

电子行业

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@cjis.cn

立讯精密

002475

推荐

投资昆山完善华东布局、系列并购强化行业地位

公司公告: 1、立讯(昆山)完成工商登记注册,并拟以3150万元购买苏州杰尼斯的土地、房产及相关配套设施; 2、公司以7500万元收购深圳科尔通75%股权。

投资要点:

- **公司第三季度营业收入和净利润均创新高。**公司1-9月份营业收入18.06亿、同比增长189%,归属母公司的净利润1.9亿、同比增长160.6%,基本每股收益0.73元,前三季度毛利率为22.1%。其中第三季度营业收入和净利润再次创下历史新高,综合毛利率也稳步提高:实现收入8.2亿、同比增长246.5%、环比增长26.7%,净利润9092万、同比增长305.9%、环比增长25.7%,基本每股收益0.35元,第三季度毛利率24.1%。我们分析,公司第三季度业绩的高增长首先与今年1月完成对博硕和5月份完成对联滔股权并购后合并财务报表有关,其次是公司原有业务的增长。预计全年净利润增速在120-150%之间。
- **系列并购和投资强化行业地位、优化产业布局。**公司去年通过IPO募集了近12亿的资金,在主营业务领域进行了一系列股权收购和新设投资,在产品领域、市场和客户范围、工厂产能及布局三个维度上进行了强力扩张。我们分析,这些并购和投资大幅、快速的提升了公司在连接器领域的研发、制造和市场能力,为公司未来的持续成长奠定了坚实的基础。我们分析,其中最重要的投资是耗资近6亿元对联滔电子60%股权和ICT-LANTO100%股权的并购,联滔电子是全球笔记本电脑及平板电脑的高频信号连接线的主要供应商之一,主要服务于Quanta、Compal、Wistron、Foxconn等ODM/OEM客户,其终端品牌为Apple、Dell、Intel、Lenovo、Sony和Seagate等客户。
- **未来全球笔记本及平板电脑市场仍有望保持较快增长。**根据Gartner的预测:2011-2015年间全球PC市场增速仍有望保持在10%左右,其中增量主要来自笔记本领域、年均增速在15%左右;而全球平板电脑市场的增速高达80%,其中IPAD的出货量年均增长在60%左右、短期内Apple将是出货量最大的单一厂商、市场份额在50%以上。
- **给予“推荐”评级,目标价格46.2元。**我们预测公司2011-2013年净利润分别为2.75亿、4.01亿和5.26亿,年均增长65.5%,每股收益分别为1.06、1.54和2.02元。给予“推荐”评级,6-12个月目标价46.2元/股,对应2012年30倍PE。

风险提示: 下游需求波动、客户较为集中、系列并购后的整合协同效果

6-12个月目标价: 46.20元

当前股价: 39.14元

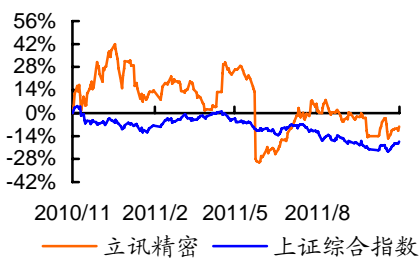
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2508.09
总股本(百万)	261
流通股本(百万)	66
流通市值(亿)	26
EPS (TTM)	0.89
每股净资产(元)	6.56
资产负债率	16.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
立讯精密	7.23	-8.98	9.83
上证综合指数	6.96	-6.36	-14.46



主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1011	2607	4016	5390
同比(%)	73%	158%	54%	34%
归属母公司净利润(百万元)	116	275	401	526
同比(%)	56%	138%	46%	31%
毛利率(%)	18.8%	21.4%	21.9%	21.8%
ROE(%)	7.1%	14.8%	18.5%	20.6%
每股收益(元)	0.44	1.06	1.54	2.02
P/E	88.13	37.08	25.48	19.41
P/B	6.22	5.48	4.71	4.00
EV/EBITDA	56	19	12	9

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

相关报告

一、公司第三季度营业收入和净利润均创新高

公司 1-9 月份营业收入 18.06 亿、同比增长 189%，营业利润 2.99 亿、同比增长 229%，归属母公司的净利润 1.9 亿、同比增长 160.6%，基本每股收益 0.73 元。前三季度毛利率为 22.1%。预计全年净利润增长 120-150%之间。

公司第 3 季度营业收入和净利润均创下历史新高，综合毛利率也稳步提高：实现收入 8.2 亿、同比增长 246.5%、环比增长 26.7%，营业利润 1.48 亿、同比增长 431.4%、环比增长 28.7%，净利润 9092 万、同比增长 305.9%、环比增长 25.7%，基本每股收益 0.35 元。第三季度毛利率 24.1%。

图 1：合并营业收入及增速

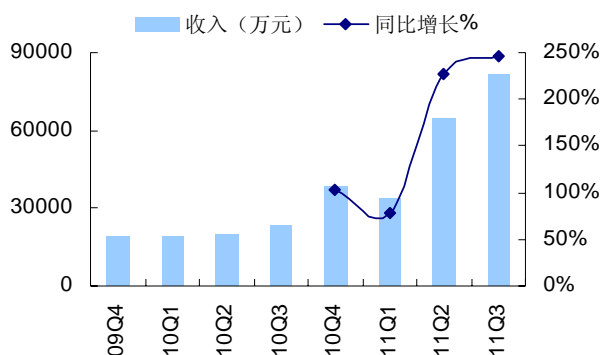
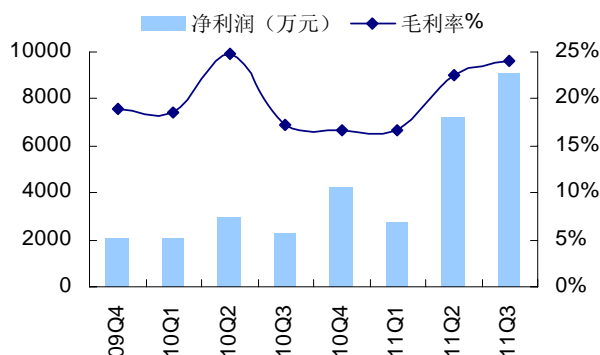


图 2：合并净利润及毛利率



资料来源：公司报表

公司第三季度业绩的高增长首先与今年 1 月完成对博硕和 5 月份完成对联滔股权并购后并表有关，其次是公司原有业务的增长。我们通过对母公司报表的分析可一窥原有业务的成长性（备注：由于公司合并报表中还有协创精密和协讯电子 75% 的权益，母公司数据不能完全反应原有业务的成长性）。

母公司 1-9 月份营业收入 4.69 亿、同比增长 12.8%，净利润 3932 万、同比增长-23.1%，基本每股收益 0.15 元；前三季度毛利率为 16%。

其中第 3 季度实现收入 1.78 亿、同比增长 27.7%、环比增长 8.7%，净利润 1549 万、同比增长 0.5%、环比增长 35.9%，基本每股收益 0.06 元。第三季度毛利率 18%。

图 3：母公司营业收入及增速

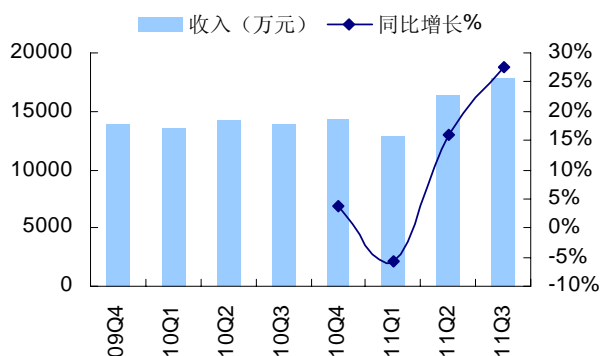
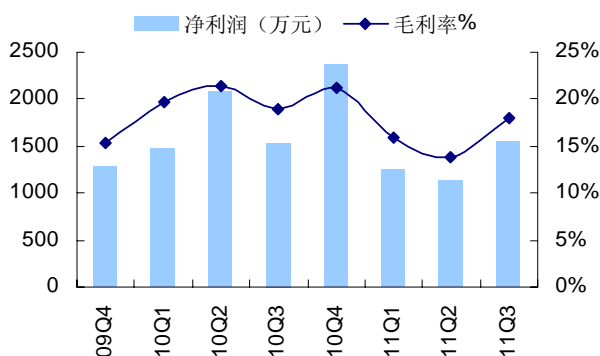


图 4：母公司净利润及毛利率



资料来源：公司报表

二、系列并购和投资强化行业地位、优化产业布局

公司去年通过 IPO 募集了近 12 亿的资金，在主营业务领域进行了一系列股权收购和新设投资，在产品领域、市场和客户范围、工厂产能及布局三个维度上进行了强力扩张。

我们分析，这些并购和投资大幅、快速的提升了公司在连接器领域的研发、制造和市场能力，为公司未来的持续成长奠定了坚实的基础。

表 1: 公司上市后并购及投资项目

	投资对象	业务领域	股权比例	投资额 (万元)	投资时间
并购	博硕科技 (江西)	电脑连接器	75%	16800	2011/01
	昆山联滔电子	笔记本和平板电脑连接器	60%	58000	2011/05
	香港 ICT-LANTO	境外接单中心	100%	205 (美元)	2011/05
	东莞展翊	土地、厂房	100%	12500	2011/09
	深圳科尔通实业	通讯连接器	75%	7500	2011/11
设立	香港立讯精密	境外接单和业务中心	100%	500 (美元)	2011/05
	香港立讯科技	境外技术中心	100%	900 (美元)	2011/05
	立讯精密 (昆山)	连接器端子、胶壳	100%	12000	2011/11
	合计		--	117000	--

资料来源: 公司公告

根据公司公开披露的资料，博硕科技原为和硕联合在连接器领域投资建设的子公司，主要为和硕联合提供连接器配套产品。博硕科技的产品线由线缆加工、内部连接器和 AC 电源线等三部分组成，现生产及开发的线缆产品主要应用于计算机、通讯、消费性电子、汽车等产品，包括 USB CABLE、SATA CABLE、HDMI CABLE、1394 CABLE、DISPLAYPORT CABLE 等。

同样，根据公司公开披露的资料，联滔电子是全球笔记本电脑及平板电脑的高频信号连接线的主要供应商之一，也是美国 Apple 公司连接线的主要供应商之一。经过数年的发展，已能很好地配合国际一线品牌客户，具备较好的技术工程、品质保障、精细制造、自动化能力和市场与技术的前瞻性，获得了良好的市场竞争地位，主要服务于 Quanta (广达)、Compal、Wistron (纬创)、Foxconn 等 ODM/OEM 客户，其终端品牌为 Apple、Dell、Intel、Lenovo、Sony 和 Seagate 等客户。目前，联滔电子已经成为 USB-IF、SATA、VESA、PCI-Express、SFF 及 HDMI 等协会的成员。(图 5 到图 8 为联滔电子部分产品示意图)

图 5: 联滔 Cable 产品 (DP to RJ45 dongle)

图 6: 联滔 Connector 产品 (USB3.0 Conn.)



资料来源: 公司网站

图 7: 联滔 OEM 产品 (LVDS Cable)



图 8: 联滔 OEM 产品 (eDP Cable)



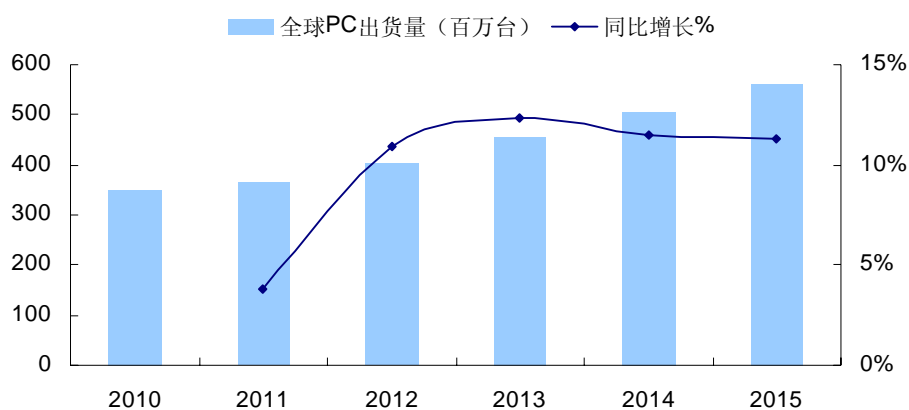
资料来源: 公司网站

此外, 我们认为还需要对联滔电子的经营方式和境外接单中心进行一个说明, 以便投资者更能深入了解联滔电子。根据公开披露的资料, 联滔电子 2010 年下半年生产经营方式发生改变, 之前为来料加工模式 (代工), 之后改为进料加工, 采购销售均主要以联滔电子主导完成。而位于香港的 ICT-LANTO LIMITED 和联滔电子具有相互依存的关系, ICT-LANTO LIMITED 为境外接单中心, 联滔电子为研发制造中心, 收购完成后, ICT-LANTO LIMITED 的经营业绩将完全并入公司的合并报表。

三、未来全球笔记本及平板电脑有望保持较快增长

未来全球 PC 市场仍有望保持一个较快的持续增长, 其中增量主要来自笔记本领域。根据 Gartner 的预测, 全球 PC 出货量有望从 2010 年 3.5 亿台增长到 2015 年的 5.6 亿台、年均增速 9.9%; 其中桌面 PC 出货量基本维持不变, 出货量仅从 1.46 亿部增长到 1.54 亿部; 移动 PC 出货量有望从 2 亿部增长到 4.1 亿部、年均增长 14.9%, 成为拉动整个 PC 市场的主要力量。

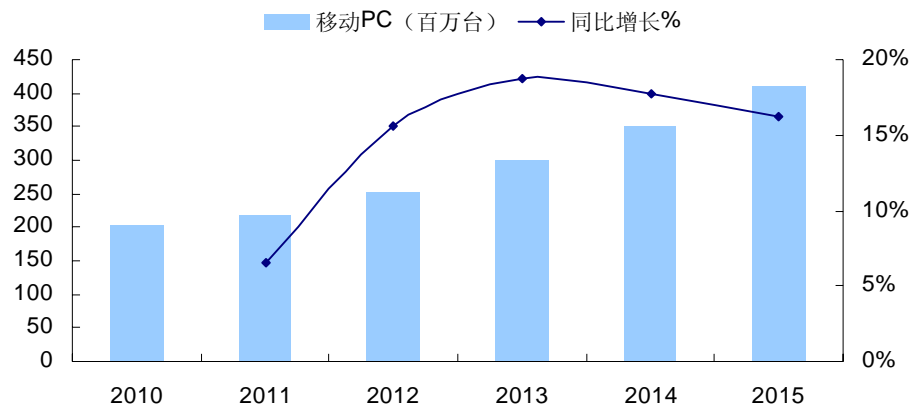
图 9: 全球 PC 出货量预测



资料来源: Gartner (September 2011)

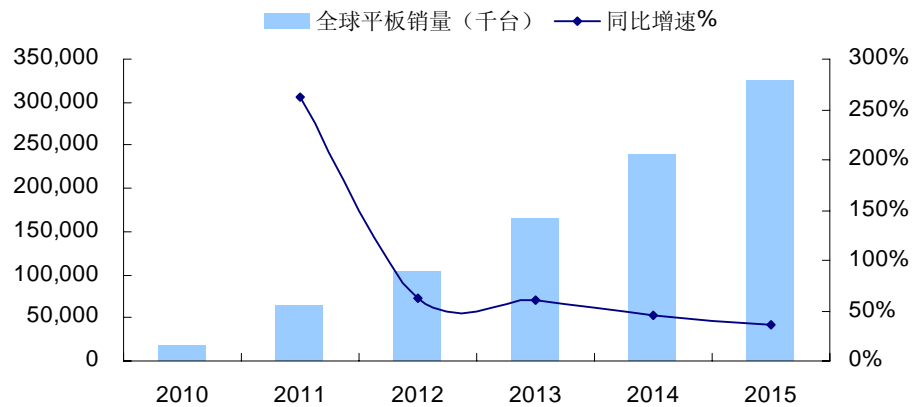
而以 Apple 的 IPAD 为代表的平板电脑领域则是去年以来消费电子领域最耀眼的产品。根据 Gartner 的预测, 全球平板电脑的出货量有望从 2010 年 1760 万部增长到 2015 年的 3.2 亿部以上、年均增速 80% 左右, 其中 Apple 公司的 IPAD 出货量有望从 1500 万部左右增长到 1.5 亿部左右、年均增长 60%。虽然随着 Android 系统的平板销售快速增长, IPAD 在整个平板的市场份额将从目前的 80% 下降到 50% 左右, 但 Apple 仍将是出货量最大的单一厂商。

图 10: 全球移动 PC 出货量预测



资料来源: Gartner (September 2011)

图 11: 全球平板电脑出货量预测



资料来源: Gartner (September 2011)

四、行业估值水平比较

目前 A 股还有其他 4 家主要的连接器类上市公司: 主要从事消费电子领域中家电、电脑和手机连接器的得润电子、长盈精密, 还有侧重于军用连接器的航天电器和中航光电。目前这四个股票的估值中枢对应 2011 年 EPS 为 35 倍。

表 2: A 股连接器类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/11/03	EPS				P/E			
			2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
300115.SZ	长盈精密	36.40	0.32	0.53	0.92	1.34	115.4	69.0	39.4	27.1
002055.SZ	得润电子	21.91	0.15	0.29	0.61	0.94	146.9	76.0	35.7	23.3
002179.SZ	中航光电	19.06	0.30	0.40	0.56	0.67	63.1	47.7	33.9	28.2
002025.SZ	航天电器	13.09	0.30	0.40	0.45	0.58	43.6	33.1	29.0	22.7
中值							89.3	58.3	34.8	25.2
均值							92.3	56.4	34.5	25.3

资料来源: Wind

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1898	1587	2234	3047	营业收入	1011	2607	4016	5390
现金	1337	651	794	1115	营业成本	821	2049	3138	4213
应收账款	458	649	999	1341	营业税金及附加	1	10	16	22
其它应收款	14	39	60	80	营业费用	8	26	40	54
预付账款	10	31	47	63	管理费用	38	99	153	205
存货	72	205	314	421	财务费用	-0	-15	-4	-9
其他	7	13	20	27	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	147	1303	1430	1547	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	126	1284	1412	1530	营业利润	144	437	673	906
无形资产	20	20	19	18	营业外收入	3	0	0	0
其他	1	-0	-1	-2	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2046	2891	3664	4594	利润总额	146	437	673	906
流动负债	337	852	1132	1410	所得税	16	55	84	113
短期借款	0	300	300	300	净利润	129	382	589	792
应付账款	303	512	784	1053	少数股东损益	14	107	189	267
其他	34	39	47	56	归属母公司净利润	116	275	401	526
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	159	460	742	980
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	1.06	1.54	2.02
其他	0	0	0	0					
负债合计	337	852	1132	1410	主要财务比率				
少数股东权益	70	177	366	632	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	174	261	261	261	成长能力				
资本公积	1244	1157	1157	1157	营业收入	72.8%	158.0%	54.0%	34.2%
留存收益	222	445	749	1135	营业利润	61.1%	203.2%	54.2%	34.5%
归属母公司股东权益	1639	1862	2167	2552	归属于母公司净利润	56.2%	137.7%	45.6%	31.3%
负债和股东权益	2046	2891	3664	4594	获利能力				
					毛利率	18.8%	21.4%	21.9%	21.8%
					净利率	11.5%	10.6%	10.0%	9.8%
					ROE	7.1%	14.8%	18.5%	20.6%
					ROIC	35.0%	22.0%	28.9%	33.3%
					偿债能力				
					资产负债率	16.5%	29.5%	30.9%	30.7%
					净负债比率	0.00%	35.23%	26.51%	21.28%
					流动比率	5.64	1.86	1.97	2.16
					速动比率	5.43	1.62	1.70	1.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	1.06	1.23	1.31
					应收账款周转率	3	5	5	5
					应付账款周转率	3.73	5.03	4.84	4.58
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	1.06	1.54	2.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.94	1.67	2.51
					每股净资产(最新摊薄)	6.29	7.14	8.31	9.79
					估值比率				
					P/E	88.13	37.08	25.48	19.41
					P/B	6.22	5.48	4.71	4.00
					EV/EBITDA	56	19	12	9

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

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, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

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