

张良勇 86-755-82960140
 zhangly@cmschina.com.cn

 姜霄 86-755-25310921
 jiangxiao@cmschina.com.cn

2009年3月17日

歌尔声学(002241.SZ)/27.20 元

2009 年危中有机

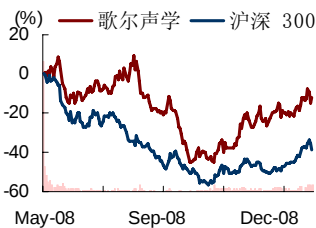
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 25.2-31.5 元

基础数据

总股本(万股) 12000
 流通股本(万股) 3000
 总市值(亿元) 33
 流通市值(亿元) 8
 52 周股价 17.2-33.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-20	45
相对表现	-5	-13	98



相关报告

事件:

歌尔声学于 2 月 18 日公布 2008 年年报, 2008 年全年归属于母公司所有者利润比上年同比增长 59%, 全面摊薄后每股收益 1.02 元, 此外, 每 10 股派 3 元(含税)转增 10 股。

评论:

1、2008 实现高增长预期, 但 08Q4 受金融危机影响明显。

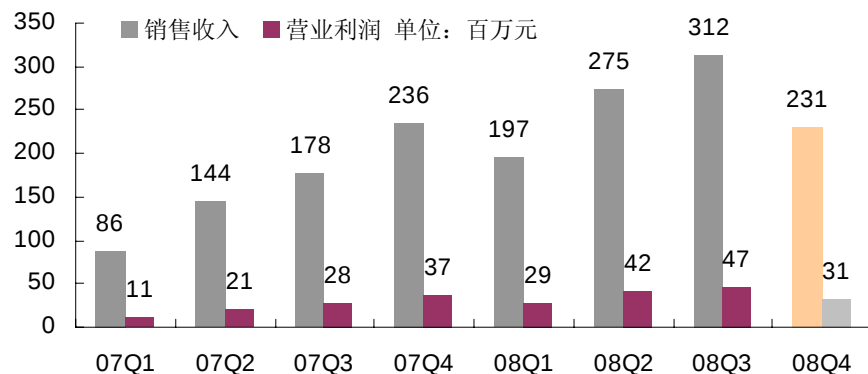
歌尔声学 2008 年实现销售收入 10.12 亿元, 净利润 1.23 亿元, 分别同比增长 57% 和 59%。总体来看, 08 年四季度受金融危机影响非常明显, 2008 前三季度销售收入同比增长 91%, 到 2008Q4, 销售收入变为同比衰退 2%, 营业利润衰退 15%。若不考虑 08 年高新技术企业评定带来的税收优惠集中在 Q4 体现, 08Q4 归属于母公司净利润基本与 07Q4 持平。

表 3: 2008 年业绩回顾

(百万元)	07H1	07	08H1	08	全年同比
营业收入	231	645	472	1012	57%
营业毛利	65	182	137	292	60%
营业费用	5	11	12	23	110%
管理费用	22	56	37	93	67%
财务费用	4	17	15	24	45%
营业利润	32	96	71	149	55%
所得税	6	12	14	18	49%
归属母公司净利润	27	77	50	123	59%
EPS (元)	0.23	0.64	0.42	1.02	

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 1: 歌尔声学历史销售收入与营业利润



资料来源: 公司公告

2、09Q1 订单回补受益可能不明显

公司主要客户为星电、三星、LG 等国外企业，收入超过六成来自出口，而且内销中有不少为间接出口。而这一轮电子行业订单回补主要得益于大陆市场需求（以全球需求为主的台湾企业 1、2 月份业绩仍未改观），所以公司 09Q1 同比较高增长的可能性很小。

3、09 年危中有机，提升市场份额

由于市场需求恶化，终端产品企业不仅对元件供应商成本和交货期等因素的诉求更强，同时手机企业多推出新品已刺激需求，加速了元器件企业的订单转移。自 08 年 12 月份开始，歌尔声学成为三星微型电声元器件最大供应商，再接下来的 09 年，我们认为作为此轮微型电声元器件产业转移的受益方歌尔声学，这样的故事还将继续。

4、维持投资评级和盈利预测

尽管全球市场仍旧疲软，但我们认为歌尔声学市场份额提高的趋势在金融危机还会加快。根据我们的财务模型歌尔声学 09、10 年 EPS 分别为 1.26、1.68 元，净利润增长率分别为 23%、33%。目标估值区间 25.2-31.5 元，相当于 09 年 20-25 倍 PE。持“审慎推荐-A”的投资评级。

表 2：盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	161	645	1012	1237	1619
营业成本	104	463	721	872	1145
营业税金及附加	0	1	1	2	3
营业费用	4	11	23	27	36
管理费用	17	56	93	124	162
财务费用	1	17	24	20	17
资产减值损失	2	2	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	34	96	149	192	257
营业外收入	0	2	6	0	0
营业外支出	0	3	1	0	0
利润总额	34	96	154	192	257
所得税	5	12	18	21	28
净利润	29	84	136	171	229
少数股东损益	0	7	13	21	27
归属于母公司净利润	29	77	123	151	201
EPS（元）	1.38	0.86	1.02	1.26	1.68

资料来源：招商证券

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

姜霄，浙江大学物理学学士、计算机科学与技术学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心电子行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到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投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。