

其他电子器件Ⅲ



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

广州国光 (002045)

经营模式转变推动公司快速增长

——公司深度报告

推荐

市场数据

报告日期	2009-7-20
收盘价(元)	9.56
52周最高/最低(元)	12.20/4.14
总股本(百万股)	250.70
流通股本(百万股)	161.65
总市值(百万元)	2396.73
流通市值(百万元)	1545.40
每股净资产(元)	3.15

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	984	1154	1432	1709	430
同比增长(%)	17.3%	17.3%	24.1%	19.4%	12.3%
净利润(百万元)	88	100	128	167	29.5
同比增长(%)	12.3%	13.0%	28.5%	30.3%	10.9%
毛利率(%)	26.3%	26.4%	27.0%	27.8%	28%
净利率(%)	9.0%	8.7%	9.0%	9.8%	6.9%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.52	0.68	0.12
每股经营现金流(元)	0.22	0.41	0.42	0.59	0.20

股价走势



投资要点

- **经营模式的第三次转变将再次推动公司快速增长:** 公司前两次经营模式的转变提升了盈利能力, 增强了公司竞争力。此次收购美加音响, 进军零售业务是公司经营模式的第三次转变。我们认为, 借助于美加音响的市场能力和销售渠道, 公司在多媒体音响方面的强大实力会发挥出更大的威力, 将再次推动公司快速增长。保守预计 2011 年, 零售业务收入能达到 3.75 亿元, 税后利润 2800 万。
- **公司竞争力国际一流:** 与国内竞争对手相比, 公司拥有优质客户群、一流的技术和创新能力、国际先进的工艺水平以及优秀的人才团队; 与国际竞争对手相比, 公司的综合实力仅次于日本的 Foster, 几年内将会全面超过台湾的美隆电和新加坡的东亚科技。
- **估值便宜, 价值低估:** 预计 2009~2011 年每股收益为 0.41、0.52、0.68 元, 动态市盈率分别为 23、18、14 倍。公司的动态市盈率水平比 Foster 贵, 但比 HARMAN 便宜, 也比国内电声行业其他上市公司便宜, 距离其历史最高估值也有较大空间。另外, 公司的 DCF 估值为 13.75 元, 远高于目前股价, 公司价值明显低估。
- **投资建议:** 给予公司“推荐”投资评级。
- **风险提示:** 并购美加后整合过程不达预期, 公司零售业务销售情况不达预期。

目 录

投资概要	- 4 -
一、推荐广州国光的三大理由	- 5 -
二、公司基本情况	- 5 -
1、近十年来公司保持稳定而快速的增长	- 5 -
2、扬声器产能基本不变，音箱产能快速扩张	- 6 -
3、多媒体类产品快速发展，目前占收入比高达 66.4%	- 7 -
4、原材料是最主要成本，原材料采购渠道通畅、稳定	- 7 -
二、电声器件行业发展情况	- 8 -
1、全球电声器件市场规模足够大，国光占比不足 0.3%	- 8 -
2、我国电声行业市场集中度低，国光占比约 2%	- 9 -
三、推荐理由一：经营模式的第三次转变带来广阔发展空间	- 9 -
1、经营模式两次转变，盈利能力两次提升	- 9 -
2、经营模式的第三次转变将推动公司快速增长	- 10 -
四、推荐理由二：公司竞争优势明显，竞争力国际一流	- 11 -
1、与国内同行比较，公司竞争优势明显	- 11 -
2、与国际竞争对手比较，公司竞争力一流	- 13 -
五、推荐理由三：估值便宜，价值低估	- 15 -
1、盈利预测	- 15 -
2、DCF 估值远高于目前股价水平	- 17 -
3、与国内同行比较，公司相对估值便宜	- 17 -
六、投资建议	- 18 -
附录 1：公司股本情况及控股参股结构	- 20 -
附录 2：公司发展历史	- 21 -

图 表 目 录

图 1、推荐广州国光的三大理由	- 5 -
图 2、1998-2008 年公司营业收入及净利润	- 5 -
图 3、2002-2008 年公司音箱收入及毛利率	- 6 -
图 4、2002-2008 年公司扬声器收入及毛利率	- 6 -
图 5、2002-2008 年公司音箱、扬声器及电子零配件收入	- 6 -
图 6、消费类与多媒体类占销售收入比重	- 7 -
图 7、消费类与多媒体类占毛利比重	- 7 -
图 8、2008 年各类产品占销售收入比重	- 7 -
图 9、2008 年各类产品占毛利比重	- 7 -
图 10、2002-2008 年公司前五名供应商采购比重	- 8 -
图 11、2002-2008 年公司收入及毛利率变化	- 10 -
图 12、2002-2008 年公司 OEM 与 ODM 产品比重	- 10 -
图 13、未来十年传统业务与零售业务收入及增长率	- 11 -
图 14、未来十年传统业务与零售业务净利润及净利润率	- 11 -
图 15、广州国光与竞争对手毛利率比较	- 13 -
图 16、各公司存货周转天数比较	- 14 -
图 17、各公司应收账款周转天数比较	- 14 -
图 18、各公司流动比率比较	- 14 -
图 19、各公司速动比率比较	- 14 -
图 20、各公司资产负债率比较	- 14 -
图 21、广州国光与竞争对手研发费用占收入比变化趋势	- 15 -
图 22、各公司净资产收益率比较	- 15 -
图 23、各公司总资产收益率比较	- 15 -
图 24、公司前五名客户销售收入占比	- 16 -
图 25、HARMAN 公司近十年营业收入及增长率	- 16 -
图 26、广州国光历史市盈率变动趋势（TTM）	- 18 -
附图 1、公司控股及参股结构	- 20 -
附图 2、广州国光发展历史中的五次关键转折	- 21 -
表 1、2004-2008 年公司产能扩张情况	- 6 -
表 2、钢材在原材料中占比	- 7 -
表 3、2004 年部分原材料采购情况	- 8 -
表 4、2005 年我国电声器件行业前十大企业	- 9 -
表 5、广州国光与竞争对手收入规模比较	- 13 -
表 6、公司盈利预测假设	- 16 -
表 7、公司盈利预测结果	- 17 -
表 8、DCF 估值模型参数假设及预测结果	- 17 -
表 9、DCF 模型对参数的敏感性分析	- 17 -
表 10、公司估值比较	- 18 -
表 11、公司资产负债表、利润表和现金流量表	- 19 -
附表 1: 十大流通股股东情况	- 20 -
附表 2: 十大股东情况	- 20 -
附表 3、公司全资子公司、控股子公司及参股企业情况	- 21 -

投资概要

1、估值及投资建议

根据我们的假设，公司的 DCF 估值为 13.75 元，而目前的股价为 9.56 元，股价明显低估。与国际同行比较，公司动态市盈率高于日本 Foster，但低于美国 HARMAN，与国内电声行业上市公司比较，公司估值比歌尔声学、新嘉联便宜。考虑到公司经营模式转变带来的广阔发展空间和公司拥有的强大竞争力，而且目前估值较低，给予公司“推荐”投资评级。

2、关键假设

- 传统音箱业务：2009~2011 年销售收入分别增长 12%、15%、15%，毛利率分别为 29.5%、30%、31%；
- 传统扬声器业务：2009~2011 年销售收入增长率分别为-5%、5%、5%，毛利率分别为 18%、18.5%、19%；
- 电子零配件业务：2009~2011 年销售收入分别增长 5%、10%、15%，毛利率分别为 20%、21%、21%；
- 零售业务：2009~2011 年零售业务销售收入分别为 1 亿、2.5 亿、3.75 亿元，毛利率分别为 25%、26%、27%，带给公司的税后利润分别为 500 万、1600 万、2800 万；
- 新增固定资产投资：2009~2011 年新增固定资产投资分别为 5000 万、5000 万、5000 万元；
- 人民币升值：人民币缓慢升值，公司 2009~2011 年发生的汇兑损失分别为 200 万、200 万、200 万元。

3、股价表现催化剂

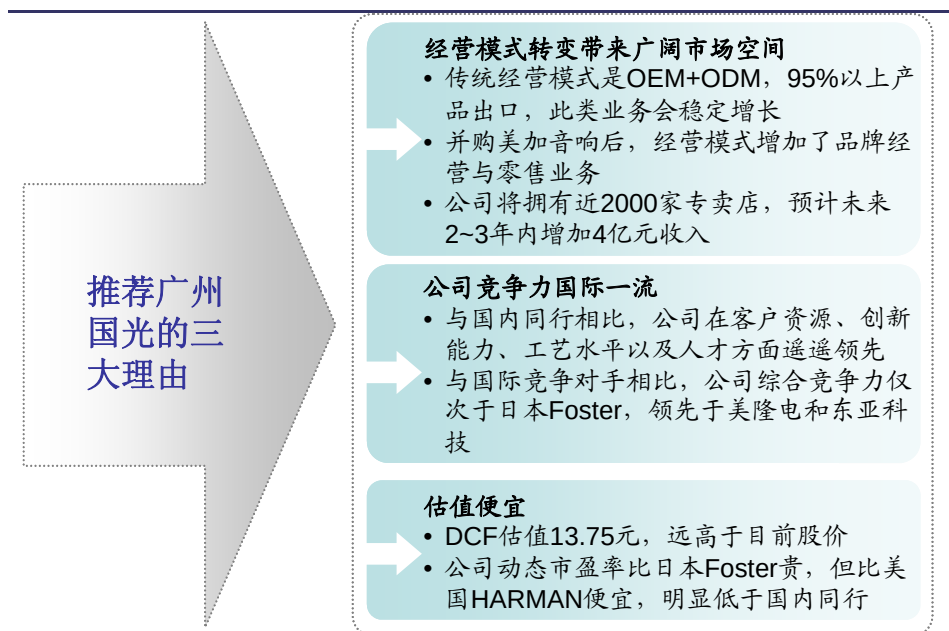
公司零售业务销售情况超出预期。

4、风险提示

公司并购美加音响后整合过程不达预期，或者公司零售业务销售情况不达预期。

一、推荐广州国光的三大理由

图 1、推荐广州国光的三大理由



数据来源：兴业证券研发中心

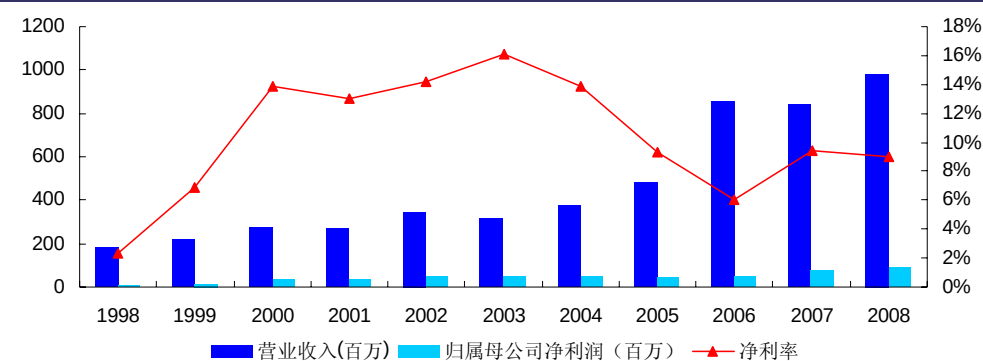
二、公司基本情况

1、近十年来公司保持稳定而快速的增长

广州国光电器股份有限公司（以下简称广州国光、国光、公司）是我国最早从事电声行业的企业之一，其历史可以追溯到1956年成立的国光广播器材厂（详见附录2）。

从1998年到2008年，公司收入与归属母公司的净利润保持快速增长。营业收入复合增长率为18.3%，净利润复合增长率为35.3%。

图 2、1998-2008 年公司营业收入及净利润



数据来源：兴业证券研发中心

2、扬声器产能基本不变，音箱产能快速扩张

公司主营音箱（扬声器系统）、扬声器（扬声器单元）以及电子零配件，2005 年公司成功上市后，产能扩展步伐明显加快，但公司并没有盲目扩张扬声器产能，而是将绝大部分资金放在了音箱业务上。从 2004 年到 2008 年，音箱产能快速扩张，相应地，音箱收入快速增长。

表 1、2004-2008 年公司产能扩张情况

	2004	2005	2006	2007	2008
扬声器生产线（条）	23	23	23	25	26
音箱生产线（条）	3	14	25	35	42
电子插件及功放成型生产线（条）	0	0	5	8	8
合计生产线（条）	26	37	53	68	76

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心整理

图 3、2002-2008 年公司音箱收入及毛利率

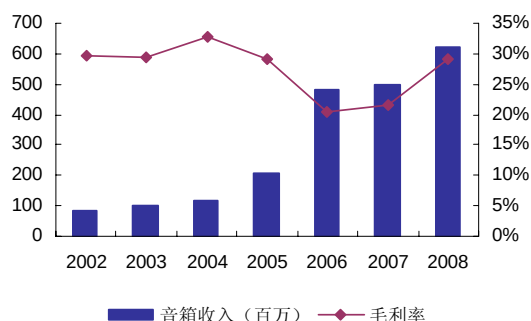
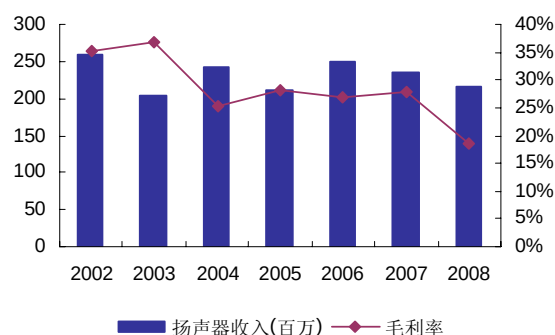


图 4、2002-2008 年公司扬声器收入及毛利率

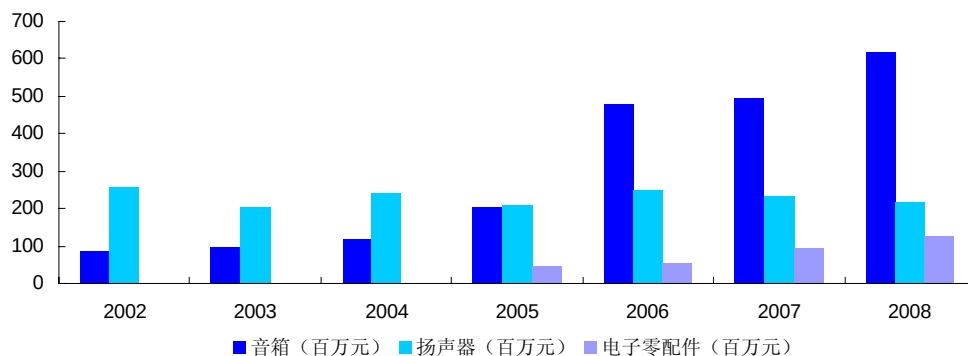


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

2002~2008 年，扬声器业务收入的复合增长率为-3%，而音箱业务收入的复合增长率达到 39.5%。可见扬声器业务已经不是公司战略重点，音箱业务是公司未来的重点发展对象。另外，电子零配件业务也保持快速发展，2008 年的收入已经突破 1 亿元关口。

图 5、2002-2008 年公司音箱、扬声器及电子零配件收入



数据来源：兴业证券研发中心

3、多媒体类产品快速发展，目前占收入比高达 66.4%

鉴于家用音响市场发展放缓甚至萎缩，而台式电脑、笔记本、游戏机、MP3/MP4、IPOD 等个人娱乐设备用的多媒体扬声器和音箱市场前景广阔，公司在 2000 年就开始进军多媒体音响市场，之后多媒体类产品占销售收入比重逐年提高，08 年多媒体类占销售收入比重达到 66.4%，占毛利比重高达 75.05%。而消费类产品占收入比重逐年下降，08 年占收入比降为 13.35%，占毛利比重仅 7.36%。从某种程度上说，公司最近三年的快速增长得益于几年前对多媒体音响市场的准确判断与决策。

图 6、消费类与多媒体类占销售收入比重

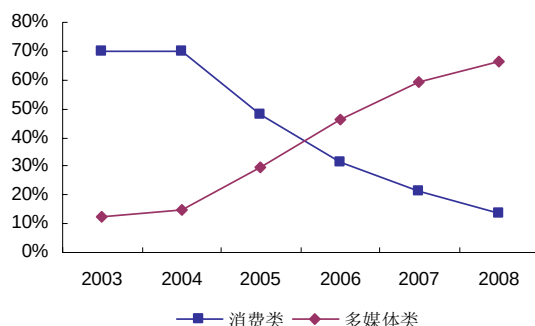
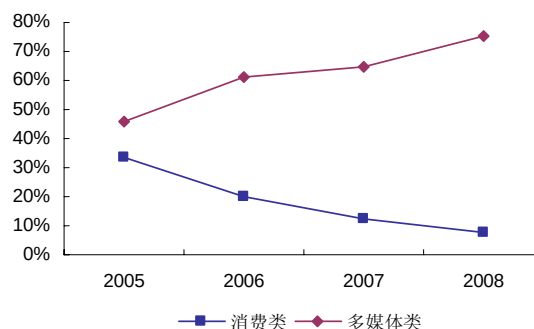


图 7、消费类与多媒体类占毛利比重



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 8、2008 年各类产品占销售收入比重

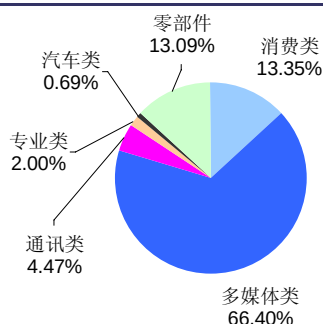
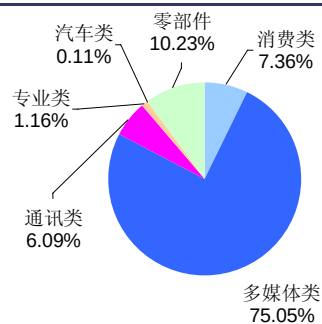


图 9、2008 年各类产品占毛利比重



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

4、原材料是最主要成本，原材料采购渠道通畅、稳定

公司主营业务成本中，原材料、人工成本、车间费用分别占比 80%、10%、10%，原材料是最主要的成本。公司所需原材料种类众多，主要包括钢材、磁材、塑胶、漆包线、胶水、纸浆等。曾经钢材占比最大，不过随着多媒体类产品占比不断提高，钢材占原材料的比重也逐渐下降到 15%左右，与磁材、塑胶相当。

表 2、钢材在原材料中占比

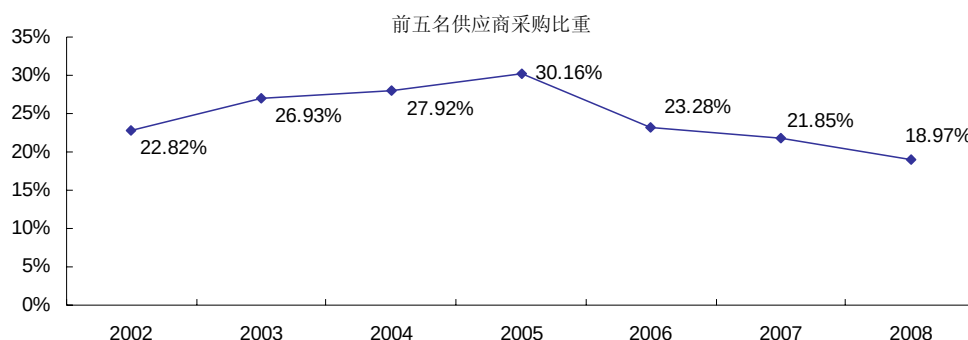
产品	钢材占原材料比重	占销售收入比重	
		2003 年	2008 年
多媒体类	12%	12.6%	66.4%
消费类	24%	70.2%	13.35%

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心整理

公司原材料采购渠道通畅、稳定，2005 年以前公司前五名供应商采购比例稳定上升。2005 年以后，公司自己生产注塑件、2007 年以后自己生产部分零配件，所以前五名采购比例有所下降。总体而言，公司所需原材料种类众多，采购渠道通畅而稳定。

公司原材料采购均通过公开招投标方式进行，公司每年年末都把下一年度原料或零件采购计划向有关供应商公布，按照严格的招投标程序选择供应商。通过严格的招标采购，公司能够尽量降低原材料突然涨价风险和毛利率大幅波动风险。

图 10、2002-2008 年公司前五名供应商采购比重



数据来源：兴业证券研发中心

表 3、2004 年部分原材料采购情况

原材料	采购情况
音圈	约 75%由公司自制；约 25%向外资企业采购
振盆（组）	约 40%由公司自制；约 40%向外资企业采购；其余向国内其他企业采购
漆包线	100%直接进口
纸浆	约 50%直接进口；其余向国内其他企业采购
胶水	约 60%直接进口；其余向国内其他企业采购
功放	100%直接进口
塑料件	约 15%由本公司从国外进口材料，委托国内外加工企业加工；约 15%向外资企业采购；其余向国内其他企业采购
T 铁、端子	100%向外资企业采购
音膜	约 80%向外资企业采购；其余向国内其他企业采购
引线	约 85%直接进口；其余向国内其他企业采购

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心整理

二、电声器件行业发展情况

1、全球电声器件市场规模足够大，国光占比不足 0.3%

电声器件是指通过电磁铁将电流的运动带动空气的振动而发出声音的器件，被广泛应用于工业配套和人们的消费娱乐生活中。从用途划分可分为电话机、传真机用的通讯类扬声器，大型体育场馆、影剧院、购物广场、教堂、录音室用的专业音箱，家庭娱乐设备如电视机、家庭影院、Hi-Fi（高保真）音响、组合音响用的消费类扬声器和音箱，台式电脑、笔记本、游戏机、数字音乐移动播放器 IPOD、MP3/MP4 等个人娱乐设备用的多媒体扬声器和音箱，以及车载音响系统等。

目前没有权威的全球电声器件规模数据，我们可以通过全球最大音响公司美国 HARMAN 的营业收入大致测算其规模。2008 年 HARMAN 的营业收入为 41.13 亿美元，占全球份额 7%~8%，所以全球电声器件市场规模大约在 510 亿~580 亿美元之间。

广州国光 2008 年的主营业务收入为 9.62 亿人民币，占全球市场不到 0.3%，所以对广州国光而言，市场容量足够大。

2、我国电声行业市场集中度低，国光占比约 2%

我国是全球最大的电声器件生产国和出口国，2007 年我国电声器件总产量为 76 亿支，销售收入约 66 亿美元，其中 75%以上出口。据业内专家估计，我国电声器件产量占全球 60%以上，但销售收入仅占 15%左右。

国内电声企业超过 2000 家，但 80%的企业集中在低档产品的生产上，约 20%的企业生产中档产品，只有国光等少数几家公司能进入 ODM 阶段和高端产品领域。

我国电声器件市场的集中度非常低，广州国光是国内最大的电声企业，但仅占国内市场的 2%左右。经过此次金融危机的洗礼，估计我国电声器件行业会经历一次大调整，行业集中度会有所提高。

表 4、2005 年我国电声器件行业前十大企业

省份	企业简称	主要产品
广东	广州国光	扬声器、音箱
浙江	宁波向阳	电声器件零部件
浙江	浙江天乐	电声器件零部件
江苏	江苏远宇	扬声器、发生器、通信电声器件
广东	深圳凌嘉	扬声器、传声器、通信电声器件、电声器件零部件
江苏	南京电声	扬声器、电声器件零部件
浙江	横店电声	扬声器、电声器件零部件
北京	北京松下	通信电声器件、扬声器
天津	天津真美	扬声器、电声器件零部件
广东	深圳美欧	通信电声器件

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心整理

三、推荐理由一：经营模式的第三次转变带来广阔发展空间

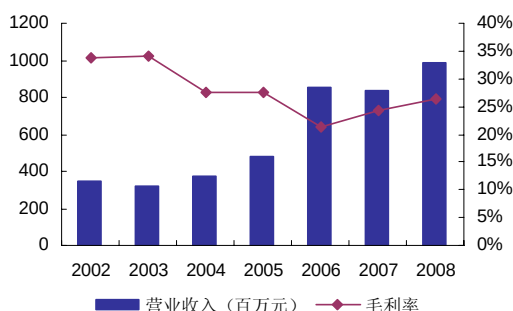
1、经营模式两次转变，盈利能力两次提升

公司从 1988 年开始采用 OEM 模式进军国际市场，逐步开拓了 GE、飞利浦、汤姆逊等大客户，1993 年 OEM 销售额已经超过全部销售额的 90%，1998 年开始为世界音响界公认的顶级厂商 HARMAN 提供 OEM 产品。在此阶段，公司主要生产技术要求较高的扬声器，放弃低档订单，毛利率稳定在 30%以上，而国内大部分企业仍以低端产品为主，毛利率大多在 20%以内。

随着公司技术实力的增强以及市场口碑的建立，公司在 2002 年开始采用 ODM 模式，即无需客户提供图纸，而由自己根据客户的市场需求设计开发出新产品推荐

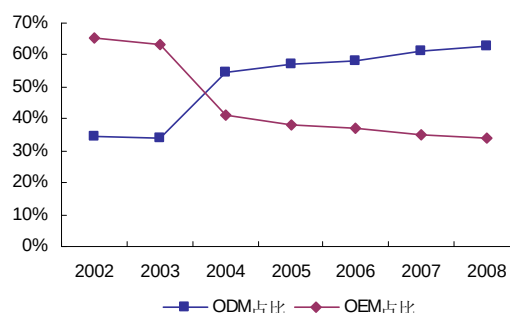
给客户选购。在 ODM 模式下，公司拥有产品的知识产权，盈利能力有所提高。2004 年后，在钢材等原材料大幅涨价的情况下，公司毛利率能够稳定在 25% 以上，主要得益于 ODM 产品比重的不断提升。目前 ODM 产品比重超过 60%。

图 11、2002-2008 年公司收入及毛利率变化



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 12、2002-2008 年公司 OEM 与 ODM 产品比重



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

2、经营模式的第三次转变将推动公司快速增长

根据公司公告，广州国光将以 1.08 亿元整体收购中山美加音响发展有限公司（以下简称美加音响）的全部股权。此次收购标志着公司经营模式的第三次转变，即在原先 OEM/ODM 模式的基础上增加了零售模式。我们认为，经营模式的第三次转变将推动公司的快速增长。

（1）此次收购的短期影响——增厚公司业绩

按照公告，此次收购有三个条件：第一，美加音响原股东在今年 7 月 31 日前，完成将爱浪科技(中山)有限公司、山水数码科技(中山)有限公司和威发科技(中山)有限公司的资产、生产线、业务、销售渠道、人员重组加入美加音响；第二，完成重组后美加音响实收注册资本须不少于 1 亿元；第三，国光收购美加音响后，美加音响原股东承诺 2009 年度经审计的净利润达到 500 万元，2010 年度经审计的净利润达到 1500 万元，2011 年度经审计的净利润达到 2500 万元，若达不到将由美加音响原股东以现金方式向公司支付等额的补偿款。

（2）此次收购的长期影响——零售业务推动公司快速增长

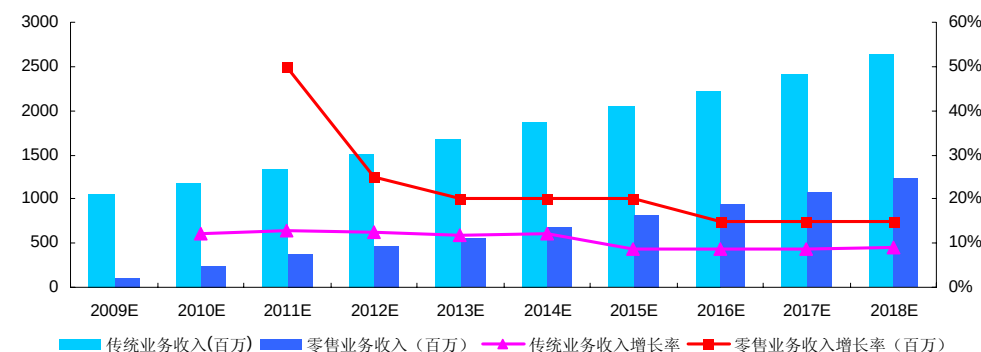
美加音响拥有爱浪、山水、威发三大品牌，其中爱浪是自有品牌，也是全国音响行业首个驰名商标，山水与威发是授权品牌。收购完成后，广州国光将完全拥有“爱浪”品牌，独自享有“威发”品牌大音响产品境内永久无偿使用权，享有“山水”品牌大音响产品截至 2011 年 12 月 31 日前境内品牌使用权。另外，广州国光还将拥有美加音响近 2000 家代理专卖店和市场销售人员。按照公告，此次收购完成后，美加音响将重点开拓多媒体音响等业务，以及拓展国内二、三线城市和农村市场。

美加音响拥有较强的市场运作能力，顶峰时期，美加集团的销售额接近 10 亿元，中高端音响市场占有率超过 30%，公司旗下的“爱浪”品牌在 2004 年获得中国

音响行业首个驰名商标。而广州国光在电声学方面拥有很强的实力，竞争力国际一流（详见下一节）。

我们认为，国光的技术、美加音响的市场运作，再加上准确的产品定位，长期来看，零售业务完全值得期待。我们保守预计未来十年公司零售业务复合增长率为22.1%，2018年零售业务收入为12.3亿元，占公司收入比重为32%。

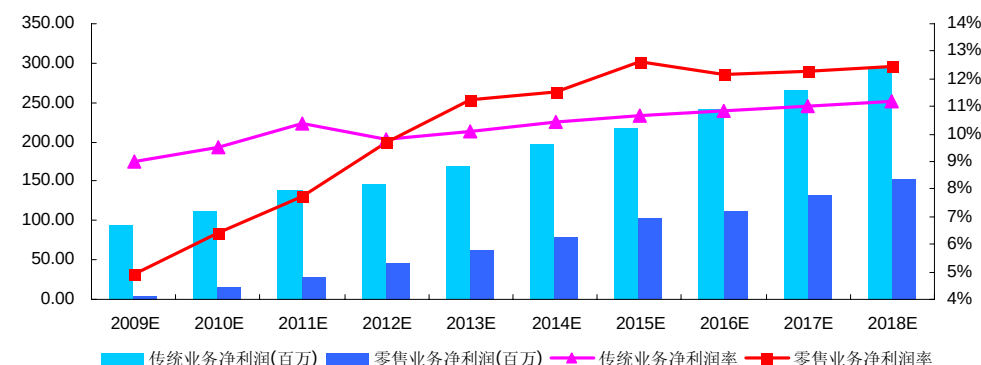
图 13、未来十年传统业务与零售业务收入及增长率



数据来源：兴业证券研发中心

而且，随着管理逐步改善，零售业务毛利率与净利润率也逐渐提高，我们预计2013年零售业务净利润率会超过传统业务净利润率，零售业务的净利润占比也逐年提高，到2018年占比为34%。

图 14、未来十年传统业务与零售业务净利润及净利润率



数据来源：兴业证券研发中心

总之，从长期来看，零售业务将成为公司未来最重要的收入增长点和利润增长点。公司向零售模式的转型将带来广阔的市场空间，也给资本市场增添了无限的遐想。

四、推荐理由二：公司竞争优势明显，竞争力国际一流

1、与国内同行比较，公司竞争优势明显

（1）拥有优质客户群

作为OEM/ODM企业，最重要的资源就是客户群。电声行业中高端产品的代工较难介入，客户往往要对供应商进行长达2~3年以上的考察，才会大规模放定单给

供应商。一旦建立起合作关系，特别是长期合作关系，客户不会轻易更换供应商。广州国光是众多国际知名企业和国外专业厂商的 OEM/ODM 供应商。

在公司的主要客户中，美国 HARMAN（哈门）是全球最大的音响公司，年销售额超过 40 亿美元，拥有 HARMAN KARDON、JBL、INFINITY、REVEL、LEXICON、AUDIOACCESS、MADRIGAL IMAGING 七大品牌，产品涉及专业、家用、多媒体、汽车、安装、军事等领域，代表着世界最先进技术水平。ALCO（爱高）是香港上市公司，也是著名的音响企业，主要为 SONY、AIWA（爱华）、PHILIPS 等公司配套家用音响产品。

公司多媒体类产品客户中，世界电脑制造商巨头 APPLE（苹果）、TOSHIBA（东芝）、NEC、DELL（戴尔）及全球领先的电脑周边设备供应商 LOGITECH（瑞士罗技），均从本公司采购多媒体类电声产品。

公司通讯器材类产品客户中，摩托罗拉、AT&T（美国电报电话公司）、惠普、POLYCOM（世界最大的电话会议系统供应商）均是国际知名企业，公司向其销售的产品主要用于电话机、手机、汽车免提电话机。

（2）国内扬声器技术的领导者，创新能力国际一流

公司是国内扬声器单元和音箱设计、生产技术的领导者，能够设计、生产各类专业扬声器、汽车扬声器、音箱、音柱、话筒、多媒体音箱、耳机等全系列 1,000 多个规格的电声器件产品，具备从产品设计、模具开发、零部件制造到各类扬声器制造、各类音箱系统组装的开发、生产及加工能力，是世界上最为系统化、专业化的扬声器制造商之一。

电声产品的生命周期较短，大部分产品生命周期不超过 3 年，从某种程度上说，企业的产品创新能力决定了其命运。广州国光拥有国际一流的产品创新能力，2008 年公司生产的新产品超过 250 个，新产品销售收入占当年销售收入的 50% 以上，公司预计 2009 年推出的新产品会超过 200 个。

（3）国际先进的工艺水平

工艺水平决定了产品的质量稳定性和一致性。国际巨头在其全球化采购中，对产品质量的稳定性和一致性要求非常高。广州国光拥有国际一流的工艺水平，产品质量的稳定性和一致性远远高于国内同行，在全球范围内得到同行业的公认。

公司 10 多年来一直推行“模特工作法”，不同生产线上同一工序操作人员的细微动作与标准动作近乎一致。“模特工作法”还被电声行业协会在全国范围内推广。公司还专门成立改善办，学习日本工业管理经验，长期坚持“持续改进”、“小改小革”，几乎在每道工序上都开发出限制安装偏差的工装夹具，进一步提高了生产效率和产品合格率。

（4）优秀的人才团队

公司目前拥有 100 多位声学专家，还有 100 多位电学、结构学方面的工程师，还从美国聘请了道·怀特、保罗·迪克森等 10 余名职业工程师，在国内拥有较强的人才优势。

另外，电声行业是非常强调团队合作。设计一款新产品，至少需要结构工程师、声学工程师、化学工程师、造纸工程师等多方的合作，一个优秀的产品必须是各个方面都吻合。广州国光拥有一支具备丰厚历史沉淀、较强整体实力并保持向上势头的团队，这无疑是公司的宝贵财富和竞争优势之所在。

2、与国际竞争对手比较，公司竞争力一流

在 OEM/ODM 领域，公司的主要竞争对手包括日本的 Foster、台湾的美隆电、新加坡的东亚科技。我们将全球最优秀音响企业——美国 HARMAN 作为标杆，进行对比分析。

（1）规模优势

从收入规模来讲，美国 HARMAN 最大，日本 Foster 其次，东亚科技近几年规模不断萎缩但仍排第三，美隆电第四，广州国光规模最小。可见，广州国光在规模上居于劣势，但差距逐渐在缩小。

表 5、广州国光与竞争对手收入规模比较

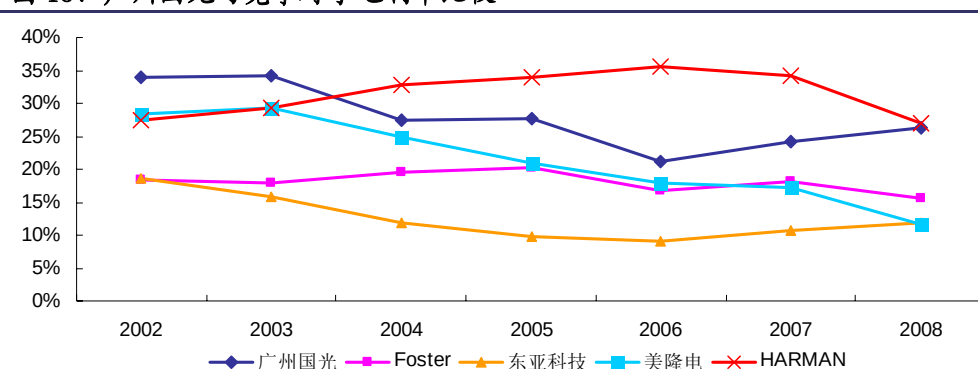
	2004	2005	2006	2007	2008
广州国光营业收入（百万美元）	54.9	70.4	125.3	122.8	144.1
Foster 营业收入（百万美元）	556	696.6	798.4	914	819.5
东亚科技营业收入（百万美元）	722	603.5	488.2	427.8	359.7
美隆电营业收入（百万美元）	153.9	171.5	178.3	222.5	154.5
HARMAN 营业收入（百万美元）	2711	3031	3248	3551	4113

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心整理 注：全部采用 7 月 24 日汇率折算成美元

（2）盈利能力

对比各公司的毛利率，HARMAN 毛利率最高，看来成功的品牌经营模式较 OEM 模式盈利能力强。在所有 OEM/ODM 竞争对手中，广州国光的毛利率最高，最主要的原因是公司产品售价与竞争对手相当，但成本较竞争对手低很多。目前来看，公司的毛利率优势还能够持续。

图 15、广州国光与竞争对手毛利率比较



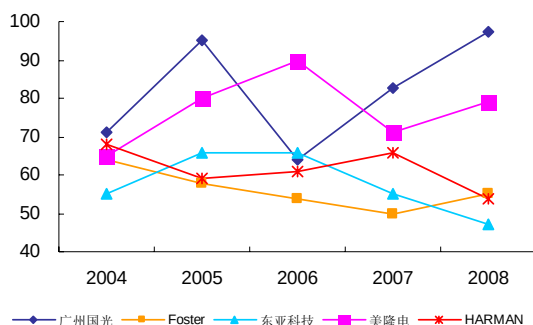
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

(3) 运营能力

对比各公司的存货周转天数，广州国光与美隆电所需周转天数最多，广州国光在存货周转效率上最差，而日本 Foster 的存货管理效率最高，日本企业在精细化管理方面的经验的确值得学习。

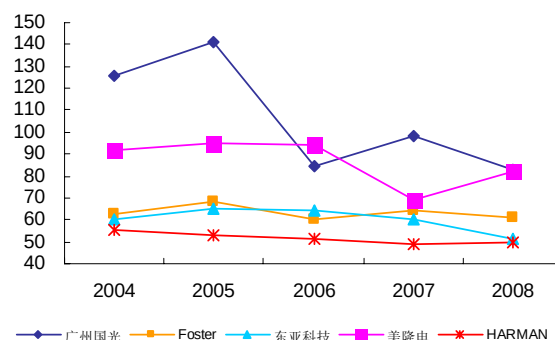
对比各公司应收账款周转天数，广州国光与美隆电回款时间最长，广州国光效率最差但进步明显。美国 HARMAN 回款效率最高，这也从一个侧面说明其强势地位。

图 16、各公司存货周转天数比较



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 17、各公司应收账款周转天数比较

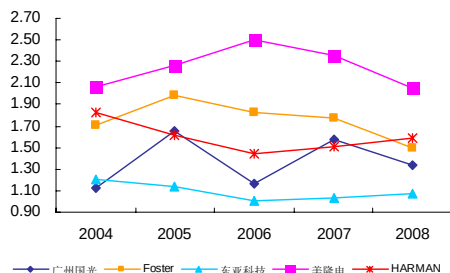


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

(4) 偿债能力

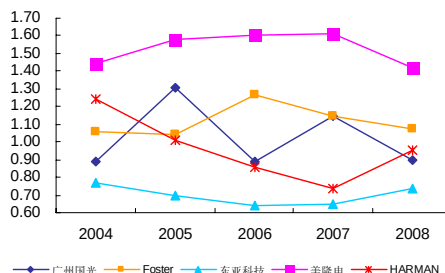
对比各公司的流动比率、速动比率及资产负债率，美隆电的偿债能力最好，东亚科技偿债能力最差，另外三家公司的偿债能力大致相当。广州国光的偿债能力在五家公司中处于中等偏低的水平，但总体而言，破产风险很小。

图 18、各公司流动比率比较



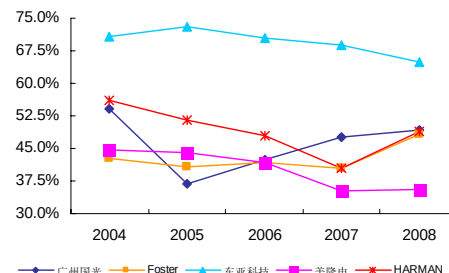
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 19、各公司速动比率比较



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 20、各公司资产负债率比较

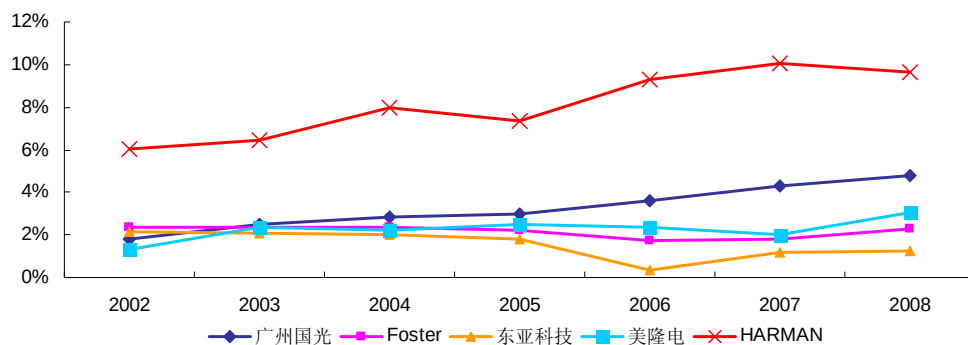


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

(5) 研发能力

通过研发费用占营业收入的比例来衡量各公司的研发能力。对比 2002 年以来各公司的研发费用占收入比，美国 HARMAN 无可争议的排名第一，最近三年的研发费用率均在 10% 左右，远高于竞争对手。广州国光 2004 年以后研发费用率就排名第二，近几年的研发费用率均超过 4%。东亚科技由于连年亏损，影响了研发投入，研发费用率最低。

图 21、广州国光与竞争对手研发费用占收入比变化趋势



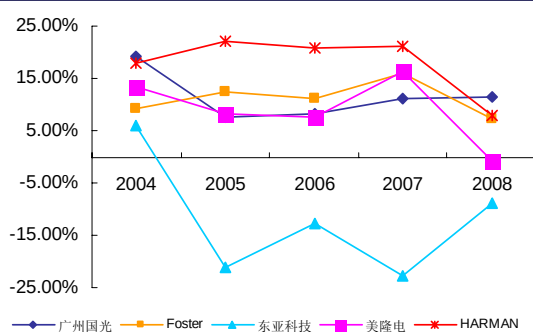
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

(6) 综合实力

通过净资产收益率和总资产收益率来衡量企业的综合实力，美国 HARMAN 综合实力最强，日本 Foster 综合实力第二，广州国光与美隆电相当，东亚科技排名最后。

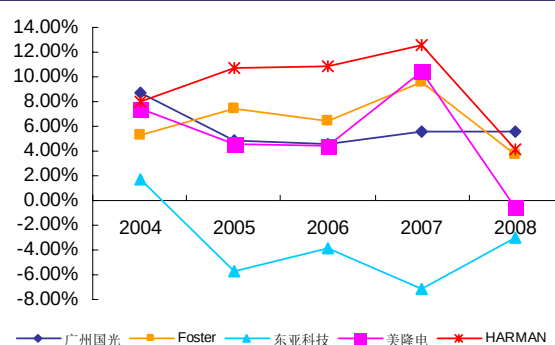
总的来看，广州国光拥有国际一流的竞争力，而且近几年的上升势头非常明显，大有全面超越美隆电、赶上 Foster 的趋势。与 Foster 相较，国光的盈利能力和研发费用率占优，但收入规模、运营能力以及偿债能力处于劣势，超过 Foster 还需时日；与美隆电相较，国光的盈利能力与研发费用率占优，收入规模与运营能力相当，仅在偿债能力方面处于劣势，只要国光此次转型成功，很快就会全面超过美隆电。

图 22、各公司净资产收益率比较



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 23、各公司总资产收益率比较



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

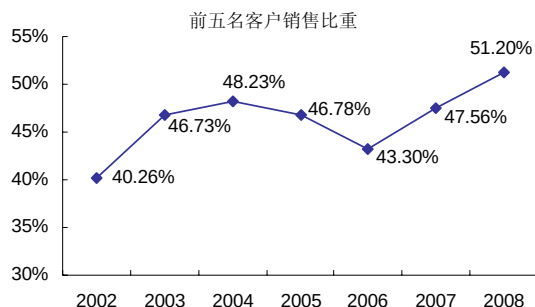
五、推荐理由三：估值便宜，价值低估

1、盈利预测

(1) 传统 OEM/ODM 业务关键假设

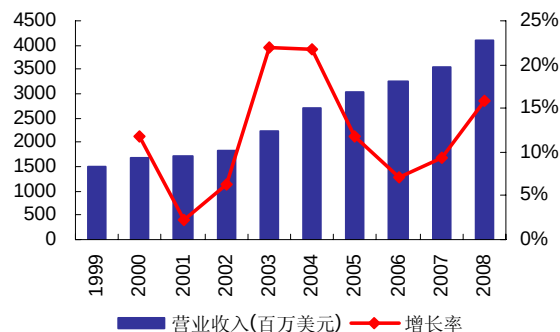
我们认为公司的 OEM/ODM 业务仍会稳定增长，理由主要有两点：第一，公司在 OEM/ODM 方面具有较强的竞争力，这一点前文已经做了详细的分析。第二，公司的 OEM/ODM 业务走的是大客户路线，风险比较小，只要大客户营业收入稳定增长、市场占有率稳步提高，国光就可以与客户一起成长。

图 24、公司前五名客户销售收入占比



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 25、HARMAN 公司近十年营业收入及增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

对于传统 OEM/ODM 业务，我们的关键假设如下：

- 传统音箱业务：2009~2011 年销售收入分别增长 12%、15%、15%，毛利率分别为 29.5%、30%、31%；
- 传统扬声器业务：2009~2011 年销售收入增长率分别为-5%、5%、5%，毛利率分别为 18%、18.5%、19%；
- 电子零配件业务：2009~2011 年销售收入分别增长 5%、10%、15%，毛利率分别为 20%、21%、21%；

(2) 零售业务关键假设

- 2009~2011 年零售业务销售收入分别为 1 亿、2.5 亿、3.75 亿元，毛利率分别为 25%、26%、27%，带给公司的税后利润分别为 500 万、1600 万、2800 万；

(3) 其他关键假设

- 新增固定资产投资：2009~2011 年新增固定资产投资分别为 5000 万、5000 万、5000 万元；
- 人民币升值：人民币缓慢升值，公司 2009~2011 年发生的汇兑损失分别为 200 万、200 万、200 万元。

表 6、公司盈利预测假设

项目		2008	2009E	2010E	2011E
传统音箱	主营业务收入(百万元)	619.84	694.22	798.35	918.11
	同比增长率 %	24.64%	12.00%	15.00%	15.00%
	毛利率 %	29.19%	29.50%	30.00%	31.00%
传统扬声器	主营业务收入(百万元)	216.18	205.37	215.64	226.42
	同比增长率 %	-7.78%	-5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 %	18.58%	18.00%	18.50%	19.00%
电子零配件	主营业务收入(百万元)	125.96	132.26	145.48	167.31
	同比增长率 %	31.44%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率 %	20.05%	20.00%	21.00%	21.00%
零售业务	主营业务收入(百万元)		100.00	250.00	375.00
	同比增长率 %			150.00%	50.00%
	毛利率 %		25.00%	26.00%	27.00%
营业费用 /主营业务收入 %		3.97%	4.50%	4.50%	4.50%
管理费用 /主营业务收入 %		8.13%	9.30%	9.30%	9.30%
财务费用 /主营业务收入 %		3.15%	3.17%	2.85%	2.49%
实际税率 %		11.22%	13.00%	14.00%	15.00%

数据来源：兴业证券研发中心

表 7、公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	984	1154	1432	1709
增长率 %	17.3%	17.3%	24.1%	19.4%
营业利润（百万元）	97	114	149	198
增长率 %	17.1%	17.2%	31.1%	32.7%
净利润（百万元）	88	100	128	167
增长率 %	12.3%	13.0%	28.5%	30.3%
最新摊薄每股收益（元）	0.36	0.41	0.52	0.68
每股净资产（元）	3.17	3.53	3.93	4.45
动态市盈率（倍）	26.53	23.48	18.27	14.02
市净率（倍）	3.02	2.71	2.43	2.15

数据来源：兴业证券研发中心

2、DCF 估值远高于目前股价水平

根据我们的假设，通过 DCF—WACC 模型计算得到的每股价值为 13.75 元，远高于当前股价，公司价值存在明显低估。

表 8、DCF 估值模型参数假设及预测结果

参数假设	无风险利率	2018 年前	2.5%
		2018 年后	3%
	市场必要收益率	2018 年前	8%
		2018 年后	10%
	β 值	2018 年前	1.10
		2018 年后	1.02
	债务成本		3.4%
	债务比率		18.22%
	2018 年后永续增长率		2.5%
	综合资本成本（WACC）	2018 年前	7.61%
		2018 年后	8.91%
每股价值			13.75 元

数据来源：兴业证券研发中心

表 9、DCF 模型对参数的敏感性分析

公司每股价值		2018 年后永续增长率								
		0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
资 本 成 本 WAC C	6.11%	17.21	18.60	20.29	22.40	25.09	28.64	33.56	40.80	52.53
	6.61%	15.38	16.50	17.84	19.46	21.48	24.06	27.46	32.17	39.11
	7.11%	13.85	14.76	15.83	17.11	18.66	20.60	23.07	26.34	30.85
	7.61%	12.54	13.28	14.15	15.18	16.41	17.90	19.76	22.13	25.26
	8.11%	11.40	12.03	12.75	13.58	14.56	15.74	17.17	18.95	21.23
	8.61%	10.42	10.94	11.54	12.23	13.03	13.98	15.10	16.48	18.19
	9.11%	9.55	10.00	10.50	11.08	11.74	12.51	13.41	14.49	15.81
	9.61%	8.79	9.17	9.60	10.08	10.63	11.26	12.00	12.87	13.91

数据来源：兴业证券研发中心

3、与国内同行比较，公司相对估值便宜

与 Foster、东亚科技及 HARMAN 比较，公司估值比 HARMAN 便宜，比 Foster 和东亚科技贵。与国内电声行业的歌尔声学、新嘉联相比，公司估值比较便宜。

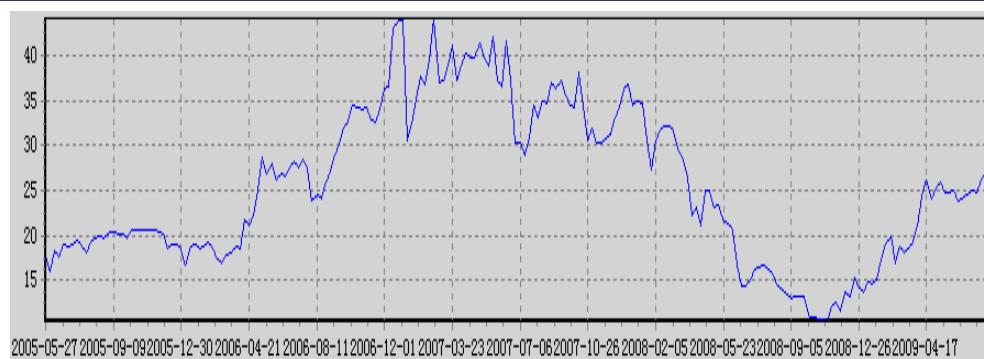
与公司历史市盈率（TTM）比较，目前的 TTM 市盈率为 28 倍左右，而历史高峰的 TTM 市盈率为 44 倍，离顶部距离较远。总的来看，公司相对估值比较便宜。

表 10、公司估值比较

公司	EPS			PE		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
广州国光	0.41	0.52	0.68	23	18	14
Foster	87.9	143.0	185.2	13	8	6
东亚科技	0.012	0.014	0.016	6	5	4
HARMAN	-1.1	-0.47	1.25	/	/	18
歌尔声学	0.62	0.81	1.0	27	21	17
新嘉联	0.17	0.15	/	53	60	/

数据来源：路透资讯，彭博，wind 资讯，兴业证券研发中心

图 26、广州国光历史市盈率变动趋势（TTM）



数据来源：wind 资讯，兴业证券研发中心

六、投资建议

考虑到公司经营模式转变带来的广阔发展空间和公司拥有的强大竞争力，而且目前估值较低，给予公司“推荐”投资评级。

表 11、公司资产负债表、利润表和现金流量表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	709	858	1039	1236
货币资金	130	191	215	256
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	320	369	458	547
其他应收款	20	28	35	41
存货	220	245	301	355
非流动资产	871	898	916	934
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	53	50	50	50
投资性房地产	88	87	87	87
固定资产	559	625	660	685
在建工程	57	23	9	4
油气资产	0	0	0	0
无形资产	86	84	82	80
资产总计	1580	1756	1956	2170
流动负债	533	618	711	793
短期借款	202	240	275	296
应付票据	28	35	43	51
应付账款	156	185	229	273
其他	147	159	164	172
非流动负债	243	243	248	248
长期借款	243	243	243	243
其他	0	0	5	5
负债合计	776	861	959	1041
股本	204	245	245	245
资本公积	226	185	185	185
未分配利润	273	353	438	550
少数股东权益	27	30	33	37
股东权益合计	804	895	997	1130
负债及权益合计	1580	1756	1956	2170

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	88	100	128	167
折旧和摊销	30	27	30	33
资产减值准备	10	-6	5	5
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	31	37	40	42
投资损失	-8	-5	-5	-5
少数股东损益	2	2	3	4
营运资金的变动	76	52	100	101
经营活动产生现金流量	72	100	104	145
投资活动产生现金流量	-63	-38	-45	-45
融资活动产生现金流量	72	-0	-36	-58
现金净变动	80	61	23	42
现金的期初余额	78	130	191	215
现金的期末余额	158	191	215	256

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	984	1154	1432	1709
营业成本	726	850	1046	1234
营业税金及附加	3	3	4	5
销售费用	39	48	64	77
管理费用	80	107	133	159
财务费用	31	37	40	42
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	8	5	5	5
营业利润	97	114	149	198
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	101	118	153	202
所得税	11	15	21	30
净利润	90	102	131	171
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	88	100	128	167
EPS (元)	0.36	0.41	0.52	0.68

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.3%	17.3%	24.1%	19.4%
营业利润增长率	17.1%	17.2%	31.1%	32.7%
净利润增长率	12.3%	13.0%	28.5%	30.3%
盈利能力(%)				
毛利率	26.3%	26.4%	27.0%	27.8%
净利率	9.0%	8.7%	9.0%	9.8%
ROE	11.4%	11.5%	13.3%	15.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.1%	49.0%	49.0%	47.9%
流动比率	1.33	1.39	1.46	1.56
速动比率	0.90	0.98	1.02	1.09
营运能力(次)				
资产周转率	0.66	0.69	0.77	0.83
应收帐款周转率	3.00	3.25	3.36	3.30
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.41	0.52	0.68
每股经营现金	0.22	0.41	0.42	0.59
每股净资产	3.17	3.53	3.93	4.45
估值比率(倍)				
PE	26.53	23.48	18.27	14.02
PB	3.02	2.71	2.43	2.15

附录 1: 公司股本情况及控股参股结构

附表 1: 十大流通股东情况

截止日期: 2009-3-31		股东总户数: 20751	
股东名称	持股数 (股)	占总股本比例 (%)	
广东国光投资有限公司	20,000,000	9.78%	
中国农业银行-富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	7,637,358	3.74%	
PRDF NO.1 L.L.C	6,191,201	3.03%	
上海浦东发展银行-广发小盘成长股票型证券投资基金	6,172,901	3.02%	
中国工商银行-诺安股票证券投资基金	4,678,127	2.29%	
招商银行股份有限公司-富国天合稳健优选股票型证券投资基金	3,237,025	1.58%	
中信证券-中信-中信理财 2 号集合资产管理计划	2,600,000	1.27%	
全国社保基金六零三组合	2,503,199	1.22%	
中国农业银行-泰达荷银首选企业股票型证券投资基金	2,049,906	1.00%	
中国建设银行-中小企业板交易型开放式指数基金	1,528,742	0.75%	
合 计	56,598,459	27.68%	

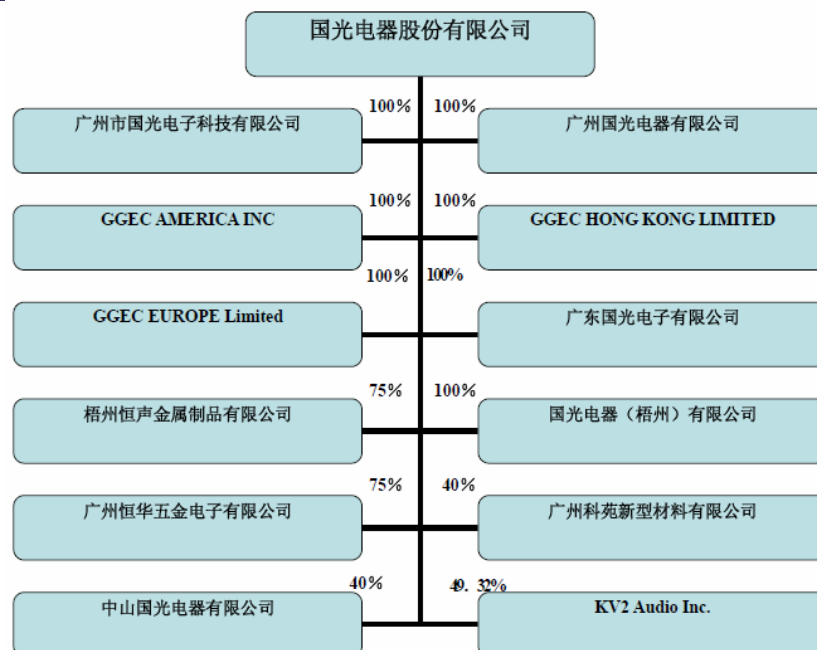
资料来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

附表 2: 十大股东情况

截止日期: 2008-12-31		股东总户数: 18320	
股东名称	持股数 (万股)	占总股本比例 (%)	
广东国光投资有限公司	6147.37	30.1%	
PRDFNO.1L.L.C	3770.55	18.4%	
中国农业银行-富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	1019.72	5.0%	
上海浦东发展银行-广发小盘成长股票型证券投资基金	550	2.7%	
中信证券-中信-中信理 2 号集合资产管理计划"	530	2.6%	
中国工商银行-诺安股票证券投资基金	467.81	2.3%	
MORGANSTANLEY&CO.INTERNATIONALPLC	251.01	1.2%	
中国建设银行-博时主题行业股票证券投资基金	200	1.0%	
中国建设银行-中小企业板交易型开放式指数基金	184	0.9%	
BILL&MELINDAFFOUNDATIONTRUSTGATES	83.75	0.4%	
合 计	13204.21	64.6%	

资料来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

附图 1、公司控股及参股结构



数据来源: 公司公告, 兴业证券研发中心 注: 截止时间为 2008 年 12 月 31 日

附表 3、公司全资子公司、控股子公司及参股企业情况

公司名称	成立时间	注册资本	实收资本	直接持股比例	间接持股比例	主营业务
国光有限	1988.10	1855 万元	1855 万元	73%	27%	电子元器件、电声器件、音响设备及所属系列产品的生产、销售及相关服务
GGEC AMERICA INC.	1996.2	344.50 万美元	344.50 万美元	100%	—	电子元器件、电声器件、音响设备及所属系列产品的销售
GGEC HONG KONG	1993.11	50 万港币	50 万港币	100%	—	电子元器件、电声器件、音响设备及所属系列产品的销售
GGEC EUROPE Ltd.	2006.8	30 万英镑	30 万英镑	100%	—	电子元件、电声器材、音响设备等销售服务工作
国光科技	2003.3	9200 万元	9200 万元	65%	35%	数字产品、电子元器件、电声器件、工程塑料的生产、设计和销售
国光（梧州）	2008.3	1000 万元	1000 万元	100%	—	生产、销售电子元件、电声器件和音响设备、音箱及其相关工程服务和售后服务
梧州恒声	2005.12	8000 万元	7098.67 万	75%	—	五金、金属制品、音响、电器配件的生产与销售
广州恒华	2005.12	2000 万元	2000 万元	—	75%	五金件、新型电子元器件的生产、设计和销售
国光电子	2002.9	2000 万元	2000 万元	100%	—	新一代聚合物锂离子电池、大型锂离子动力电池、相关电子器件和装置产品的设计、生产和销售。（国光电子现阶段主要产品为蓝牙耳机、多媒体音响用小型电池。）
广州科苑	1998.5	6250 万元	6250 万元	—	40%	工程塑料、塑料制品、合成材料、环保材料等设计、生产和销售
中山国光	2001.3	60 万美元	60 万美元	40%	—	扬声器、音箱等设计生产、销售
KV2 Audio Inc.	2002.9	156.5 万美元	—	49.32%	—	功放、电子控制、电声设计的研发和销售

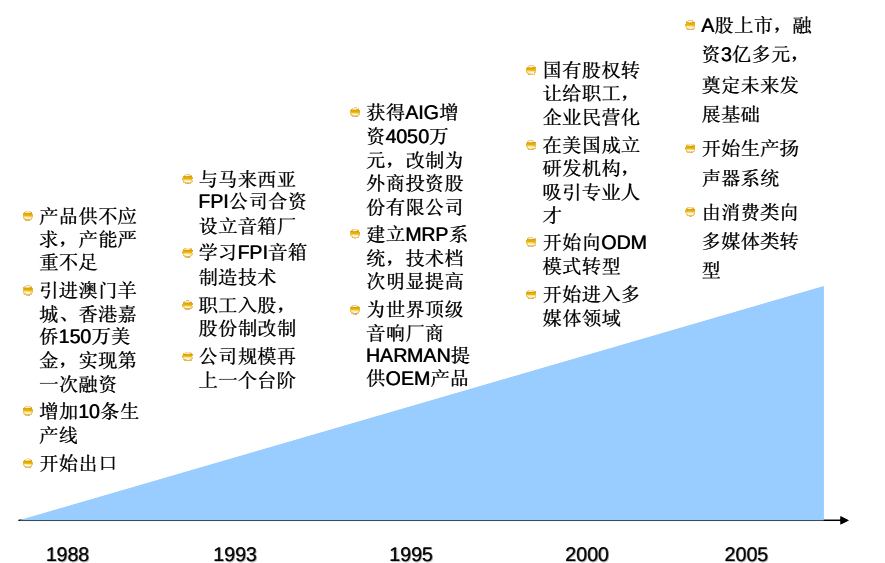
数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

注：截止时间为 2008 年 12 月 31 日

附录 2：公司发展历史

公司的历史可以追溯到 1956 年成立的国光广播器材厂，在其五十多年的发展历程中，经历了五次关键的历史转折。

附图 2、广州国光发展历史中的五次关键转折



数据来源：兴业证券研发中心

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% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

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。