

广州国光 (002045.SZ) 器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

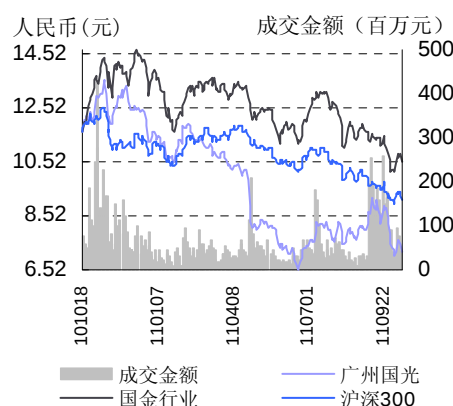
市价(人民币): 7.21 元

目标(人民币): 10.22 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	339.73
总市值(百万元)	3,005.88
年内股价最高最低(元)	13.57/6.52
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



盈利回升、发展明晰，经营拐点凸显

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.430	0.415	0.291	0.393	0.520
每股净资产(元)	3.61	4.87	5.24	5.78	6.51
每股经营性现金流(元)	0.70	-0.76	2.13	0.62	0.79
市盈率(倍)	32.87	43.14	27.77	20.58	15.53
行业优化市盈率(倍)	54.50	65.45	44.94	44.94	44.94
净利润增长率(%)	24.41%	4.95%	5.08%	34.94%	32.52%
净资产收益率(%)	11.90%	8.54%	8.33%	10.19%	11.99%
总股本(百万股)	256.06	277.94	416.90	416.90	416.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **盈利能力回升，公司经营现拐点：**公司前期盈利能力下滑的根源来自新订单开拓初期毛利率较低，使产品结构中低毛利部分占比提升，但随着合作深入和客户满意度的提升，订单结构正逐步向高毛利率部分转移，推动着公司盈利水平从前期低谷回升。同时公司采取的汇率、原材料价格锁定和提高管理效率等积极措施，也将减弱前期由于外部原材料价格、人民币汇率和劳动力成本的上升对公司盈利带来的负面影响。公司盈利水平正呈现出向上反转的迹象，也预示着公司股价正处于阶段性底部区域。
- **深挖大客户订单、享受音响市场繁荣，代工业务发展空间依然较大：**音响制造的劳动力密集型属性持续推动产品代工订单向国内转移，公司依托于深厚的技术积累和国内第一的规模优势，是承接国外产品订单尤其是中高端产品订单的最佳选择。而公司多年建立的稳固客户关系，也确保公司能够在产品广度和深度上深挖产品订单，享受订单质与量的齐升。同时，以平板、智能手机等消费电子产品市场的快速增长，也在推动着与之配套的音响产品需求提升，也使公司收入占比最大的多媒体和消费类产品持续享受市场繁荣。
- **厘清品牌经营思路，依托内生增长驱动公司长期发展：**公司将在 12 年重组品牌业务，不同品牌的差异化定位和母公司对品牌经营的全面掌控，有望使品牌业务走上良性发展道路，并成为公司长期发展的重要驱动因素；在渠道建设方面，公司也将在 12 年完成全国 130 家音响旗舰店的建设，并借助这一模式开展品牌推广营销，提高产品影响力，并拉动国内二三线城市的产品销售。

投资建议与估值

- 我们预计公司 2011-2013 年将实现净利润 **1.21、1.64 和 2.17 亿元**，同比增长 5.08%、34.94%和 32.52%。按最新股本计算，对应的 **EPS 分别为 0.291、0.393 和 0.520 元**。
- 给予“买入”评级。我们认为公司盈利能力将在未来两年明显改善，同时品牌经营也将进入良性发展阶段，结合公司未来三年 23%的净利润复合增长率，给予公司 12 年 26 倍市盈率，对应 10.22 元目标价。

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋

联系人
(8621)61357589
shenjf@gjzq.com.cn

内容目录

公司经营拐点凸显	4
经营改善积极信号已现，预示股价正处于阶段性底部	4
优质订单转移与市场繁荣，代工业务发展空间依然较大	6
音响行业属性推动订单持续转移	6
消费电子的快速增长推动公司产品市场景气提升	7
深挖大客户，享受代工业务持续增长	9
公司进入新一轮快速成长	9
技术、规模和客户资源优势确保公司大客户战略的实施	10
厘清品牌经营思路，依托内生增长驱动公司长期发展	12
产品定位的明晰将推动品牌经营的实质性发展	12
以旗舰店模式打造产品营销渠道，提升品牌影响力	13
盈利预测及估值	13
盈利预测：净利润三年复合增长 23%，12 年 EPS 为 0.393 元	13
估值：目标价 10.22 元，12 年 26 倍 PE	14
风险提示	15
人民币升值风险	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：公司单季度收入和盈利能力变化情况	4
图表 2：公司毛利率和净利率均现好转势头	5
图表 3：前期下滑最大的美国区销售毛利率明显回升	5
图表 4：公司近年收入和净利润增长情况	5
图表 5：金属原材料价格大幅上涨	6
图表 6：美元兑人民币汇率持续贬值	6
图表 7：全球汽车音响市场份额分布集中	7
图表 8：知名音响厂商均具有丰富的产品结构	7
图表 9：哈曼音响产品结构	7
图表 10：先锋音响产品结构	7
图表 11：未来五年全球手机销售增长预测	8
图表 12：未来四年平板电脑出货量预测	8
图表 13：全球与中国多媒体音箱销量预测	8
图表 14：全球与中国多媒体音箱销售额预测	8
图表 15：兼具时尚外观和丰富功能的一体化音箱	9
图表 16：公司近六个季度销售收入 45%以上复合增长	10

图表 17: 公司音箱产品收入快速增长	10
图表 18: 公司拥有优质的大客户基础	11
图表 19: 2010 年公司音响业务各产品占比	11
图表 20: 2011 上半年公司音响业务各产品占比	11
图表 21: 品牌经营不畅造成公司内销规模比重较低	12
图表 22: 对品牌音响内部资源整合以及重新定位	13
图表 23: 公司主营产品收入和毛利率预测	14
图表 24: 国内同类公司的估值水平和盈利能力	15

公司经营拐点凸显

经营改善积极信号已现，预示股价正处于阶段性底部

- 公司前期股价伴随着盈利能力的大幅下滑在年内跌幅超过 50%，其根源在于开拓新产品订单时公司率先承接了低毛利率部分，即以牺牲部分利润换取规模的扩张，这表现在季度财务数据中就是公司去年三季度以来收入保持 45% 以上的同比增长，而销售毛利率和净利率则较去年上半年最大下滑 8 个和 6 个百分点。但依托于公司优秀的代工实力，随着合作深入和客户满意度的提升，订单结构正逐渐向高毛利部分转移，推动公司毛利率和净利率在今年二季度出现较大回升。我们认为，未来客户订单开拓进程的不断推进，将促使公司盈利能力持续回升。

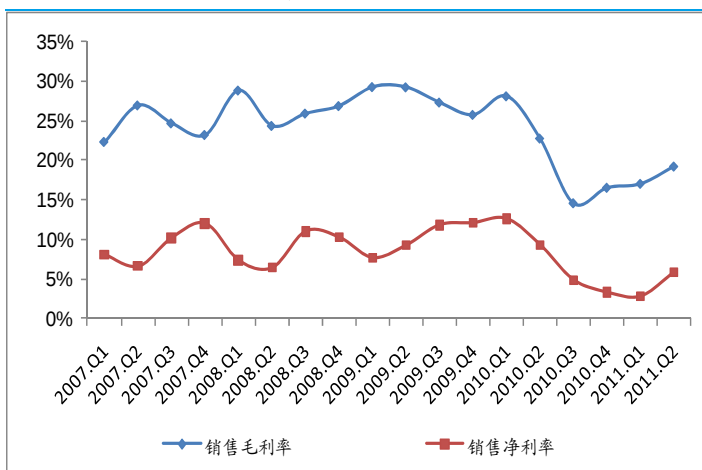
图表1：公司单季度收入和盈利能力变化情况

广州国光	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入	158.83	226.92	327.95	328.31	282.87	356.21	568.55	549.77	415.46	531.93
季度同比	0.84%	0.68%	6.63%	11.27%	78.10%	56.98%	73.37%	67.45%	46.88%	49.33%
季度环比	-46.17%	42.87%	44.52%	0.11%	-13.84%	25.93%	59.61%	-3.30%	-24.43%	28.03%
毛利率	29.24%	29.21%	27.28%	25.72%	28.08%	22.74%	14.54%	16.50%	17.00%	19.19%
营业费用率	4.36%	4.42%	3.28%	2.73%	4.53%	4.26%	3.12%	2.26%	3.66%	3.56%
管理费用率	11.09%	8.82%	7.49%	8.65%	7.03%	8.13%	5.00%	8.63%	7.27%	6.61%
财务费用率	3.69%	3.22%	1.90%	2.08%	2.38%	2.18%	2.04%	2.74%	3.10%	2.30%
净利润	12.13	20.85	37.94	39.09	35.73	33.05	28.59	18.09	11.68	31.54
季度同比	4.97%	38.38%	12.90%	41.06%	194.48%	58.48%	-24.64%	-53.72%	-67.30%	-4.56%
季度环比	-56.21%	71.86%	81.94%	3.04%	-8.59%	-7.51%	-13.48%	-36.73%	-35.41%	169.93%
净利润率	7.64%	9.19%	11.57%	11.91%	12.63%	9.28%	5.03%	3.29%	2.81%	5.93%

来源：国金证券研究所

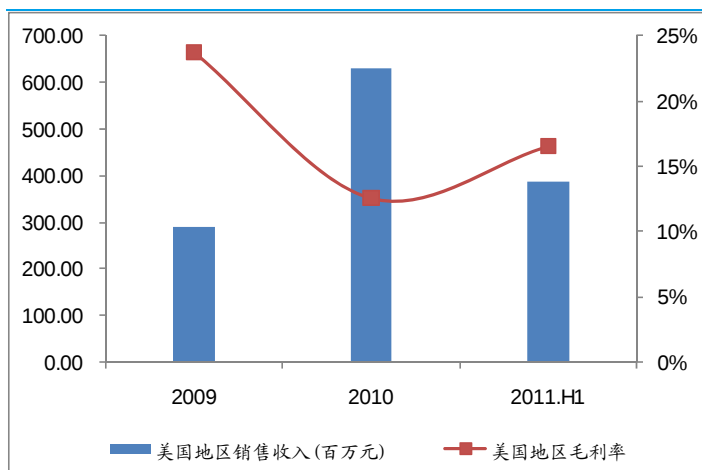
- 公司订单结构的变化，主要是在去年下半年开拓声巴等新市场和挖掘原有大客户的新产品的初期，承接了较多低毛利率订单。但随着代工合作的深入和客户满意度的提高，订单结构将由低毛利率部分为主转向高毛利率为主，而技术和规模优势以及深厚的大客户基础，正推动着公司处于订单结构持续优化的进程中，进而实现盈利能力的持续回升。
- 公司在开拓新市场新客户的前期，为了迅速扩大生产规模和抢占市场份额，会压低产品价格并率先承接客户毛利率较低的产品订单，这是由代工行业经营模式所决定的，如公司为打入美国平板电视音响市场，于去年三季度承接了较多低毛利率的声巴产品代工订单。
- 但随着客户对公司代工产品的满意度提升和合作关系的稳固，将使公司的产品议价能力提升同时也促使客户不断将更高毛利率产品的订单比例提升。因此今年二季度以来，随着公司新开发产品订单的结构逐渐优化，盈利能力正逐渐显现向上反转的迹象，销售毛利率自去年 3 季度出现 14.5% 的低谷后，今年 2 季度已回复至 19.2%，净利率亦由 2.81% 升至 5.84% 的水平。
- 而根据公司中报披露，预计今年前三季度公司净利润下降幅度在 30% 以内，由此推算三季度净利润同比增幅将在 -13% 至 89% 之间，相比去年下半年以来净利润持续同比大幅下滑，公司盈利能力明显好转，显示公司订单的好转将持续推动公司盈利能力回升。

图表2：公司毛利率和净利率均现好转势头

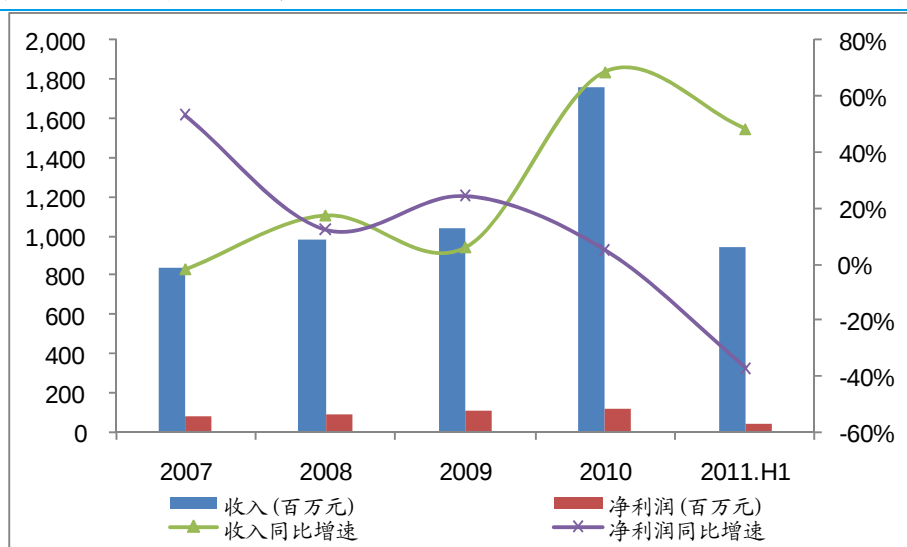


来源：国金证券研究所

图表3：前期下滑最大的美国区销售毛利率明显回升



图表4：公司近年收入和净利润增长情况

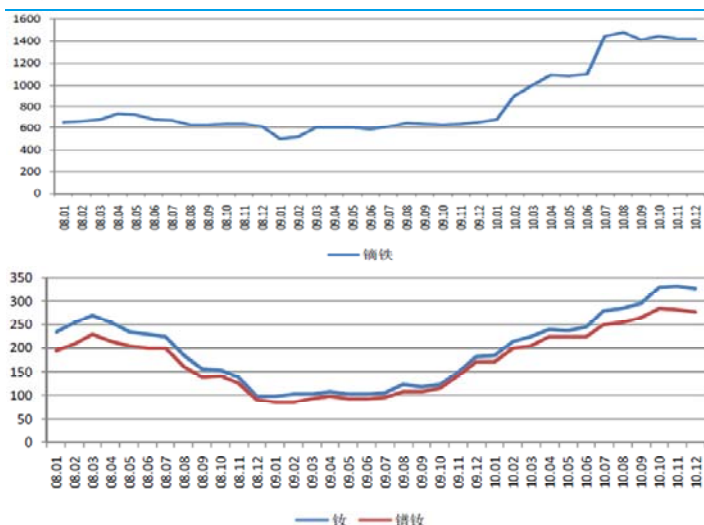


来源：国金证券研究所

- 另一方面，之前盈利能力的下滑也来自于外部成本等因素的恶化，如人力成本、金属原材料价格和人民币汇率等的较大提升。但在公司采取原材料和汇率价格锁定等措施以及推进精益生产提高生产效率的情况下，这部分负面因素也将有望得以缓解。
 - 在人力成本方面，上半年公司生产一线员工薪酬上升幅度达 20%，同时新开的 7 个车间和部分车间的生产线，相应增加了新工人培训费用，且新上岗人员的操作熟练度在一定程度上影响了生产效率，增加了生产成本。因此公司积极推动生产管理革新，聘请香港生产力促进局专家推进生产车间的精益生产，通过对车间的基础数据的分析、跟踪，组织整改纠正，缩短生产流程；同时加大机械化半自动化工作力度，减少生产一线员工的用工人数，降低车间成本，从而提高产品毛利。
 - 公司生产原材料也在近两年出现较大幅度上涨，部分稀有金属的价格涨幅超过 100%，镨钕合金及镓铁合金上半年分别上涨了 6 倍和 9 倍；其他与音响业务密切相关的 IC、塑胶、冷轧钢板等原材料价格亦出现较大幅度上升。另外人民币的持续升值，也使公司以美元结算的代工业务收入蒙受较大的汇兑损失。对此，公司一方面采取对镨钕合

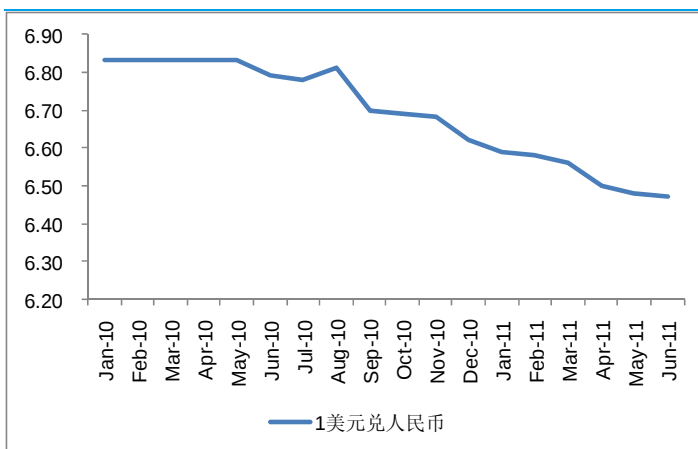
金及镓铁合金的采购价进行锁定，并推进原材料降价和供应商的整合工作；另一方面，公司通过远期结汇锁定汇率风险，抵御部分人民币升值带来的损失。

图表5：金属原材料价格大幅上涨



来源：iFinD，国金证券研究所

图表6：美元兑人民币汇率持续贬值

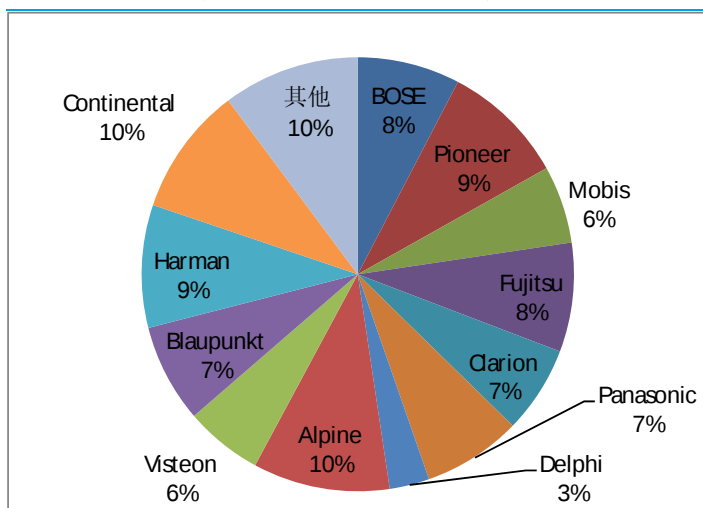


优质订单转移与市场繁荣，代工业务发展空间依然较大

音响行业属性推动订单持续转移

- 音响行业具有劳动密集型属性，成本因素推动着其生产制造向劳动力成本优势明显的中国等地转移，因此拥有较高市场份额和丰富产品线的国际知名厂商持续释放订单的动力较强，将为国内具有优质客户基础和较强技术实力的代工厂商提供更多优质订单。
- 首先，音响产品涉及品种繁多，专业程度高，其产品制造难以实现大批量自动化生产，需依赖于人工操作组装，属劳动密集型产业。而国内技术型人工成本相比发达国家具有显著的优势，这成为推动音响制造不断向中国转移的先决条件。
- 其次，由于音响产品品牌黏性较强，因此全球市场的竞争格局较为稳定，欧美、日本等国的少数厂商已经基本垄断了中高端产品市场，以汽车音响市场为例，全球接近 90% 的市场份额集中于十多家厂商手中。由于成本压力，这些厂商将生产转移到中国的动力很强，将使具备优质客户基础的国内代工企业获得持续的订单输入。
- 同时，从音响产品的应用领域来看，通常可分为消费类、专业类和汽车类三大市场，国际知名音响厂商如哈曼、BOSE、先锋等基本都是覆盖各个产品领域，并且以专业类产品占比更高。而目前国内的代工企业仍主要以中低端的消费类产品代工为主，因此中高端产品订单向国内转移的空间巨大，技术实力突出的厂商将获得率先承接这部分订单的机会。

图表7：全球汽车音响市场份额分布集中

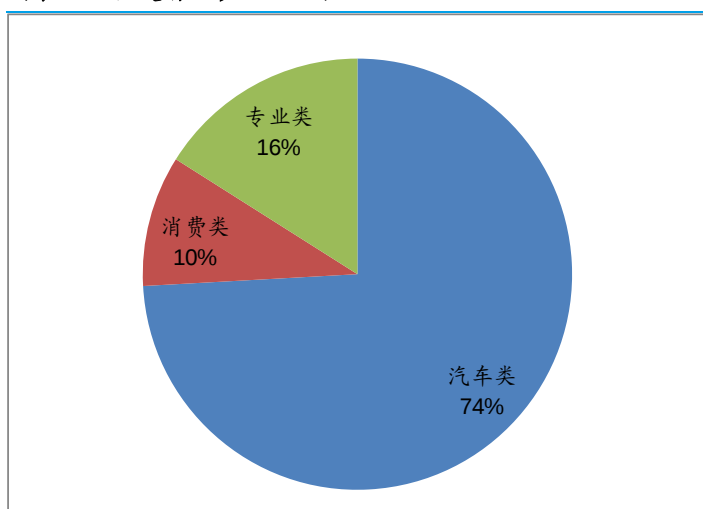


来源：水清木华，国金证券研究所

图表8：知名音响厂商均具有丰富的产品结构

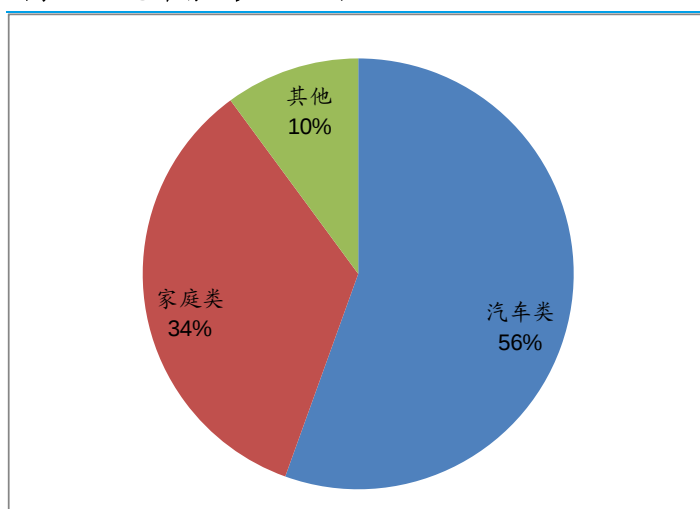
公司	产品领域
哈曼	顶级音响品牌，专门经营家用和车用音响，旗下拥有JBL、Becker、AKG、Infinity等知名品牌。
BOSE	美国最大音响品牌之一，产品覆盖家庭影音、专业领域、汽车音响和航天科技领域等。
先锋	全球影音娱乐先驱，产品包括家用影音产品、车用影音产品及商用影视系统等。
SONY	音响产品包括迷你音箱、家庭影音系统、影院音响组合、功放等。
Philips	产品包括家庭影院、车载音响、便携式音响等。
Hi-Vi	顶级扬声器品牌，拥有高品质家庭音响、车用音响、专业音响等产品。

图表9：哈曼音响产品结构



来源：公司年报，国金证券研究所

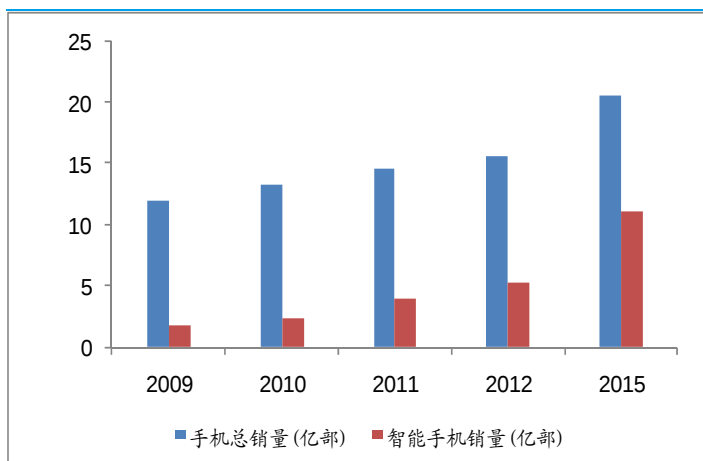
图表10：先锋音响产品结构



消费电子的快速增长推动公司产品市场景气提升

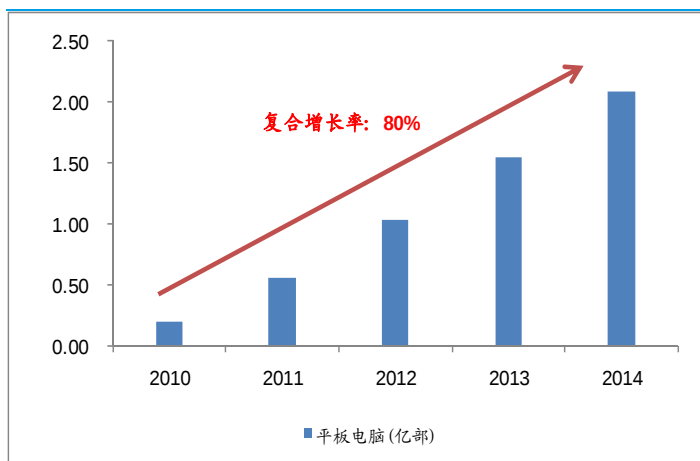
- 在苹果 iPhone、iPad 等创新产品的带动下，智能手机、平板电脑等终端消费电子产品进入高速增长的市场繁荣期，3D 电视、智能电视也随着技术和市场的成熟有望迎来快速发展，为多媒体音箱创造了绝佳的发展契机。
- 据拓璞预测，未来五年全球手机出货量将保持每年 10% 左右的稳定增长，智能手机未来五年出货量的复合增速则高达 36%。据 Gartner 预测，2011 年平板电脑销售数量将达到 5480 万台，至 2014 年出货量将达 2 亿 8000 万台，未来四年复合增速超过 80%。
- 而据 iSuppli 预测，2011 年全球 3D 电视机出货量将从 2010 年的 420 万台增长 5 倍至 2340 万台，到 2015 年，全球 3D 电视机的出货量将达到 1.59 亿台，占全球平板电视机出货量的一半以上。

图表11: 未来五年全球手机销售增长预测



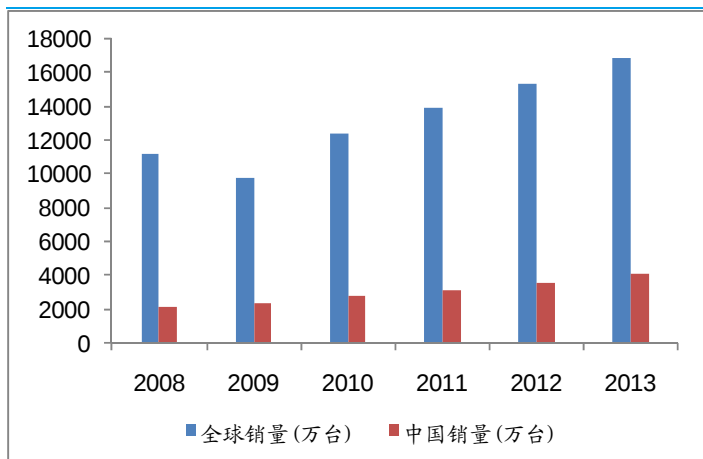
来源: 拓璞, Gartner, 国金证券研究所

图表12: 未来四年平板电脑出货量预测



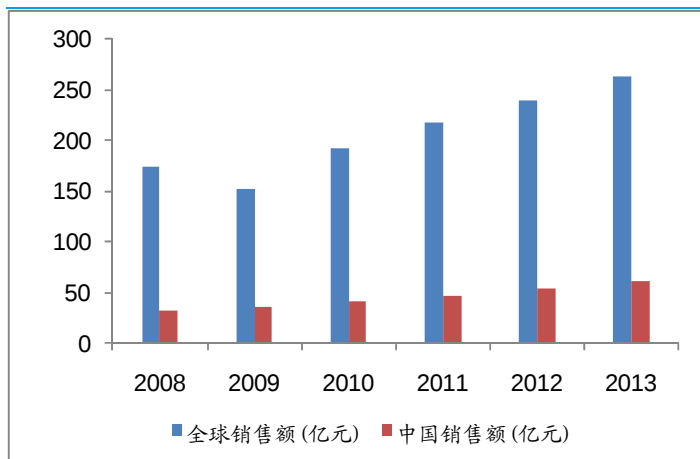
- 在新型消费电子产品快速增长的背景下, 消费者对于音箱的音质、外观有了更高的追求, 由此带动配套多媒体音箱的成长。尤其是将传统的音箱产品与高科技数码产品相融合并做出全新造型设计, 形成更符合现代人审美的一体化多媒体音箱, 将成为新的市场增长点。
- 据统计, 2010 年全球多媒体音箱销量达 6836 万台, 预计 2013 年将达到 9060 万台, 销售额 146 亿元。而目前中国作为全球最大多媒体音箱制造国, 产量占全球约 80% 的份额, 2010 年国内销量为 2762.68 万台, 销售额 41.16 亿元, 预计 2013 年将增长至 60.52 亿元。
- 而工业设计出众的一体化多媒体音箱, 因其工艺和形象符合新奢华实用主义美学主张和人民大众的消费诉求, 同时丰富的功能、合理的价格也处在普通消费者所能承受的范围之内, 因此正逐渐被广大用户所接受, 并在主流消费人群中不断推广。尤其是配套苹果产品的各类配套多媒体音箱产品更是成为市场主流。

图表13: 全球与中国多媒体音箱销量预测



来源: HZRESEARCH, 国金证券研究所

图表14: 全球与中国多媒体音箱销售额预测



图表15: 兼具时尚外观和丰富功能的一体化音箱



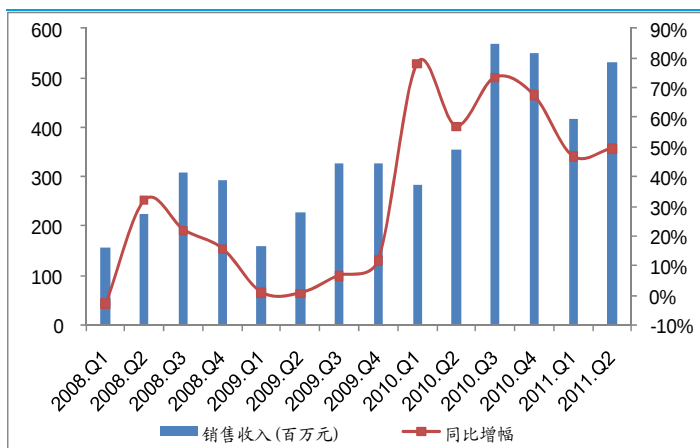
来源: 国金证券研究所

深挖大客户，享受代工业务持续增长

公司进入新一轮快速成长

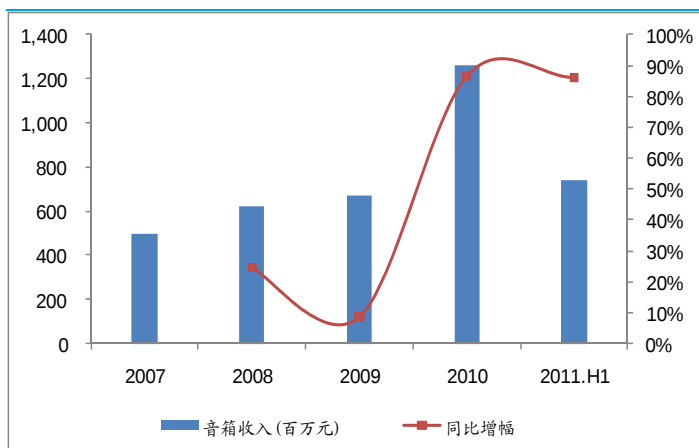
- 公司作为国内最大的中高端扬声器和音箱 ODM/OEM 厂商，通过技术提高和客户开拓，不断进入新的代工产品领域，目前已覆盖配套笔记本、台式电脑、ipod、ipad、mp3、mp4、平板电视等音响产品领域，推动公司进入新一轮成长期。
- 公司重回增长快车道，上半年实现收入 9.47 亿元，同比增长 48.24%，自 2010 年一季度以来，已连续 6 个季度实现收入同比增幅达 45%以上，尤其是音箱产品收入快速增长，2010 年和 2011 年上半年分别实现同比增长率达 86.70%和 86.19%。
- 因顺应消费电子产品需求，公司也积极调整产品结构，尤其是加大了平板电视机内置扬声器和外配一体化音响系统(Sound bar)的市场销售，由此带动今年上半年音响业务中消费类产品的迅猛增长，其销售占比由 2010 年的 29%提升至 41 %，成为公司销售比重最大的音响产品。

图表16：公司近六个季度销售收入 45%以上复合增长



来源：国金证券研究所

图表17：公司音箱产品收入快速增长



技术、规模和客户资源优势确保公司大客户战略的实施

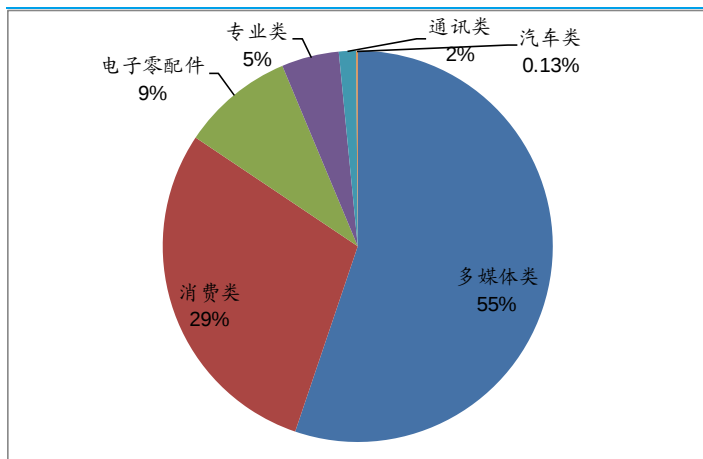
- 公司一贯坚持大客户战略，与全球范围内的优质音响厂商建立了稳固的合作关系，因此优秀的客户基础使公司具备了在新的市场领域和技术含量更高的产品领域，亦即广度和深度上挖掘订单的条件，这是推动公司规模和盈利持续提升的核心动力。
- 经过多年的市场耕耘，公司已经具备了稳固的优秀客户基础，积累了哈曼、罗技、东芝等众多大客户，随着这些客户加快释放更多更优质的产品订单，将促使公司订单结构持续改善。从我们的调研情况来看，公司现有的主要大客户如哈曼等正在逐渐提升高毛利率订单的比例，并推动公司整体毛利率水平的回升。
- 同时，公司现有大客户大都拥有丰富的产品线，而目前公司代工业务 80%集中于消费和多媒体类产品领域，但随着公司技术实力的不断增强，公司正逐渐具备进入新的产品代工领域的条件，长期的合作关系是公司切入其新产品领域的先天优势，这也意味着公司代工业务的空间依然巨大。以哈曼为例，公司最早进入的是其专业类家庭影院代工领域，之后又取得了消费类多媒体产品订单，而占哈曼收入 70%以上的汽车类音响订单为公司提供了更大的开拓空间。

图表18: 公司拥有优质的大客户基础



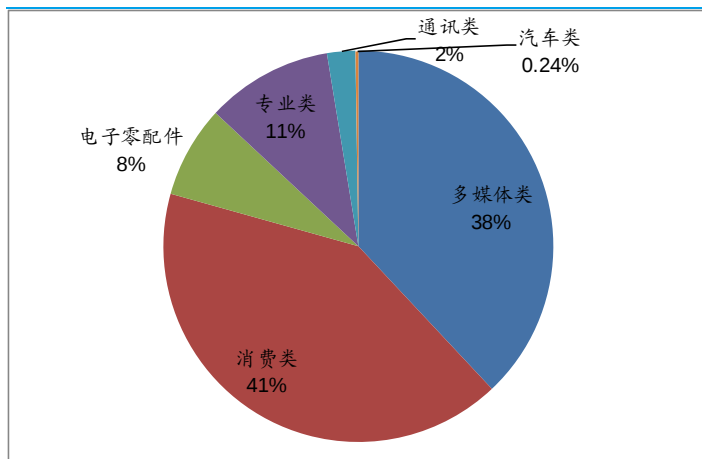
来源: 国金证券研究所

图表19: 2010 年公司音响业务各产品占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表20: 2011 上半年公司音响业务各产品占比



- 而经过多年来在产业内的资本和研发投入, 公司已经成为国内最具实力的音响代工厂商, 不仅具备了一流的电声学技术优势, 在产能规模方面也居国内之首, 因此在承接音响订单转移尤其是中高端产品订单转移的过程中, 公司无疑是最佳选择。
- 一方面, 公司本身拥有研究开发的 100 多名专业技术工程师, 以及亚洲最先进的消音室、声学测试中心, 通过跟踪国外先进产品和技术, 与国外团队合作, 每年可开发近百种新产品, 满足市场不同产品领域和不同客户的要求。
- 另一方面, 公司近两年来收购了美加和 Aurasound 两大品牌, 美加音响具有领先的功放研发实力, Aurasound 则拥有用于 Hi-Fi 的径向磁流、紧密型微扬声器等 20 多项专利和 7 项商标, 并在美国、日本和欧洲颇具影响力。因此两笔收购极大弥补了公司在功放研发、Hi-Fi 音响和高端扬声器方面的技术短板。
- 在产能方面, 公司拥有扬声器、音箱、电子插件及功放成型生产线共有 127 条, 其中 59 条为音箱生产线, 31 条为扬声器单元生产线, 28 条为电子插件及功放成型生产线, 9 条 SMT 生产线。音箱日生产能力

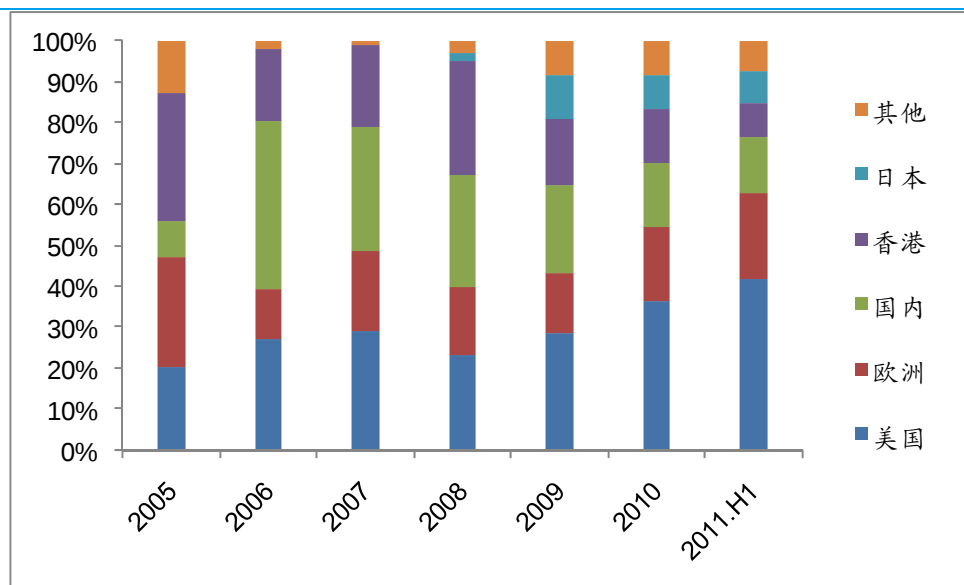
达到约 12 万套，扬声器日生产能力达到 35 万只，电子功放日生产能力达到 3 万套。公司还设立了音圈、塑胶、线材等部件生产车间，主要用于扬声器、音箱的配套生产和质量控制。

厘清品牌经营思路，依托内生增长驱动公司长期发展

产品定位的明晰将推动品牌经营的实质性发展

- 公司于 09 年收购美加、爱威等音响品牌，获得了爱浪品牌在国内所拥有的 1500 多家销售网点及相关品牌的使用权，但产品定位的不清晰，使得不同品牌间差异性较小，市场辨识度不高，并由此造成公司品牌经营大大低于市场预期。

图表21：品牌经营不畅造成公司内销规模比重较低

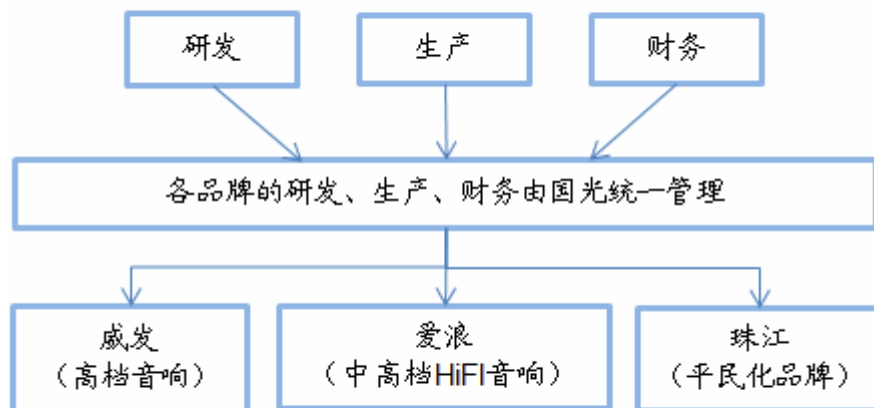


来源：国金证券研究所

- 公司从明年起将对旗下品牌展开差异化定位，以不同品牌覆盖不同消费人群，改变过去品牌经营混乱的局面，进而针对不同市场发展相适应的销售渠道，有助于公司迈出品牌经营成功的第一步。而母公司对品牌经营的完全掌控也将充分改善制造与品牌的互补性，大大提升公司整体竞争力。我们看好品牌业务成为公司代工业务之外的长期发展驱动力。
 - 按照规划，威发将做成高档奢侈品牌，并继续由原来的丹麦团队负责研发，预计最快明年下半年可推出新产品；爱浪目标则定位于中高档 Hi-Fi 市场，由原有团队继续负责；珠江牌将发展为平民化品牌，并寻找国外公司负责产品设计，使其在外观中更具吸引力。
 - 通过品牌经营，公司将打开内销市场大门，并规划用 5 年时间实现内销收入占比 20% 以上，实现公司“代工+品牌”的双业务经营模式。

图表22：对品牌音响内部资源整合以及重新定位

母公司保持代工业务为主，并依托优秀的制造能力对品牌产品质量提升给予支持



各品牌建立独立的团队，威发由原来的丹麦团队继续负责，爱浪由原有团队负责，珠江牌则由欧洲的设计团队负责打造

来源：国金证券研究所

以旗舰店模式打造产品营销渠道，提升品牌影响力

- 公司计划于 2012 年在全国各地开设 130 家美加音响旗舰店，目前已拥有设在广州、深圳、杭州、宁波、武汉、青岛、济南、成都、重庆、沈阳、福州、厦门、长沙、南昌等主要城市的 36 家品牌音响旗舰店。
 - 从装修到店面布局都打破了传统销售卖场的格局，全面增加了别墅模拟客厅、影音工程样板间、智能家居控制系统和专业试音室，使得消费者更全面和贴切地感受音响效果，并将音响行业转化为家庭影音工程指导、设计，增加了店面销售质量。接下来公司将继续增加旗舰店的开设，逐步提高内销市场份额。
- 通过旗舰店模式，使公司获得直接与消费者沟通的机会，一方面可引领潮流和提高影响力，并拉动二、三线城市和中低收入人群这一潜在消费主体的产品销售；另一方面，亦可改变消费者层次，转向倾向于购买全套方案和高端产品的高消费人群，进而提高利润水平。从公司在广西、石龙的试验旗舰店的成功经验来看，1 家旗舰店销售收入不亚于 8~10 家传统连锁卖场收入。
- 在经营方式上，旗舰店以加盟方式为主，公司给予每家 20~30 万补贴，要求每月最低销售额 20 万。公司产品出厂价在零售价一半以下，一般先收钱再发货，应收账款少。租金、人工等费用都由加盟店自理，同时公司补贴广告费用。

盈利预测及估值

盈利预测：净利润三年复合增长 23%，12 年 EPS 为 0.393 元

- 预计 2011-2013 年公司将分别实现营业收入 20.61、23.94 和 28.20 亿元，同比增长 17.3%、16.2%和 17.8%，综合毛利率分别为 18.96%、19.97%和 21.09%。
- 预计 2011-2013 年公司将实现净利润 1.21、1.64 和 2.17 亿元，同比增长 5.08%、34.94%和 32.52%。按最新股本计算，对应的 EPS 分别为 0.291、0.393 和 0.520 元。

估值：目标价 10.22 元，12 年 26 倍 PE

- 我们认为公司盈利能力将在未来两年明显改善，同时品牌经营也将进入良性发展阶段，结合公司未来三年 23%的净利润复合增长率，给予公司 12 年 26 倍市盈率，对应 10.22 元目标价。

图表23：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2010	2011E	2012E	2013E
扬声器				
销售收入（百万元）	302.91	321.08	337.14	353.99
增长率（YOY）	28.77%	6.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.47%	22.60%	22.30%	21.50%
占总销售额比重	17.24%	15.58%	14.08%	12.55%
占主营业务利润比重	21.29%	18.57%	15.73%	12.80%
音箱				
销售收入（百万元）	1,257.63	1,458.85	1,721.45	2,031.31
增长率（YOY）	86.70%	16.00%	18.00%	18.00%
毛利率	17.29%	17.80%	19.40%	21.00%
占总销售额比重	71.56%	70.78%	71.90%	72.04%
占主营业务利润比重	65.12%	66.46%	69.86%	71.75%
注塑件与聚合物锂电池				
销售收入（百万元）	160.25	181.09	205.53	234.28
增长率（YOY）	53.85%	13.00%	13.50%	13.99%
毛利率	16.01%	18.48%	17.40%	17.45%
占总销售额比重	9.12%	8.79%	8.58%	8.31%
占主营业务利润比重	7.68%	8.57%	7.48%	6.87%
品牌收入（2010年起）				
销售收入（百万元）	0.00	100.00	130.00	200.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	30.00%	53.85%
毛利率	0.00%	25.00%	25.50%	25.50%
占总销售额比重	0.00%	4.85%	5.43%	7.09%
占主营业务利润比重	0.00%	6.40%	6.93%	8.58%
销售总收入（百万元）	1757.40	2061.02	2394.12	2819.58
平均毛利率	19.00%	18.96%	19.97%	21.09%

来源：国金证券研究所

图表24：国内同类公司的估值水平和盈利能力

	收盘价	EPS预测值			PE			ROE	毛利率	净利率	总股本	总市值
	2011/10/12	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011.H1	2011.H1	2011.H1	百万股	百万元
歌尔声学	23.14	0.73	1.17	1.65	32	20	14	10.64%	27.35%	12.72%	751.58	17,391.62
法拉电子	19.92	1.38	1.74	2.16	14	11	9	12.71%	38.89%	22.47%	225.00	4,482.00
莱宝高科	24.48	1.13	1.51	1.83	22	16	13	12.33%	56.36%	42.16%	600.40	14,697.70
长电科技	6.70	0.30	0.37	0.44	22	18	15	3.51%	20.40%	4.96%	853.13	5,716.00
生益科技	8.55	0.58	0.75	0.94	15	11	9	9.60%	18.20%	11.40%	1094.63	9,359.08
平均					21	15	12	9.76%	32.24%	18.74%		
广州国光	7.02	0.29	0.39	0.52	24	18	14	3.18%	18.23%	4.51%	416.90	2,926.67

来源：国金证券研究所

风险提示

人民币升值风险

- 目前公司的主要收入仍来自于海外订单，其占销售收入比例达 80% 以上，其中大部分来自于美国和欧洲的订单，因此人民币升值将会给公司带来较大的压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	984	1,042	1,757	2,061	2,394	2,820
增长率		5.9%	68.7%	17.3%	16.2%	17.8%
主营业务成本	-726	-755	-1,424	-1,670	-1,916	-2,225
% 销售收入	73.7%	72.5%	81.0%	81.0%	80.0%	78.9%
毛利	259	287	334	391	478	595
% 销售收入	26.3%	27.5%	19.0%	19.0%	20.0%	21.1%
营业税金及附加	-3	-5	-5	-8	-10	-13
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
营业费用	-39	-37	-58	-72	-84	-99
% 销售收入	4.0%	3.5%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-80	-91	-125	-144	-165	-195
% 销售收入	8.1%	8.7%	7.1%	7.0%	6.9%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	136	155	146	166	219	289
% 销售收入	13.8%	14.8%	8.3%	8.1%	9.2%	10.2%
财务费用	-31	-26	-41	-44	-45	-50
% 销售收入	3.2%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%
资产减值损失	-15	-9	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	9	0	0	0
投资收益	8	3	12	10	8	6
% 税前利润	8.3%	2.1%	8.8%	6.9%	4.1%	2.3%
营业利润	97	122	120	132	182	245
营业利润率	9.8%	11.7%	6.8%	6.4%	7.6%	8.7%
营业外收支	4	5	16	12	12	12
税前利润	101	127	135	144	194	257
利润率	10.3%	12.2%	7.7%	7.0%	8.1%	9.1%
所得税	-11	-15	-20	-22	-29	-39
所得税率	11.2%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	90	111	115	123	165	218
少数股东损益	2	1	-1	2	2	2
归属于母公司的净利润	88	110	115	121	164	217
净利率	9.0%	10.6%	6.6%	5.9%	6.8%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	90	111	115	123	165	218
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	43	47	26	26	26
非经营收益	-1	25	2	35	36	45
营运资金变动	-84	-4	-380	408	-56	-71
经营活动现金净流	50	175	-216	592	172	219
资本开支	-103	-65	-87	-10	-7	-8
投资	-29	-124	-5	-1	0	0
其他	3	-4	2	10	8	6
投资活动现金净流	-129	-193	-90	-1	1	-2
股权募资	36	45	351	0	1	0
债权募资	144	59	246	-480	0	1
其他	-64	-39	-81	-57	-70	-77
筹资活动现金净流	115	65	516	-537	-70	-76
现金净流量	36	47	210	54	104	141

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	130	192	437	491	595	735
应收款项	344	358	649	653	759	894
存货	220	250	549	389	446	518
其他流动资产	15	11	70	89	99	111
流动资产	709	811	1,705	1,622	1,899	2,259
% 总资产	45.0%	45.7%	62.6%	61.6%	65.4%	69.4%
长期投资	144	167	177	178	177	177
固定资产	632	638	685	672	659	646
% 总资产	40.1%	35.9%	25.1%	25.5%	22.7%	19.8%
无形资产	86	155	151	158	166	172
非流动资产	868	964	1,018	1,011	1,003	997
% 总资产	55.0%	54.3%	37.4%	38.4%	34.6%	30.6%
资产总计	1,577	1,775	2,723	2,633	2,902	3,256
短期借款	291	271	479	0	0	0
应付款项	224	212	497	731	840	977
其他流动负债	18	19	17	68	76	87
流动负债	533	502	992	799	916	1,064
长期贷款	243	322	352	352	352	353
其他长期负债	0	0	1	0	0	0
负债	776	824	1,345	1,150	1,267	1,416
普通股股东权益	777	924	1,352	1,456	1,607	1,810
少数股东权益	27	29	28	30	31	33
负债股东权益合计	1,580	1,777	2,726	2,636	2,905	3,259

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.432	0.430	0.415	0.291	0.393	0.520
每股净资产	3.798	3.610	4.866	5.239	5.780	6.511
每股经营现金净流	0.262	0.701	-0.761	2.129	0.620	0.788
每股股利	0.050	0.150	0.120	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	11.39%	11.90%	8.54%	8.33%	10.19%	11.99%
总资产收益率	5.60%	6.19%	4.24%	4.60%	5.63%	6.66%
投入资本收益率	9.03%	8.78%	5.62%	7.68%	9.38%	11.18%
增长率						
主营业务收入增长率	17.29%	5.85%	68.65%	17.28%	16.16%	17.77%
EBIT增长率	35.46%	13.60%	-5.38%	13.54%	32.17%	31.50%
净利润增长率	12.34%	24.41%	4.95%	5.08%	34.94%	32.52%
总资产增长率	12.49%	12.53%	53.35%	-3.29%	10.22%	12.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.9	113.8	95.5	105.0	105.0	105.0
存货周转天数	94.8	113.7	102.5	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	84.1	80.8	61.1	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	207.4	214.4	132.9	114.6	99.7	84.2
偿债能力						
净负债/股东权益	50.20%	41.97%	27.01%	-10.73%	-16.07%	-21.86%
EBIT利息保障倍数	4.4	5.9	3.6	3.8	4.9	5.8
资产负债率	49.11%	46.38%	49.35%	43.63%	43.62%	43.46%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	3	3
买入	0	0	2	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.50	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-10-23	买入	8.32	N/A
2 2010-04-22	买入	12.42	19.05 ~ 19.05

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B