



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

公司动态
证券研究报告

2012 年 2 月 14 日

电子元器件

研究部

赵晓光*

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511060002
zhaoxg@cicc.com.cn

推荐

歌尔声学 (002241.SZ)

Smart 时代：新一轮成长的起点

主要财务信息（增发摊薄前）

(人民币百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2,644.7	4,077.0	7,050.0	10,700.0
毛利	667.7	1,144.4	1,974.5	3,013.0
营业利润	342.6	634.6	1,082.7	1,691.4
净利润	276.5	528.0	933.6	1,445.8
每股收益 (元)	0.37	0.70	1.24	1.92
股权收益率	22.0%	28.4%	38.4%	43.7%
市盈率 (倍)	70.8	37.1	21.0	13.5
市净率	12.0	9.4	7.1	5.1
每股经营现金流 (元)	0.43	0.74	1.28	2.14
股价/经营现金	60.9	35.1	20.4	12.2
每股股利 (元)	0.10	0.18	0.33	0.51
股利收益率	0.4%	0.7%	1.3%	1.9%
已动用资本回报率	0.60	0.66	0.69	0.72
EV/EBITDA	21.3	23.8	15.9	10.8
每股净资产	2.17	2.78	3.69	5.11

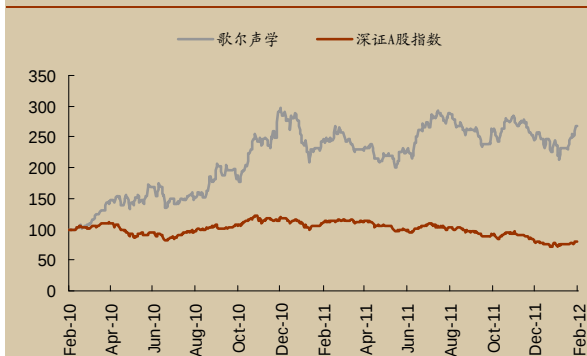
股票信息

彭博股票代码	002241.CH
股价	26.03
52周最高/最低	53.75/19.89
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)	19,564

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
深圳A股指数	3.1%	7.9%	-16.2%	5.2%
歌尔声学	5.3%	13.9%	-4.3%	8.5%

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 2011 年报，全年实现营业收入 40.77 亿元，同比增长 54%，实现净利润 5.28 亿元，同比增长 91%，维持持续高成长趋势，符合我们预期，略高于市场预期。同时公司预计一季度净利润增速为 90-110%。

评论：

盈利能力提升是最大亮点。2011 年歌尔声学净利率从 10%提升至 13%，产品和客户结构优化、自动化能力提升和规模效应显现是盈利能力提升的三个因素，基于这三个因素的可持续性，预计 2012 年盈利能力将持续优化。

2011 年为新一轮成长的起点。2011 年对歌尔声学的意义不仅是财务层次，更是为公司未来三年持续高成长奠定基础，其一，从客户开拓上，继续巩固在三星供应链的地位，成为苹果、索尼、松下核心供应商；其二，从产品研发上，耳机和电视扬声器等新一代声学产品、高画质摄像头等光学产品和无线传输技术研发成熟，已经进入客户供应体系，452 名硕士及以上研发工程师和 206 项专利是其保障；其三，从核心竞争力上，对自动化设备、模具和软件算法等垂直一体化能力进一步整合，国际化研发团队达上百位，预计人才和垂直一体化的整合将在 2012 年持续展开。

受益于下半年开始的技术创新大潮。消费电子行业进入技术创新触发换机需求的时代。从产品上，ultrabook 和智能电视将复制智能手机的创新路径，预计三季度开始 iPhone5、iTV、PS4 和智能电视密集发布，歌尔声学将是重要参与者。从创新环节上，基于人机互动的创新是核心，声学互动、光学互动和无线互联是三个方向，而歌尔声学围绕苹果的声学革命、三星的智能电视和索尼的游戏机正是围绕这三个层次。值得注意的是，过去几年技术创新更多在光学领域，由苹果引领的声学革命将逐步展开，“高端声学体验平民化”是其主题。

估值与建议：

我们预计公司 2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.24 和 1.92（摊薄前），对应 PE 分别为 21 倍和 14 倍。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及我们最看好的电子龙头，持续高成长的歌尔声学应享受估值溢价。苹果、三星和索尼的技术创新带来的优异产品体验是公司价值提升的因素，维持“推荐”评级。

图表 1: 主营业务收入拆分

单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业总收入	2,645	4,077	7,050	10,700
同比增长	135%	54%	73%	52%
其中:				
微型麦克风	510	690	900	1,200
微型扬声器受话器	320	450	650	900
蓝牙系列产品	700	750	800	800
便携式音视频产品	296			-
kinect	200	400	400	400
其它游戏机和耳机		350	1,000	2,100
苹果		251	2,000	2,800
电视扬声器及配件			300	1,500
电声器件和其他合计	2,026	2,891	6,050	9,700
3D眼镜	609	900	900	900
LED封装	10	100	100	100
其它	-	186	-	-
电子配件和其它合计	619	1,186	1,000	1,000

Source: Wind, 中金研究部

图表 2: 公司主要财务数据

单位:人民币百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
损益表				
营业总收入	2,644.7	4,077.0	7,050.0	10,700.0
营业成本	(1,977.0)	(2,932.6)	(5,075.5)	(7,687.0)
主营业务利润	667.1	1,119.7	1,931.8	2,948.2
销售费用	(59.6)	(93.1)	(151.6)	(235.4)
管理费用	(210.7)	(291.2)	(549.9)	(802.5)
财务费用	(51.6)	(90.7)	(137.6)	(208.8)
营业利润	342.6	634.6	1,082.7	1,691.4
税前利润	360.1	665.8	1,113.8	1,722.6
净利润	276.5	528.0	933.6	1,445.8
现金流量表				
经营活动现金流	321.4	557.4	960.1	1,610.0
运营资本的变化	(41.4)	7.5	(193.5)	(259.1)
投资活动现金流	(842.8)	(1,462.8)	(2,115.9)	(3,211.0)
资本支出	(842.8)	(1,462.9)	(2,115.0)	(3,210.0)
融资活动现金流	769.2	1,268.1	1,158.5	1,343.5
资产负债表				
货币资金	722.7	999.9	1002.6	745.1
应收账款	556.4	1072.9	1855.3	2815.8
存货	263.1	470.5	814.3	1233.2
固定资产	1244.7	1899.2	3758.3	6311.6
短期借款	520.8	1925.7	3329.9	5053.9
应付账款	517.5	1011.8	1751.1	2652.0
少数股东权益	75.1	87.1	128.1	189.6
股东权益	1709.6	2173.1	2902.1	4028.9
总资产	3283.3	5568.4	8717.3	12790.3
单位:人民币百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
财务指标				
成长性指标				
营业总收入增长率	134.7%	54.2%	72.9%	51.8%
净利润增长率	176.8%	91.0%	76.8%	54.9%
赢利性指标				
毛利率	25.2%	28.1%	28.0%	28.2%
三项费用	12.2%	11.7%	11.9%	11.7%
息税前利润率	14.9%	17.9%	17.2%	17.5%
净利润率	10.5%	13.0%	13.2%	13.5%
收益率指标				
资产收益率	10.9%	11.9%	13.1%	13.4%
净资产收益率	20.9%	27.2%	36.8%	41.7%
营运效率性指标				
应收帐款回收期(天)	58.0	71.9	74.8	78.6
存货周转期(天)	44.2	45.0	45.6	47.9
负债指标				
净债务/所有者权益	5.3%	51.0%	88.4%	114.6%
资产负债率	47.9%	61.0%	66.7%	68.5%
流动比率	1.42	0.81	0.68	0.59
速动比例	1.20	0.66	0.53	0.45
估值指标				
每股收益(元)	0.37	0.70	1.24	1.92
每股经营现金流(元)	0.43	0.74	1.28	2.14
市盈率	70.8	37.1	21.0	13.5
市净率	12.0	9.4	7.1	5.1
现金分红收益率	0.8%	0.7%	1.3%	1.9%
股权收益率	0.22	0.28	0.38	0.44
已动用资本回报率	0.60	0.66	0.69	0.72
每股股利(元)	0.20	0.18	0.33	0.51
EV/EBITDA	21.3	23.8	15.9	10.8
每股净资产	2.17	2.78	3.69	5.11

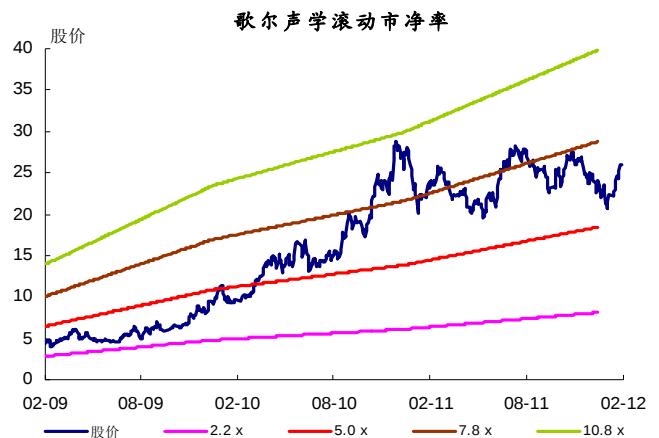
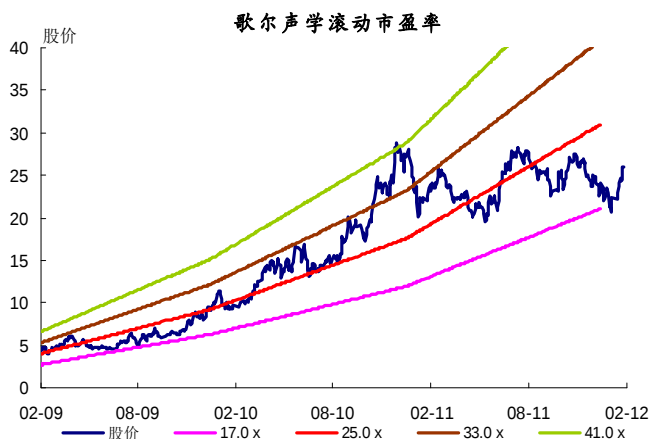
Source: Wind, 中金研究部

图表 3: 可比公司估值

公司名称	代码	货币	股价	总市值	市盈率				市净率			
			(本币)	(本币, 百万元)	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
A 股												
歌尔声学	002241 CH EQUITY	CNY	26.03	19,564	71	37	21	14	12	9	7	5
立讯精密	002475 CH EQUITY	CNY	34.49	8,890	78	28	20	16	4	4	4	3
长盈精密	300115 CH EQUITY	CNY	34.82	5,932	66	38	23	16	2	4	4	3
得润电子	002055 CH EQUITY	CNY	17.75	3,879	59	28	18	12	8	4	3	3
卓翼科技	002369 CH EQUITY	CNY	15.88	3,176	43	31	20	14	2	4	3	2
劲胜股份	300083 CH EQUITY	CNY	11.95	2,390	32	31	18	14	1	2	2	2
安洁科技	002635 CH EQUITY	CNY	30.41	3,649	66	40	27	19	13	4	4	3
中值					66	31	20	14	4	4	4	3
均值					59	33	21	15	6	4	4	3
A 股												
瑞声科技	2048 HK EQUITY	HKD	20.35	20,884	25	22	17	14	6	5	4	n.a.

Source: Wind, 中金研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



Source: Wind, 中金研究部

Important legal disclosures

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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：分析师估测 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

北京朝阳区建外大街甲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
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

