

2008 年 1 月 20 日

调研报告和公告点评

电子元器件

投资评级： 持 有

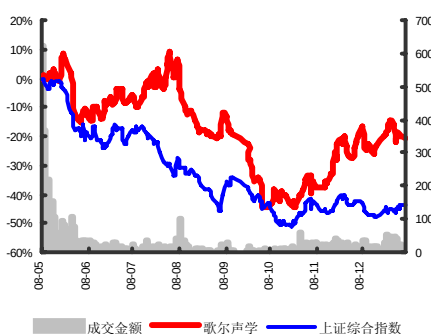
01 月 16 日收盘价 (元)	24.90
目标价区间 (元)	19.65-26.20

分析师： 张华 边铁城
电 话： 010-88656461
E-mail： zhanghuac@cindasc.com

基础数据

52 周内股价波动区间 (元)	34.98-16.00
最近一月涨跌幅 (%)	10.32%
总股本 (亿股)	1.20
其中：流通股 (亿股)	0.30
总市值 (亿元)	29.88
日成交量 (百万股)	1.05
总资产 (亿元)	13.41
主要股东 (持股比例)	潍坊怡通工 (33.75%)

最近一年股价表现



相关报告

- 《歌尔声学：竞争力，成长性同步提升》，2008.10.24

歌尔声学 (002241)

估值合理 期待下游行业需求回暖

摘要

- **歌尔 2008 年报前瞻：**我们仍然维持原先对公司 2008 年的业绩评估，判断歌尔声学第四季度收入约为 2.85 亿元，同比增长约 21%；预计公司全年收入将达到 10.7 亿元，同比增长约为 65.7%，净利润约为 1.43 亿元，摊薄后每股收益为 1.10 元，同比增长超过 71%。
- **NOKIA 客户认证取得关键突破：**公司手机用微型电声器件已经成功突破 NOKIA 的客户认证，目前项目已经进入产品下订单阶段。根据与 NOKIA 合作的几款项目开发计划和预计的产品投放量测算，公司认为 2009 年新项目可为公司带来 1 至 2 亿元的新增销售收入。
- **低价本，上网本拉动笔记本电脑销售量：**歌尔在笔记本电脑业务的客户是联想，华硕和宏碁，这些客户对微型电声器件的用量大，相互间合作关系也比较成熟，订单每月为公司带来超过千万元的销售额。目前公司已经开始为上网本厂商供应 Speaker 和微型麦克风等产品，公司预计此类产品 09 年同 08 年相比会有 1 到 2 亿元的销售增长。
- **MEMS 麦克风项目进展顺利：**MEMS 麦克风产品的主要开发客户是 LG 和联想。09 年歌尔 MEMS 产品的订单量主要取决于客户新产品的推出进度。如果项目进展顺利，公司预计 09 年 MEMS 麦克风的销售收入有望超过 6000 万，并以夺取市场份额为重要目标。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计歌尔声学 08 年、09 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.31 元。以 09 年 1 月 16 日收盘价 24.90 元计算，对应动态市盈率只有 22.6 倍和 19.0 倍。我们从公司的业绩成长性和所处电声器件行业龙头地位考虑，其估值水平在电子板块中属于合理区域，因此继续维持公司“持有”评级。

项目/年度	2006	2007	2008E	2009E
主营业务收入(百万元)	161	645	1069	1468
+/- (%)	56.8%	300.6%	65.7%	37.3%
净利润(百万元)	29	77	132	157
+/- (%)	95.7%	165.5%	71.4%	18.9%
毛利率 (%)	35.4%	28.2%	28.15%	27.1%
净利率 (%)	18.0%	11.9%	12.35%	10.69%
净资产收益率 (%)	22.59%	49.11%	14.55%	16.0%
每股收益 (元)	0.24	0.64	1.10	1.31
每股净资产 (元)	6.12	1.74	6.50	7.74
市盈率 (P/E)	18.0	28.9	22.6	19.0
市净率 (P/B)	4.1	14.3	3.83	3.22

1. 歌尔 2008 年报前瞻

1.1 四季度电声行业需求走弱

根据公司从中国电声行业协会了解到的情况，从 08 年四季度开始，金融危机对电声行业的影响与日俱增，全球手机和笔记本电脑的出货量明显下滑，同时整机厂商和渠道商在春节前以消化库存为主，导致微型电声行业在四季度受到了不利的影响，部分企业的生产出现了跳水。

1.2 公司四季度订单受到一定影响

四季度公司订单主要受两方面的影响，分别是部分消费电声类产品的订单数下滑和下游厂商要求产品价格下降的压力，前段时间困扰公司的产能不足的情况已经不再存在。公司原先预计 2008 年整体收入将在 12 亿至 13 亿之间，从目前情况看，08 年业绩增长已经放缓。

受全球厂商和渠道商（例如：沃尔玛）紧急降低库存的影响，公司消费类电声产品，例如蓝牙耳机，有线音频产品和零件的订单量从 10 月起明显开始下滑，直至 12 月底前尚未有好转迹象。公司蓝牙耳机的两大客户，缤特力和三星由于受美欧电子零售商破产影响，从 11 月起降低产品库存，致使公司四季度蓝牙耳机和零件的销售额分别降低约 30%和 10%。

从采购价格看，电声行业的主要生产公司普遍受到三星，LG 和 NOKIA 等整机厂商的降价要求，不同产品的降价幅度预计会有 5%到 10%的空间。但从另一方面看，采购均价的降低会挤压生产效率低下供应商的市场份额，提高三星，LG 等大公司的采购集中度。歌尔凭借规模优势和自动化生产优势，具备较高的产品议价和成本控制能力，反而能够通过降价来提升自己未来在三星和 LG 的采购份额，争取成为三星等厂商的产品核心供应商（指对歌尔产品的采购额达到全部采购额的 30%以上）。

1.3 公司 2008 年报前瞻

公司于1月20日发布业绩修正公告：2008 年第四季度，受金融危机影响，全球经济不景气，欧美市场对经济下滑的担忧导致消费者购买意愿减弱，手机行业的增长趋势放缓，各大厂商对库存的控制力度加大。受此影响，公司四季度订单减少，尤其是蓝牙耳机销售下滑；同时，微型电声元器件市场竞争加剧，产品降价压力明显，影响了预期业绩的实现。公司最新预计2008 年度归属于母公司的净利润同比增长幅度为 50%-70%。

我们仍然维持原先对公司 2008 年的业绩评估，判断歌尔声学四季度收入约为 2.85 亿元，同比增长 21%；预计公司全年收入将达到 10.7 亿元，同比增长约为 65.7%，净利润约为 1.43 亿元，摊薄后每股收益为 1.10 元，同比增长超过 71%。

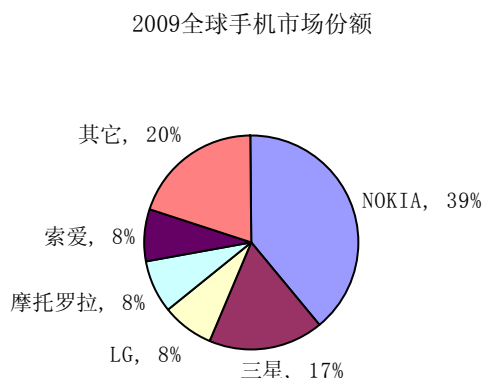
2. 歌尔 2009 年经营展望

2.1 NOKIA 客户认证取得关键突破

公司手机用微型电声器件已经成功突破 NOKIA 的客户认证，客户对合作项目中提供的产品评价很好，项目合作进展顺利，目前已经进入产品下订单阶段。根据合作计划，公司首先向 NOKIA 提供数字麦克风，该款产品在 08 年已经推出，且新品销量不错；之后公司再供应 Speaker 等产品。如果歌尔未来能成为 NOKIA 的 Speaker 供应商，公司的核心客户策略和 09 年业绩将取得很大进步。

根据与 NOKIA 合作的几款项目开发计划和预计的产品投放量测算，公司认为 2009 年新项目可为公司带来 1 至 2 亿元的新增销售收入，但由于今年手机市场的增长可能会下滑，所以该项目所产生的订单仍有一定的不确定性。

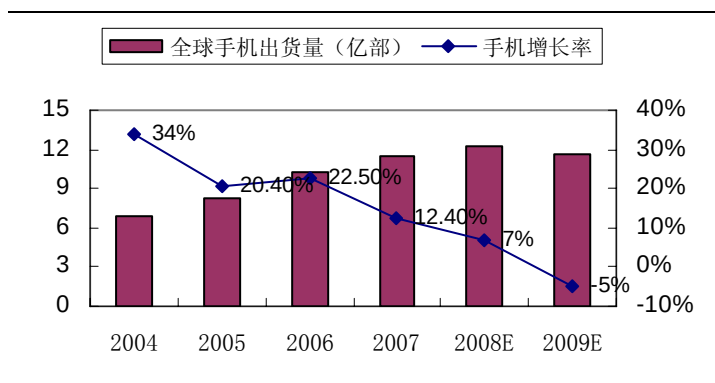
图2：2009全球手机市场份额预计



数据来源： 信达证券整理

我们认为 2009 年手机产业将面临景气衰退的考验，主要由于全球经济的普遍下滑，欧美地区手机用户的渗透率已经接近饱和，新兴市场的手 机新增用户数增长和手机换机需求同时放缓等因素。我们预计 2009 年全球手机出货量较 2008 年下降 5%左右，约为 11.59 亿部。其中歌尔的主要客户：NOKIA，三星和 LG 占 2009 年的全球手机市场份额预估为 39%，17%和 8%，与 08 年所占市场份额相比变化不大。

图3：全球手机市场出货量预计（单位：亿部）



数据来源：IDC Nokia 信达证券整理

从 08 年高端智能手机市场表现看，苹果 iPhone3G 和 RIM 的黑莓为市场份额的最大赢家。展望 2009 年，我们预计同时具备 3.5G，触摸屏，内置 GPS，移动上网服务和应用软件支持的高端智能手机市场仍会取得 30% 以上的高增长，出货量有望达到 2.2 亿部。歌尔的管理层已经预判到 09 年高端手机市场良好增长这一趋势，目前美国歌尔公司已经开始接触苹果公司。歌尔了解到，苹果公司的手机电声部件主要从欧美地区采购，还没有和亚太地区的电声器件厂商建立合作关系。歌尔希望能够通过项目合作的方式和苹果公司建立业务关系，最终目标是成为苹果公司的声学器件供应商，使得歌尔声学的客户结构更加优化和分散化，同时声学器件的技术水平也将同步提高。

2.2 低价本，上网本拉动笔记本电脑销售量

市场研究机构 iSuppli 认为 2009 年全球笔记本电脑在低价本和上网本（Netbook）的需求带动下，出货量将增长 15%，但由于笔记本价格的下降，产业的整体产值的增长几乎停滞不前。我们从众多专业调研机构的分析中发现，低价本和上网本在新兴市场国家由于受教育，移动上网，商务和娱乐等支出增加而推动未来 2 到 3 年笔记本出货量的持续增长。

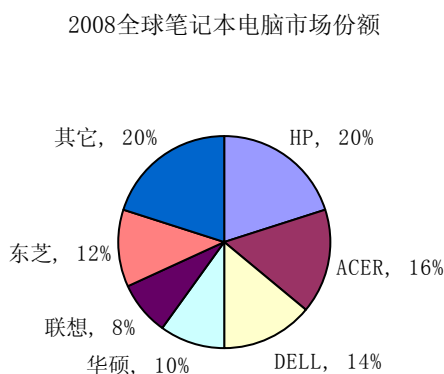
表 1：2008 和 2009 年全球低价本，上网本出货量预测（单位：万台）

	IDC	宏碁	华硕
2008E	1080	—	—
2009E	2080	3000—3500	2000—2500

数据来源：IDC ACER ASUS 信达证券整理

歌尔在笔记本电脑方面的主要客户是联想，华硕和宏碁，这些客户对微型电声器件的用量大，相互间合作关系也比较成熟，订单每月为公司带来超过千万元的销售额。同时，公司对 HP 和 Dell 的大客户开拓计划也取得不错的进展，09 年有望成为两大笔记本销售大厂的供应商。从市场份额看，上述 5 家厂商占据全球笔记本电脑销量的 70%。歌尔如此优良的笔记本业务客户资源，为今后数年的业绩增长提供了又一引擎。

图4：2008全球笔记本电脑市场份额预计



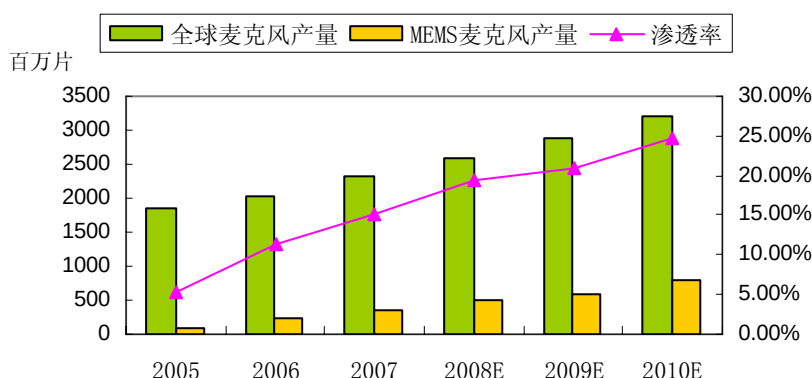
数据来源：DisplaySearch 信达证券整理

据公司介绍，2008 年笔记本电脑用电声器件的销售额接近一亿元，其中下半年的增长较快。目前公司已经开始为上网本厂商供应 Speaker 和微型麦克风等产品，公司预计此类产品 09 年同 08 年相比会有 1 到 2 亿元的销售增长。

2.3 MEMS 麦克风项目进展顺利

MEMS 麦克风的最大应用领域是手机和笔记本电脑市场。从下游需求和驻级体麦克风的被替代趋势看，MEMS 麦克风市场是未来数年最具成长爆发力的领域之一。iSuppli 公司 MEMS 总监与首席分析师 Jeremie Bouchard 说，“目前，MEMS 麦克风的数量占整个麦克风市场的比例还不到 10%，但我们预计在未来四年内，其出货量将以 32% 的年增长率增加，到 2012 年将超过 10 亿片。”目前 MEMS 麦克风市场主要由模拟 MEMS 麦克风所占据，产品主要面向高端手机和助听器；而数字 MEMS 麦克风将启动市场第二阶段，并将增加更多样化和附加值更高的市场，例如微软的 Vista 系统专门针对多媒体及 Voip 语音应用和支持麦克风阵列而设计。MEMS 麦克风具有从根本上解决恶劣的声学噪声和电气噪声环境的能力，因此非常适合笔记本电脑和手机使用。

图 5：2005—2010MEMS 麦克风市场出货量预测（单位：百万片，%）



数据来源：Yole Development 信达证券整理

歌尔 MEMS 麦克风产品的主要开发客户是 LG 和联想。LG 主要是以手机用麦克风为主，联想则是笔记本用麦克风阵列产品的开发。根据计划，公司首先向客户提供模拟 MEMS 麦克风产品，之后推出数字 MEMS 麦克风。09 年歌尔 MEMS 产品的订单量主要取决于客户新产品的推出进度。如果项目进展顺利，公司预计 09 年 MEMS 麦克风的销售收入有望超过 6000 万，并以夺取市场份额为重要目标。

对于 MEMS 产品的长期商业运作，歌尔已经开始考虑向汽车电子和国防等应用领域拓展。在此类领域，未来新研发的产品主要为客户量身定做，一旦研发成功，产品的排它性非常强，所带来的效益也相当可观。

3. 公司产品 08 年市场份额预测

虽然手机和笔记本电脑行业出现了衰退，但是歌尔对全球大客户的渗透步伐却愈走愈快。公司采取低价化和产品技术升级策略使得公司的近年来的业绩成长较快，特别是各种产品所占市场份额的逐年提升，为未来行业下游需求恢复后公司业绩的强力反弹提供了支撑。

根据公司的了解，2008 年公司在声学器件中所占的全球市场份额又有所提升。在微型麦克风市场，歌尔的排名上升一位，目前的产销量在全球排名第二，市场份额在 20% 以上，第一位仍是韩国的宝星（BSE），其产品占 40%—50% 的市场份额，日本的星电与歌尔相差不大，约 20% 左右；从手机用微型扬声器/受话器市场竞争格局看，08 年歌尔产品的全球占有率达 3%，较 07 年提升了一个百分点，暂居全球第六位，全球最大的厂商仍是 AAC，市场占有率达 30%，恩智浦（NXP）排第三位；在全球主要蓝牙耳机 ODM 厂商中，目前歌尔居于第三位，市场份额超过 10%，正

葳（Foxlink）和南太（Namtai）占据第一，第二位，台湾美律排第四位。歌尔计划未来三年内，通过品牌策略和音频技术研发优势，争取成为蓝牙耳机全球第一的 ODM 厂商。

表 2：歌尔声学分季度业绩一览

利润表单季度 (单位: 百万元)	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	3Q 同比增长
一、营业总收入	178.43	235.74	196.67	275.08	312.01	74.86%
二、营业总成本	150.47	199.07	168.10	233.14	265.15	76.22%
营业成本	127.74	168.85	140.54	194.56	223.11	74.65%
营业税金及附加	0.54	0.44	0.19	0.28	0.69	28.79%
销售费用	2.59	3.17	5.37	6.79	6.24	141.23%
管理费用	13.48	20.18	13.10	24.10	31.07	130.49%
财务费用	5.35	6.86	8.37	7.01	3.92	-26.62%
资产减值损失	0.78	-0.42	0.53	0.39	0.12	-84.05%
三、营业利润	27.96	36.67	28.57	41.94	46.85	67.59%
加：营业外收入	0.53	0.03	0.23	0.04	0.38	-27.97%
减：营业外支出	2.39	0.25	0.04	1.00	0.00	—
四、利润总额	26.10	36.45	28.76	40.98	47.23	80.98%
减：所得税	2.48	3.72	6.90	6.80	8.14	227.99%
五、净利润	23.62	32.73	21.86	34.18	39.09	65.54%
减：少数股东损益	1.47	5.03	1.42	4.52	5.24	257.04%
归属于母公司所有者净利润	21.43	28.42	20.43	29.66	33.85	57.99%
六、基本每股收益：	0.24	—	0.23	0.25	0.28	16.67%
盈利指标	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	3Q 同比增长
毛利率	28.41	28.37	28.54	29.27	28.49	—
营业利润率	15.67	15.56	14.53	15.25	15.02	—
净利润率	13.24	13.88	11.11	12.43	12.53	—

数据来源：公司公告 信达证券

4. 风险因素

经济环境不好,手机和笔记本行业需求低迷可能会对微型电声行业的影响进一步恶化,下游厂商的降价压力也进一步压缩了企业的盈利空间。

微型电声行业的新技术的研发和产品推广的周期愈来愈短,歌尔同大客户合作的项目,例如数字麦克风, MEMS 麦克风和蓝牙耳机等,市场和技术都存在对手激烈的竞争。此外, 09 年公司产品的订单状况还存在不确定性, 仍然有待观察。

5. 盈利预测与估值

由于今年手机行业出现景气衰退，影响了公司微型电声器件，蓝牙耳机和零件的销售预期，因此我们向下略微修正了公司 09 年的盈利预测。预计歌尔声学 08 年，09 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.31 元。以 09 年 1 月 16 日收盘价 24.90 元计算，对应动态市盈率只有 22.6 倍和 19.0 倍。我们从公司的业绩成长性和所处电声器件行业龙头地位考虑，其估值水平在电子板块中属于合理区域，因此继续维持公司“持有”评级。

表 3：歌尔声学盈利预测

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2006	2007	2008E	2009E
营业收入	161	645	1069	1468
增长率	56.8%	300.6%	65.7%	37.3%
营业成本	104	463	768	1070
毛利率	35.4%	28.2%	28.15%	27.1%
营业税金及附加	0	1	2	2
营业费用	4	11	16	29
管理费用	17	56	91	129
财务费用	1	16	23	30
资产减值损失	2	2	1	0
营业利润	34	96	168	208
增长率	97.4%	182.4%	75.0%	23.8%
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	34	95	168	208
所得税	5	12	25	31
所得税率	14.7%	12.6%	14.9%	14.9%
净利润	29	83	143	177
增长率	95.7%	186.2%	72.3%	23.8%
少数股东损益	0	6	11	20
归属于母公司净利润	29	77	132	157
总股本（百万股）	120	120	120	120
摊薄后 EPS（元）	0.24	0.64	1.10	1.31

数据来源：信达证券 公司公告

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司	
地址:	北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层
邮编:	100045
传真:	010-88656483
网址:	www.cindasc.com