

强烈推荐-A (维持)

立讯精密 002475.SZ

目标估值: 28 元  
当前股价: 20.98 元  
2017 年 09 月 01 日

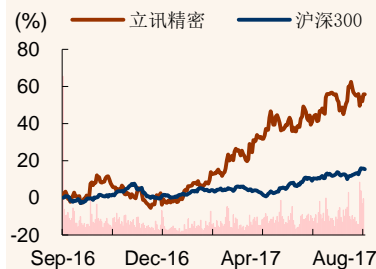
大股东收购德国 ZF-TRW 资产，  
促进上市公司汽车业务长线发展！

基础数据

上证综指	3361
总股本 (万股)	317296
已上市流通股 (万股)	281077
总市值 (亿元)	666
流通市值 (亿元)	590
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	12.0
资产负债率	40.9%
主要股东	立讯有限公司
主要股东持股比例	50.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	46	56
相对表现	-2	35	41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《立讯精密 (002475) —上半年业绩超预期, 新品投入给明年带来可观弹性!》2017-08-25
- 2、《立讯精密 (002475) —二季度展望大超预期, 下半年新品放量更值得期待》2017-04-26
- 3、《立讯精密 (002475) —新品新业务全面布局, 新一轮高速增长开始》2017-04-20

鄢凡

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S1090511060002

研究助理

涂围

tuwei@cmschina.com.cn

事件:

- 1、针对网络媒体出现“立讯精密收购德国采埃孚的车身控制业务, 据知情人士称该业务价值约 12 亿美元”等相关传闻, 公司于 8 月 31 日上午紧急停牌并于当晚发布澄清并复牌公告。
- 2、澄清要点主要为: 1) 此次交易为公司控股股东“香港立讯有限公司”购买德国采埃孚子公司 TRW 的全球车身控制系统事业部, 购买主体不是上市主体“立讯精密工业有限公司”; 2) 该事业部在产品技术和业务市场等方面与立讯精密不同, 不存在同业竞争关系, 控股股东拟将其作为一个独立公司进行运营, 目前没有将该部分资产注入上市公司的计划。
- 3、德国采埃孚针对此次交易在官网亦发布了详尽的中英文新闻稿。

评论:

1、交易双方情况: 立讯有限与 ZF-TRW

收购方香港立讯有限公司是上市主体立讯精密工业股份有限公司的控股股东 (持股 50.06%), 创始人王来春和王来胜分别持有立讯有限 50% 股份。出售方德国采埃孚股份公司 (ZF Friedrichshafen AG) 是全球最大的汽车零部件供应商之一, 2016 年采埃孚营收达到 352 亿欧元, 全球排名第二, 仅次于博世, 其在 14 年以 135 亿美元收购了美国天合汽车 (TRW)。此次收购资产即来自于 ZF 子公司 TRW 的全球车身控制系统业务 (包含射频电子)。

2、收购资产概况: 汽车界面方案的领军者及全球生产企业

TRW 车身控制部分拥有约 6,000 名员工, 业务横跨 11 个国家的 16 个据点, 在 5 个国家拥有 11 个销售及工程办公室。其客户来自东欧、西欧及亚洲, 尤以中国、北美及南美为重点, 包括大众、福特、菲亚特、GM 等。作为汽车界面方案的领军者及全球生产企业, 车身控制系统业务包括复杂开关、转向柱控制模块、暖通空调自控、电动和机械转向柱锁、远程无键和被动进入系统、轮胎压力监测系统, 及雨水、光线、湿度及阳光感应器等。根据 TRW 被收购前的财报, 2014 年 TRW 总营收为 175 亿美元, 其中车身控制占收入比例为 4.5%, 对应收入大约为 7.9 亿美元, 我们推测目前收入规模会更大。根据新闻稿, 立讯有限此次收购车身控制系统业务后有望重点发展先进人机界面 (Advanced Human Interface Solutions) 方案, 我们认为迎合了汽车产业智能化发展的趋势。

3、协同效应: 大股东收购该资产将促进上市公司汽车业务长线发展!

汽车业务一直是立讯精密持续重点布局的领域。目前立讯精密旗下与汽车业务相关的子公司包括昆山立讯工业 (精密连接)、福建源光电装 (控股 55%, 与住友合资)、德国 SUK (精密注塑件) 和晋江立讯 (新能源) 等, 另外, 主力做 3C 产品的昆山联滔、立讯电子科技 (原丰岛电子)、江西和深圳工厂亦有参与做一些汽车电子跨界产品。我们认为, 大股东此次收购的资产, 虽然暂时是独立运营但对于上市公司的汽车业务长线协同作用明显: 其一, 能作为一级系统厂帮助上市公司导入更多优质汽车客户; 其二, 产品线互补, 能够极大增强立讯集团的汽车业务竞争力; 其三, 帮助上市公司汽车业务快速实现全球化; 其四, 跨界合作, 立讯精密在消费类客户和电子技术方面有深厚积累, 尤其和苹果、特斯拉等美资客户有良好关系, 将有助于集团共同把握未来 AHIS 的产业机会。

4、投资建议: 维持强烈推荐和 28 元目标价!

我们看好公司在 3C、通讯和汽车业务全面布局的长线成长逻辑, 当前消费电子的新品序列将给未来三年带来强劲增长动能, 而通讯和汽车业务打开长线空间。我们维持 17/18/19 年 EPS 为 0.58/0.94/1.36 元, 当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍, 维持“强烈推荐-A”和 28 元目标价, 招商电子首推三剑客品种!

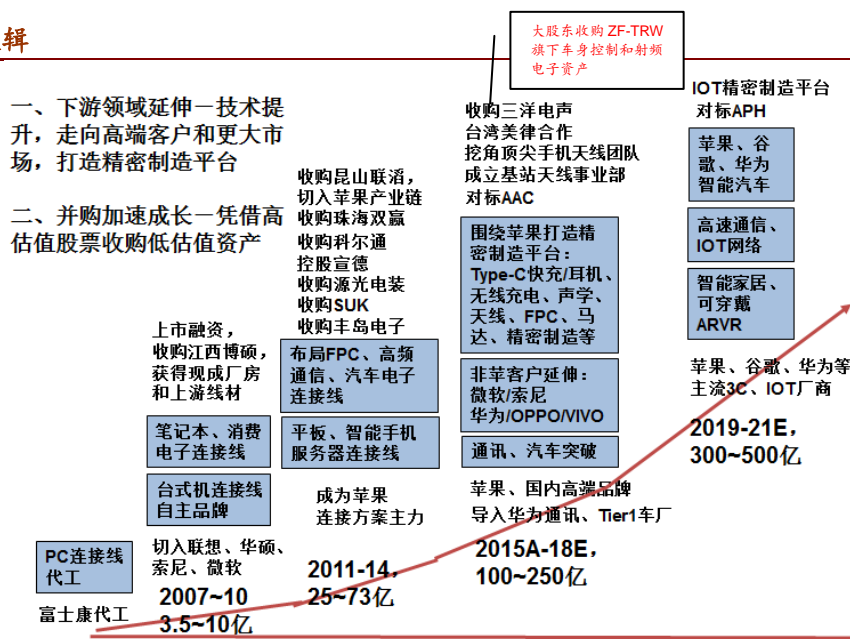
风险因素: 大客户销售不及预期, 新品新业务布局不及预期, 竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10139	13763	20658	31400	45529
同比增长	39%	36%	50%	52%	45%
营业利润(百万元)	1207	1303	2128	3473	5081
同比增长	50%	8%	63%	63%	46%
净利润(百万元)	1079	1157	1851	2969	4300
同比增长	71%	7%	60%	60%	45%
每股收益(元)	0.34	0.36	0.58	0.94	1.36
PE	61.8	57.6	36.0	22.4	15.5
PB	12.0	5.9	4.8	4.1	3.4

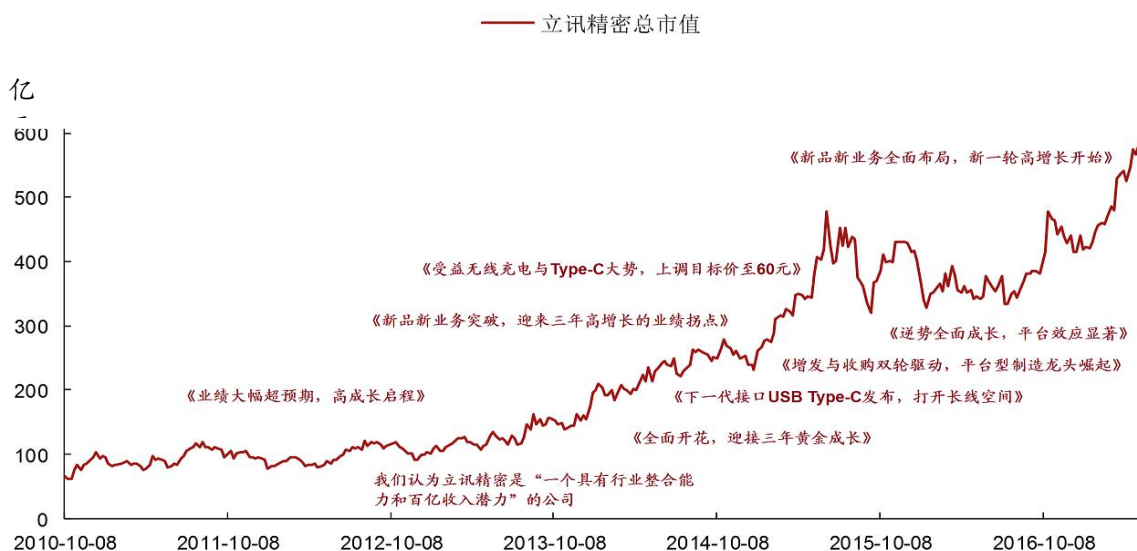
资料来源：公司数据、招商证券

图 1 立讯精密成长逻辑



资料来源：招商证券

图 2 招商证券电子组立讯精密 7 年研究历史



资料来源：招商证券

## 一、大股东立讯有限收购 ZF-TRW 汽车电子资产详解

### 1、交易双方介绍

根据公司公告，德国当地时间 2017 年 8 月 30 日，公司控股股东香港立讯有限公司（Luxshare Limited，以下简称“Luxshare”）与 TRW Automotive Inc.（系德国采埃孚公司 ZF 的全资子公司，以下简称“TRW”）在德国法兰克福就购买 TRW 旗下的全球车身控制系统事业部（包含资产或股权）

立讯有限公司（Luxshare Limited，简称“立讯有限”）成立于 1999 年 8 月 27 日，注册地为香港，为王来春和王来胜共同控制公司。立讯有限公司是 A 股上市公司立讯精密工业股份有限公司（简称“立讯精密”）的母公司，根据上市公司 2016 年年报，立讯有限持有立讯精密股权比例为 50.01%。

图 3 立讯精密、立讯有限及创始人股权关系



资料来源：招商证券

立讯精密工业股份有限公司是国内乃至全球连接器行业的领军企业。公司于 2004 年成立，2010 年在深圳 A 股挂牌上市，10 年营收 10 亿元人民币左右，到 2015 年公司营收正式突破百亿，16 年营收达到 137.6 亿元。上市至今，公司营收增长超过 13 倍，净利润增长超过 10 倍，市值增长超过 9 倍。公司目前业务主要分布于消费电子、电脑、汽车、通信、医疗等领域。2016 年，公司汽车业务收入为 9.03 亿人民币，占比为 6.57%。

根据业界普遍采用的国际连接器行业第三方研究机构 Bishop and Associates 发布的统计报告，按照市场份额进行的 2015 年全球连接器厂商排名中，立讯精密在 Top 10 榜单中排名第九，是大陆地区唯一进入前十的企业，与泰科、安费诺、莫仕等百余年历史的企业并列。2016 年立讯精密的排名再前进一名，超过日本压着端子，排名全球第八。

表 1：全球前十连接器厂商（2016 年）

排名	企业名称	地区
1	泰科	美国
2	安费诺	美国
3	莫仕	美国
4	德尔福	美国
5	矢崎	日本
6	富士康	中国台湾
7	航空电子	日本
<b>8</b>	<b>立讯精密</b>	<b>中国大陆</b>
9	JST	日本
10	广濑电机	日本

资料来源：BISHOP AND ASSOCIATES，招商证券

德国采埃孚股份公司 (ZF Friedrichshafen AG) 是全球最大的汽车零部件供应商之一，公司历史最早可以追溯到 1908 年人类刚刚开始使用汽车的时代。ZF 目前是传动系统、底盘技术、主动和被动安全技术的全球领先者。该公司拥有全球约 13.7 万名员工，在 40 个国家的 230 个地点。2016 年，ZF 销售额达到 352 亿欧元。

2015 年采埃孚完成了公司历史上的一次重要收购，以交易总价约 135 亿美元（包含债务），交易价格 117 亿美元，收购了美国汽车零部件制造商天合汽车控股公司 (TRW Automotive)。此次收购使得采埃孚在全球汽车零配件供应商的排名从第九名提升至第 2 名，超过了 Magna 和日本电装。立讯有限此次收购的车身控制系统业务（包括射频电子）即是来自原天合汽车 TRW 公司。

表 2：全球前十大汽车零配件供应商排名和营收

2017			2014		
排名	企业	营收 (单位: 亿美元)	企业	营收 (单位: 亿美元)	
1	罗伯特·博世	465	罗伯特·博世	401.83	
2	<b>采埃孚</b>	384.65	电装	358.49	
3	麦格纳国际	364.45	麦格纳国际	343.75	
4	电装	361.84	大陆	335	
5	大陆	326.8	爱信精机	271.25	
6	爱信精机	313.89	现代摩比斯	246.77	
7	现代摩比斯	272.07	佛吉亚	239.5	
8	佛吉亚	207	江森自控	234.4	
9	李尔	185.58	<b>采埃孚</b>	204.34	
10	法雷奥	173.84	李尔	162.34	

资料来源：美国汽车新闻，招商证券

作为全球汽车零部件巨头，采埃孚的产品系列非常全，包含以下一些产品线：

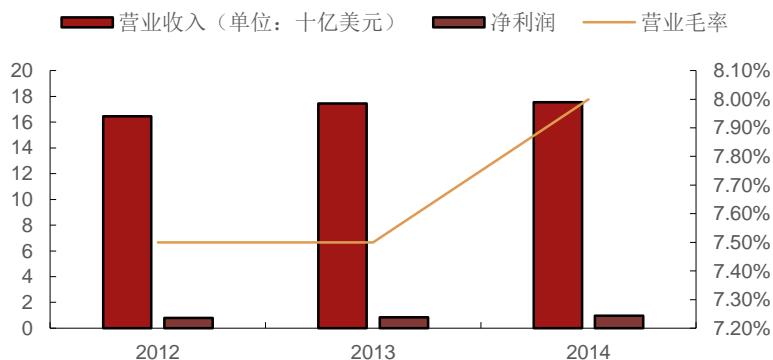
1. 汽车传动技术：自动变速箱，手动变速/双离合变速器，轴驱动，动力模组。
2. 汽车底盘技术：底盘系统，底盘部件，悬挂技术。
3. 商用车技术：卡车及箱式货车传动技术，公交及大巴的轮轴和变速箱系统，商用车底盘模组，商务车动力模组，商务车转向系统。
4. 工业技术：非公路车辆转动系统，工业驱动，船舶及特种车辆传动技术，测试系统，航空技术，风能技术。
5. 电动车：电子系统，电力牵引驱动（纯电力和混合动力牵引应用技术），系统工厂
6. ZF 零件市场：提供全球汽车零部件的产品和维修
7. 主动及被动安全系统：制动系统，转向系统，乘员安全系统，电子器件，车身控制系统。

此次采埃孚 ZF 出售 TRW 旗下运作良好的业务，我们认为有几方面原因：1、立讯有限旗下上市公司与全球车身控制系统事业部及射频电子产品线有许多互补及关联；2、可能 ZF 公司更加看重 TRW 在自动驾驶和安全系统的相关业务对其产品线的丰富和补充，其他业务可以灵活处理；3、ZF 公司资产负债率较高，出售资产有助于降低财务风险。16 年 ZF 公司资产负债率达到近 80%，处于较高水平。2015 年 ZF 已经出售了 ZF TRW 旗下的 Engine Values 和 Linkage&Suspension 业务，也显示了降低资产负债率聚焦主战略的愿望。

天合汽车 TRW 在 14 年被采埃孚收购，我们亦详细整理了 TRW 的相关信息。

根据公司年报天合汽车 14 年营收 175 亿美元，旗下业务可以细分为制动、转向、模组、气囊等 13 个业务。其中 2014 年天合汽车的车身控制占收入比例为 4.5%，收入约为 7.9 亿美元。

图 4 天合汽车 TRW 收入、利润、毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 3：天合汽车 TRW 各项收入占比

	2014	2013	2012
销售额 (单位：十亿美元)	17.5	17.4	16.4
生产线各销售占比部分			
基础制动	17.0%	15.5%	14.9%
转向装置	15.7%	15.5%	15.9%
模组	11.1%	15.5%	16.1%
气囊	10.5%	10.2%	10.2%
制动控制	8.3%	7.8%	7.2%
零件	7.4%	7.2%	7.3%
方向盘	7.2%	6.9%	6.8%
电子器件	5.8%	4.4%	4.3%
车身控制	4.5%	4.6%	4.3%
方向盘	4.5%	4.3%	4.4%
发动机气门	3.4%	3.5%	3.8%
扣件和组件	2.8%	2.8%	2.8%
联动悬浮	1.8%	1.8%	2.0%

资料来源：公司公告、招商证券

天合汽车公司 2014 年年报把各项业务分为了四类：底盘系统、乘员安全系统、车身零部件。

### 1) 底盘系统：

底盘系统部分专注于制动、驾驶、模组、连接和悬架 (suspension) 等产品和系统的设计、制造以及销售。主要向 OEMs 和其他一供级别销售我们的底盘产品和系统，也通过 OEM 服务组织和独立分布网络把这些产品销售给全球的售后市场。

### 2) 乘员安全系统：

乘员安全系统部分专注于安全气囊、安全带、方向盘产品和系统的设计、制造以及销售。主要向 OEMs 和其他一供级别销售我们的乘员安全系统，也向 OEM 服务组织销售这些产品和系统。

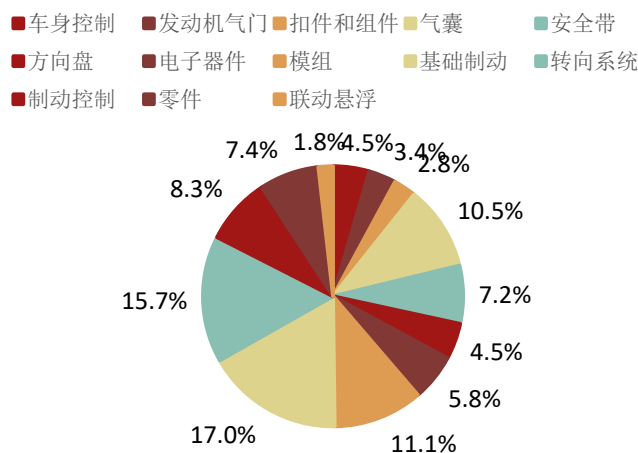
3) 汽车电子器件:

电子器件部分专注于安全、底盘、RF、动力传动系统、协助驾驶系统、摄像机、雷达等系统中电子元器件的设计、制造以及销售。主要向 OEM 和公司底盘系统部分（制动和驾驶应用）销售电子器件产品，向 OEM 服务组织销售这些产品和系统。

4) 车身零部件:

汽车零部件部分专注于**车身控制**、引擎阀门、工程紧固件和工程元器件的设计、制造以及销售。主要向 OEMs 和其他一供级别以及特定的非汽车市场和客户销售我们的汽车零部件，也向 OEM 服务组织销售这些产品和系统。另外也向售后市场独立的经销商销售引擎阀门和车身控制产品。

图 5 天合汽车 TRW 收入占比图 (2014 年)



资料来源: 招商证券

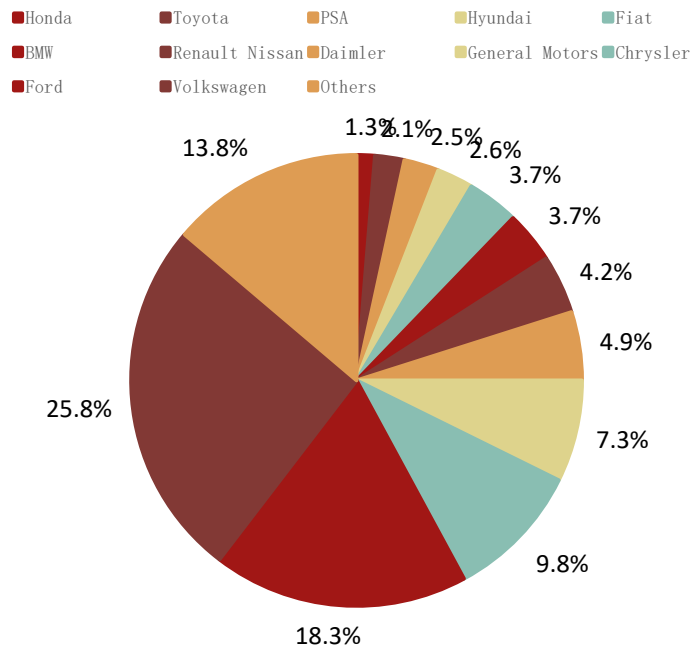
包括大众、福特、菲亚特、GM 等全球最大的汽车领导企业都是天合汽车 TRW 的重要客户。

表 4: 天合汽车 TRW 收入客户占比情况

汽车集团	品牌	2014	2013
Volkswagen	Volkswagen,Audi,Skoda,Seat,Porsche	25.80%	24.70%
Ford	Ford	18.30%	18.50%
Fiat	Chrysler,Alfa Fiat,Ferrari,Maserati,Alfa Romeo	13.50%	13.50%
GM	General Motors,Opel	7.30%	10.10%
Others		35.10%	33.20%

资料来源: 公司公告, 招商证券

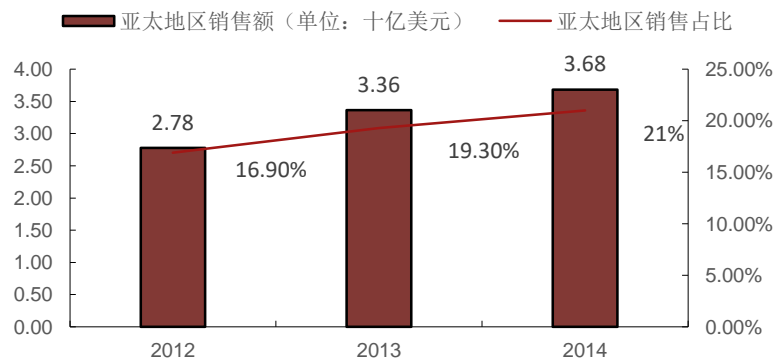
图 6 天合汽车 TRW 收入客户占比情况 (2014 年)



资料来源：公司公告，招商证券

天合汽车被收购之前，在以中国为代表的亚太地区表现良好。2013 年，TRW 亚太区销售额达到 33 亿美元，占 TRW 全球销售额的 19%，名列第三，而中国又占亚太区业务的 90%以上，已经跃升为 TRW 全球战略的新中心。在中国乘用车市场处于 7%~8%的增速时，TRW 的增速却保持在 20%左右，其新的安全技术产品在华的应用率越来越高。

图 7 天合汽车 TRW 亚太地区收入快速增长



资料来源：公司公告，招商证券

## 2、收购资产介绍

此次立讯有限收购的是采埃孚的全球车身控制系统事业部及射频电子(Radio Frequency Electronics)产品线。

采埃孚天合(ZF TRW)的车身控制系统业务(包括射频电子)拥有约6,000名员工,业务横跨11个国家的16个据点,在5个国家拥有11个销售及工程办公室。其客户来自东欧、西欧及亚洲,尤以中国、北美及南美为重点。作为汽车界面方案的领军者及全球生产企业,车身控制系统业务包括复杂开关、转向柱控制模块、暖通空调自控、电动和机械转向柱锁、远程无键和被动进入系统、轮胎压力监测系统,及雨水、光线、湿度及阳光感应器。

我们摘录了几个代表性的产品作为参考。

### 1、车身控制模块

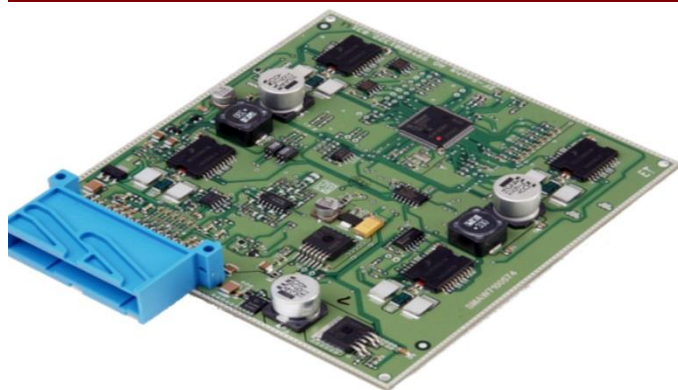
汽车的转向柱、空调、钥匙门禁等系统都需要电子控制单元来实现对电气系统的控制。随着电气系统的数目增加,汽车中对于更多控制器的需求也见长。从座位调整和无钥匙门禁系统到电子减振系统,所有达到一定复杂度的电气系统都需要控制器。

图8 车身控制单元



资料来源：采埃孚官网，招商证券

图9 车身控制单元



资料来源：采埃孚官网，招商证券

### 2、射频电子：遥控无钥匙进入(RKE)系统

免钥匙进入使得车辆锁闭和解锁以及启动发动机更为方便。遥控无钥匙进入(RKE)系统可以只按一下遥控器上的按钮即可锁住或解锁车辆。公司的传统RKE系统包括遥控钥匙和接收电控单元。遥控钥匙可以在按下按钮后用加密编码发送驾驶员的锁闭/解锁指令,而接收电控单元则可以验证信号,并控制车门的锁闭/解锁操作。



图 10 采埃孚天合 RKE 系统



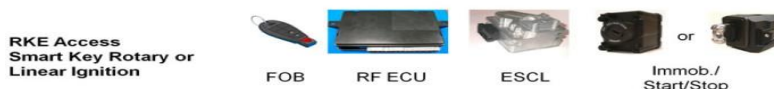
资料来源：采埃孚官网，招商证券

图 11 采埃孚天合 RKE 系统



资料来源：采埃孚官网，招商证券

图 12 采埃孚天合 RKE 系统

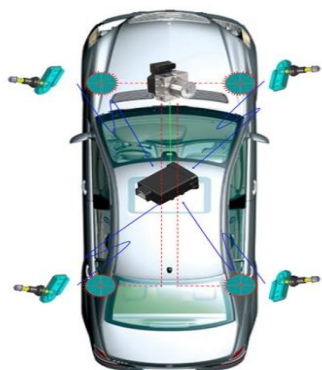


资料来源：采埃孚官网，招商证券

### 3、胎压监测系统

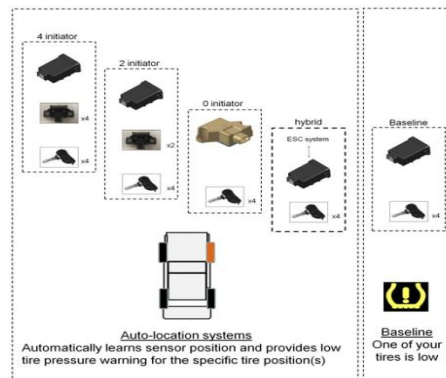
强大的胎压监测系统可以检测气压和温度的变化。胎压监测系统 (TPMS) 可以警告驾驶员车胎压力的下降。安装在车轮的传感器将气压和温度数据从每个车轮发送到 TPMS 远程频率 (RF) 接收器。RF 接收器通过电子显示屏或报警灯向驾驶员发出低压警报，以及通报可选的胎压状态。基本型系统提供低胎压一般警报，加强型系统则可以识别哪些特定的轮胎受到影响。

图 13 采埃孚天合胎压监测系统 (TPMS)



资料来源：采埃孚官网，招商证券

图 14 采埃孚天合胎压监测系统 (TPMS)

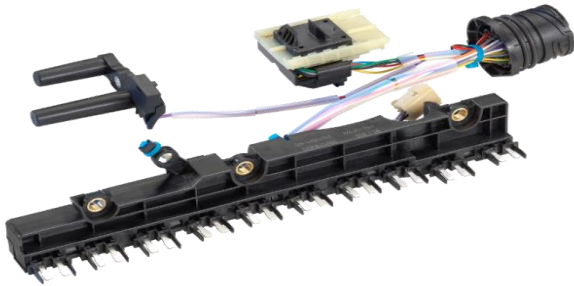


资料来源：采埃孚官网，招商证券

### 3、传感器解决方案

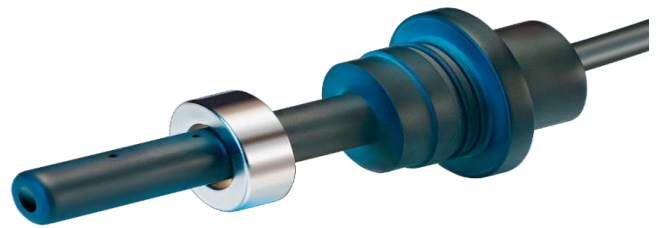
传感器对于汽车的各个功能系统的整车运转都极为重要。不管是对于手动还是自动变速器、转向系统、刹车或是离合器来说，要减轻车辆重量，机电整合解决方案都是热门选项。这要的解决方案要求使用先进模块，这样的模块须配有不仅高度灵敏而坚固，使用寿命还长的传感器。在各种要求进行非接触式测量或需要诊断性开关解决方案的位置都需要使用传感器。

图 15 采埃孚天合各类非接触式传感器



资料来源：采埃孚官网，招商证券

图 16 采埃孚天合各类非接触式传感器



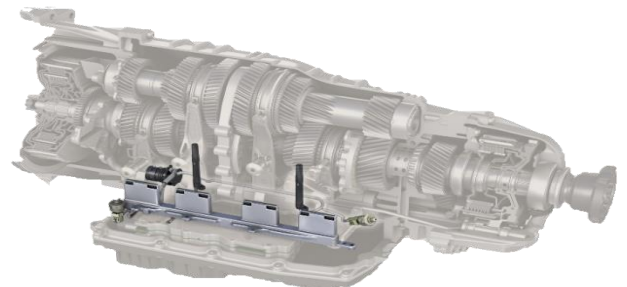
资料来源：采埃孚官网，招商证券

图 17 采埃孚天合各类非接触式传感器



资料来源：采埃孚官网，招商证券

图 18 采埃孚天合各类非接触式传感器



资料来源：采埃孚官网，招商证券

根据 ZF 官网信息，立讯有限董事长王来春女士表示：“全球车身控制系统业务将会成为立讯有限业务的增长点。立讯将运用其长足发展的经验，帮助车身控制系统业务团队壮大业务，实践成为全球汽车界面解决方案领军者的策略。集团将为全球车身控制系统业务打开新的客源，提供与汽车应用相关的消费品类技术，推进中国业务，并提供使业务进一步增长所需的资源。”此外，立讯有限将坚持投入研发，提升其市场竞争力及渗透度，并支持车身控制系统业务按计划设立**先进人机界面(Advanced Human Interface Solutions)**方案的产品线。

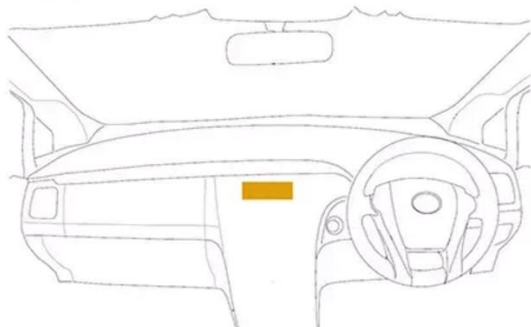
汽车智能化的一个大的升级就是车内屏幕的增加和人机交互的升级。根据英国咨询公司 SBD 的调研分析，从 2002 年到 2016 年 15 年间，汽车内变化最大的一块领域就是车

载娱乐系统以及车内交互系统的发展，体现在中控、仪表盘、抬头显示、语音控制（虚拟私人助理）、手势控制五个方面。

立讯有限此次收购采埃孚天合的车身控制系统业务后有望重点发展先进人机界面 AHIS 方案产品线，我们认为迎合了汽车产业智能化发展的趋势，尤其是在人机交互这样升级大，机会更多的领域，在立讯集团的培育下有望获得新的成长动能。

图 19 汽车内人机交互升级（2002）

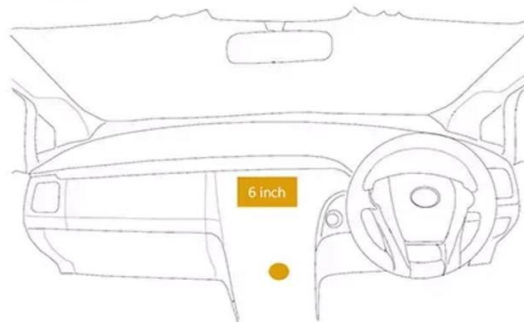
Central display trends 2002



资料来源：SBD，招商证券

图 20 汽车内人机交互升级（2012）

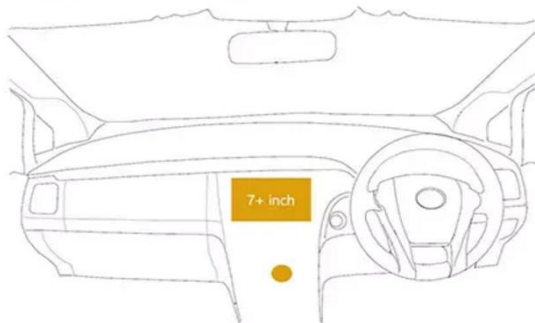
Central display trends 2012



资料来源：SBD，招商证券

图 21 汽车内人机交互升级（2016）

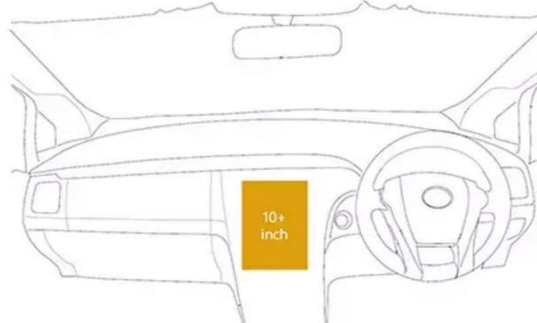
Central display trends 2016



资料来源：SBD，招商证券

图 22 汽车内人机交互升级（2016）

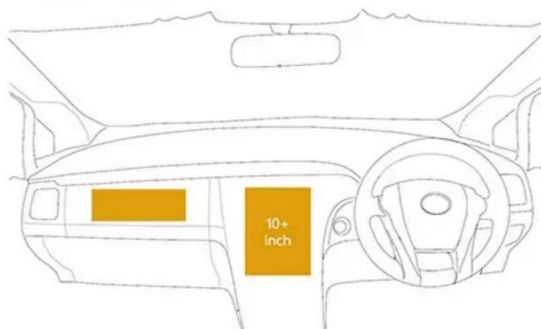
Central display trends 2016



资料来源：SBD，招商证券

图 23 汽车内人机交互升级（2020）

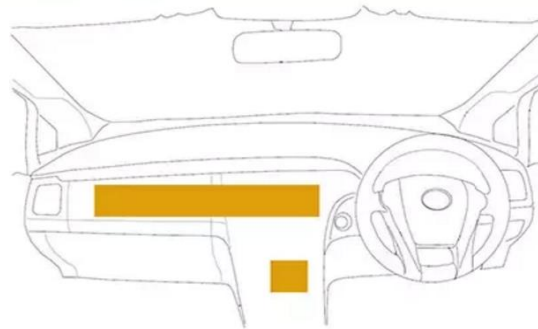
Central display trends 2020



资料来源：SBD，招商证券

图 24 汽车内人机交互升级（2020）

Central display trends 2020



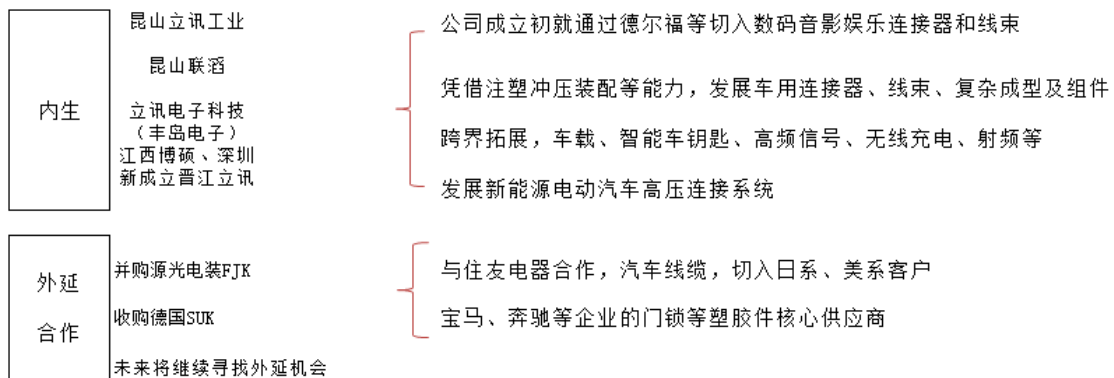
资料来源：SBD，招商证券

## 二、大股东此次收购将促进上市公司汽车业务长线发展

汽车业务一直是立讯精密持续重点布局的领域。目前立讯精密旗下与汽车业务相关的子公司包括昆山立讯工业、福建源光电装（控股 55%，与住友合资）、德国 SUK 和晋江立讯智联等，另外，主力做 3C 产品的昆山联滔、立讯电子科技（原丰岛电子）、江西和深圳工厂亦有参与做一些汽车电子跨界产品。

公司从上市初就有通过德尔福等一级供应商供应数码影音娱乐线束和连接器。后来公司在 11 年 10 月成立立讯精密工业（昆山）有限公司专注做汽车和医疗业务，下设汽车电子事业处、汽车线束事业部、医疗线束事业部、3C 及汽车装配事业处。之后于 12 年并购福建源光电装，与住友合作，拓展日系客户；14 年并购德国 SUK，其在汽车精密塑胶件领域掌握领先的软硬复合材料 2K 技术、蜂窝射出成型 MUCCELL 及混合动力等技术，亦是宝马奔驰的门锁等塑胶件核心供应商，通过收购可大幅增强在汽车精密塑胶件的技术实力，并拿到优质德国客户的供应商资质；17 年 4 月，公司新成立晋江立讯，主要产品为新能源电动汽车高压连接系统（包含连接器，高压线束总成，充电连接器，复合母排），是公司开展新能源电动汽车零部件战略的重要举措。

图 25 立讯精密的汽车布局（母公司收购资产以前）



资料来源：公司公告，招商证券

至今，公司汽车业务共有多个品类，包括连接器和线束（包含各类影音娱乐、引擎、车身和门以及车灯 Harness 线束、ECU\Sensor 连接器）、结构件（包括 INSERT MOLDING 和 MUCCELL molding，各类金属、注塑部件、执行件等）、高压连接器和充电设备等。16 年汽车业务合计共有 9.03 亿营收，其中立讯精密工业（昆山）有限公司，收入 3.69 亿，净利润 3761 万，其中以汽车业务为主；福建源光电装，营收 5.5 亿，净利润 2765 万；德国 SUK 营收 1.52 亿，净利润 79.6 万。17 年上半年汽车业务合计共有 4.14 亿。

公司当前已经切入诸多海内外车厂如奔驰、宝马、尼桑、英菲尼迪等以及国内长城、吉利、众泰等供应商体系，并切入到主要的一级系统厂如德尔福、大陆、博世等。

我们分析立讯精密的汽车业务发展策略：**一是自建**，利用注塑冲压装配等能力，继续发展车用连接器，线束，复杂成型及组件等产品线；**二是跨界**，用新型线束替代，并切入车载智能终端，穿戴式设备，智能车钥匙，高频信号接收与传输，电源控制管理，无线充电、射频等；**三是外延**，紧扣汽车工业未来发展主题，寻求合适的外部投资合作机会。

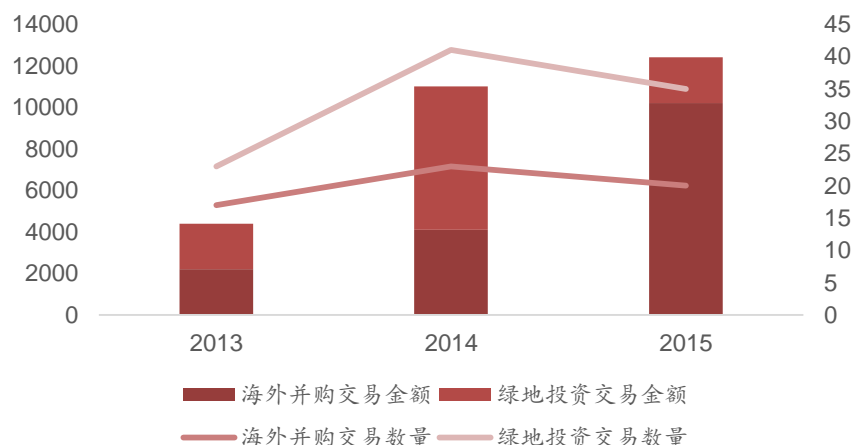
而此次大股东收购的汽车资产，虽然暂未进入上市公司体系，但我们认为对立讯精密的汽车业务长线发展仍有不错的协同效应：

- 1、**客户资源。**采埃孚 TRW 是大众、福特、菲亚特、GM 等多家主要车厂的一级供应商，其将帮助上市公司的汽车业务客户导入。
- 2、**产品业务线互补。**采埃孚的全球车身控制系统事业部及射频电子产品线，其产品和技术与立讯精密汽车业务有许多互补及关联，将增强立讯集团的整体汽车业务能力。尤其是加强先进人机界面方案(Advanced Human Interface)的能力。
- 3、**帮助完成全球化布局。**采埃孚天合 (ZF TRW) 车身控制系统业务 (包括射频电子) 拥有约 6,000 名员工，业务横跨 11 个国家的 16 个据点，在 5 个国家拥有 11 个销售及工程办公室。其客户来自东欧、西欧及亚洲，尤以中国、北美及南美为重点。其加入立讯集团，将加快上市公司汽车业务的全球化。
- 4、**跨界合作布局。**立讯精密在消费类客户和电子技术方面有深厚积累，尤其和苹果等客户关系密切，并在特斯拉亦有良好关系。集团将帮助车身控制系统业务团队壮大业务，实践成为全球汽车界面解决方案领军者的策略。集团将为全球车身控制系统业务打开新的客源，提供与汽车应用相关的消费品类技术，推进中国业务，并提供使业务进一步增长所需的资源，此外，立讯有限将坚持投入研发，提升其市场竞争力及渗透度，并支持车身控制系统业务按计划设立先进人机界面(Advanced Human Interface Solutions)方案的产品线。

据 ZF 官网的信息，业务交接预计将在 2017 年底完成。此次交易需相关监管部门批准。我们期待大股东此次收购将促进上市公司汽车业务长线发展。

国内汽车厂商海外并购规模逐年增长，三年已达 177 亿美元。根据德勤中国发布的《2016 中国汽车行业对外投资报告》，中国自主品牌汽车及零部件企业自 2013 年起，3 年内完成海外并购交易共计 60 起，金额达 177 亿美元；绿地投资（以海外新建工厂及已有项目扩建为主）99 起，金额达 107.9 亿美元。从增长趋势来看，海外并购数量和规模逐年上涨，尽管 2015 年并购数量小幅减少但整体规模仍创新高，2016 年国内厂商“走出去”的热度不减。

图 26 2013-2015 年中国汽车行业企业对外投资情况（百万美元、交易数）



资料来源：招商证券、Mergermarket、FDI Market、德勤研究

民营企业逐渐成为主力，收购对象以高端专业化、细分领域中的中等规模厂商为主。2013 年中国汽车整车与零部件企业海外并购前十大交易中，有 8 起由国企主导，但到

2016 年，全国国企仅发起 3 宗并购交易。近两年生产零部件国企净利润出现下滑，进而减少海外收购，因而 2016 年国外并购交易大幅下滑。国企由于“家大业大”，进行海外并购时考虑更多。而民企决策更加灵活，适应市场变化，在海外并购市场上灵活度更高、效率更高。2016 年民营企业宣布了 15 起跨国并购，占总交易金额的 80% 以上。

立讯有限此次收购资产行动是国内优质民营企业进行海外汽车零部件收购的又一范例。规模较大，收购标的为世界 500 强旗下运作良好的优质资产，且长期业务布局清晰。

### 三、投资建议：维持强推和 28 元目标价

公司在 17 年全面导入苹果多项新品业务线，并从四季度开始初步放量，在明后年将迎来全面收获期。无论是无线耳机、声学、天线、无线充电抑或 Type-C，以及潜在的马达、FPC 等市场，行业空间均非常可观，目前在昆山、东莞和越南的三座新厂房和增发资金将为高增长提供后盾。公司当前新品序列能见度高，精密制造平台逻辑持续兑现，能够为苹果、华为、微软、索尼等 3C 核心大客户整体精密制造方案，此外公司围绕通信（企业级\光模块\基站天线\滤波器）、汽车电子（新能源\智能汽车）等长线布局正逐渐开花结果，望打开长线空间。公司当前站在未来三年新一轮高增长起点，中线对标 AAC、长线对标安费诺逻辑清晰，超千亿市值值得期待。

我们看好此次大股东收购海外汽车资产对上市公司汽车业务的长线发展起到促进作用。公司的新品序列将给未来三年带来强劲的增长动能。我们维持 17/18/19 年 EPS 0.58/0.94/1.36 元预测，当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍，我们维持“强烈推荐-A”评级和 28 元目标价，招商电子首推三剑客品种！

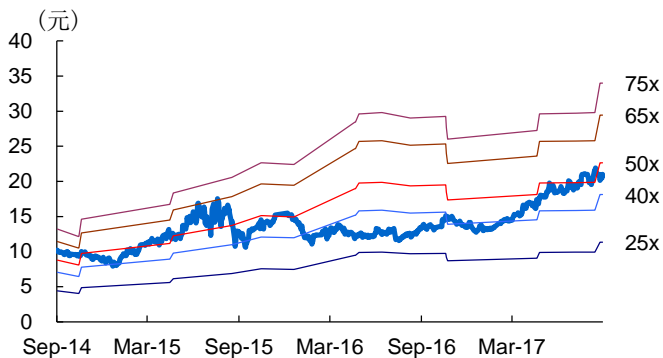
**风险因素：**大客户销售不及预期，新品新业务布局不及预期，竞争加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(百万元)	10139	13763	20658	31400	45529
同比增长	39%	36%	50%	52%	45%
营业利润(百万元)	1207	1303	2128	3473	5081
同比增长	50%	8%	63%	63%	46%
净利润(百万元)	1079	1157	1851	2969	4300
同比增长	71%	7%	60%	60%	45%
每股收益(元)	0.34	0.36	0.58	0.94	1.36
PE	61.8	57.6	36.0	22.4	15.5
PB	12.0	5.9	4.8	4.1	3.4

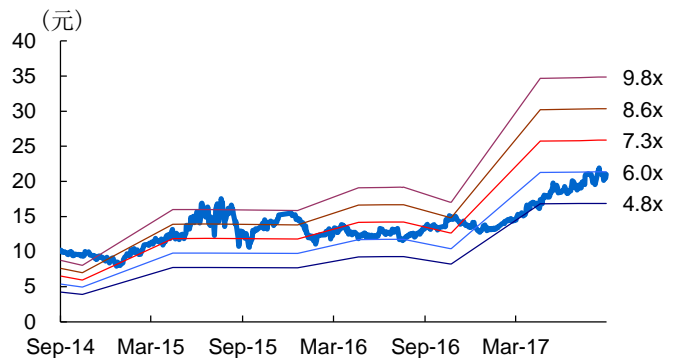
资料来源：公司数据、招商证券

图 27: 立讯精密历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 28: 立讯精密历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《电子行业 2011 年中期投资策略: 静待旺季拐点, 把握结构性机会》2011/6/10 把握行业景气动向, 并指出电子行业细分性优质个股的估值修复机会, 首推立讯精密。
- 2、《立讯精密 2011 年中报点评—业绩大幅超预期, 高成长启程》2011/7/14
- 3、《立讯精密重大事项点评—收购切入华为供应链, 华南布局进一步深化》2011/8/3
- 4、《立讯精密 2011 年三季度点评—业绩超预期, 看好明年高成长》2011/10/14
- 5、《电子行业 2012 年投资策略: 把握成长, 守望周期》2011/12/7
- 6、《立讯精密重大事项点评—携手台湾宣德, 优化业务布局》2012/02/22
- 7、《立讯精密快报点评—会计调整致业绩落于下限, 仍看好新年新成长》2012/02/29
- 8、《立讯精密 2011 年报点评—静待新品新业务带来的全面成长》2012/03/29
- 9、《立讯精密重大事项点评—并购联姻住友电装, 汽车连接器大有可为》2012/04/10
- 10、《立讯精密 2011 年一季报点评—业绩拐点已至, 新品新业务驱动高成长》2012/4/17
- 11、《立讯精密重大事项点评—收购进军 FPC 领域, 业务版图进一步完善》2012/8/6
- 12、《立讯精密 2012 年中报点评—新品新业务值得期待》2012/8/8
- 13、《立讯精密 2012 年三季度点评—新品放量在即, 更宜看重明年高成长》2012/10/25
- 14、《立讯精密—新品新业务突破, 迎来三年高增长的业绩拐点》2013/2/28
- 15、《立讯精密 2012 年年报点评—厚积薄发, 13 年迎来收获期》2013/4/3
- 16、《立讯精密 1 季报点评—逆周期投入致费用上升, 静待下半年新品放量》2013/4/22
- 17、《立讯精密 13 年中报点评—三季度展望超预期, 迎来经营拐点》2013/8/2
- 18、《立讯精密重大点评—业绩拐点确认, 收购德国 SUK 公司如虎添翼》2013/10/25
- 19、《立讯精密 (002475) —博硕并购落地, 少数股权整合加速》2013/12/31
- 20、《立讯精密 (002475) —增发助力三年高增长, 上调目标价至 48 元》2014/03/05
- 21、《立讯精密 (002475) —一季报及半年展望超预期, 高增长趋势确立》2014/04/22
- 22、《立讯精密 (002475) —全面开花, 迎接三年黄金成长》2014/07/25
- 23、《立讯精密 (002475) —下一代接口 USB Type-C 发布, 打开长线空间》2014/08/13
- 24、《立讯精密 (002475) —持续超预期的连接器龙头, 跨年首推品种》2014/10/21
- 25、《立讯精密 (002475) —业绩逆势达标, 15 年全面开花》2015/03/02
- 26、《立讯精密 (002475) —一季报预告符合预期, 迎接爆发的二季度》2015-03-30
- 27、《立讯精密—受益无线充电与 Type-C 大势, 上调目标价至 60 元》2015-04-15
- 28、《立讯精密—二季度弹性显现, 业绩与新品双轮驱动》2015-04-23
- 29、《立讯精密 (002475) —核心逻辑仍然不变, 四季度将重拾高增长》2015-08-17
- 30、《立讯精密 (002475) —股权激励大超预期, 彰显未来三年高增长信心》2015-09-22
- 31、《立讯精密 (002475) —四季度高增长确认, 三年基本面无忧》2015-10-16

- 32、《立讯精密（002475）—增发与收购双轮驱动，平台型制造龙头崛起》2015-12-08
- 33、《立讯精密（002475）—逆势全面成长，平台效应显著》2016-02-01
- 34、《立讯精密（002475）—15年业绩超预期，16年将再续高增长》2016-02-26
- 35、《立讯精密（002475）-核心成长逻辑不变，全年增速回升可期》2016-04-01
- 36、《立讯精密（002475）—新品新业务将驱动16年增速逐季向上》2016-04-26
- 37、《立讯精密（002475）—二季度展望超预期，确认逐季向上趋势》2016-04-29
- 38、《立讯精密（002475）—业绩受累苹果销量及新品投入，下半年将迎拐点》2016-07-12
- 39、《立讯精密（002475）—新品新业务放量在即，业绩拐点将至》2016-08-10
- 40、《立讯精密（002475）—三季报及展望确认业绩拐点，三年黄金增长可期》2016-10-20
- 41、《立讯精密（002475）—四季度营收大超预期，17年高增长可期》2017-02-28
- 42、《立讯精密（002475）—一季度高增长预告进一步确认拐点趋势》2017-03-30
- 43、《立讯精密（002475）—新品新业务全面布局，新一轮高增长开始》2017-04-20
- 44、《立讯精密（002475）—上半年业绩超预期，新品投入给明后年带来可观弹性！》2017-08-25



附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	7043	14545	15358	22506	32584
现金	2042	4637	571	50	50
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	46	150	225	342	496
应收款项	2901	4721	7053	10721	15545
其它应收款	70	116	175	265	385
存货	1509	2122	3133	4744	6852
其他	475	2799	4201	6384	9257
<b>非流动资产</b>	4544	6410	7501	7720	7960
长期股权投资	34	46	46	46	46
固定资产	2592	4216	5387	5674	5973
无形资产	320	532	481	436	396
其他	1598	1615	1587	1564	1545
<b>资产总计</b>	<b>11587</b>	<b>20955</b>	<b>22859</b>	<b>30226</b>	<b>40544</b>
<b>流动负债</b>	5524	8607	7936	12711	19347
短期借款	2665	3052	50	1125	2918
应付账款	2110	4154	6164	9332	13479
预收账款	8	44	65	99	143
其他	742	1357	1657	2155	2807
<b>长期负债</b>	184	217	217	217	217
长期借款	140	84	84	84	84
其他	44	133	133	133	133
<b>负债合计</b>	<b>5708</b>	<b>8825</b>	<b>8153</b>	<b>12929</b>	<b>19565</b>
股本	1257	2120	3173	3173	3173
资本公积金	1773	5564	5564	5564	5564
留存收益	2529	3572	5053	7559	11117
少数股东权益	351	878	919	1005	1129
归属于母公司所有者权益	5559	11256	13790	16296	19854
<b>负债及权益合计</b>	<b>11587</b>	<b>20955</b>	<b>22860</b>	<b>30227</b>	<b>40544</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	487	1310	-17	-194	36
净利润	1079	1157	1851	2969	4300
折旧摊销	342	500	699	782	811
财务费用	-30	89	29	26	124
投资收益	2	-21	-115	-90	-90
营运资金变动	-947	-431	-2548	-3994	-5267
其它	41	16	66	112	159
<b>投资活动现金流</b>	-1231	-3801	-1800	-1003	-1053
资本支出	-1046	-1563	-1800	-1003	-1053
其他投资	-185	-2238	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	478	5093	-2249	676	1017
借款变动	675	706	-3018	1075	1794
普通股增加	426	863	1053	0	0
资本公积增加	-478	3790	0	0	0
股利分配	-189	-334	-370	-463	-742
其他	43	68	86	64	-34
<b>现金净增加额</b>	<b>-266</b>	<b>2601</b>	<b>-4066</b>	<b>-521</b>	<b>0</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	10139	13763	20658	31400	45529
营业成本	7819	10804	16030	24272	35058
营业税金及附加	53	76	113	172	250
营业费用	167	230	351	471	683
管理费用	920	1323	2086	3046	4394
财务费用	(36)	36	29	26	124
资产减值损失	8	17	35	30	30
公允价值变动收益	1	5	40	30	30
投资收益	(2)	21	75	60	60
<b>营业利润</b>	1207	1303	2128	3473	5081
营业外收入	93	95	96	120	122
营业外支出	8	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	1293	1389	2214	3583	5194
所得税	161	207	321	528	770
<b>净利润</b>	1132	1182	1893	3055	4424
少数股东损益	53	26	42	86	124
<b>归属于母公司净利润</b>	1079	1157	1851	2969	4300
<b>EPS (元)</b>	0.34	0.36	0.58	0.94	1.36

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	39%	36%	50%	52%	45%
营业利润	50%	8%	63%	63%	46%
净利润	71%	7%	60%	60%	45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.9%	21.5%	22.4%	22.7%	23.0%
净利率	10.6%	8.4%	9.0%	9.5%	9.4%
ROE	19.4%	10.3%	13.4%	18.2%	21.7%
ROIC	11.6%	7.4%	12.3%	16.1%	18.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.3%	42.1%	35.7%	42.8%	48.3%
净负债比率	25.3%	15.0%	0.6%	4.0%	7.4%
流动比率	1.3	1.7	1.9	1.8	1.7
速动比率	1.0	1.4	1.5	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.1
存货周转率	5.9	6.0	6.1	6.2	6.0
应收帐款周转率	3.9	3.6	3.5	3.5	3.5
应付帐款周转率	4.1	3.4	3.1	3.1	3.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.34	0.36	0.58	0.94	1.36
每股经营现金	0.15	0.41	-0.01	-0.06	0.01
每股净资产	1.75	3.55	4.35	5.14	6.26
每股股利	0.11	0.12	0.15	0.23	0.34
<b>估值比率</b>					
PE	61.8	57.6	36.0	22.4	15.5
PB	12.0	5.9	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	4.3	3.6	2.2	1.5	1.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**鄢凡**，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，8年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3名。

**马鹏清**，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

**兰飞**，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

**涂围**，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商证券，任电子行业分析师。

**王淑姬**，北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。