

短期波动不改高成长前景

歌尔声学调研简报

报告摘要：

- **产能利用率逐步恢复。**受金融危机影响，公司从08年11月开始开工率急剧下降，由于公司主要面向的是海外大客户，海外需求恢复相对内需滞后，也使得公司产能利用率的恢复落后于一些以内需为主的电子元器件企业，1-2月份的产能利用率在60-70%左右，处于盈亏平衡点上。但进入2月份，海外大客户订单开始恢复，公司3月份产能利用率恢复到80-90%，目前订单能见度还比较低，大约在2周左右。但由于1-2月份开工不足，预计公司1季度业绩同比会出现较大下降。
- **金融危机加速产能转移。**尽管金融危机对微电声器件行业短期造成很大冲击，但也公司带来的更大的机遇。整体需求的下降使得终端客户更加重视成本的控制，日韩企业由于成本不具优势，运营效率较低，面临的困难更大，NOKIA、三星等企业正在将更多的订单转移到国内成本更低、效率更高的企业，公司占核心大客户采购份额的比重将快速提升，而LG等客户也逐步转变策略，减少对韩国电声企业的采购比重，更加注重本地化采购，从3月份开始加大了对公司的采购量。因此我们认为，尽管短期内公司业绩受危机影响出现一些波动，但伴随需求的逐步恢复，公司市场份额将快速提升，具有更大的增长弹性。
- **坚持大客户战略，拓展产品线宽度。**尽管山寨手机市场持续火爆，但公司并不打算做山寨产品，而是将继续坚持大客户战略，开拓更多的知名企业，同时加大对笔记本电脑等非手机客户的开拓。目前，公司已经和苹果、RIM、GOOGLE、PALM等知名企业展开合作，而HP、宏碁、华硕、联想等全球知名电脑厂商均已经成为公司的客户，4、5月份笔记本用微电声产品收入将超千万元，全年来自笔记本电脑领域的收入将超过1亿元。
- **主要产品业务09年增长预期。**公司微麦克风09年增速将主要取决于与NOKIA数字麦克风的合作项目的订单量，即使不考虑此因素，由于公司在主要客户的份额都呈增长态势，因此只要需求能够恢复到正常均值水平，公司微麦业务也能保持稳定增长，而如果NOKIA订单放量，则可能呈现爆发增长态势。受话器和扬声器由于公司市场份额相对较低，提升空间更大，客户对公司该类产品的认可度在提升，一站式采购的便利也将使客户更多的采购公司产品，因此受话器扬声器产品增速会超过微型麦克风。蓝牙耳机海外需求下降影响增长有所放缓，但由于缤特力放弃自身产能，将其自行生产的包括中高端产品在内的全部蓝牙耳机转移给公司制造，09年仍可能保持微幅增长，而需求一旦恢复，该业务高速增长潜力仍然十分巨大。便携式音频产品由于08年有很多项目推迟到09年执行，而且由于该类产品对模具、注塑要求较高，而这正是公司优势所在，因此仍将保持高速增长。经济危机将加速产品升级，公司在09年将加快MEMS产能扩张，由于基数比较低，MEMS产品销售会呈爆发式增长态势。
- **目标明确，思路清晰。**公司确立了在3年内各项产品均做到全球第一的目标，并且针对经济危机的不确定性制定了明确的应对措施，如果09年下半年经济危机仍将持续，需求继续恶化，公司09年将定位为调整年，着重于进一步完善客户结构，为危机后的快速增长做好准备。公司设立韩国、芬兰、美国三个海外子公司的目的也是更好的执行大客户战略，巩固现有客户，拓展更多有实力的大客户。
- **高成长特质未变。**我们认为，尽管公司主要业务面向海外大客户，海外需求的不确定性使公司短期业绩增长的不确定增加，但从中长期来看，3G的发展、3C的融合都将会给微电声行业带来巨大的发展空间，而公司凭借领先的技术研发实力、卓越的成本控制能力和优质的客户结构，最具有成为行业领导企业的潜力，其高成长性将随着行业需求的正常恢复而继续显现。
- **估值与评级。**我们相信，尽管外部需求能否全面恢复还存在一定不确定性，但最快的时候应该已经过去，因此09年尽管公司增速可能会有所回落，10年后重新进入高增长轨道的可能性极大。我们预测公司09、10年EPS分别为1.27和1.66元，考虑到公司高成长特征未变，我们认为给予公司09年25-30倍PE是合理的，对应目标价格区间为32-38元，维持增持-A的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

38元

期限：

6个月 上次预测：30.00元

现价：33.68元

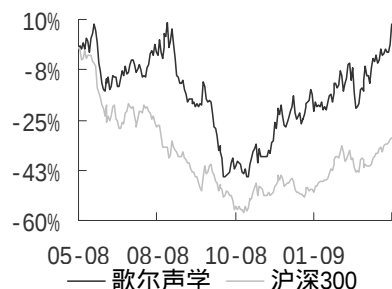
报告日期：

2009-04-03

市场数据

总市值(百万元)	4,041.60
流通市值(百万元)	1,010.40
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	30.00
12个月最高/最低	16.00/34.98元
十大流通股股东(%)	61.30%
股东户数	4,620

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.91	(0.76)	37.87
绝对收益	34.18	40.98	8.44

研究员

侯利

行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

前期研究成果

歌尔声学：09年业绩增长不确定性增加	2009-03-17
歌尔声学：傲立寒冬独自香	2008-12-24
歌尔声学：高增长仍在持续	2008-10-24

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-2**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	644.7	1,012.4	1,180.9	1,550.1	1,992.3	成长性					
减: 营业成本	462.5	720.6	839.4	1,109.5	1,417.9	营业收入增长率	299.3%	57.0%	16.6%	31.3%	28.5%
营业税费	1.0	1.4	1.8	2.3	3.0	营业利润增长率	183.9%	54.8%	29.0%	29.8%	33.8%
销售费用	10.9	22.9	24.8	31.0	39.8	净利润增长率	169.4%	59.1%	24.0%	31.4%	33.3%
管理费用	55.5	92.7	106.3	139.5	179.3	EBITDA 增长率	219.9%	54.9%	20.4%	29.8%	31.2%
财务费用	16.6	24.2	16.3	16.5	16.4	EBIT 增长率	221.4%	53.4%	20.3%	27.6%	31.6%
资产减值损失	1.7	1.5	0.1	1.6	1.9	NOPLAT 增长率	231.7%	60.0%	18.9%	26.4%	31.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	77.9%	95.3%	28.3%	19.8%	13.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	25.9%	379.6%	14.6%	16.2%	18.5%
营业利润	96.3	149.1	192.3	249.6	334.0	利润率					
加: 营业外净收支	-0.5	5.0	4.0	4.0	4.0	毛利率	28.3%	28.8%	28.9%	28.4%	28.8%
利润总额	95.9	154.1	196.3	253.6	338.0	营业利润率	14.9%	14.7%	16.3%	16.1%	16.8%
减: 所得税	12.1	18.1	23.6	31.7	42.2	净利率	12.0%	12.1%	12.9%	12.9%	13.4%
净利润	83.7	136.0	172.7	221.9	295.7	EBITDA/营业收入	19.7%	19.4%	20.1%	19.8%	20.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	17.5%	17.1%	17.7%	17.2%	17.6%
货币资金	67.4	463.8	369.7	349.5	430.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	105	117	143	150	143
应收帐款	152.9	176.8	231.4	303.8	390.5	流动营业资本周转天数	53	64	89	87	88
应收票据	7.4	10.1	16.2	21.2	27.3	流动资产周转天数	208	209	257	208	196
预付帐款	12.6	15.1	15.9	17.0	18.5	应收帐款周转天数	57	59	62	61	61
存货	87.4	182.7	206.5	273.0	348.9	存货周转天数	46	48	60	56	56
其他流动资产	-0.0	0.0	-5.0	-5.0	-5.0	总资产周转天数	344	370	458	394	354
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	224	290	273	247
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	45.9%	15.5%	17.2%	19.1%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	9.5%	10.9%	12.2%	14.0%
固定资产	260.2	398.8	538.1	751.2	830.8	ROIC	41.0%	36.9%	22.4%	22.1%	24.2%
在建工程	21.5	129.5	164.7	62.9	32.6	费用率					
无形资产	42.9	44.0	41.0	38.3	35.8	销售费用率	1.7%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	3.9	6.1	1.0	1.0	1.0	管理费用率	8.6%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
资产总额	656.1	1,426.9	1,579.7	1,813.1	2,110.5	财务费用率	2.6%	2.4%	1.4%	1.1%	0.8%
短期债务	174.7	257.6	257.2	256.8	256.4	三费/营业收入	12.9%	13.8%	12.5%	12.1%	11.8%
应付帐款	182.8	188.9	213.9	282.7	361.3	偿债能力					
应付票据	6.3	5.9	9.2	12.2	15.5	资产负债率	72.2%	38.7%	36.6%	35.8%	34.6%
其他流动负债	21.5	29.9	27.4	27.4	27.4	负债权益比	259.8%	63.2%	57.6%	55.8%	52.9%
长期借款	87.5	70.0	70.0	70.0	70.0	流动比率	0.85	1.76	1.64	1.66	1.83
其他非流动负债	1.0	-	-	-	-	速动比率	0.62	1.38	1.24	1.18	1.30
负债总额	473.8	552.3	577.6	649.1	730.6	利息保障倍数	6.79	7.17	12.82	16.10	21.41
少数股东权益	25.4	62.9	83.6	105.8	135.4	分红指标					
股本	90.0	120.0	120.0	120.0	120.0	DPS(元)	-	-	0.38	0.50	0.67
留存收益	66.9	692.0	798.4	938.2	1,124.5	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	182.3	874.6	1,002.0	1,164.0	1,379.9	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.5%	2.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	83.7	136.0	172.7	221.9	295.7	EPS(元)	0.64	1.02	1.27	1.66	2.22
加: 折旧和摊销	19.5	26.5	28.4	41.4	53.3	BVPS(元)	1.52	7.29	8.35	9.70	11.50
资产减值准备	1.7	1.5	0.1	1.6	1.9	PE(X)	52.4	33.0	26.6	20.2	15.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.2	4.6	4.0	3.5	2.9
财务费用	1.4	13.5	21.6	16.3	16.5	P/FCF	-	-20.0	-46.7	-336.8	42.3
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.3	4.0	3.4	2.6	2.0
少数股东损益	6.7	13.3	20.7	22.2	29.6	EV/EBITDA	26.0	20.6	17.7	13.9	10.5
营运资金的变动	-92.0	-139.6	-53.9	-74.8	-90.0	CAGR(%)	38.4%	29.6%	30.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	33.9	53.6	184.4	228.8	306.9	PEG	1.4	1.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-125.7	-267.4	-200.0	-150.0	-100.0	ROIC/WACC	4.4	3.9	2.4	2.3	2.6
融资活动产生现金流量	69.9	578.7	-64.8	-76.8	-96.6	REP	1.8	1.2	1.6	1.4	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn		
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034