



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月19日

电子元器件

研究部

赵晓光*

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080200010008

zhaoxg@cicc.com.cn

推荐

歌尔声学 (002241.SZ)

持续高成长, 迎接 smart 时代

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,012.4	1,126.9	2,644.7	4,500.0	9,400.0
(+/-)	57%	11%	135%	70%	109%
毛利	291.8	264.2	667.7	1,200.0	2,386.0
(+/-)	60%	-9%	153%	80%	99%
营业利润	149.1	112.4	342.6	647.3	1,342.6
(+/-)	55%	-25%	205%	89%	107%
净利润	122.6	99.9	276.5	534.0	1,092.6
(+/-)	59%	-19%	177%	93%	105%
每股收益 (元)	0.16	0.13	0.37	0.71	1.45
(+/-)	59%	-19%	177%	93%	105%
股权收益率	25.3%	11.8%	22.0%	29.2%	45.0%
市盈率 (倍)	166.1	203.9	73.7	38.1	18.6
市净率	25.1	23.3	12.5	10.0	7.2
每股经营现金流 (元)	0.07	0.09	0.43	0.59	0.99
股价/经营现金流	380.1	299.8	63.4	45.6	27.5
每股股利 (元)	0.05	0.03	0.10	0.19	0.38
股利收益率	0%	0.1%	0.4%	0.7%	1.4%
已动用资本回报率	0.60	0.30	0.60	0.80	1.30
EV/EBITDA	16.3	37.82	22.13	25.95	13.63
每股净资产	1.08	1.16	2.17	2.70	3.77

股票信息

彭博股票代码	002241.CH
股价	27.10
52周最高/最低	58.6/20.3
已发行股份	751.58
最终控股股东(%)	潍坊怡通工电子有限公司 (32.33%)
市值 (人民币, 百万)	20,368

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
深圳A股指数	-0.4%	-7.2%	-4.9%	-11.4%
歌尔声学	-0.5%	-2.5%	24.7%	-0.4%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 朱丽雯 (zhulw@cicc.com.cn)

公司近况:

歌尔声学公告半年报, 上半年实现营业收入 14.66 亿元, 实现净利润 1.795 亿元, 同比增长 80.7%, 维持持续高成长趋势。同时公司公告非公开发行股票预案, 将围绕索尼、苹果、微软、三星、松下等全球消费电子客户技术创新产品展开投资。

评论:

在不利环境下盈利能力显著改善。上半年制造业企业受各种不利因素影响盈利能力普遍大幅下滑。歌尔声学二季度毛利率和净利率分别为 28%、14%, 反而创近三年新高。盈利能力显著提升的原因有两方面, 其一公司大幅用自制的自动化设备替代人工, 自动化设备生产能力是歌尔声学核心竞争力之一; 其二是高毛利率客户和产品比重提升, 随着 2010 年歌尔声学成功切入全球消费电子巨头, 2011 年进入利润收获期。

下半年加速成长。随着苹果新一代产品、索尼 PS4、三星智能电视等新产品 9 月份开始发布, 歌尔声学成功切入创新类新产品, 收入增速和盈利能力将进一步提升。预计三季度营业收入 13 亿元, 净利润维持 80%以上增速。

垂直一体化迎接 Smart 时代。歌尔声学掌握自动化设备、精密模具、软件算法、无线通讯技术、OEM 制造等垂直一体化能力, 是全球精密制造业最有可能复制鸿海模式的厂商。在 smart phone 时代之后, 明年随着奥运会的举办, smart TV、smart 游戏机等将进入智能化时代, 公司已成功切入索尼、苹果、三星、松下、微软、东芝、诺基亚等全球消费电子巨头, 将与它们共同创新, 分享 smart 时代带来的机遇。歌尔声学将借助资本市场平台, 通过本次定向增发的发行, 为 2012-2014 年的持续成长打下基础。

估值与建议:

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.71 和 1.45, 对应 PE 分别为 38 倍和 18 倍, 电视扬声器、LED 照明和 MEMS 将是业绩进一步超预期的潜在因素。作为 A 股唯一切入全球消费电子巨头技术创新阵营的厂商, 持续高成长和盈利模式优异的歌尔声学应享受估值溢价。四季度开始各类智能产品的量产和估值切换效应将成为股价催化剂, 看好公司长期价值, 维持推荐评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

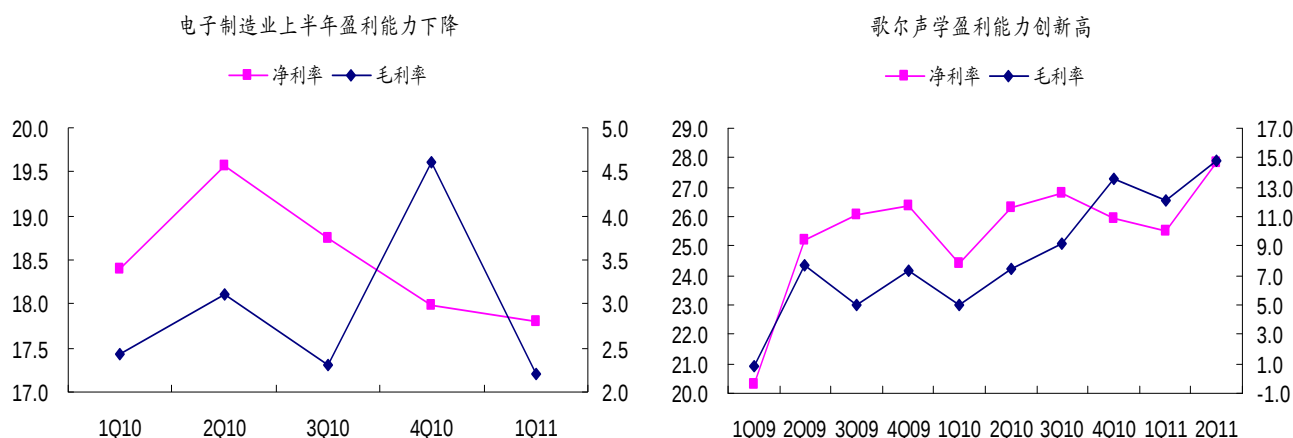
在不利环境下盈利能力显著改善

自动化设备比例提升，客户结构改善拉升盈利水平。上半年制造业企业受各种不利因素影响盈利能力普遍大幅下滑。但歌尔声学二季度毛利率和净利率分别为 28%、14%，反而创近三年新高。盈利能力显著提升的原因有两方面：

- ▶ 公司大幅用自制的自动化设备替代人工，今年一、二季度毛利率显著提升就是最好的证明。举例来说，公司传统麦克风生产线每条生产线需 10 个工人，而自动化设备生产的扬声器每条生产线只需 1 个工人。歌尔声学自动化设备的强大制造能力会在未来产生更显著的效果，是其核心竞争力之一。
- ▶ 高毛利率客户和产品比重提升，随着 2010 年歌尔声学成功切入全球消费电子巨头，2011 年进入利润收获期。索尼、松下和苹果等日系、美系客户盈利能力水平要优于三星为代表的韩系厂商，因此随着日系、美系厂商在公司收入结构中份额提升，公司的盈利能力将不断改善。

公司在行业最差的上半年盈利能力不仅经受了考验，还超出预期，对于公司盈利能力从今年到明年都不需要担心，一旦收入增速出现显著提升，业绩弹性加大。

图表 1：歌尔声学行业盈利能力比较



资料来源：Wind，中金研究部

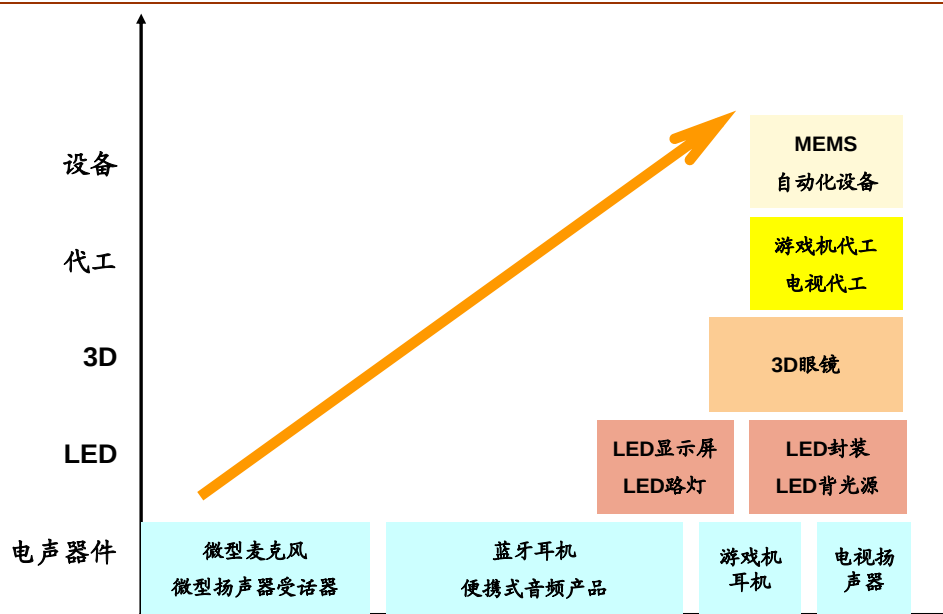
下半年加速成长

随着苹果新一代产品、索尼 PS4、三星智能电视等新产品 9 月份开始发布，歌尔声学成功切入创新类新产品，收入增速和盈利能力将进一步提升。预计三季度营业收入 13 亿元，净利润维持 80% 以上增速。

垂直一体化迎接 Smart 时代

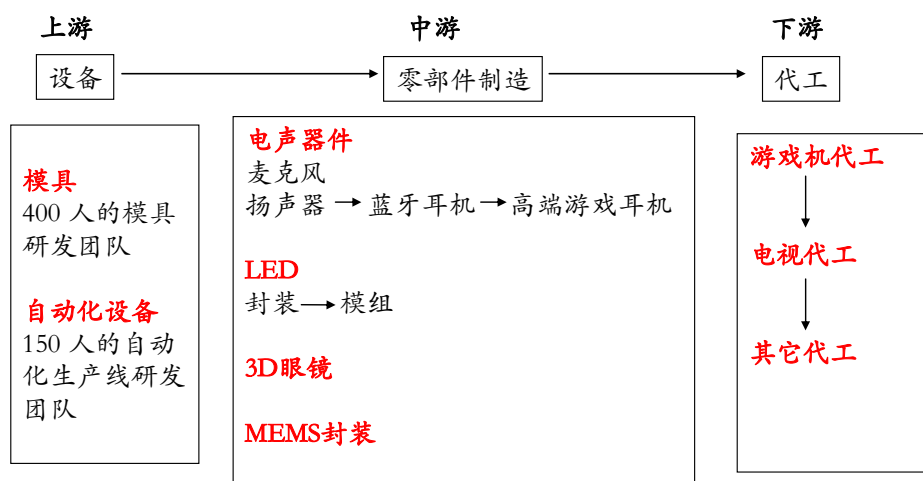
歌尔声学掌握自动化设备、精密模具、软件算法、无线通讯技术、OEM 制造等垂直一体化能力，是全球精密制造业最有可能复制鸿海模式的厂商。在 smart phone 时代之后，明年随着奥运会的举办，smart TV、smart 游戏机等将进入智能化时代，公司已成功切入索尼、苹果、三星、松下、微软、东芝、诺基亚等全球消费电子巨头，将与它们共同创新，分享 smart 时代带来的机遇。歌尔声学将借助资本市场平台，通过本次定向增发的发行，为 2012-2014 年的持续成长打下基础。

图表2：歌尔声学成长路径



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表3：歌尔声学垂直一体化模式



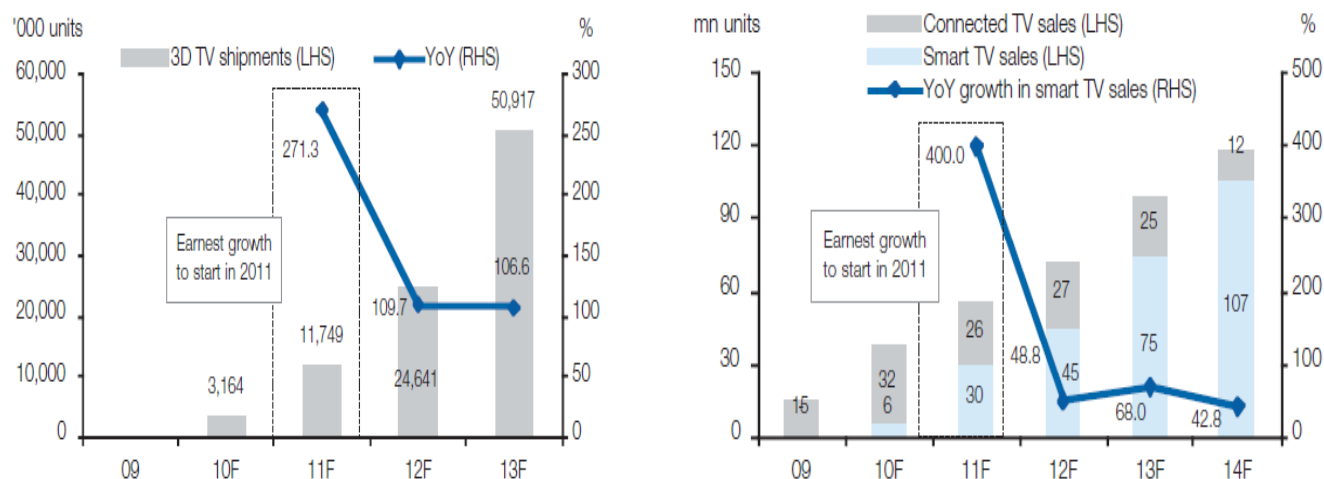
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表4：歌尔声学产品市场容量测算

产品	单价（元）	全球市场规模（亿元）
电声器件		
麦克风、扬声器	2.5	120
耳机	90	250
蓝牙耳机	150	50
电视扬声器	200	500
3D眼镜	100	60
LED	650	600
智能遥控器	250	250
游戏机代工	1500	800
电视代工	2000	4000
MEMS	n.a.	150
自动化设备	n.a.	220

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表5：3D TV 和 smart TV 出货量预测



资料来源：DisplaySearch，中金公司研究部

图表 6: 历史季度财务数据

单位:百万元	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	YoY
一、营业总收入	360.7	677.0	807.8	799.2	612.0	854.1	26%	40%	1037.8	1466.1	41%
营业收入	360.7	677.0	807.8	799.2	612.0	854.1	26%	40%	1037.8	1466.1	41%
二、营业总成本	328.0	584.3	688.0	701.8	545.2	712.0	22%	31%	912.3	1257.2	38%
营业成本	277.7	513.2	605.2	580.9	449.5	615.6	20%	37%	790.9	1065.1	35%
营业税金及附加	0.0	0.1	0.1	0.4	6.5	4.4	4280%	-33%	0.1	10.9	7664%
销售费用	8.6	14.5	13.4	23.1	11.5	17.7	22%	55%	23.1	29.2	26%
管理费用	35.4	42.4	54.7	78.2	66.5	56.9	34%	-14%	77.9	123.4	59%
财务费用	5.8	12.4	12.8	20.7	10.6	16.7	35%	57%	18.2	27.3	51%
资产减值损失	0.4	1.7	1.8	(1.4)	0.6	0.7	-57%	30%	2.1	1.3	-38%
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0.0	0.0	0%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0.0	0.0	0%
四、营业利润	32.7	92.7	119.8	97.4	66.8	142.1	53%	113%	125.4	208.9	67%
加: 营业外收入	1.1	0.5	2.9	13.5	8.3	7.4	1325%	-11%	1.7	15.7	854%
减: 营业外支出	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	-99%	-77%	0.3	0.0	-93%
五、利润总额	33.9	92.9	122.5	110.9	75.1	149.5	61%	99%	126.8	224.6	77%
减: 所得税	5.6	14.3	21.2	23.7	13.8	24.3	70%	76%	19.8	38.1	92%
六、净利润	28.3	78.6	101.3	87.2	61.3	125.2	59%	104%	106.9	186.5	74%
减: 少数股东损益	1.3	6.3	8.0	3.4	2.2	4.8	-25%	113%	7.6	7.0	-8%
归属于母公司所有者的净	27.0	72.3	93.3	83.8	59.1	120.4	67%	104%	99.3	179.5	81%
每股收益 (元)	0.04	0.10	0.12	0.11	0.08	0.16	68%	105%	0.13	0.24	82%
毛利率	23.0%	24.2%	25.1%	27.3%	26.6%	27.9%			47.2%	54.5%	
营业利润率	9.1%	13.7%	14.8%	12.2%	10.9%	16.6%			22.8%	27.6%	
净利润率	7.8%	11.6%	12.5%	10.9%	10.0%	14.7%			19.5%	24.7%	
营业费用率	2.4%	2.1%	1.7%	2.9%	1.9%	2.1%			4.5%	4.0%	
管理费用率	9.8%	6.3%	6.8%	9.8%	10.9%	6.7%			16.1%	17.5%	
财务费用率	1.6%	1.8%	1.6%	2.6%	1.7%	2.0%			3.4%	3.7%	
有效税率	16.4%	15.4%	17.3%	21.3%	18.4%	16.3%			31.8%	34.6%	

资料来源: Wind, 中金研究部

图表 7: 公司主要财务数据

单位:人民币百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	1,012.4	1,126.9	2,644.7	4,500.0	9,400.0
营业成本	(720.6)	(862.7)	(1,977.0)	(3,300.0)	(7,014.0)
主营业务利润	290.4	263.4	667.1	1,199.0	2,384.0
销售费用	(22.9)	(34.4)	(59.6)	(101.4)	(197.4)
管理费用	(92.7)	(93.0)	(210.7)	(360.0)	(658.0)
财务费用	(24.2)	(19.7)	(51.6)	(87.8)	(183.4)
营业利润	149.1	112.4	342.6	647.3	1,342.6
税前利润	154.1	124.3	360.1	664.8	1,360.1
净利润	122.6	99.9	276.5	534.0	1,092.6
现金流量表					
经营活动现金流	53.6	67.9	321.4	446.8	740.7
运营资本的变化	(110.3)	(100.7)	(41.4)	(226.4)	(553.8)
投资活动现金流	(267.4)	(246.4)	(842.8)	(450.0)	(752.0)
资本支出	(257.8)	(246.1)	(842.8)	(450.0)	(752.0)
融资活动现金流	578.7	55.0	769.2	(140.5)	(287.6)
资产负债表					
货币资金	463.8	430.6	722.7	579.0	280.1
应收账款	174.3	295.6	556.4	946.7	1977.6
存货	182.7	222.0	263.1	439.1	933.4
固定资产	398.8	560.7	1244.7	1612.6	2199.8
短期借款	257.6	467.3	520.8	520.8	520.8
应付账款	164.2	248.3	517.5	863.7	1835.8
少数股东权益	62.9	61.5	75.1	122.8	220.3
股东权益	874.6	936.9	1709.6	2150.8	3053.4
总资产	1426.9	1810.4	3283.3	4172.6	6331.9
财务指标					
成长性指标					
营业总收入增长率	57.0%	11.3%	134.7%	70.2%	108.9%
净利润增长率	59.1%	-18.6%	176.8%	93.2%	104.6%
赢利性指标					
毛利率	28.8%	23.4%	25.2%	26.7%	25.4%
三项费用	13.8%	13.0%	12.2%	12.2%	11.1%
息税前利润率	16.3%	12.0%	14.9%	15.7%	15.4%
净利润率	12.1%	8.9%	10.5%	11.9%	11.6%
收益率指标					
资产收益率	11.8%	6.2%	10.9%	14.3%	20.8%
净资产收益率	23.2%	11.0%	20.9%	27.7%	42.0%
营运效率性指标					
应收帐款回收期(天)	57.4	75.1	58.0	60.1	56.0
存货周转期(天)	67.5	84.4	44.2	38.3	35.2
负债指标					
净债务/所有者权益	-14.9%	18.9%	5.3%	13.7%	24.9%
资产负债率	38.7%	48.3%	47.9%	48.5%	51.8%
流动比率	1.76	1.29	1.42	1.36	1.29
速动比例	1.38	1.00	1.20	1.09	0.97
估值指标					
每股收益(元)	0.16	0.13	0.37	0.71	1.45
每股经营现金流(元)	0.07	0.09	0.43	0.59	0.99
市盈率	166.1	203.9	73.7	38.1	18.6
市净率	25.1	23.3	12.5	10.0	7.2
现金分红收益率	1.1%	0.4%	0.7%	0.7%	1.4%
股权收益率	0.25	0.12	0.22	0.29	0.45
已动用资本回报率	0.60	0.30	0.60	0.80	1.30
每股股利(元)	0.30	0.10	0.20	0.19	0.38
EV/EBITDA	16.3	37.8	22.1	25.9	13.6
每股净资产	1.08	1.16	2.17	2.70	3.77

资料来源: Wind, 中金研究部

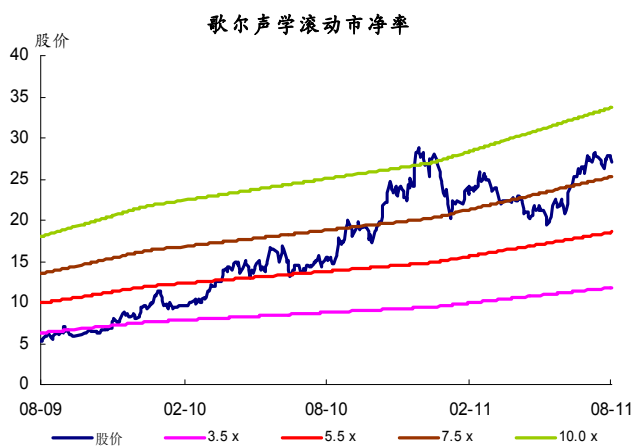
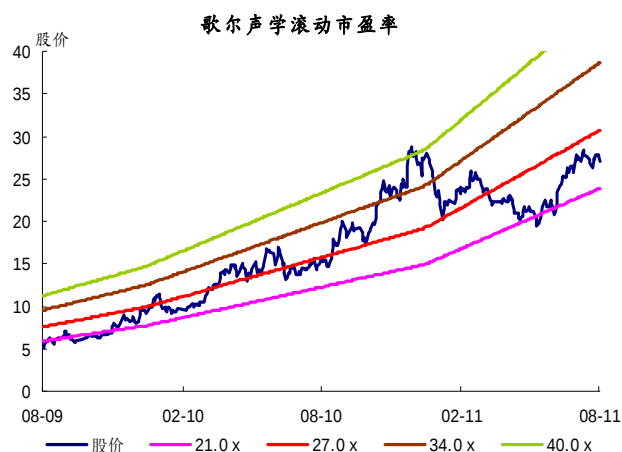
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 8: 可比公司估值 (2011-8-18)

公司名称	代码	货币	股价	总市值	市盈率			市净率			股利收益率		
			(本币)	(本币, 百万元)	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
A 股													
歌尔声学	002241	CNY	27.10	20,368	73.7	38.1	18.6	12.5	10.0	7.2	0.7%	1.3%	2.0%
超声电子	000823	CNY	15.06	6,633	41.6	28.9	22.4	3.4	3.5	3.1	0.7%	1.0%	1.2%
新嘉联	002188	CNY	10.35	1,615	357.8	103.5	46.5	4.8	4.5	4.1	0.0%	0.0%	0.7%
长城开发	000021	CNY	7.32	9,657	25.1	18.6	14.1	2.2	1.9	1.7	2.0%	2.1%	2.7%
长电科技	600584	CNY	8.53	7,277	35.0	30.7	22.8	2.9	2.8	2.5	0.7%	0.0%	0.0%
三安光电	600703	CNY	14.69	21,213	50.6	26.1	17.3	4.3	n.a.	n.a.	1.4%	0.7%	0.7%
得豪润达	002005	CNY	16.77	8,103	41.4	22.7	20.0	3.4	3.0	2.6	0.0%	0.0%	0.0%
乾照光电	300102	CNY	32.10	9,470	69.1	32.6	23.0	5.8	3.4	3.1	1.6%	1.4%	2.0%
国星光电	002449	CNY	22.53	4,844	32.9	23.3	16.0	2.4	2.1	1.9	1.1%	1.0%	1.5%
士兰微	600460	CNY	15.42	6,694	26.2	22.2	16.3	4.0	3.3	2.8	0.4%	1.1%	1.2%
中值					41.5	27.5	19.3	3.7	3.3	2.8	0.7%	1.0%	1.2%
均值					75.3	34.7	21.7	4.6	3.8	3.2	0.9%	0.9%	1.2%

资料来源: Wind, 中金研究部

图表 9: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Wind, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED