

证券研究报告

其他电子器件Ⅲ



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

强烈推荐 (维持)

联系人: 楼鸿强
021-3856 5937
louhq@xyzq.com.cn

广州国光 (002045)

联系人: 韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

业绩略低于预期, 公司战略出现调整

2011 年 2 月 27 日

投资要点

事件:

公司 2 月 28 日发布 2010 年业绩快报, 营业收入 17.9 亿, 同比增长 72%, 营业利润 12175 万, 同比增长 0.14%, 归属上市公司股东净利润 11756 万, 同比增长 6.86%, 每股收益 0.43 元, 低于我们预期(我们预期是 0.47 元)。

点评:

- 公司营收情况与我们预期一致。4 季度营收 5.84 亿, 同比增长 78%, 环比增长 2.7%, 表现比较强劲。收入的快速增长主要是出口业务的爆发: 平板扬声器、声 Bar 等新产品增长迅速, 传统的多媒体音箱业务也取得较好的增长, 另外还有一些新增客户带来了部分新增订单。
- 公司的营业利润、净利润情况低于我们预期。4 季度营业利润大约 1900 万, 净利润大约 2000 万。根据公司的解释, 盈利低于预期的主要原因有四个: 1) 原材料成本上升, 2) 人工成本上升 20%, 3) 人民币汇率上升造成汇兑损失, 4) 公司为了扩大市场份额, 迅速做大规模, 采取主动降价策略, 造成毛利率降低。公司公告中还指出, 公司会采取提高新产品比重、提高生产效率、优化采购等手段逐步恢复毛利率。我们认可公司的解释, 并认为公司在电声行业具有一定的竞争优势, 相信公司毛利率会逐步提升。

总的来看, 我们认为公司的发展战略已经发生了变化。过去的三年(2007 年至 2009 年), 公司收入增长稳定而毛利率逐年提升, 公司追求的是盈利能力。从 2010 年情况看, 公司追求的目标已经变成规模。根据我们了解的情况, 目前全球电声行业中收入规模超过 10 亿美金的企业不到 10 家, 市场十分分散。随着制造厂能力提升、下游品牌厂商逐步扩大委外代工比例, 我们判断扬声器代工行业规模会迅速扩大、集中度也会迅速提高。广州国光选择在此时迅速做大规模是一个战略举措, 如果成功, 将奠定未来成为扬声器巨头的基础。2010 年国光的接单能力和组织生产能力经受住了第一次考验, 2011 年同样关键。我们预计 2010 年至 2012 年公司每股收益为 0.43 元、0.64 元、1.02 元, 对应市盈率为 41 倍、27 倍、17 倍, 维持“强烈推荐”评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	811	1365	1726	2099
货币资金	192	264	245	301
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	330	579	783	963
其他应收款	23	45	61	75
存货	250	441	589	703
非流动资产	966	1161	1250	1254
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	55	55	55	55
投资性房地产	110	110	110	110
固定资产	612	772	895	917
在建工程	25	62	31	16
油气资产	0	0	0	0
无形资产	155	152	149	146
资产总计	1777	2526	2976	3353
流动负债	502	824	1130	1275
短期借款	238	400	589	629
应付票据	9	18	24	30
应付账款	178	289	392	481
其他	77	116	126	134
非流动负债	322	312	312	312
长期借款	322	312	312	312
其他	1	0	0	0
负债合计	824	1135	1442	1586
股本	256	278	278	278
资本公积	221	550	550	550
未分配利润	367	436	559	761
少数股东权益	29	30	32	36
股东权益合计	953	1391	1534	1767
负债及权益合计	1777	2526	2976	3353

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	110	119	177	283
折旧和摊销	34	33	41	46
资产减值准备	4	19	15	12
无形资产摊销	3	3	3	3
公允价值变动损失	-0	6	0	0
财务费用	26	35	47	52
投资损失	-3	-7	-3	-3
少数股东损益	1	1	2	3
营运资金的变动	52	358	277	225
经营活动产生现金流量	124	-152	2	167
投资活动产生现金流量	-99	-223	-127	-47
融资活动产生现金流量	67	447	106	-64
现金净变动	93	71	-19	56
现金的期初余额	130	192	264	245
现金的期末余额	223	264	245	301

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1042	1808	2447	3007
营业成本	755	1450	1937	2313
营业税金及附加	5	9	12	15
销售费用	37	72	98	120
管理费用	91	127	159	186
财务费用	26	35	47	52
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动	-0	6	0	0
投资收益	3	7	3	3
营业利润	122	129	197	324
营业外收入	7	15	15	15
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	127	142	210	337
所得税	15	21	32	50
净利润	111	120	179	286
少数股东损益	1	1	2	3
归属母公司净利润	110	119	177	283
EPS（元）	0.40	0.43	0.64	1.02

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.9%	73.5%	35.3%	22.9%
营业利润增长率	25.5%	5.7%	53.4%	64.1%
净利润增长率	24.4%	8.1%	48.5%	60.2%
盈利能力(%)				
毛利率	27.5%	19.8%	20.9%	23.1%
净利率	10.6%	6.6%	7.2%	9.4%
ROE	11.9%	8.7%	11.8%	16.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	46.4%	44.9%	48.5%	47.3%
流动比率	1.62	1.66	1.53	1.65
速动比率	1.09	1.09	0.98	1.07
营运能力(次)				
资产周转率	0.62	0.84	0.89	0.95
应收帐款周转率	3.12	3.87	3.49	3.34
每股资料(元)				
每股收益	0.40	0.43	0.64	1.02
每股经营现金	0.65	-0.55	0.01	0.60
每股净资产	3.33	4.90	5.40	6.23
估值比率(倍)				
PE	43.83	40.57	27.32	17.06
PB	5.22	3.54	3.21	2.79

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。