

立讯精密 (002475) 调研报告

业绩拐点已现 长期成长逻辑清晰

推荐 (维持)

现价: 29.60 元

主要数据

行业	电子
公司网址	-
大股东/持股	45.7%
实际控制人/持股	59.2%
总股本(百万股)	200.0
流通 A 股(百万股)	160
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	32.0
流通 A 股市值(亿元)	13.1
每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	46.0%

相关研究报告

证券分析师

卢山 投资咨询资格编号S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

林照天 投资咨询资格编号S1060512120001
0755-22626792
LINZHAOTIAN379@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

经过与公司管理层的交流, 我们认为公司前几年的布局从今年开始将显现成效。随着公司新业务的逐步放量, 公司将迎来业绩的拐点。另外, 公司在连接器行业积累深厚, 质地优秀, 长期成长逻辑清晰。

主要观点:

- 公司专注于连接器的研发、生产和销售, 是国内领先的连接器供应商。通过外延式扩张+内生发展的模式, 不断拓展新产品和新的应用领域, 覆盖包括 PC (台式电脑、笔记本电脑和平板电脑)、服务器、通讯 (含手机)、汽车和其他消费电子在内的领域。公司目前苹果认证进展顺利, 未来将持续放量。我们认为公司的基本面持续改善, 新业务有能力快速发展的趋势得到确认, 三季度业绩拐点清晰, 迎来投资良机。
- 公司的竞争优势包括 4 部分: ①建立起高水平的研发团队, 具备配合大客户在端子、线束、天线等全系列产品开发能力。②坚持走高端客户路线, 直接客户包括联想、华为、鸿海精密、正崧精密等, 间接客户包括苹果、惠普、戴尔、诺基亚等。前五大客户占总收入的比重维持在 60%以上的高位。③公司具有突出的管理能力, 体现在快速完成收购和整合、存货周转率在上市连接器企业中最高。④规模制造能力, 在 A 股上市连接器企业中收入规模最大, 且交货周期短, 可以实现产品的快速响应。
- ①短期来看, 苹果仍然是增长的重要来源, 电源线和数据线值得期待; 由于苹果新款 Lighting 线是公司主要参与合作研发, 未来份额有可能提升到 40%-50%左右, 弹性较大; 另外天线、FPC/FFC 等新产品以及通讯、服务器等新领域有望在未来开花结果。②中长期来看, 受益海外连接器产能向中国转移以及国内业态集中度提升, 公司通过并购和自我升级, 不断开发新产品和拓展应用领域, 实现跨越式发展。
- 预计 2013-2015 年, 公司实现收入分别为 45.0 亿元、65.6 亿元、92.6 亿元; EPS 分别为 0.62 元、1.10 元、1.58 元; 最新动态 PE 分别为 47 倍、27 倍和 19 倍。公司处于良性发展轨道, 已成为国内实力最强的连接器企业, 未来发展空间打开, 维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 连接器行业景气波动的风险; 苹果业务进度不如预期风险。

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	3147	4499	6558	9261
YoY(%)	23	43	46	41
净利润 (百万元)	263	342	602	863
YoY(%)	2	30	76	43
毛利率(%)	21.2	21.5	21.5	21.6
净利率(%)	8.4	7.6	9.2	9.3
EPS(摊薄/元)	0.48	0.62	1.10	1.58
P/E(倍)	61.6	47.4	26.9	18.8

正文目录

一、	具有核心竞争力的连接器行业龙头企业	4
1.1	公司业务及基本情况介绍	4
1.2	公司竞争优势分析	5
二、	连接器行业趋势向好 将持续受益于产能转移趋势	6
2.1	连接器行业介绍	6
2.2	国内连接器行业受益产能转移，龙头公司受益集中度提升	8
2.3	苹果业务有望成为业绩重要推动力	8
三、	新业务亮点纷呈 未来存在超预期可能	11
3.1	服务器业务将成为未来重要增长点	11
3.2	天线业务大有可为	11
3.3	FPC 行业将受益于智能终端出货量增长	12
四、	盈利预测和估值	14
五、	风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司主要产品	4
图表 2: 公司营收及净利润变化趋势	5
图表 3: 公司毛利率及净利率变化趋势	5
图表 4: 主要连接器产品示意图	7
图表 5: 连接器下游应用占比	7
图表 6: 全球个人电脑出货量（单位：百万台，按品牌划分）	9
图表 7: 苹果 Mac 电脑销售量及增长率	9
图表 8: 平板电脑销量预测(单位：万台，%)	10
图表 9: 公司苹果新业务收入预测（单位：百万台，百万元）	10
图表 10: 服务器示意图	11
图表 11: 智能手机出货量增长迅猛	12
图表 12: FPC 主要下游应用	13
图表 13: 随着智能终端进步，软板使用量逐渐增加	13
图表 14: FPC 将受益于智能终端的增长	13
图表 15: 公司收入分产品预测（单位：百万元）	14
图表 16: 公司收入预测	15

一、具有核心竞争力的连接器行业龙头企业

1.1 公司业务及基本情况介绍

■ 公司业务和产品介绍

立讯精密（002475.SZ）专注于连接器的研发、生产和销售，是国内领先的连接器供应商。上市之前公司收入主要来自台式电脑和消费电子的连接线束，覆盖全球20%以上的台式电脑；上市之后，通过外延式扩张+内生发展的模式，不断拓展新产品和新的应用领域，目前产品包括线束、连接器端子、天线、FPC/FFC等，下游领域包括PC（台式电脑、笔记本电脑和平板电脑）、服务器、通讯（含手机）、汽车和其他消费电子。公司在大客户开拓方面进展顺利，在MacBook Air电源线份额有望大幅提升，iPhone和iPad Lighting数据线也将放量，发展前景向好。

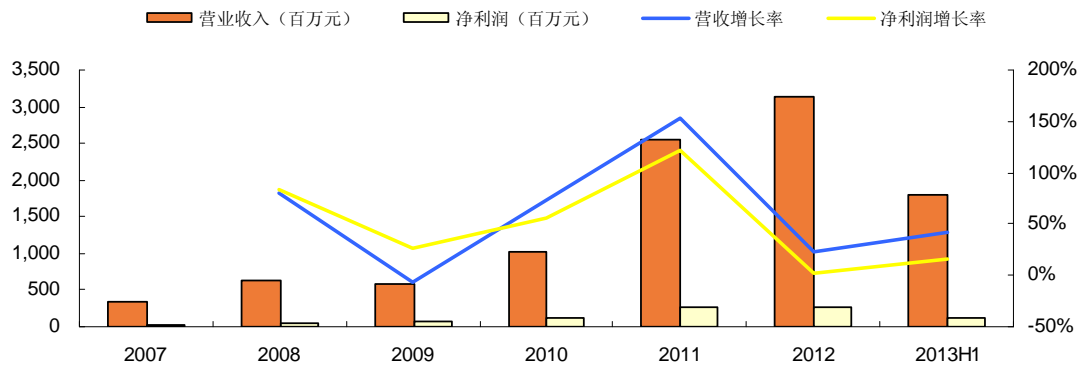
图表 1：公司主要产品



资料来源：公开资料，平安证券研究所整理

在公司的布局中，本部主要负责台式电脑、服务器的连接器和汽车电子的生产；子公司博硕主要负责消费电子连接器的生产；联滔则生产平板电脑和笔记本电脑用内部数据线，客户包括苹果；科尔通主要生产通讯设备类连接器，客户包括华为；珠海双赢生产手机FPC。

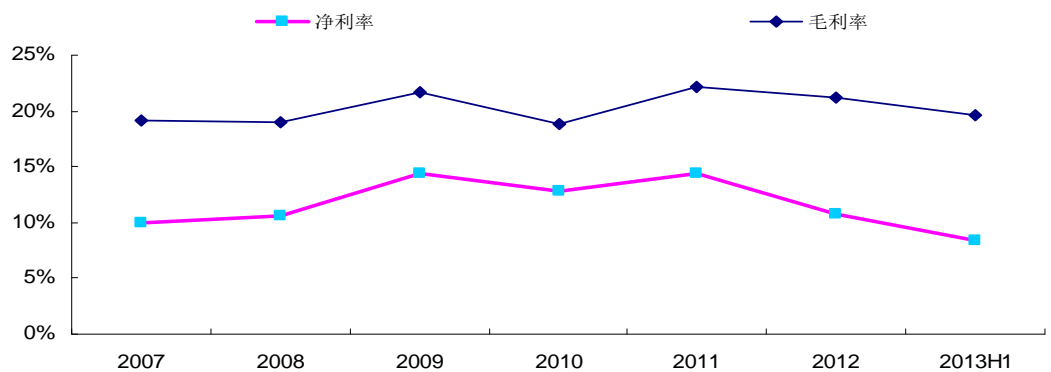
图表 2: 公司营收及净利润变化趋势



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所整理

09年-12年, 公司净利润分别为7412、11578、25718、26309万元, 年均复合增长率为52.54%。公司近年来保持了较快的营收及净利润增速, 充分体现了公司的实力及在行业中的竞争力。毛利率及净利率方面, 公司近两年来不断扩充产能, 产能利用率偏低导致11年起处于下滑趋势。但未来随着订单的增加及产能利用提升, 还有产品结构的改善, 公司利润率有较大提升空间。

图表 3: 公司毛利率及净利率变化趋势



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所整理

1.2 公司竞争优势分析

公司的竞争优势主要体现在: **技术优势、优质大客户优势以及管理和规模生产优势。**

■ 技术优势

公司注重技术开发, 不断进行技术革新和持续推出新产品。通过与台湾鸿海、联想等大型厂商的多年合作和长期的技术积累, 公司已建立起高水平的研发团队, 具备配合业界一线大客户在电脑、手机、服务器、通讯设备和消费电子产品全系列的产品开发能力。

公司在精密制造技术取得突破性进展。掌握了Pin 距0.4mm、导体直径为0.03mm/芯x7 芯42AWG的极细同轴线加工技术 (MCC), 已开始向一线大客户供应产品, 技术水平属于行业领先水平。另外, 公司具备很强的综合问题解决能力。由于3C 产品更新速度快, 生命周期短, 使得下游品牌厂商对零组件供应商分析问题、解决问题的能力更加看重。公司具备连接器在应用中出现的信号质量不良、辐射干扰、机械失效、环境适应性以及环保管控等问题进行分析, 提出解决方案的能力, 为客户进一步

降低质量控制成本。

■ 高端优质大客户优势

在连接器领域公司实力雄厚, 坚持走高端客户路线。通过长期的稳定经营, 公司已在行业中树立了良好的形象, 与多家大型客户建立了稳定的合作关系, 直接客户包括联想、华为、鸿海精密、正崧精密、华硕、伟创力、德尔福等, 间接客户包括苹果、惠普、戴尔、诺基亚等。与众多国际知名客户的长期合作关系, 形成了公司的客户优势。进入国际知名客户的供应链后, 一方面, 客户的业务量大且较为稳定, 为公司业务的持续发展奠定了基础; 另一方面, 客户高标准的要求带动公司在生产制造、产品研发、内部管理等方面不断提高, 始终处于行业领先地位。目前, 公司已经成为苹果Macbook电源线的直接供应商, 未来给苹果供应iPhone及iPad的Lighting数据线的份额也将, 大客户进展顺利。

■ 规模和管理优势

公司具有突出的规模制造能力。截至目前, 公司具备覆盖电脑、通讯、手机、汽车、服务器等领域数千种连接器的开发、生产能力, 拥有1.8 万人的产业工人队伍, 可以实现产品的快速响应, 成熟产品从订单下达到交货一般是1-2 周, 新产品的交期一般是2-3 周, 具备快速响应能力, 能够很好满足客户的需要。12 年前3 季度公司实现收入21.6 亿元, 在A 股上市连接器企业中排第一。公司管理能力强。上市之后借助资本市场的力量, 完成了一系列优秀台企的收购和整合, 实现综合实力的快速提高。以对存货的管理为例, 公司的存货周转率在上市的连接器企业中最高, 从侧面验证了公司管理层的能力。我们认为, 公司管理层在A 股电子上市公司中出类拔萃, 这是公司未来得以持续做大做强的重要保证。下游集中度提高利好龙头企业扩张。国内连接器生产厂商1,000 余家, 但普遍规模较小, 技术水平不高, 主要采用价格竞争手段, 造成国内行业竞争加剧。电脑、家电、汽车、通讯等下游行业集中度逐渐提高, 它们对配件供应商的产品品质、研发实力、价格水平、交货期限都提出了更高的要求, 需要规模相当的企业为其提供配套服务, 并帮助他们不断降低成本, 提高自身产品的价格竞争实力。因此, 小型连接器生产厂商的生存空间越来越小, 优势企业规模日益壮大, 国内连接器行业的集中度将越来越高。

二、 连接器行业趋势向好 将持续受益于产能转移趋势

2.1 连接器行业介绍

连接器由接插件、线材等零配件组成, 是构成电路系统必需的基础元件, 通过对电信号“快速、稳定、低损耗、高保真”的传输, 实现电子设备的正常运行。连接器广泛应用于计算机、通信、汽车、消费电子、工业、军工等领域, 产品型号多达百万种。按照功能分为线对板连接器、板对板连接器、线对线连接器、I/O 接口、FFC/FPC、插槽等。

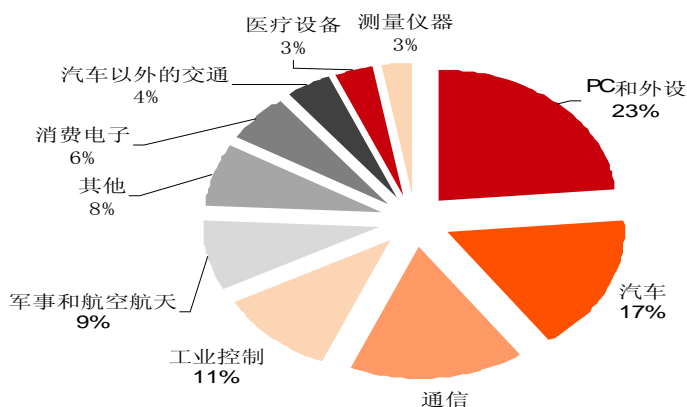
图表 4：主要连接器产品示意图

分类	举例描述
线对板	 电源连接器  信号连接器  带状电缆/导线连接座  存储连接器
板对板	 高速连接器  电源连接器  信号连接器  存储连接器
线对线	 信号连接器  电源连接器
I/O	 消费电子/PC  微波通信-同轴电缆  移动通信用连接器  工业用方形连接器
FFC/FPC	 软板连接器
插座	 CPU socket  卡类连接器  内存插槽
光纤	 光 EMI 适配器  背板连接器  军用光缆连接器

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

连接器行业是电子行业中极其重要的子行业，其地位仅次于半导体行业和PCB行业。2012年全球连接器市场的总体销售额约为471亿美元，预计2013年该市场将保持在4.2%的微增长水平，销售额约为491亿美元。在下游领域中，计算机、汽车和通信的连接器的使用量排前三位，三者合计占比60%左右。

图表 5：连接器下游应用占比



资料来源：Bishop & Associate，平安证券研究所整理

2.2 国内连接器行业受益产能转移, 龙头企业受益集中度提升

连接器产业向中国转移的趋势业已形成, 国内连接器产值占全球的比重快速提升。据Bishop & Associate 数据, 2000 年中国连接器产值仅为18.5 亿美元, 占全球的比重为5.4%; 2012 年中国连接器产值已经增长到119.7 亿美元, 占全球的比重达到23.3%。2000-2012 年间, 国内连接器产值 CAGR高达16.8%, 远高于全球的3.4%。

长期来看, 我们认为连接器行业向国内转移是大势所趋, 连接器产业向国内转移的动力包括:

- 1.从需求角度分析, 中国日益成为消费电子制造基地, 当前全球60%以上的手机及其他消费电子设备在大陆进行制造, 长三角、珠三角地区已经形成完善的电子制造基地。连接器向中国转移有利于贴近客户, 实现快速服务和供应链配套。
- 2.从成本角度分析, 由于人工成本(产线+研发)占到连接器厂商总成本的25%左右, 而中国的综合制造成本低, 尤其是大量质优价廉的工程师, 使得在产品开发、模具开发等环节能节省大量的人力成本。
- 3.同样不容忽视的是国内便捷的融资渠道, 以及高管们的雄心, 使得国内连接器企业有充裕的资金和动力扩充规模、提升技术水平以扩大份额。

国内连接器龙头企业将受益集中度提升, 通过拓展下游领域和产品种类实现跨越式发展。从全球来看, 美、欧、日系企业占主导地位, 且市场集中度很高, 前5大厂商占据了41.4%的市场份额; 其中规模最大的泰科占有19.8%的份额。而国内连接器行业由于发展时间不长, 市场集中度偏低, 据中国电子行业协会的数据, 中国前5大连接器公司的市占率07年为4.1%, 11年也只增长到7.5%。与海外相比, 国内连接器的市场集中度明显偏低。

我们看好国内有资金、规模优势, 且技术研发能力强的龙头企业, 通过开发新产品、扩展下游应用领域, 抓住产业转移的机遇, 迎来跨越式发展。以连接器龙头厂商Tyco 电子为例, 其生产的精密连接器产品将近 500,000 种, 产品涵盖汽车、计算机、消费电子产品、通讯设备、家用电器、航天和国防、工业机械和仪器设备市场。因此, 不断开发新产品和拓展应用领域, 是国内连接器企业迅速做大做强的必由之路。

2.3 苹果业务有望成为业绩重要推动力

立讯精密子公司联滔为苹果的台式电脑、笔记本电脑和平板电脑等提供包括内部数据线、电源线在内的连接器。自Mac电脑问世以来, 凭借精致的外观和优越的性能获得消费者青睐, 销量一直高于同期全球个人电脑的增速。但由于受到全球个人电脑市场不景气的影响, 12年和13年上半年Mac电脑销售均出现一定幅度的下滑, 但下滑的幅度也小于同期个人电脑下滑幅度。

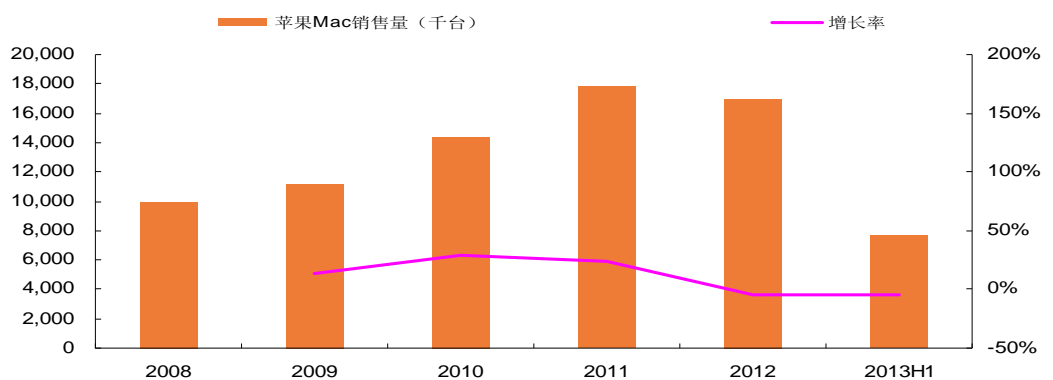
PC出货量不乐观, 13年有可能会继续下滑。13年上半年苹果电脑销售量为770.6万台, 同比下滑4.1%, 相比之下个人电脑出货量下滑幅度更大。在当前经济增长前景不明朗的背景下, 且同时受到移动互联终端如平板电脑的冲击, 个人电脑(笔电和台式机)的换机的需求迟迟未能激发, 出货量12年为3.54亿部, 预计13年出货量为3.18亿台, 同比减少10%。但随着Win 8的逐渐成熟以及换机需求启动, 我们判断明年PC出货量将恢复增长。另外, 对于公司来说电源线业务是新的增量, 主要来源于抢占竞争对手份额, 行业景气度影响不大。

图表 6：全球个人电脑出货量（单位：百万台，按品牌划分）

	10A	11A	12A	13Q2	13E	14E
惠普	62.8	60.6	53.7	12.4	45	46
同比		-3%	-11%	-8%	-16%	-8%
宏碁	47.1	39.6	37.0	6.2	28	30
同比		-16%	-7%	-33%	-24%	0%
戴尔	42.1	42.9	38.3	9.2	35	36
同比		2%	-11%	-4%	-9%	3%
联想	33.9	43.8	53.1	12.6	52	56
同比		29%	21%	-1.4%	-2%	15%
华硕	13.7	20.8	24.7	4.6	20	24
同比		51%	19%	-21%	-19%	8%
其他	130.6	144.4	147.2	30.6	138	140
同比		11%	2%	-11%	-6%	1%
合计	350.9	363.0	354.3	75.6	318	362
同比		3%	-2%	-11%	-10%	3%

资料来源：IDC，平安证券研究所整理

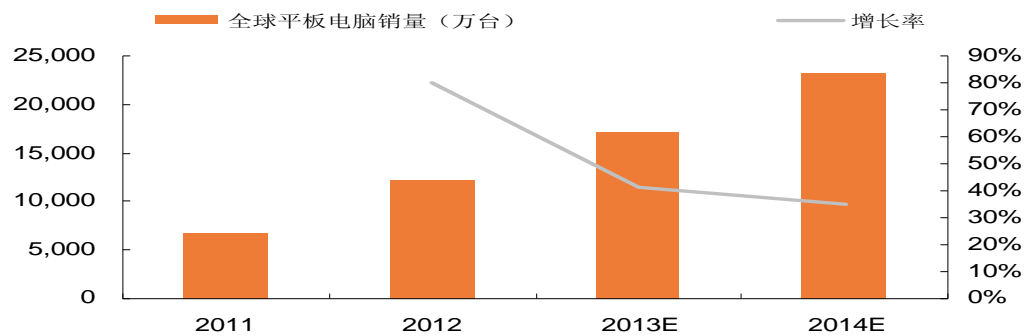
图表 7：苹果Mac电脑销售量及增长率



资料来源：苹果财报，平安证券研究所整理

平板电脑将继续高增长，iPad将保持优势地位。自苹果的平板电脑iPad发布以来，平板电脑的销量快速增长，由10年的1940万部增加到12年的1.20亿部。我们预计13年出货量可达1.80亿部，同比增长51%。竞争格局上，将延续苹果独大、三星和国内中低阶平板电脑份额逐步提升的格局。

图表 8:平板电脑销量预测(单位:万台,%)



资料来源: IDC, 平安证券研究所整理

公司苹果业务进展顺利,有望迎来持续高增长。我们认为,按照立讯的新品导入和产能投放进度,苹果业务未来持续的高成长已经非常确定。Mac笔记本的Powrin公司已于6月份开始供货,份额稳定在50%左右;Lighting数据线方面,将于9月量产,目前首期规划产能10万根/天的量供不应求。作为行业内优秀的连接器厂商,我们认为公司全面进入苹果后将凭借着技术实力、服务及成本优势不断扩大份额,明年有望成为苹果一线供应商,持续高增长可期。

我们判断公司这一两年一个重要的增长点是lighting那个线,但因为苹果要改设计方案,因此公司主动将产能降低到之前计划的三分之一,因为如果采用新方案很多自动化设备会报废,60%是特制的,因为公司最早配套苹果研发,明年以后的份额有望大幅提升,未来有望达到50%左右。

图表 9:公司苹果新业务收入预测 (单位:百万台,百万元)

	13E	14E	15E
Mac 出货量	18	20	23
Powerin 单机价值	60	55	50
份额	50%	50%	50%
收入 (百万元)	270 (6 月份开始供货)	550	575
平板电脑出货量	78	100	120
ing 接口单机价值	30	22	20
份额	10%	30%	40%
收入 (百万元)	59 (9 月份开始出货)	660	960
iPhone 出货量	167	190	220
ing 接口单机价值	30	22	20
份额	10%	30%	40%
收入 (百万元)	125 (9 月份开始出货)	1254	1760
合计 (百万元)	454	2464	3295

资料来源: IDC, 平安证券研究所

三、新业务亮点纷呈 未来存在超预期可能

3.1 服务器业务将成为未来重要增长点

服务器是网络环境中的高性能计算机, 负责侦听网络上的其他计算机提交的服务请求, 并提供相应的服务。服务器的构成与PC基本相似, 有处理器、硬盘、内存、系统总线等, 但相对于普通PC来说, 服务器在稳定性、安全性、运算性能等方面都要求更高, 因此CPU、芯片组、内存、磁盘系统、连接器等硬件设备和普通PC不同。按照体系架构来区分, 服务器主要分为两类: x86服务器和非x86服务器:

x86服务器: 又称CISC (复杂指令集) 架构服务器, 即通常所讲的PC服务器, 它是基于PC机体系结构, 使用Intel或其它兼容x86指令集的处理器芯片和Windows操作系统的服务器。

非x86服务器: 包括大型机、小型机和Unix服务器, 它们是使用RISC (精简指令集) 或EPIC (并行指令代码) 处理器, 并且主要采用UNIX和其它专用操作系统的服务器, 精简指令集处理器主要有IBM公司的POWER和PowerPC处理器。

2011年, 全球服务器市场规模为565亿美元, 其中使用x86架构的服务器规模为372亿美元, 占比65.8%, 占据主要地位。从品牌来看, IBM、惠普、DELL占据前3位, IBM占29.6%的市场份额, 惠普占29.3%的市场份额。

图表 10: 服务器示意图



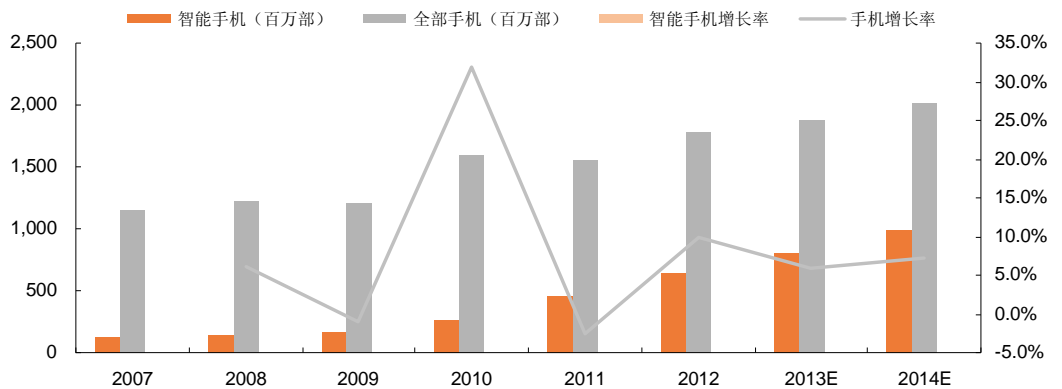
资料来源: 公开资料, 平安证券研究所整理

公司是唯一一家大陆切入服务器领域的连接器厂商, 在服务器领域的布局将迎来收获期。由于服务器与台式机有可借鉴的地方, 且公司与惠普、戴尔有深厚的合作关系, 已经切入惠普、戴尔这两家主力服务器厂商的连接器供应链。通过一系列的产品线整合和认证工作, 公司的服务器连接器12年已开始出货, 并有望在13年放量。另外公司正在积极接洽IBM, 如能进入则对13年服务器领域收入有积极影响。由于服务器要求稳定性高、大数据吞吐量, 其对产品品质要求高、认证期长, 相应的价格比普通电脑要高, 而且公司的自动化生产线能提供稳定的品质, 我们预计此类业务的毛利率会高于30%, 为提升盈利水平和业绩增长提供强劲动力。预计13-14年服务器连接器收入分别为2亿元和2.8亿元。

3.2 天线业务大有可为

12年全球智能手机出货量7.2亿部, 同比增长46%, 渗透率为42%。展望13年, 全球智能手机出货量有望维持快速增长, 其中13Q1出货量为2.1亿部, 同比增长42%; 预计13年出货量达到9.8亿部, 同比增长35%, 渗透率51%。

图表 11: 智能手机出货量增长迅猛



资料来源: IDC, 平安证券研究所整理整理

国内中低阶平板电脑有望起量。联发科已明确 13 年将备货专用处理器进军平板电脑市场, 凭借性价比优势将成为市场不容忽视的力量。我们判断国内平板电脑厂商将借机发布低价平板电脑冲击市场, 复制中低阶智能手机的成功。根据 DisplaySearch 的数据, 贴牌或白牌平板电脑产品在 2012 年度取得重要的成功。2012 年, 中国厂商的平板电脑出货量近 6000 万台, 80% 出口。其中, 品牌平板电脑约 500 万台, 白牌机平板电脑约 5415 万台, 约占平板电脑出货量的 90%。

随着功能的增加以及对传输速率要求的提高, 智能手机、平板电脑等移动智能终端都加大对天线的需求, 载体天线有行业机会。从工艺, 天线可分为镭雕、影印、ETS、化学工艺等。

- 镭雕: 即LDS, 只对有机铜有反应, 撞击度比较差;
- 影印: 载体上的附着力差、要求载体平面大, LG、中兴较多适用;
- ETS: 对材料要求较低, 有望成为未来的主流工艺;

公司在天线领域深耕5年, 已经具备做大的基础。公司天线项目技术实验室阶段已经有5年时间, 由台湾团队完成。天线设计主要由客户完成, 后续生产部分难度不大。优势在于: ①技术领先性, 采用 ETS 工艺, 与LDS 技术类似, 但无需昂贵的专用设备和材料, 因此成本要低于LDS; ②设备完全自主研发并有核心专利; ③在台湾、昆山各有一条生产线, 已经给HTC 小批量出货。预计13-14年天线收入分别为1.9 亿元和3.8 亿元

3.3 FPC 行业将受益于智能终端出货量增长

FPC (Flexible Printed Circuit board, 柔性印制电路板), 是连接电子零件用的基板和电子产品信号传输的媒介, 作为印制电路板的一种重要类别。与刚性印制电路板 (PCB) 相比, 柔性印制电路板具有轻、薄、短、小, 结构灵活, 可弯曲、卷曲、折叠和立体组装, 能取代很多转接部件, 便于最大使用有效空间, 使电子产品在外观上变得更为轻薄, 广泛应用于具有小型化、轻量化和移动要求的各类电子产品。

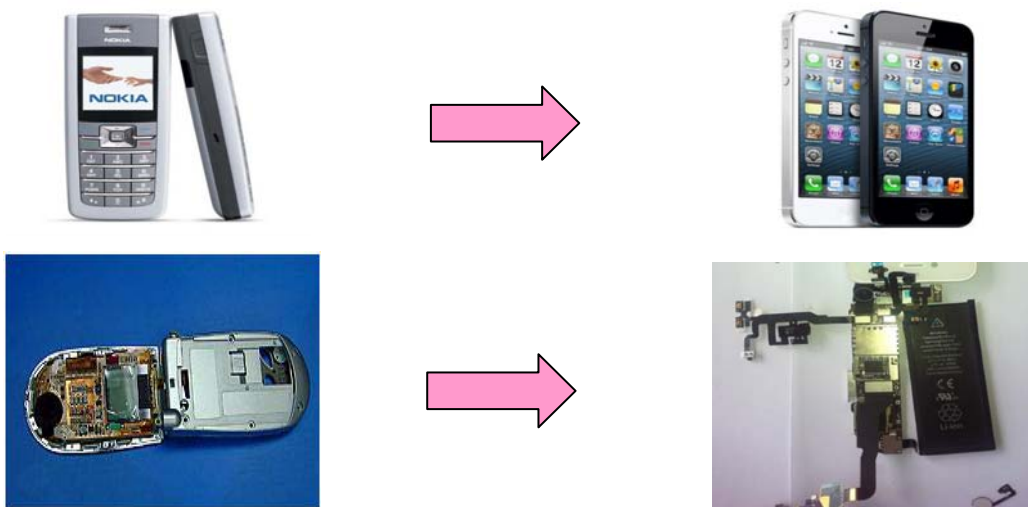
图表 12: FPC主要下游应用

产品线	主要功能及特点
手机用FPC	用于显示屏连接主板、摄像头连接主板、旋转式手机旋转部分连接主板、翻盖式手机翻盖部分连接主板、LED光源等，具有挠折性、轻薄与3度空间配线等特性
笔记本/平板用FPC	用于液晶显示屏转轴连接主板、CD-ROM连接主板、硬盘连接主板、开关连接主板和键盘连接主板
液晶显示器及等离子显示器用FPC	用于液晶面板和液晶模块连接部位
数码相机及硬盘、光驱、移动存储等PC配件用FPC	用于激光读写头、具有高柔软性以及超薄特性，以完成快速的资料读取

资料来源：平安证券研究所整理

由于新一代智能终端讲求轻薄、印刷电路板设计讲究空间效率，同时又加入触控、镜头等多种功能，因此单机软板的需求不断提升，FPC为PCB产业中移动智能终端的最大受益者。从功能手机转换为智能手机，从传统NB转换为平板电脑及超极本，单机软板使用量及产值都将大幅提升，在数量成长外更加贡献软板产业产值增长。

图表 13: 随着智能终端进步，软板使用量逐渐增加



资料来源：公开资料，平安证券研究所整理

从单机价值来看，普通功能手机一般使用3-5片软板，单机价值在5美元以下，而智能机软板使用量大大增加，单机价值为5-20美元左右。从传统NB转换到Ultrabook及平板电脑，单机价值也会大大提升。

图表 14: FPC将受益于智能终端的增长

产品	软板用量	单机价值
功能手机	3-5片	<5 USD
智能手机	6-10片	5-20 USD
iPhone	10-12片	15-20 USD

产品	软板用量	单机价值
传统NB	5-6片	<5 USD
Ultrabook	6-8片	5-10 USD
平板电脑	10-15片	10-20 USD
New iPad	15-16片	20-25 USD

资料来源：平安证券研究所整理

通过收购珠海双赢，公司切入 FPC 领域，主要做白牌手机。FPC 广泛应用在智能手机，渗透率近 50%。由于 FPC 的生产工序长达 40 多个，国内厂商良率较低，仅有 85%，造成毛利率低。而日本住友、台郡等大厂良率能做到 95%，相应具有很高的毛利率。后续公司将再投资 5 亿元扩产，主要针对二线手机客户，一线客户的开展需要时间，短期尚难以切入大客户的供应体系。FPC 将与公司原有的 FFC 业务形成协同，发展前景广阔。

四、盈利预测和估值

关键假设：

- 对苹果 Mac 系列电脑的出货顺畅，台式机连接器稳定增长，受益超级本渗透率提高，来自笔记；
- 本连接器的收入实现较快增长；
- 服务器连接器项目进展顺利，13 年开始对惠普、戴尔批量供货，后续更有望开拓 IBM；
- 天线项目进展符合预期，如期对 HTC 供货；
- 通讯连接器项目，对科尔通的整合完成，实现对华为出货量的增长；
- 对源光电装的整合顺利，汽车电子发展较快；
- FPC 实现销售并带动 FFC 业务发展。

图表 15：公司收入分产品预测（单位：百万元）

营业收入	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
本部	875.3	1,149.1	1,413.6	1,740.9	875.3
台式机	595.3	625.1	643.8	663.1	595.3
服务器	100.0	200.0	300.0	420.0	100.0
通讯类	180.0	324.0	469.8	657.7	180.0
联滔(含安徽的子公司)	1,460.0	1,948.3	3,214.4	5,066.3	1,460.0
笔记本电脑(含 lighting)	1,305.0	1,808.8	3,074.9	4,919.8	1,305.0
平板电脑	155.0	139.5	139.5	146.5	155.0
博硕（消费电子）	330.0	363.0	399.3	399.3	330.0
新业务（FPC、天线、汽车等）	455.7	1,038.3	1,531.1	2,054.9	455.7

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 16：公司收入预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	3147	4499	6558	9261
YoY(%)	23	43	46	41
净利润(百万元)	263	342	602	863
YoY(%)	2	30	76	43
毛利率(%)	21.2	21.5	21.5	21.6
净利率(%)	8.4	7.6	9.2	9.3
EPS(摊薄/元)	0.48	0.62	1.10	1.58
P/E(倍)	61.59	47.44	26.91	18.77

资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们预计公司13-15年EPS分别为0.62、1.10、1.58元，目前股价对应估值分别为47、27、19倍，维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1.连接器行业景气波动的风险；
- 2.公司苹果业务进展及份额不达预期的风险；

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产	2162	3085	4018	5211	
现金	452	607	529	568	
应收账款	1157	1763	2439	3251	
其他应收款	41	73	103	133	
预付账款	61	122	177	221	
存货	414	493	728	978	
其他流动资产	37	27	43	60	
非流动资产	1900	1804	1825	1824	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	911	882	832	768	
无形资产	221	301	388	475	
其他非流动资产	769	622	604	581	
资产总计	4063	4890	5843	7034	
流动负债	1501	1935	2338	2756	
短期借款	439	646	591	468	
应付账款	773	1098	1525	2047	
其他流动负债	289	191	222	241	
非流动负债	16	13	14	14	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	16	13	14	14	
负债合计	1517	1948	2352	2770	
少数股东 权益	494	584	584	584	
股本	365	547	547	547	
资本公积	1051	868	868	868	
留存收益	638	943	1491	2262	
归属母公司股东权益	2052	2358	2907	3681	
负债和股东权益	4063	4890	5843	7034	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	418	-3	163	362	
净利润	338	432	602	864	
折旧摊销	75	87	92	95	
财务费用	10	19	23	17	
投资损失	-5	-3	-3	-3	
营运资金变动	-5	-542	-554	-613	
其他经营现金流	5	4	3	3	
投资活动现金流	-511	7	-108	-90	
资本支出	443	-0	0	0	
长期投资	97	52	-26	5	
其他投资现金流	29	58	-135	-86	
筹资活动现金流	-156	152	-132	-232	
短期借款	44	207	-55	-123	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	104	182	0	0	
资本公积增加	-106	-182	0	0	
其他筹资现金流	-199	-55	-77	-109	
现金净增加额	-249	156	-78	39	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	3147	4499	6339	8458	
营业成本	2480	3530	4978	6631	
营业税金及附加	23	20	31	43	
营业费用	55	90	117	144	
管理费用	197	364	507	634	
财务费用	10	19	23	17	
资产减值损失	1	1	1	1	
公允价值变动收益	3	1	2	2	
投资净收益	5	3	3	3	
营业利润	390	480	687	993	
营业外收入	14	25	19	20	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	402	503	705	1012	
所得税	64	71	102	148	
净利润	338	432	602	864	
少数股东损益	75	91	0	0	
归属母公司净利润	263	342	602	864	
EBITDA	475	585	801	1104	
EPS (元)	0.72	0.62	1.10	1.58	

主要财务指标

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入 (%)	23.2	42.9	40.9	33.4
营业利润 (%)	-5.8	23.1	43.2	44.6
归属母公司股东权益 (%)	2.3	29.8	76.3	43.4
获利能力				
毛利率 (%)	21.2	21.5	21.5	21.6
净利率 (%)	8.4	7.6	9.5	10.2
ROE(%)	12.8	14.5	20.7	23.5
ROIC(%)	13.2	14.5	17.1	20.8
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.3	39.8	40.2	39.4
净负债比率 (%)	28.9	33.2	25.2	16.9
流动比率	1.44	1.59	1.72	1.89
速动比率	1.16	1.34	1.41	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.86	1.01	1.18	1.31
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	3.72	3.77	3.80	3.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.62	1.10	1.58
每股经营现金流	0.76	-0.01	0.30	0.66
每股净资产	3.75	4.31	5.31	6.72
估值比率				
P/E	61.6	47.4	26.9	18.8
P/B	7.9	6.9	5.6	4.4
EV/EBITDA	35	28	21	15

平安证券综合研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券有限责任公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN 平安证券综合研究所

地址: 深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编: 518048

电话: 4008866338

传真: (0755) 8244 9257