



方正证券研究所证券研究报告

电子元器件行业研究员：盛劲松

执业证书编号：S1220511010001

TEL: 010-68584875

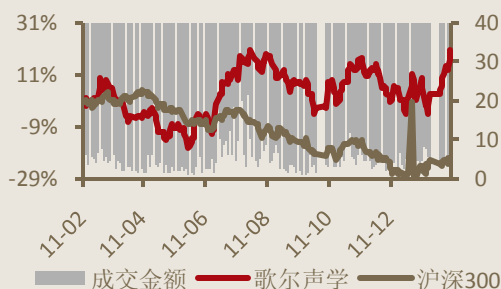
E-mail: shengjinsong@foundersc.com

联系人：周益资

TEL: 010-68584885

Email: zhouyizi@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	4077.00	6476.82	9472.67	12894.83
(+/-)	54.16%	58.86%	46.25%	36.13%
净利润	528.02	874.95	1345.12	1832.53
(+/-)	91.00%	65.71%	53.74%	36.24%
EPS (元)	0.70	1.03	1.59	2.16
P/E	34.16	22.36	14.54	10.68

相关研究

垂直一体化纵向延伸上下游，大客户战略横向拓展客户源

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

优势领域继续巩固， 新辟产品业绩爆发

歌尔声学(002241)

公司财报点评
2012.02.13 买入

元件 II 行业

投资要点

事件：公司发布 2011 年年报，报告期内实现营业收入 40.77 亿元，净利润为 5.28 亿元，较上年同期分别增长 54.16%和 91.00%。EPS 为 0.7 元。

点评：

※公司 2011 年全年业绩增长迅速，净利润较上年同期大增 91%，符合我们的预期。业绩高速增长主因在于增发项目的产能逐步达产导致产能瓶颈解除，再加上研发的高附加值新产品迅速打开市场。公司在原本的强势领域电声器件产品进一步扎实市场竞争力的同时，新的电子配件产品如 3D 眼镜等也增势喜人。

※从公司分项产品表现来看，原本的主营业务电声器件产品延续了快速增长态势，较 2010 年收入同比增长 42.67%，新兴的电子配件业务几乎翻番，增幅高达 99.7%。下游电子终端产品如手机、笔记本、平板电脑及电视等的景气直接拉动公司收入规模。产品出口比例虽较上年同期降低 6.17 个百分点但仍占绝对比重，比例达到 78.33%。2012 年下游需求仍然旺盛，公司保持高增速的可能性很大，产品结构的进一步优化将对公司业绩形成良性循环。

※综合毛利率为 28.07%，同比提升 2.82%。其中电声器件产品毛利率提高 2.35%，主要由于高附加值产品的占比增加；电子配件产品毛利率较上年同期提升 7.80%则主要 3D 电子眼镜由于生产规模扩大后，成本摊薄形成规模优势。

※报告期内公司各项费用均有一定增长，伴随着公司经营规模的扩大，各种投入的增加不可避免。从费用率角度来看，销售费用率 2.28%较上年的 2.25%基本持平。管理费用率则有略微下降（7.97%下降至 7.14%），其中研发支出占主营收入比例为 5.05%，较上年增加 0.34 个百分点，公司重视研发不遗余力。财务费用的增加主要由于借款随着经营规模扩大有所增加和人民币升值所带来的一定汇兑损失，费用率水平也较正常。

※公司日前通过了高新技术企业复审，公司本身及子公司潍坊歌尔电子将继续享受相关优惠所得税率（15%）至 2013 年。此外，公司的定向增发方案已经通过了证监会核准，增发实施后推进的募投项目将从公司各个主营业务领域继续支撑公司业绩高速增长。从年报给出的对今年一季度业绩预期（预计净利润较上年同期增长 90%~110%）看，公司今年延续去年增长态势具有较大确定性。今年下游行业在笔记本、平板电脑、智能电视等方面需求的继续升温也是助推动力之一。

※公司在电声器件领域具有强大竞争力，产品结构上遵循垂直一体化战略，在巩固传统强项的同时借助技术优势开拓其他有积累的业务领域，取得良好收效。销售端坚持大客户战略，不仅目前已经拥有一批全球高端客户，同时也在不断开拓新的厂商。增发项目由于建设期基本都在两年以上，对公司近两年业绩提升效果不大，但其整体发展战略明确，且抓住了需求端趋势，公司未来发展空间值得期待。我们因此预测公司 2012—2014 年 EPS（股本考虑增发摊薄部分后）分别为 1.03 元、1.59 元和 2.16 元，对应 PE 分别为 22、15 和 11 倍，维持“买入”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2657.11	3612.25	4573.85	6750.88	经营活动现金流	424.89	552.27	1950.62	1502.97
现金	999.91	1043.97	1281.30	1834.71	净利润	556.07	936.30	1431.04	1946.74
应收账款	1072.92	1354.45	2079.87	2799.13	折旧摊销	0.00	229.73	342.00	473.00
其它应收款	8.07	36.40	26.79	54.99	财务费用	90.71	65.00	65.00	65.00
预付账款	94.15	234.18	283.15	401.17	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	470.48	890.78	876.20	1587.61	营运资金变动	-218.02	-680.84	113.13	-981.43
其他	11.59	52.47	26.55	73.27	其它	-3.86	2.08	-0.55	-0.33
非流动资产	2911.29	4217.88	5857.46	7689.65	投资活动现金流	-1322.41	-1538.40	-1981.04	-2304.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	1322.41	1308.67	1639.04	1831.86
固定资产	1899.23	3015.82	4349.15	5828.45	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	452.51	661.58	913.42	1209.95	其他	0.00	-229.73	-342.00	-473.00
其他	559.56	540.48	594.90	651.24	筹资活动现金流	1189.51	-1087.35	120.88	28.15
资产总计	5568.40	7830.13	10431.31	14440.53	短期借款	1404.82	-954.39	167.99	206.14
流动负债	3290.29	4498.84	5695.64	7908.20	长期借款	-274.43	116.89	122.72	48.36
短期借款	1925.66	3088.82	3403.67	4936.96	其他	59.11	-249.84	-169.83	-226.35
应付账款	1011.76	1096.01	1931.91	2425.38	现金净增加额	291.99	-2073.48	90.46	-773.73
其他	352.87	314.01	360.06	545.87					
非流动负债	105.00	221.89	344.60	392.97	主要财务比率	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	105.00	221.89	344.60	392.97	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	54.16%	58.86%	46.25%	36.13%
负债合计	3395.29	4720.72	6040.24	8301.16	营业利润	85.22%	70.42%	53.82%	36.47%
少数股东权益	87.07	148.41	234.33	348.54	归属母公司净利润	91.00%	65.71%	53.74%	36.24%
归属母公司股东权益	2086.04	5355.92	6551.67	8185.75	获利能力				
负债和股东权益	5568.40	10225.06	12826.24	16835.46	毛利率	28.07%	28.50%	28.65%	28.51%
					净利率	13.64%	14.46%	15.11%	15.10%
利润表	2011	2012E	2013E	2014E	ROE	25.59%	17.01%	21.09%	22.81%
营业收入	4077.00	6476.82	9472.67	12894.83	ROIC	14.66%	12.05%	15.25%	15.70%
营业成本	2932.60	4630.80	6758.94	9218.49	偿债能力				
营业税金及附加	24.68	32.38	9.47	12.89	资产负债率	60.97%	60.29%	57.90%	57.49%
营业费用	93.09	142.49	208.40	283.69	净负债比率	104.50%	61.15%	56.71%	64.06%
管理费用	291.18	518.15	757.81	1031.59	流动比率	0.81	0.80	0.80	0.85
财务费用	90.71	65.00	65.00	65.00	速动比率	0.66	0.60	0.65	0.65
资产减值损失	10.11	6.48	9.47	12.89	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.92	0.97	1.04	1.04
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	5.00	5.34	5.52	5.29
营业利润	634.63	1081.53	1663.57	2270.28	应付帐款周转率	3.84	4.39	4.46	4.23
营业外收入	31.36	20.00	20.00	20.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.18	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.70	1.03	1.59	2.16
利润总额	665.81	1101.53	1683.57	2290.28	每股经营现金	0.57	0.73	2.60	2.00
所得税	109.74	165.23	252.54	343.54	每股净资产	2.89	6.49	8.00	10.06
净利润	556.07	936.30	1431.04	1946.74	估值比率				
少数股东损益	28.05	61.34	85.92	114.21	P/E	34.16	22.36	14.54	10.68
归属母公司净利润	528.02	874.95	1345.12	1832.53	P/B	8.65	3.65	2.99	2.39
EBITDA	764.54	1465.72	2207.82	2995.32	EV/EBITDA	25.37	16.76	11.27	8.70
EPS (元)	0.70	1.03	1.59	2.16					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com