

2010-10-18

电子设备和仪器

新嘉联 002188.SZ

产业环境和经济形势制约公司发展

◇ 调研地点：浙江嘉善

◇ 拜访对象：新嘉联公司高管和生产管理人员

◆ 无绳电话业务是公司业绩的基本保障

公司与西门子和松下的业务关系稳定，无绳电话用受话器业务一直稳定在 1.1 亿元 - 1.2 亿元。但该业务市场将缓慢萎缩，作为市场主要供应商，公司在该业务进一步增长的空间有限。

◆ 笔记本电脑业务有望快速成长，但公司必须适应产业环境

今年上半年，由于笔记本电脑用产品的强劲需求，微型扬声器业务收入同比增长 44%。我们认为公司有望在 1-2 年内拓展新的客户，实现笔记本电脑用音箱业务的快速增长。但该项业务的产业环境完全不同于较为传统的无绳电话，笔记本电脑终端厂商要求上游供应商每年给予一定的价格下调，公司因此面临巨大的出货价格压力；同时，原材料成本有小幅上涨的趋势，不断压缩公司的利润空间。持续地降低成本从而适应笔记本电脑的产业环境是公司面临的一个重大挑战。

◆ 其它业务短期难有起色

从技术的角度看，公司的电声产品可应用于手机、电脑等各种产品，推广的主要难度还在于市场的开拓力度。我们认为公司的手机业务在短期中难有爆发性增长。高端耳机、硅微麦和助听器等新产品还处于研发阶段，短期也难对业绩有重大影响。公司主要通过子公司开展液晶模组和锂离子电池芯业务，这些不是公司业务发展的主要方向。我们认为市场上部分人士对公司的锂离子电池芯业务有着过高的预期。

◆ 宏观经济形势对公司影响大

劳动力短缺和成本上升是公司面临的重大困难。在劳动力工资水平上升的同时，劳动效率略有下降的趋势。作为出口导向型企业，公司也将面临着人民币升值带来的压力，但由于公司与西门子等客户关系稳定，有望在一定程度上缓解这个压力。

◆ 公司当前估值较高，给予中性评级

我们预测公司在未来三年的营业收入和净利润将分别年平均增长 23% 和 27%，当前股价 10.49 元对应 2010 年至 2012 年的市盈率分别为 82、55 和 48 倍，高估公司价值，给予“中性”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	239	279	346	430	525
营业收入增长率	-16.00%	17.16%	23.74%	24.29%	22.09%
净利润（百万元）	13	17	20	30	35
净利润增长率	-44.87%	25.98%	20.33%	50.43%	15.08%
EPS（元）	0.08	0.11	0.13	0.19	0.22
ROE（归属母公司） （摊薄）	4.26%	5.09%	5.87%	8.24%	8.87%
P/E	124	98	82	54	47
P/B	5	5	5	4	4
EV/EBITDA	30	38	33	32	29

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

中性

当前价格

10.49 元

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930209110229）

021-22169176

zhaol@ebcn.com

联系人：

蒯剑

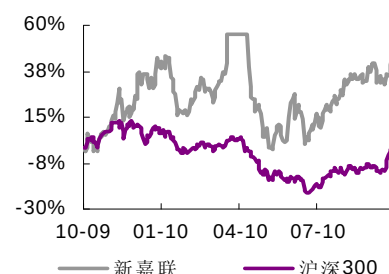
021-22169311

kuaijian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	156
总市值(百万元)	1,732
流通比例(%)	68.30%
12 个月最高/最低(元)	15.86/7.40
近 3 月日均成交量(百万股)	5.09
主要股东	丁仁涛

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.21	2.97	42.59
绝对收益	8.23	30.17	45.24

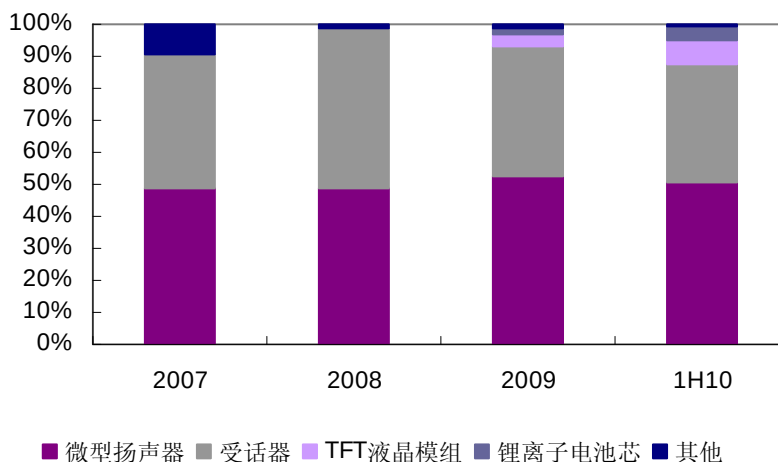
相关报告：

歌尔声学：海外大客户需求促进业绩大幅增长
..... 2010-08-19

新嘉联主要生产受话器、微型扬声器等微电声器件产品，这两种产品在公司总收入中各自占比一直在 40% 以上，总占比在 90% 以上。公司也通过在嘉善和广东的子公司分别生产 TFT 液晶模组和锂离子电池芯。

图表 1：微型扬声器和受话器是公司的主要业务

各主要产品营业收入占比图



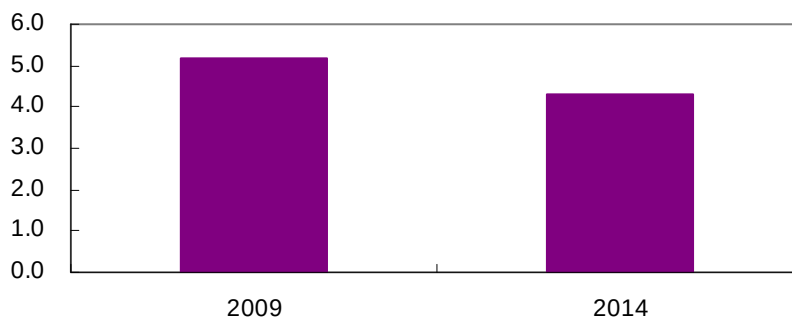
资料来源：光大证券研究所

无绳电话业务是公司业绩的基本保障

欧美人的生活习惯与中国人有所不同，他们在家偏好使用固定电话（包括无绳电话）而不是像中国人在家也使用手机，他们使用的无绳电话较为高端，技术先进，种类繁多，单价 100 美元左右的产品非常普遍。但全球无绳电话市场在未来 4 年将缓慢萎缩，由 2009 年的 52 亿美元减少至 2014 年的 43 亿美元，年平均复合增长率为 -3.7%。

图表 2：全球无绳电话市场缓慢萎缩

全球无绳电话市场规模（十亿美元）



资料来源：ABI Research、光大证券研究所

西门子和松下是公司无绳电话用受话器的主要客户，西门子的产品主要用于欧洲市场，而松下的产品主要销往美国。公司与西门子和松下的业务关系稳定，无绳电话用受话器业务一直稳定在 1.1 亿元 - 1.2 亿元。06 年的 1.8 亿元业务中，有很多是山寨手机，自 2007 年以来，公司不把山寨手机当作主要业务方向，因而受话器业务的营业收入有所减少。

主流的 DECT 无绳电话的主要供应商包括西门子、松下和飞利浦，公司已为西门子和松下成为主要供应商，飞利浦自产电声器件，公司在无绳电话电声市场的增长空间有限。

公司与西门子的业务原本用美元结算，最近改用欧元结算，在上半年公司持有大量欧元，由于欧元的贬值，公司产生了 800 万元的汇兑损失，从而大大减少了净利润，我们认为这是一次性汇兑损失，对公司未来的业绩不会产生长期影响。

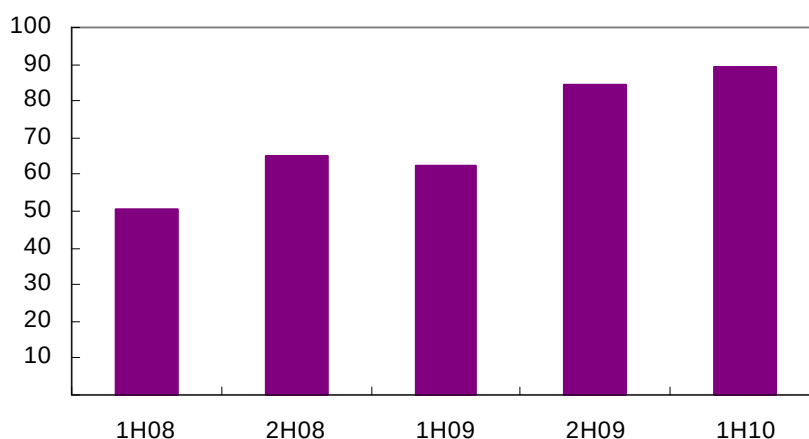
笔记本业务有望快速成长，但公司必须适应产业环境

今年上半年，由于笔记本电脑用产品的强劲需求，微型扬声器业务收入同比增长 44%。我们认为微型扬声器业务将是公司中短期业绩增长的主要动力。

笔记本电脑用音箱是公司近期开拓的新业务，主要客户包括三星和广达等，从浙江嘉善至客户集中地江苏昆山公路距离约 100 公里，交通方便，可以实现每天供货，存货管理方便。昆山集中了华硕、纬创、仁宝等各大笔记本电脑代工厂商，我们认为公司有望在 1-2 年内拓展新的客户，实现笔记本电脑用音箱业务的快速增长。

图表 3：微型扬声器业务增长良好

微型扬声器业务营业收入图（百万元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

但该项业务的产业环境完全不同于较为传统的无绳电话，笔记本电脑产品降价快，终端厂商成本控制紧，要求上游供应商每年给予一定的价格下调，公司因此面临巨大的出货价格压力；同时，原材料成本有小幅上涨的趋势，不断压缩公司的利润空间。持续地降低成本从而适应笔记本电脑的产业环境是公司面临的一个重大挑战。

其它业务短期难有起色

从技术的角度看，公司的电声产品可应用于手机、电脑、电视、游戏机、MP3 等各种产品，产品推广的主要难度在于市场的开拓力度。

当前，公司的手机用电声产品仅仅进入华为和中兴等国产手机的供应链，中兴以瑞声为主要供应商，并且公司在该领域面临瑞声、星电、美律等强大的竞争对手，我们认为公司的手机业务在短期中难有爆发性增长。

图表 4：手机电声领域竞争对手实力强劲

部分手机电声供应商对比表

公司	地区	2009 电声收入	主要手机客户
新嘉联	中国大陆	2.8 亿	中兴、华为
歌尔声学	中国大陆	11 亿	三星
瑞声	中国大陆	22 亿	诺基亚、摩托罗拉、中兴
星电	日本	26 亿	诺基亚、摩托罗拉
美律	中国台湾	14 亿	索-爱

资料来源：公司公告、光大证券研究所

高端耳机、硅麦克风和助听器等新产品还处于研发阶段，短期难以对业绩有重大影响。公司的风格比较稳健，不会贸然进入与主营业务不太相关的领域。

市场对锂离子电池芯业务有过高预期

公司主要通过子公司开展液晶模组和锂离子电池芯业务，这些不是公司业务发展的主要方向。我们认为市场上部分人士对公司的锂离子电池芯业务有着过高的预期。

宏观经济形势对公司影响大

劳动力短缺和成本上升是公司面临的重大困难。前些年，公司只招收女工，现在，由于女工的短缺，公司不得不招聘部分男工。由于产品

尺寸小，对工人身体素质要求较高，如：视力要求在 1.0 以上，这就进一步加大了招工难度。

劳动力成本的上升体现在两个方面：

1. 工人月工资水平不断上升，现基本在 1,200 - 1,800 元；

2. 劳动效率略有下降的趋势，我们认为这主要有两个原因：

- ◆ 公司的“柔性”生产系统采用较少的机器设备和较多的人工，虽然有固定资产投资小，风险小的优点，但也使得劳动效率难以随着技术的进步而提高。
- ◆ 工人的高流动性使得他们的劳动经验难以积累。工人以贵州、四川等内陆省份的外来打工者为主，经常会有工人在入职后几个月就为 100 元的工资上调而跳槽。

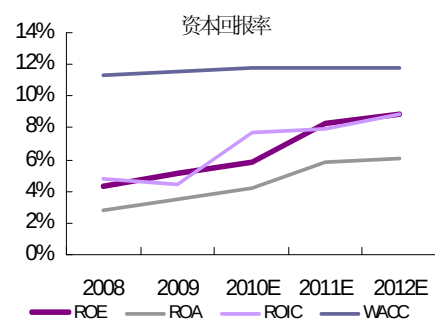
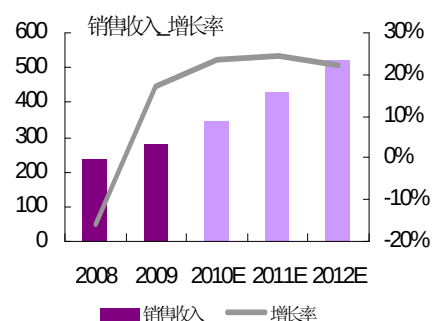
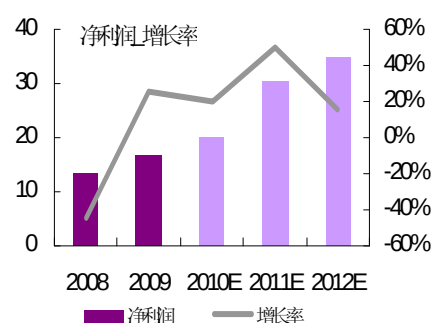
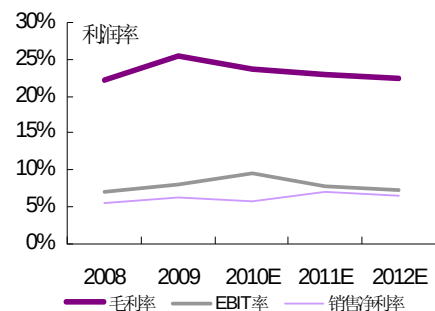
公司不排除未来去内陆地区如重庆建立新厂的可能，尤其是考虑到广达、惠普、富士康等企业将在重庆建立笔记本生产基地。

作为出口导向型企业，公司也将面临着人民币升值带来的成本压力，但由于公司与西门子等客户关系稳定，有望在一定程度上缓解这个压力。

公司当前估值较高，给予中性评级

我们预测公司在未来三年的营业收入和净利润将分别年平均增长 23%和 27%，2010 年至 2012 年的每股收益分别 0.13 元、0.19 元和 0.22 元，当前股价 10.49 元对应这三年的市盈率分别为 82、55 和 48 倍，高估公司价值，给予“中性”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	239	279	346	430	525
营业成本	185	209	264	331	407
折旧和摊销	11	12	18	18	19
营业税费	2	2	2	4	5
销售费用	4	4	6	7	9
管理费用	29	40	43	54	66
财务费用	4	0	8	-2	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	12	22	25	35	40
利润总额	17	24	25	35	40
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	13.25	16.69	20.08	30.20	34.76

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	471	504	474	519	574
流动资产	317	316	301	359	427
货币资金	151	100	78	94	120
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	83	123	121	138	157
应收票据	11	9	11	16	18
其他应收款	5	10	10	12	16
存货	39	57	62	66	81
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	0
固定资产	111	141	136	128	119
无形资产	13	12	12	11	11
总负债	144	149	105	125	154
无息负债	73	84	105	125	154
有息负债	71	64	0	0	0
股东权益	328	355	369	393	419
股本	80	120	156	156	156
公积金	194	156	123	127	133
未分配利润	37	52	63	83	103
少数股东权益	17	27	27	27	27

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	-10	61	26	39
净利润	13	17	20	30	35
折旧摊销	11	12	18	18	19
净营运资金增加	23	45	-2	34	27
其他	-23	-84	25	-56	-42
投资活动产生现金流	-58	-45	-5	-5	-5
净资本支出	-13	-14	5	5	5
长期投资变化	10	0	0	0	0
其他资产变化	-54	-31	-10	-10	-10
融资活动现金流	7	3	-78	-4	-8
股本变化	0	40	36	0	0
债务净变化	14	-6	-64	0	0
无息负债变化	-21	11	20	20	29
净现金流	-26	-52	-23	16	26

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-16.00%	17.16%	23.74%	24.29%	22.09%
净利润增长率	-44.87%	25.98%	20.33%	50.43%	15.08%
EBITDA 增长率	-58.70%	24.86%	46.44%	1.30%	11.43%
EBIT 增长率	-54.78%	35.38%	46.45%	0.36%	16.32%
估值指标					
PE	124	98	82	54	47
PB	5	5	5	4	4
EV/EBITDA	30	38	33	32	29
EV/EBIT	49	58	50	50	43
EV/NOPLAT	62	81	63	58	49
EV/Sales	3	5	5	4	3
EV/IC	3	4	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	22.27%	25.35%	23.67%	23.04%	22.53%
EBITDA 率	11.61%	12.37%	14.64%	11.93%	10.89%
EBIT 率	6.99%	8.08%	9.56%	7.72%	7.35%
税前净利润率	7.00%	8.67%	7.26%	8.08%	7.61%
税后净利润率 (归属母公司)	5.55%	5.97%	5.81%	7.03%	6.62%
ROA	2.78%	3.45%	4.24%	5.82%	6.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.26%	5.09%	5.87%	8.24%	8.87%
经营性 ROIC	4.80%	4.49%	7.70%	7.93%	8.89%
偿债能力					
流动比率	2.20	2.12	2.87	2.87	2.77
速动比率	192.98%	173.75%	228.41%	233.92%	224.04%
归属母公司权益/有息债务	4.40	5.09	-	-	-
有形资产/有息债务	6.46	7.56	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.08	0.11	0.13	0.19	0.22
每股红利	0.00	0.04	0.04	0.06	0.07
每股经营现金流	0.16	-0.06	0.39	0.17	0.25
每股自由现金流(FCFF)	0.03	-0.08	0.25	0.05	0.13
每股净资产	1.99	2.10	2.19	2.35	2.51
每股销售收入	1.53	1.79	2.22	2.76	3.36

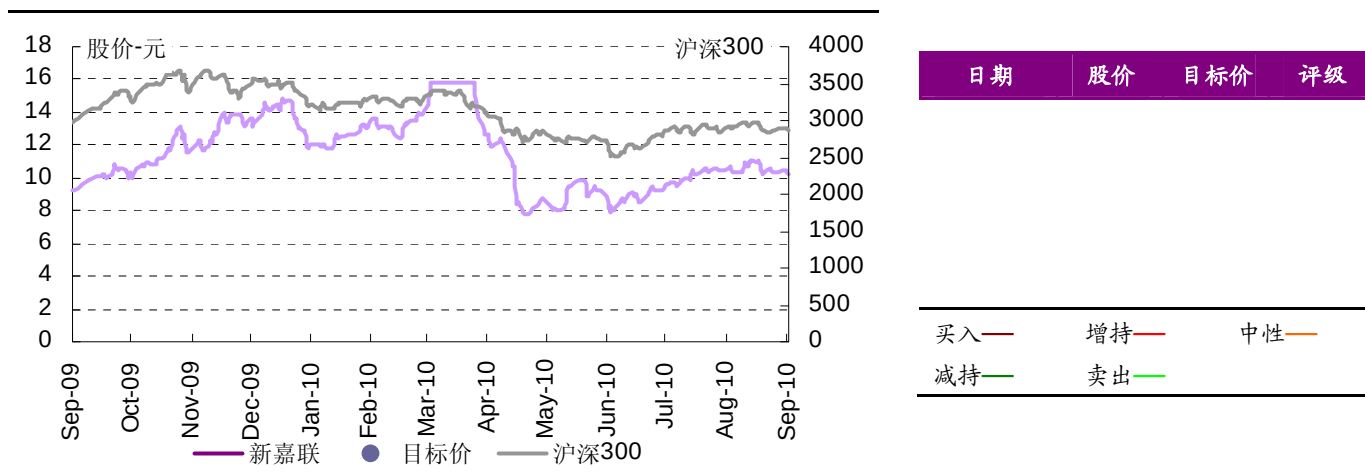
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

新嘉联（002188）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。