

电子系统组装

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 25.5元

当前股价: 22.02元

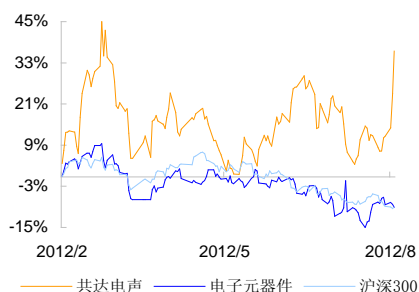
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2113.07
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	6
EPS (TTM)	0.59
每股净资产(元)	2.83
资产负债率	51.25%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
共达电声	13.30	28.60	28.98
电子元器件	4.73	-3.62	-5.47
沪深300指数	-3.53	-10.11	-8.93



相关报告

共达电声 - 具有全球竞争力的微型电声元件制造商 2012-02-07

共达电声

002655

强烈推荐

下半年业绩有望快速增长、小公司大市场蕴育巨大弹性

公司公布 2012 年中期业绩: 收入 2.27 亿、同比增长 0.15%, 营业利润 2255 万、同比增长 4.88%, 净利润 2199 万、同比增长 1.1%, 每股收益 0.18 元。其中第 2 季度实现收入 1.21 亿、同比下滑 1.32%, 净利润 1397 万、同比增长 2.7%, 每股收益 0.12 元。

投资要点:

- 公司 Q2 净利润环比大幅改善, 预计 Q3 净利润中值同比增长 40%、环比增长 23% 左右。受益收入增加及三项费用节约, 第 2 季度实现收入 1.21 亿、同比下滑 1.32%、环比增长 15.2%, 营业利润 1482 万、同比增长 7.8%、环比增长 91.9%, 净利润 1397 万、同比增长 2.7%、环比增长 74.3%, 综合毛利率 30.2%、同比和环比基本稳定。同时, 公司预告 1-9 月净利润在 3400-4400 万之间、同比增长 0-30%, 折合每股收益 0.28-0.37 元; 其中 Q3 净利润再 1200-2200 万之间、同比增长 -1.9% 到 81%, 折合每股收益 0.10-0.19 元。
- 随着产能结构的变化、MEMS 麦克风和扬声器/受话器在收入中的占比将快速提升。根据公司产能扩张计划和投资进度, 我们分析传统的驻极体麦克风 2011 年底产能 4 亿只左右, 预计 12 年将达到 4.5 亿只、约有 10% 的增长; MEMS 麦克风为公司新建项目, 预计 2012 年将建设到 6000 万只左右的产能, 其中大部分通过 MWM 公司供应给 Apple; 扬声器/受话器 2011 年底产能 4000 万只, 2012 年预计可以做到 1.1-1.2 亿只、实现 2-3 倍的增长。此外, 还有 100 万套平板音响的产能。
- 苹果和华为订单是 2012 年业绩能否达到或超过预期的关键。公司一直通过 MWM 公司为苹果的 iPod 和笔记本产品提供电声元件, 2011 年来自苹果的收入大约 1 亿元左右, 预计随着下半年 MEMS 产品的供货上量, 会有一个比较大的增长。此外, 华为的订单也有较大增长, 上半年受国产智能机出货影响, 预计执行进度低于预期。
- 小公司大市场蕴育巨大弹性。我们分析随着智能终端市场的迅速发展, 微电声市场需求将大幅增长。2011 年公司收入仅 4.5 亿元, 未来随着客户拓展、以及从元件向模组拓展, 公司业绩存在巨大弹性。我们看好公司在该领域的长期积累和巨大弹性, 也是我们持续推荐的根本逻辑。
- “强烈推荐”评级、目标价格 25.5 元/股。我们预测公司 12-14 年净利润分别为 0.72、1.02 和 1.38 亿元, 每股收益分别为 0.60、0.85 和 1.15 元。“强烈推荐”评级, 目标价格 25.5 元/股、对应 2013 年 30 倍 PE。

风险提示: 市场竞争风险、客户集中度风险、毛利率下滑风险、募投项目风险等

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	452	612	841	1155
收入同比(%)	17%	35%	37%	37%
归属母公司净利润	53	72	102	138
净利润同比(%)	6%	35%	42%	35%
毛利率(%)	31.3%	30.2%	30.1%	30.0%
ROE(%)	21.0%	11.5%	14.4%	16.9%
每股收益(元)	0.45	0.60	0.85	1.15
P/E	49.41	36.54	25.82	19.14
P/B	10.39	4.18	3.71	3.22
EV/EBITDA	31	27	19	14

资料来源: 中投证券研究所

## 一、合并利润表比较

表 1: 2011 年和 2012 年上半年合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2011H1	2012H1	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	22641.14	22674.07	0.15%	
其中: 营业收入	22641.14	22674.07	0.15%	--
二、营业总成本	20490.76	20420.26	-0.34%	
其中: 营业成本	15715.73	15831.01	0.73%	--
营业税金及附加	164.67	217.84	32.29%	城建及教育附加、水利基金
营业费用	739.86	683.49	-7.62%	--
管理费用	3181.18	3288.12	3.36%	--
财务费用	507.56	117.99	-76.75%	借款减少、存款利息收入增加
资产减值损失	181.76	281.80	55.04%	--
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	--	--
投资收益	0.00	1.44	--	--
三、营业利润	2150.38	2255.25	4.88%	
加: 营业外收入	335.97	257.99	-23.21%	政府补助减少
减: 营业外支出	12.36	11.89	-3.80%	--
四、利润总额	2473.99	2501.36	1.11%	
减: 所得税	297.55	301.66	1.38%	--
五、净利润	2176.44	2199.70	1.07%	
少数股东损益	0.00	0.00	--	--
归属于母公司所有者净利润	2176.44	2199.70	1.07%	--
六、摊薄每股收益 (元)	0.181	0.183	1.07%	

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

其中第 2 季度实现收入 1.21 亿、同比下滑 1.32%、环比增长 15.2%，营业利润 1482 万、同比增长 7.8%、环比增长 91.9%，净利润 1397 万、同比增长 2.7%、环比增长 74.3%，综合毛利率 30.2%、同比和环比基本稳定。

## 二、营业收入、利润构成及主营业务竞争地位

图 1: 公司营业收入构成

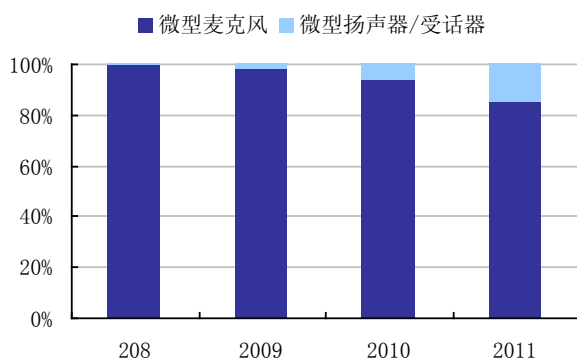
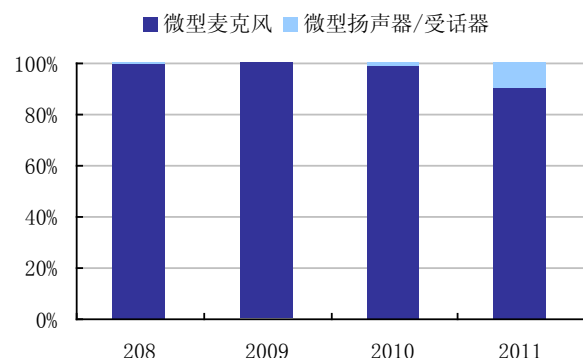


图 2: 公司营业毛利结构



资料来源: 公司报表

目前公司主要产品包括微型麦克风（驻极体和 MEMS 麦克风）、微型扬声器/受话器和电声组件及系统这三大类。目前公司收入和利润主要来源是微型驻极体麦克风，微型扬声器/受话器份额在不断提高。

目前在公司最核心的微型驻极体麦克风市场，主要竞争对手是歌尔声学、韩国宝星（BSE）、日本星电（Hosiden）；在扬声器/受话器行业主要竞争对手是瑞声、星电、恩智浦、歌尔和新嘉联。在 MEMS 市场主要竞争对手是美国楼氏集团和国内的瑞声、歌尔。

**表 2：微型驻极体麦克风行业主要企业最近三年的产量**

（亿只）	2008 年	2009 年	2010 年
歌尔声学	3.10	3.42	4.74
宝星	5.31	4.53	4.65
星电	5.11	5.00	3.60
共达电声	2.04	1.87	3.34

资料来源：中电元信息中心、公司招股书

### 三、募投项目及产能变化

公司 IPO 募投项目大致可以分为两类：一是传统的驻极体麦克风和扬声器/受话器的产能扩充，一是新建 MEMS 麦克风和超薄平板音响项目。五个项目计划总投资 3 亿元，建设周期 3 年。

**表 3：募集资金投资项目及投资进度**

项目（单位：万元）	总投资额	第 1 年	第 2 年	第 3 年
微型驻极体麦克风技改	4079	2095	1808	176
微型扬声器/受话器技改	9712	5282	3872	558
新建硅微麦克风项目	5527	2675	2232	620
新建超薄平板电视音响项目	6939	3378	3168	393
工程技术研发中心	3826	3826		
总计	30083	17256	11080	1747

资料来源：公司招股书

驻极体麦克风技改项目将手工生产线改造成全自动生产线，项目建成后产能将从目前的 3.5 亿只增加到 4.5 亿只，新增年产能 1 亿只。扬声器/受话器项目新建自动生产线 4 条、半自动生产线 12 条，项目建成后产能将由 2200 万只增加到 15000 万只，新增年产能 12800 万只。硅微项目建成后年产硅微麦克风 1.2 亿只，其中数字硅微麦克风 6000 万只，模拟硅微麦克风 6000 万只。超薄平板音响项目建成后年产阵列模组 200 万套。

**表 4：产能变化情况**

（万只）	2010 年	项目新增产能	增加比例	达产后整体产能
微型驻极体麦克风	35000	10000	29%	45000
微型扬声器/受话器	2200	12800	582%	15000
硅微麦克风	0	12000	--	12000
超薄平板音响阵列模组	0	200	--	200
合计	37200	35000	94%	72200

资料来源：公司招股书

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	318	421	374	381
现金	67	276	174	106
应收账款	119	145	200	274
其他应收款	8	0	0	1
预付账款	21	0	0	0
存货	82	0	0	0
其他流动资产	20	0	0	0
<b>非流动资产</b>	204	389	566	732
长期投资	0	0	0	0
固定资产	143	356	533	699
无形资产	33	33	33	33
其他非流动资产	27	0	0	0
<b>资产总计</b>	522	811	940	1114
<b>流动负债</b>	263	179	228	294
短期借款	81	50	50	50
应付账款	86	107	147	202
其他流动负债	96	22	31	42
<b>非流动负债</b>	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	0	0	0
<b>负债合计</b>	267	179	228	294
少数股东权益	0	0	0	0
股本	90	120	120	120
资本公积	28	311	311	311
留存收益	137	200	281	388
归属母公司股东权益	254	631	712	819
<b>负债和股东权益</b>	522	811	940	1114

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	57	213	122	168
净利润	53	72	102	138
折旧摊销	22	13	23	33
财务费用	12	4	2	4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-34	126	-9	-12
其他经营现金流	3	-2	3	4
<b>投资活动现金流</b>	-62	-200	-200	-200
资本支出	62	200	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	29	196	-24	-35
短期借款	51	-31	0	0
长期借款	-69	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	6	284	0	0
其他筹资现金流	41	-87	-24	-35
<b>现金净增加额</b>	23	208	-102	-67

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	452	612	841	1155
营业成本	310	427	588	808
营业税金及附加	3	0	1	1
营业费用	13	18	25	35
管理费用	57	77	105	144
财务费用	12	4	2	4
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	55	85	120	162
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	62	85	120	162
所得税	9	13	18	24
<b>净利润</b>	53	72	102	138
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	53	72	102	138
EBITDA	89	102	146	200
EPS (元)	0.45	0.60	0.85	1.15

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.8%	35.5%	37.4%	37.3%
营业利润	7.7%	54.8%	41.5%	34.9%
归属于母公司净利润	5.9%	35.2%	41.5%	34.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.3%	30.2%	30.1%	30.0%
净利率	11.8%	11.8%	12.2%	12.0%
ROE	21.0%	11.5%	14.4%	16.9%
ROIC	16.7%	18.7%	17.7%	18.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.3%	22.1%	24.2%	26.4%
净负债比率	57.67	27.91%	21.98	17.00%
流动比率	1.21	2.35	1.64	1.30
速动比率	0.90	2.35	1.64	1.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.92	0.96	1.12
应收账款周转率	4	4	5	5
应付账款周转率	3.81	4.43	4.63	4.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.60	0.85	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.77	1.01	1.40
每股净资产(最新摊薄)	2.12	5.26	5.93	6.83
<b>估值比率</b>				
P/E	49.41	36.54	25.82	19.14
P/B	10.39	4.18	3.71	3.22
EV/EBITDA	31	27	19	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李超, 电子行业分析师。理学学士、管理学硕士, 在富士通(中国)通信业务部门工作多年, 2008年6月加入中投证券研究所。先后获得今日投资 09 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 10 年行业研究领先奖、今日投资 11 年盈利预测最准分析师奖。

覆盖公司: 生益科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、立讯精密、长盈精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、星星科技、安洁科技、中瑞思创、达华智能、北斗星通、国腾电子、江海股份、银河磁体、环旭电子、共达电声等。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434