



民资主导经营，“新飞乐”进入爆发期

中信证券研究部

2015年1月5日

张帆

电话：010-60836762

邮件：fanz@citics.com

执业证书编号：S1010512060001

联系人：刘凯

电话：010-60836579

邮件：kailiu@citics.com

投资评级

买入（维持）

当前价：8.18元

目标价：12.60元

事项：

2014年1月4日，飞乐音响（600651.SH）发布《第九届董事会第十九次会议决议公告》，内容如下：

（1）审议通过《关于调整公司组织架构的议案》：重大资产重组完成后，公司的规模将不断扩大，公司从原来的上海和江苏两个基地，扩大至北京、山东、辽宁、四川、江西、湖北、河南、黑龙江等十大基地；

（2）审议通过《关于公司高级管理人员聘任的议案》：经公司董事长提名，并经提名委员会审议通过，董事会同意聘请庄申安先生担任公司总经理；

（3）审议通过《关于增加公司董事会人数的议案》：目前董事会由9名董事组成，其中独立董事3人，董事6人。增加董事会成员至11人，其中，独立董事增加至4人，董事增加至7人；

（4）审议通过《关于调整公司董事和增选公司独立董事、董事的议案》：公司董事会推荐梁荣庆先生为公司独立董事候选人，庄申安先生、谢圣军先生和谢卫钢先生为公司董事候选人，任期与本届董事会一致。

2014年12月20日，飞乐音响（600651.SH）发布《关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之标的资产完成过户情况的公告》，内容如下：

2014年12月18日，交易标的资产北京申安投资集团有限公司的股权过户手续及相关工商登记已经完成。北京市工商行政管理局核准了北京申安集团的股东变更登记，并签发了新的《营业执照》（注册号：110000006209274）。本次变更登记完成后，飞乐音响为北京申安集团的唯一股东，北京申安集团成为飞乐音响100%控股的全资子公司。

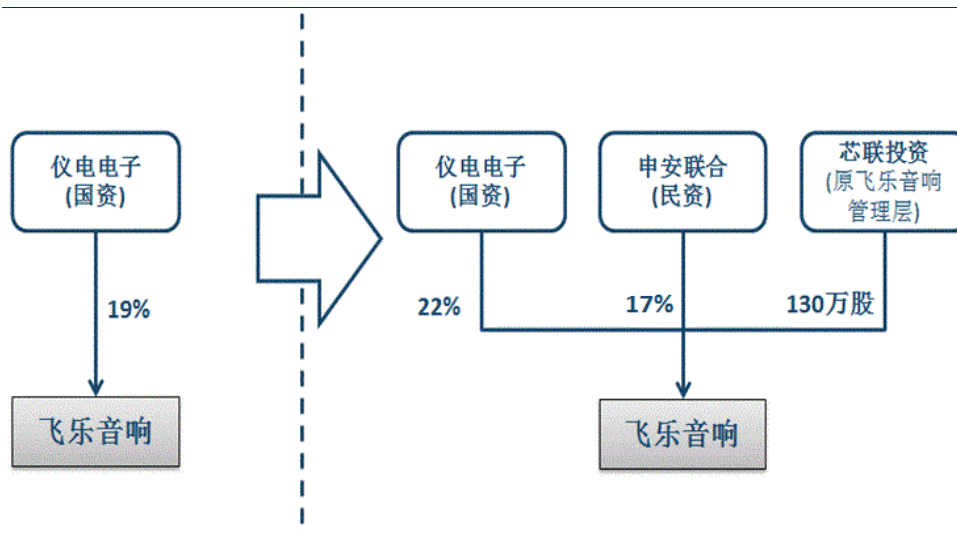
对此我们的点评如下：

评论：

混合所有制落地，“新飞乐”诞生

方案稳妥、兼顾各方的混合所有制改革。飞乐音响收购北京申安集团的重组方案的资产过户已经完成，目前北京申安集团已经成为飞乐音响100%控股的全资子公司。本方案中，国资通过现金增资股权比例由原先的19%增加至21%以上，保持了国资作为第一大股东的相对控股地位。另一方面，重组后民资占比17%，将充分发挥民资企业的经营作用。本次方案兼顾了国资相对控股（22%）、民资占比较高（17%）、管理层激励的各方因素，稳妥、完善而具备高度可行性。

图 1：飞乐音响重组前后股权结构示意图



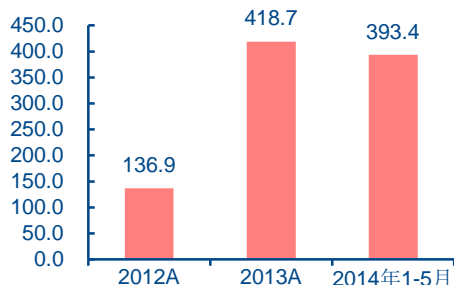
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 1：飞乐音响 5 月 20 日和 7 月 28 日交易方案比较

	交易对方	备注	2014 年 5 月 20 日交易预案			2014 年 7 月 28 日交易报告书		
			金额 (万元)	股份 (万股)	价格 (元)	金额 (万元)	股份 (万股)	价格 (元)
发行股份及支付现金购买北京申安集团	申安联合	发行股份购买 72.25% 股权	133,662	19,541	6.84	114,877	16,844	6.82
	申安联合	现金购买 12.75% 股权	23,588			20,273		
	庄申安	现金购买 15% 股权	27,750			23,850		
	合计		185,000	19,541		159,000	16,844	
配套融资	仪电电子		60,777	8,886	6.84	52,113	7,641	6.82
	芯联投资		889	130	6.84	887	130	6.82
	合计		61,667	9,016		53,000	7,771	
股本变化	原有股本			73,907			73,907	
	新增股本			28,557			24,615	
	最新股本			102,463			98,522	

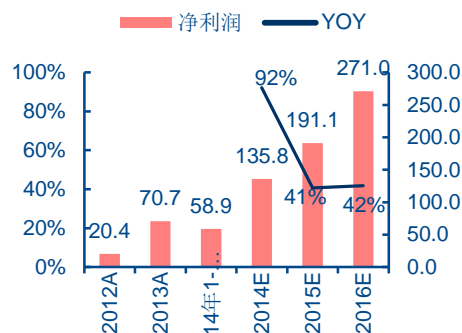
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 2：北京申安集团的收入和同比增速
(单位：百万元、%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 3：北京申安集团的历史净利润、承诺净利润和同比增速
(单位：百万元、%)



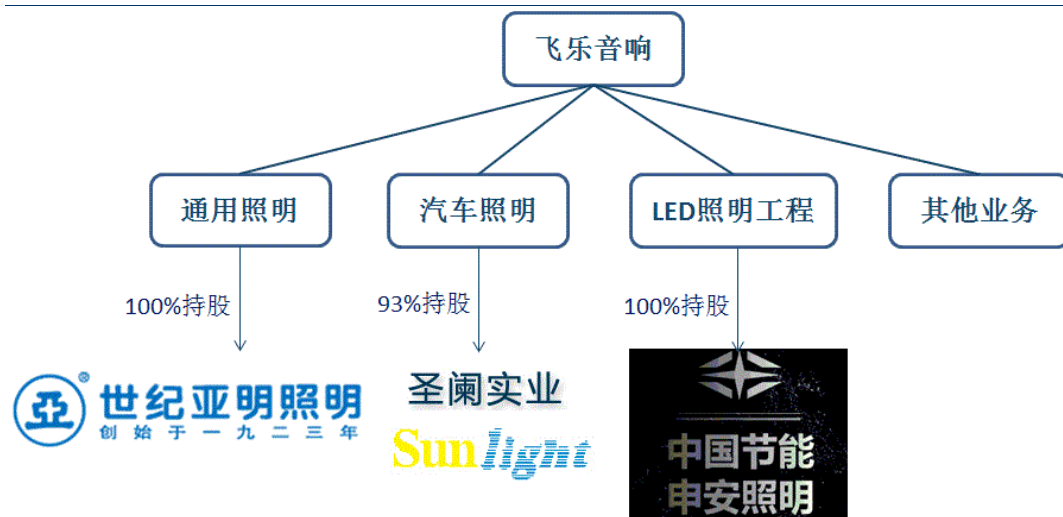
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

依托国资资源，工程业务有望率先爆发

依托国资资源、发挥民企能力，工程业务有望率先爆发。申安集团为 LED 照明工程龙头，融入飞乐音响后将依托上市公司平台及大股东仪电电子资源，有望进一步提高增速而实现跨越式发展。2014 年 6 月 11 日，上海能效中心、节能监察中心与大股东仪电电子、亚明照明分别签署了战略合作协议，我们认为此举将使“新飞乐”获得照明工程市场的战略优势，将申安的工程业务能力充分放大，有望迅速做大公司收入规模。

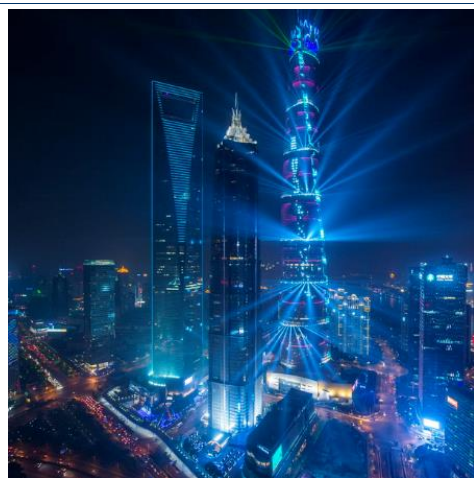
“上海中心”项目彰显全球顶级亮化实力。历时 6 年建设的上海第一高楼“上海中心”楼高 632 米，不仅刷新了陆家嘴楼群的楼高记录，同时以全球第二高的名次成功改写全球高楼排名。2013 年亚明照明与上海中心大厦建设发展有限公司正式签署《上海中心大厦办公区照明合同能源管理项目合同》。“上海中心”照明方案不仅通过重点打亮建筑侧弧线为建筑本身增光添彩，而且围绕上海创新精神的主题来进行整体灯光设计。“上海中心”打造的 4 类灯光秀，对应平时、周末、节假日以及特殊演出，与外滩浦东浦西建筑群景观灯遥相呼应，定期展示地标性灯光秀。2013~2014 年在亚明照明和申安集团的共同协作下，“新飞乐”所完成的“上海中心”夜景照明方案获得各界美誉，已经成为了上海浦东夜景的标杆。

图 4：“新飞乐”业务架构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 5：上海中心 LED 项目



资料来源：百度图片、中信证券研究部整理

图 6：上海中心 LED 项目



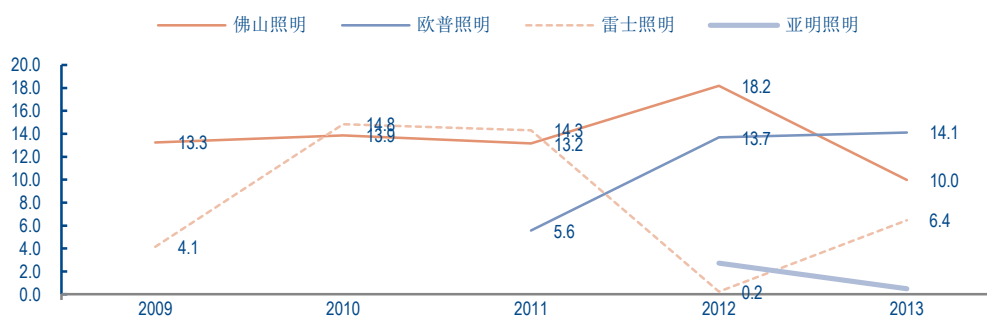
资料来源：百度图片、中信证券研究部整理

民营主导经营，效率有望大幅攀升

引入民营提升效率，净利率有望大幅攀升。飞乐音响原有照明业务拥有近 100 年的“亚”字品牌，毛利率也处于 22%~23% 的行业平均水平，却因费用率过高处于亏损边缘，远低于行业 11~14% 的平均水平。随着资产过户的完成，申安团队已经逐步开始进行“新飞乐”的管理工作，原北京申安集团董事长庄申安先生将担任“新飞乐”总经理；公司董事会成员将增加至 11 人（独立董事增加至 4 人，董事增加至 7 人），北京申安集团原管理团队的庄申安先生、谢圣军先生和谢卫钢先生将成为公司董事候选人，梁荣庆先生将成为公司独立董事候选人。我们认为本次改革之后，民营的引入将盘活传统业务，拉动销售的同时也将带来管理机制改善、效率提升，预计公司 2015 年起原有业务的净利润率也将进入高速提升通道。

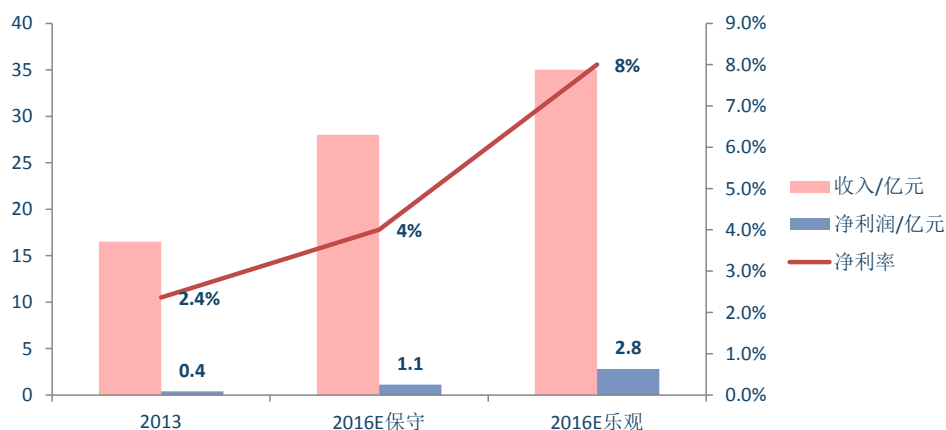
利润弹性巨大，有望铸就国企改革标杆。本次重组具有三大特点：1) 混合所有制方案稳妥；2) 工程业务爆发立即驱动规模激增；3) 引入民营大幅提升原有业务净利率。由此，我们预计“新飞乐”有望成为国企改革中见效速度最快的企业，进入收入、利润率双升的强劲增长通道而做强做大，从而成为上海国企改革的标杆企业。

图 7：上海亚明净利率水平与佛山照明、欧普照明和雷士照明的比较（单位：%）



资料来源：Wind、公司公告、中信证券研究部

图 8：亚明净利润弹性测算



资料来源：公司公告、中信证券研究部测算

风险因素：

重组进度低于预期的风险；亚明照明效率提升慢于预期的风险。

投资建议：

盈利预测及估值。我们维持飞乐音响 2014-2016 年 EPS 为 0.11/0.27/0.47 元的预测不变，并维持 2014-2016 年申安全年并表且按增发股本摊薄计算的备考 EPS 预测为 0.24/0.42/0.64 元。公司资产重组后有望进入业绩加速通道，我们维持目标价 12.60 元，维持“买入”评级。

表 2：飞乐音响盈利预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (百万元)					
亚明照明	1641.74	1649.04	1698.51	2547.77	3999.99
圣阑实业	286.56	384.91	500.38	750.57	1005.77
其它 (音响等)	85.74	108.47	119.10	132.80	140.37
合计	2014.04	2142.42	2317.99	3431.14	5146.13
收入 YOY (%)					
亚明照明		0.44%	3%	50%	57%
圣阑实业		34.32%	30%	50%	34%
其它 (音响等)		26.51%	10%	12%	6%
总收入		6.37%	8.20%	48.02%	49.98%
毛利率 (%)					
	20.97%	20.46%	18.75%	22.95%	24.60%
销售费用率 (%)					
	6.61%	5.81%	6.20%	6.10%	6.00%
管理费用率 (%)					
	10.18%	10.44%	10.70%	10.60%	10.60%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理和预测

表 3：飞乐音响备考盈利预测

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
飞乐音响收入 (1)	1,975	2,014	2,142	2,318	3,431	5,146
飞乐音响净利润 (2)	152	105	57	82	202	347
股本 (百万股)			739	739	739	739
EPS			0.08	0.11	0.27	0.47
营业收入 (3)		140	423	901	1,405	2,207
收入增速				113%	56%	57%
北京申安		19	78	151	210	280
净利率		13.52%	18.54%	16.80%	14.97%	12.68%
净利润增速				93%	39%	33%
合计收入 (1+3)		2154	2565	3219	4837	7353
合计净利润 (2+4)			135	233	413	627
增发股本 (百万股)				246	246	246
增发后股本 (百万股)				985	985	985
备考 EPS (元)				0.24	0.42	0.64

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理和预测

表 4：飞乐音响估值和投资建议

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2014	2142	2318	3431	5146
增长率 YoY %	2	6	8	48	50
净利润(百万元)	105	57	82	202	347
增长率 YoY%	(31)	(45)	43	147	72
每股收益(元)	0.14	0.08	0.11	0.27	0.47
市场一致预期 EPS (元)	-	-	0.28	0.24	0.46
毛利率%	21	20	20	23	25
净资产收益率%	12	7	9	18	24
市盈率 PE (x)	58	105	74	30	17
市净率 PB (x)	7	7	6	5	4

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	17	13	19	9	6

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测注：股价为 2014 年 12 月 31 日收盘；EPS 未考虑申安并表。

附录：飞乐音响新任管理层简历

庄申安：男，1964 年生，硕士研究生，高级经济师。曾任山东沂南供电局财务科长、总会计师；黑龙江省金棱边贸公司总经理；北京阳都节能灯具有限公司总经理；北京申安投资集团有限公司总经理；北京申安食品有限公司总经理。现任北京申安投资集团有限公司董事长兼总裁。

梁荣庆：男，1954 年生，研究生学历，博士学位，教授。曾就职于中国科学院等离子体物理研究所；日本国家核融合科学研究所访问学者；复旦大学现代物理研究所；复旦大学电光源研究所。现任复旦大学电光源研究所所长、复旦大学光源与照明工程系系主任。

谢圣军：男，1975 年生，硕士研究生，经济师。曾任大兴城建开发启鸿实业总公司任总经理秘书、办公室主任；北京资源集团任总裁秘书、人事部经理。现任北京申安投资集团有限公司。先后任办公室主任、副总裁兼财务总监、常务副总裁兼财务总监，并兼任湖北申安照明科技有限公司总经理。

谢卫钢：男，1959 年生，本科学历，高级设计师。曾任上海纵横广告有限公司总经理；上海光景纵横照明有限公司总经理。现任北京申安投资集团有限公司副总裁、大项目运营中心总监。

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,014	2,142	2,318	3,431	5,146
营业成本	1,592	1,704	1,859	2,635	3,870
毛利率	21.0%	20.5%	19.8%	23.2%	24.8%
营业税金及附加	4	4	5	7	11
营业费用	133	125	144	209	309
营业费用率	6.61%	5.81%	6.20%	6.10%	6.00%
管理费用	205	224	248	364	545
管理费用率	10.18%	10.44%	10.70%	10.60%	10.60%
财务费用	33	44	6	11	20
财务费用率	1.65%	2.05%	0.25%	0.33%	0.39%
投资收益	68	22	7	24	24
营业利润	111	30	71	211	381
营业利润率	5.53%	1.41%	3.04%	6.14%	7.40%
营业外收入	28	49	40	40	40
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	139	77	110	250	420
所得税	18	10	14	32	55
所得税率	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	16	10	13	15	18
归属于母公司股东的净利润	105	57	82	202	347
净利率	5.22%	2.68%	3.54%	5.89%	6.74%
每股收益(元)(摊薄)	0.14	0.08	0.11	0.27	0.47

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	105	57	82	202	347
少数股东损益	16	10	13	15	18
折旧和摊销	41	81	48	53	54
营运资金变动	13	-163	-90	-277	-430
其他	-29	33	-8	5	30
经营现金流	147	18	44	-2	20
资本支出	-187	-94	-69	-65	-10
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	7	-4	0	0	0
其他	-101	-33	7	24	24
投资现金流	-280	-130	-62	-41	14
发行股票	13	7	0	0	0
负债变化	90	178	51	196	210
股息支出	0	0	-12	-30	-52
其他	-49	-64	-6	-11	-20
融资现金流	54	121	33	155	138
现金净增加额	-79	9	15	111	171

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	223	217	232	343	515
存货	292	391	361	514	755
应收账款	445	464	497	738	1,107
其他流动资产	75	61	84	123	183
流动资产	1,035	1,132	1,173	1,718	2,559
固定资产	456	494	545	552	519
长期股权投资	616	640	640	640	640
无形资产	23	27	27	27	27
其他长期资产	156	144	115	120	110
非流动资产	1,251	1,304	1,326	1,338	1,295
资产总计	2,286	2,436	2,499	3,056	3,853
短期借款	380	157	208	405	615
应付账款	380	381	372	527	774
其他流动负债	147	211	152	171	198
流动负债	907	750	732	1,103	1,587
长期负债	100	0	0	0	0
其他长期负债	51	416	413	413	413
非流动性负债	151	416	413	413	413
负债合计	1,058	1,166	1,145	1,516	1,999
股本	739	739	739	739	739
资本公积	-9	6	6	6	6
股东权益合计	1,228	1,271	1,354	1,541	1,854
少数股东权益	79	87	100	116	134
负债股东权益总计	2,286	2,436	2,499	3,056	3,853

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	1.97	6.37	8.20	48.02	49.98
营业利润	(28.27)	(72.86)	133.32	198.88	80.63
净利润	(30.65)	(45.32)	42.69	146.63	71.66
利润率(%)					
毛利率	20.97	20.46	19.80	23.20	24.80
EBIT Margin	3.96	4.01	2.69	6.29	7.99
EBITDA Margin	6.01	7.79	4.75	7.82	9.04
净利率	5.22	2.68	3.54	5.89	6.74
回报率(%)					
净资产收益率	8.56	4.60	6.25	13.97	20.44
总资产收益率	4.76	2.52	3.45	7.57	10.42
其他(%)					
资产负债率	46.29	47.85	45.83	49.59	51.89
所得税率	12.93	13.00	13.00	13.00	13.00
股利支付率	0.00	0.00	15.00	15.00	15.00

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。