	40	131	150	50	50
利润总额	9,161	10,135	12,693	18,822	27,005
增长率(%)	52.7%	10.6%	25.2%	48.3%	43.5%
减：所得税	1,123	1,138	1,544	2,823	4,051
实际税负比率(%)	12.3%	11.2%	12.2%	15.0%	15.0%
净利润	8,038	8,998	11,149	15,998	22,954
归属于母公司所有者净利润	7,871	8,843	11,001	15,758	22,610
增长率(%)	53.4%	12.3%	24.4%	43.2%	43.5%
净利润率(%)	9.4%	9.0%	10.6%	10.4%	11.7%
少数股东损益	167	155	148	240	344
总股本（万股）	20,000	20,446	25,070	28,570	28,570
每股收益（元）	0.39	0.43	0.44	0.55	0.79

资料来源：天相投资顾问有限公司

附表 4：2010 年 EPS 对爱浪零售业务收入和毛利率的敏感性分析

		爱浪零售业务收入（万元）						
爱浪零售业务毛利率		21,000	24,000	27,000	30,000	33,000	36,000	39,000
	22.5%	0.47	0.47	0.48	0.49	0.49	0.50	0.50
	25.0%	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.52	0.53
	27.5%	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56
	30.0%	0.51	0.53	0.54	0.55	0.56	0.58	0.59
	32.5%	0.53	0.54	0.56	0.57	0.59	0.60	0.62
	35.0%	0.55	0.56	0.58	0.60	0.61	0.63	0.65
	37.5%	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.67
	40.0%	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100