

评级：审慎推荐

家电行业

公司研究报告

第一创业研究所

任文杰 S1080207050038

联系人：龚鑫

电话：0755-82485007

邮件：gongxin@fcsc.cn

## 广州国光（002045）调研简报

### ——出口订单淡季不淡 内销市场稳步推进

#### 事件：

近期我们拜访了广州国光，对公司的经营情况进行了实地调研，就调研情况总结如下：

**公司专注于电声行业 历年业绩稳步增长** 音响业务为公司几十年来的主营业务，始终朝着做大做强的长远思路发展，在技术上重视声学和电子技术的融合，拥有音响和扬声器产品设计核心技术。目前超过 90% 的产品出口到美国、欧洲、亚洲，拥有包括哈曼、东芝、索尼等长期引领国际市场的大客户，历年业绩实现稳步增长。

表 1、公司近 5 年业绩情况

| 单位：万元         | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     | 2009      |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 一、营业总收入       | 48096.15 | 85633.71 | 83927.47 | 98440.34 | 104200.80 |
| 减：营业成本        | 34785.81 | 67447.08 | 63605.05 | 72571.02 | 75537.60  |
| 营业税金及附加       |          |          |          | 346.39   | 479.43    |
| 销售费用          | 3499.55  | 4000.68  | 2781.44  | 3909.61  | 3667.96   |
| 管理费用          | 3754.86  | 6477.24  | 7494.94  | 8005.34  | 9057.77   |
| 财务费用          | 616.04   | 1534.12  | 3518.57  | 3103.22  | 2625.47   |
| 资产减值损失        |          | 560.47   | -896.42  | 1519.62  | 935.91    |
| 加：公允价值变动净收益   |          |          | 174.30   | -140.26  | -1.06     |
| 投资净收益         | -638.08  | 305.91   | 671.09   | 840.63   | 262.38    |
| 其中：对联营收益      |          | -6.08    | 370.25   | 261.05   | 395.34    |
| 二、营业利润        | 4924.91  | 5920.03  | 8269.26  | 9685.51  | 12157.99  |
| 加：营业外收入       | 10.33    | 160.94   | 932.07   | 580.44   | 685.47    |
| 减：营业外支出       | 39.36    | 82.49    | 40.29    | 130.51   | 150.36    |
| 三、利润总额        | 4898.28  | 5998.47  | 9161.05  | 10135.44 | 12693.10  |
| 减：所得税         | 394.68   | 895.17   | 1123.22  | 1137.59  | 1544.00   |
| 四、净利润         | 4503.60  | 5103.31  | 8037.83  | 8997.85  | 11149.10  |
| 减：少数股东损益      |          | -29.03   | 166.51   | 155.12   | 147.89    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4503.60  | 5132.34  | 7871.33  | 8842.73  | 11001.21  |
| 总股本（万股）       |          | 16000.0  | 20000.0  | 20446.0  | 25605.6   |
| EPS（元）        |          | 0.26     | 0.39     | 0.43     | 0.44      |

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图 1、音箱和扬声器为公司主营业务构成

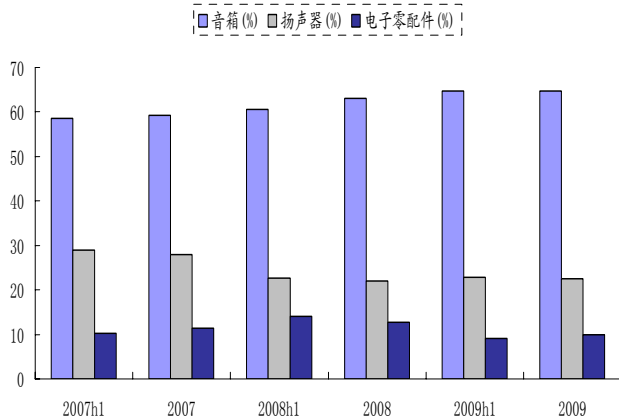
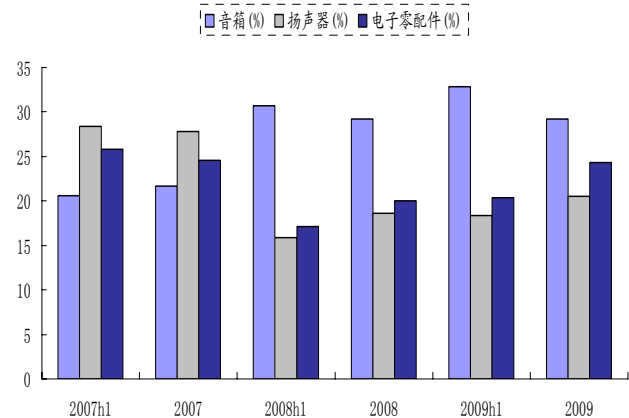


图 2、产品毛利率情况

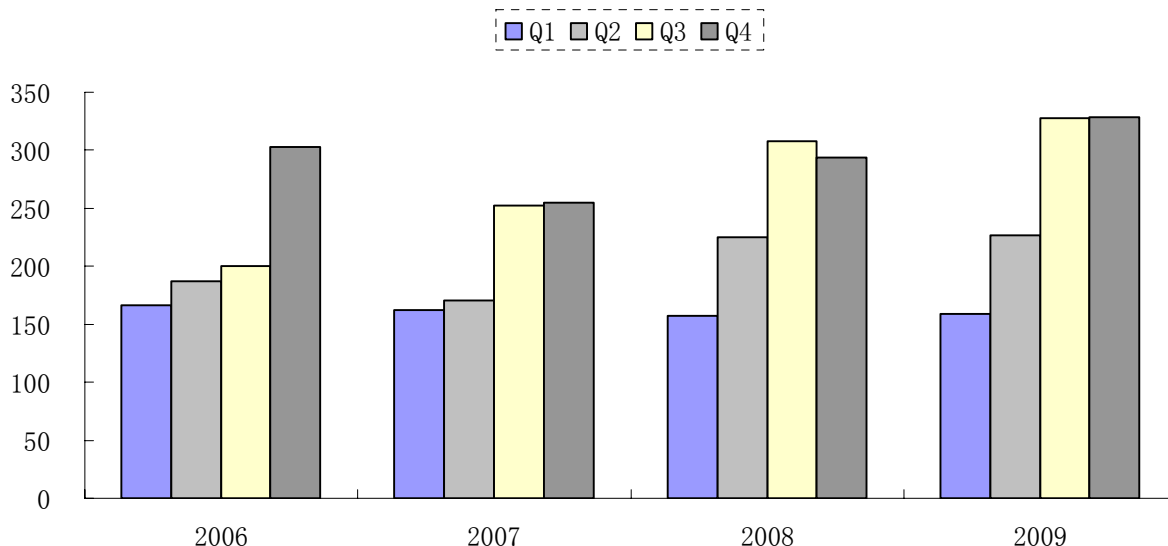


数据来源：公司公告、第一创业研究所

**出口订单淡季不淡** 公司往年第一季度是淡季，第二季度订单回升，从第三季度开始进入旺季，但今年第二季度已经进入旺季，与往年旺季相当。日本市场增长势头维持良好，公司 2009 年在日本市场上的业务实现突破，增加了平板电视机用扬声器的出货，实现了日本区域营业收入大幅提升 513.59%，2010 年日本订单占比有望从 20% 提高到 30%，美国订单占比 50% 左右。金融危机加速了全球电声行业洗牌，OEM/ODM 市场集中度提高，而目前哈曼等音响巨头仍然维持 2 位数增长，公司的相对优势将使国外订单向公司转移，从客户需求特点来看，公司订单出现以下变化：客户订单从单一产品到其他产品；客户订单释放的进程开始加快。因此我们认为未来公司国外市场部分的增长势头是能以维持的，复合增长率有望维持 20% 以上。

图 3、公司分季度营业收入情况

单位：百万元



数据来源：公司公告、第一创业研究所

**内销市场稳步推进** 公司 2009 年完成了美加、爱威的收购，拥有了威发、爱浪、山水和爱威等自有品牌和 1700 多家内销渠道终端，公司将按原有的经营方向和产品模式去经营内销市场，完成收购后着手美加、爱威、原国光本部的资源整合，对营销网络建设和管理方面，将投入资金，并采取激励措施，调动营销人员的积极性，加快“设计+制造+渠道”的经营结构。接下来，公司计划在全国建设 130 多家旗舰店，对公司品牌推广和内销市场开拓



起促进和支持作用。另外，公司在收购美加和爱威时均有业绩保证条款，决定了这三年品牌业务贡献净利润将保持快速增长态势。

**增发项目在产能上对国内市场开拓形成支持** 公司增发募集资金 3.68 亿元，用于投资建设 13 万套音响产品技改项目，主要针对国内市场，全部达产可新增销售收入约 5 亿，销售净利润约 5500 万元（每套均价按约 3800 元、销售净利率 11%来计算）。目前，公司拥有扬声器、音箱、电子插件及功放成型生产线共有 76 条，其中 42 条为音箱生产线，26 条为扬声器单元生产线，8 条为电子插件及功放成型生产线，音箱日生产能力达到约 9 万套，扬声器日生产能力达到 30 万只，电子功放日生产能力达到 2 万套，目前维持生产设备满负荷运行。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2010-2012 年将实现营业收入 15.11、19.64、24.95 亿元，分别同比增长 45%、30%、27%；归属于上市公司股东净利润 1.71、2.36、3.12 亿元，分别同比增长 53.7%、37.5%、32.5%；实现每股收益为 0.61、0.84、1.11 元，对应 2010 年 6 月 18 日收盘价 17.72 元市盈率分别为 29、21、16 倍，给予“审慎推荐”投资评级。

表 2、广州国光 2010-2012 年盈利预测简表（单位：万元）

| 项 目           | 2008      | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 一、营业收入        | 98,440.34 | 104,200.80 | 151,091.16 | 196,418.51 | 249,451.51 |
| 减：营业成本        | 72,571.02 | 75,537.60  | 108,559.00 | 140,439.24 | 177,609.47 |
| 营业税金及附加       | 346.39    | 479.43     | 640.46     | 889.64     | 1,111.78   |
| 销售费用          | 3,909.61  | 3,667.96   | 6,345.83   | 8,151.37   | 10,227.51  |
| 管理费用          | 8,005.34  | 9,057.77   | 12,227.99  | 15,774.10  | 20,033.11  |
| 财务费用          | 3,103.22  | 2,625.47   | 3,192.25   | 3,604.95   | 3,771.69   |
| 资产减值损失        | 1,519.62  | 935.91     | 558.01     | 391.24     | 533.51     |
| 加：公允价值变动收益    | -140.26   | -1.06      | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| 投资收益          | 840.63    | 262.38     | 405.89     | 405.89     | 405.89     |
| 二、营业利润        | 9,685.51  | 12,157.99  | 19,973.52  | 27,573.86  | 36,570.33  |
| 加：营业外收入       | 580.44    | 685.47     | 342.73     | 325.60     | 341.88     |
| 减：营业外支出       | 130.51    | 150.36     | 157.88     | 189.45     | 198.93     |
| 三、利润总额        | 10,135.44 | 12,693.10  | 20,158.38  | 27,710.01  | 36,713.28  |
| 减：所得税费用       | 1,137.59  | 1,544.00   | 3,023.76   | 4,156.50   | 5,506.99   |
| 四、净利润         | 8,997.85  | 11,149.10  | 17,134.62  | 23,553.51  | 31,206.29  |
| 归属母公司净利润      | 8,842.73  | 11,001.21  | 16,907.34  | 23,241.08  | 30,792.35  |
| 少数股东损益        | 155.12    | 147.89     | 227.29     | 312.43     | 413.94     |
| 五、总股本(万股)     | 20,446.00 | 25,605.60  | 27,793.60  | 27,793.60  | 27,793.60  |
| 六、摊薄每股收益(元/股) | 0.43      | 0.43       | 0.61       | 0.84       | 1.11       |

数据来源：公司公告，第一创业研究所

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上          |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间        |
|        | 中性   | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|        | 回避   | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上            |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数                |
|        | 中性   | 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数                 |
|        | 回避   | 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数                |

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120