



# 公司最新消息

## 立讯精密 (002475.SZ)

买入

证券研究报告

### 四季度增长加速在望；新产品进展良好；强力买入

#### 最新事件

我们邀请立讯精密董事长王来春举行了业绩发布后电话会议。要点如下：1) **2016 日历年最新业务情况**：公司将 1-3 季度业绩低迷归因于 PC 业务总体疲软、给苹果的新产品发货延迟及定价压力，但对 **2016 年四季度盈利同比增长前景十分乐观**；2) **2017-18 日历年增长推动因素**：管理层预计 2017 日历年收入增长相对 2016 日历年将加速，受声学产品、天线、企业、汽车和包括 Type-C、无线充电和柔性电路板在内的消费电子产品的推动。具体而言，3) 立讯精密在 Type-C 智能手机领域的市场份额超过 40%，客户涵盖几乎所有国内一线品牌；4) 公司正在将研发重点转向无线充电领域，并认为在任一大客户采纳率提升的情况下，公司有信心保持领先地位；5) 立讯精密预计，来自华为和海外运营商的新业务将推动公司企业业务在 2017 年实现 30% 以上的同比增长；6) 立讯精密仍对通过苏州美特与美特的合作保持乐观，并预计通过垂直整合和自动化制程改善将产生协同效应；7) 立讯精密认为在中国智能手机生产商（华为、OPPO、Vivo 等）的连接线、天线、声学产品领域增长潜力巨大，并预计未来 2-3 年收入将增长 3-5 倍。

#### 潜在影响

我们认为立讯精密的主要推动因素是 9 月份 iPhone7 上市以及公司四季度预期盈利增长加速（高华预计同比增长 35%）。因过往记录稳健，我们对未来多重增长推动因素及管理层执行持乐观看法。维持强力买入。

#### 估值

我们的 12 个月目标价格为人民币 22.82 元，基于全球同业平均 20 倍的 2016 年预期市盈率乘以 2020 年预期每股盈利，并以 8.4% 的股权成本贴现得出。

#### 主要风险

新产品上量慢于预期。

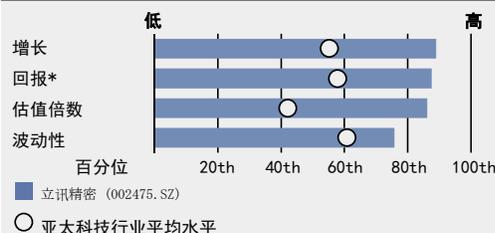
#### 所属投资名单

亚太买入名单  
亚太强力买入名单

#### 行业评级：中性

胡玲玲 执业证书编号：S1420511100002  
+86(10)6627-3520 lingling.hu@gnsl.cn 北京高华证券有限责任公司

#### 投资摘要



\* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

#### 主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	19.29
12个月目标价格 (Rmb)	22.82
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	36,107.9 / 5,436.6
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb)	0.58	0.67	0.93	1.17
每股盈利增长 (%)	62.2	16.7	37.8	26.8
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.58	0.67	0.93	1.17
每股基本盈利 (Rmb)	0.58	0.67	0.93	1.17
市盈率 (X)	34.7	28.7	20.8	16.4
市净率 (X)	6.8	5.5	4.4	3.6
EV/EBITDA (X)	26.1	20.5	15.5	12.3
股息收益率 (%)	0.3	0.4	0.5	0.6
净资产回报率 (%)	21.3	20.8	23.5	24.0
CROCI (%)	15.4	20.6	22.3	23.3

#### 股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	4.8	(0.3)	7.2
相对于沪深300指数	(3.5)	(6.9)	5.4

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/24/2016收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

## 立讯精密：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	10,139.5	12,546.1	16,046.7	19,554.7	现金及等价物	2,042.4	1,666.7	1,421.0	1,682.7
主营业务成本	(7,819.4)	(9,571.6)	(12,159.1)	(14,743.7)	应收账款	3,021.0	3,738.0	4,781.1	5,826.2
销售、一般及管理费用	(557.7)	(767.5)	(944.3)	(1,134.3)	存货	1,508.6	1,846.6	2,345.8	2,844.5
研发费用	(582.4)	(720.6)	(921.7)	(1,123.1)	其它流动资产	471.2	471.2	471.2	471.2
其它营业收入/(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	7,043.2	7,722.6	9,019.1	10,824.6
员工股票期权费用	--	--	--	--	固定资产净额	3,084.3	3,746.2	4,408.0	4,977.3
EBITDA	1,479.4	1,836.7	2,411.5	2,970.4	无形资产净额	1,075.9	1,067.2	1,058.6	1,050.1
折旧和摊销	(299.4)	(350.4)	(389.9)	(416.9)	长期投资	142.6	142.6	142.6	142.6
EBIT	1,180.0	1,486.3	2,021.6	2,553.5	其它长期资产	241.1	241.1	241.1	241.1
利息收入	120.1	26.6	18.0	15.3	资产合计	11,587.1	12,919.7	14,869.4	17,235.8
财务费用	(83.9)	(96.4)	(68.1)	(55.8)	应付账款	2,465.3	3,017.8	3,833.5	4,648.4
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	短期贷款	2,794.6	2,394.6	1,894.6	1,494.6
其它	76.3	81.6	73.5	73.5	其它流动负债	264.5	284.4	334.6	383.7
税前利润	1,292.6	1,498.2	2,045.0	2,586.6	流动负债	5,524.4	5,696.7	6,062.7	6,526.7
所得税	(161.0)	(204.8)	(278.1)	(351.8)	长期贷款	139.8	139.8	139.8	39.8
少数股东损益	(53.1)	(25.6)	(20.4)	(20.4)	其它长期负债	43.9	43.9	43.9	43.9
优先股股息前净利润	1,078.5	1,267.8	1,746.5	2,214.3	长期负债	183.7	183.7	183.7	83.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	负债合计	5,708.1	5,880.4	6,246.4	6,610.4
非经常性项目前净利润	1,078.5	1,267.8	1,746.5	2,214.3	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	普通股权益	5,527.5	6,662.3	8,225.5	10,207.5
净利润	1,078.5	1,267.8	1,746.5	2,214.3	少数股东权益	351.5	377.0	397.5	417.9
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.58	0.67	0.93	1.17	负债及股东权益合计	11,587.1	12,919.7	14,869.4	17,235.8
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.58	0.67	0.93	1.17	每股净资产(Rmb)	2.93	3.53	4.36	5.41
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.58	0.67	0.93	1.17					
不含员工股票期权费用的每股盈利(基本)	--	--	--	--	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
不含员工股票期权费用的每股盈利(摊薄)	--	--	--	--	CROCI (%)	15.4	20.6	22.3	23.3
每股股息(Rmb)	0.06	0.07	0.10	0.12	净资产回报率(%)	21.3	20.8	23.5	24.0
股息支付率(%)	10.4	10.5	10.5	10.5	总资产回报率(%)	10.1	10.3	12.6	13.8
自由现金流收益率(%)	(1.5)	0.4	1.1	2.6	平均运用资本回报率(%)	18.5	18.4	21.1	23.0
					存货周转天数	62.3	64.0	62.9	64.2
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	应收账款周转天数	96.7	98.3	96.9	99.0
主营业务收入增长率	39.0	23.7	27.9	21.9	应付账款周转天数	104.4	104.5	102.8	105.0
EBITDA增长率	36.0	24.2	31.3	23.2	净负债/股东权益(%)	15.2	12.3	7.1	(1.4)
EBIT增长率	34.5	26.0	36.0	26.3	EBIT利息保障倍数(X)	NM	21.3	40.4	63.1
净利润增长率	71.2	17.6	37.8	26.8					
每股盈利增长	62.2	16.7	37.8	26.8	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	22.9	23.7	24.2	24.6	基本市盈率(X)	34.7	28.7	20.8	16.4
EBITDA利润率	14.6	14.6	15.0	15.2	市净率(X)	6.8	5.5	4.4	3.6
EBIT利润率	11.6	11.8	12.6	13.1	EV/EBITDA(X)	26.1	20.5	15.5	12.3
					企业价值/总投资现金(X)	5.1	4.2	3.5	3.0
					股息收益率(%)	0.3	0.4	0.5	0.6
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E					
优先股股息前净利润	1,078.5	1,267.8	1,746.5	2,214.3	经营活动产生的现金流	487.4	1,141.1	1,430.4	1,922.7
折旧及摊销	299.4	350.4	389.9	416.9	资本开支	(1,046.4)	(1,003.7)	(1,043.0)	(977.7)
少数股东权益	53.1	25.6	20.4	20.4	收购	0.0	0.0	0.0	0.0
运营资本增减	(561.0)	(502.6)	(726.4)	(728.9)	剥离	43.7	0.0	0.0	0.0
其它	(382.6)	0.0	0.0	0.0	其它	(228.8)	0.0	0.0	0.0
经营活动产生的现金流	487.4	1,141.1	1,430.4	1,922.7	投资活动产生的现金流	(1,231.5)	(1,003.7)	(1,043.0)	(977.7)
资本开支	(1,046.4)	(1,003.7)	(1,043.0)	(977.7)	支付股息的现金(普通股和优先股)	(66.6)	(113.2)	(133.0)	(183.3)
收购	0.0	0.0	0.0	0.0	借款增减	495.9	(400.0)	(500.0)	(500.0)
剥离	43.7	0.0	0.0	0.0	普通股发行(回购)	130.9	0.0	0.0	0.0
其它	(228.8)	0.0	0.0	0.0	其它	18.4	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流	(1,231.5)	(1,003.7)	(1,043.0)	(977.7)	筹资活动产生的现金流	578.7	(513.2)	(633.0)	(683.3)
支付股息的现金(普通股和优先股)	(66.6)	(113.2)	(133.0)	(183.3)	总现金流	(165.4)	(375.7)	(245.7)	261.7
借款增减	495.9	(400.0)	(500.0)	(500.0)					
普通股发行(回购)	130.9	0.0	0.0	0.0					
其它	18.4	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	578.7	(513.2)	(633.0)	(683.3)					
总现金流	(165.4)	(375.7)	(245.7)	261.7					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。  
资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

胡玲玲

lingling.hu@ghsl.cn

## 电话会议要点

我们邀请立讯精密董事长王来春举行了业绩发布后电话会议。要点如下：

### 业务前景 – 预计 2017 年以后将有多重推动因素

立讯精密认为 2016 年上半年增长低于预期的主要原因是市场环境低迷以及对主要客户苹果的新产品发货延迟。王来春对四季度盈利增长抱有信心，得益于新产品发货及来自新产品线的收入贡献。总体而言，由于布局企业和智能手机/天线/无线充电的声学元件等新业务领域，2016 年增长相对 2014/15 年将放缓。管理层预计新业务将在 2017 年贡献盈利，**对 2017/18 年总体业务前景仍持积极看法**。王来春表示，声学业务（元件+耳机）在 2017 年将贡献约 1/3 的增长，其余 2/3 来自**企业、汽车、天线和其他消费电子产品**。

来自企业客户的收入增长相对过去几年 20-30%的水平将加速，受华为及其海外同业和其他电信运营商的推动。立讯精密主要向这些客户提供高频/高速/大电流连接器。公司提前布局基站天线业务以迎接 5G 时代，并预计 2017 年增长将高于 2016 年。

立讯精密还向国内/海外一线汽车供应商提供大电流连接器。汽车行业将成为公司的长期战略重点。可比基础上，2016 年上半年收入同比增长约 20%。王来春预计未来 2-3 年收入增长将加速。

立讯精密对天线业务的投资已持续数年时间，并在 2016 年初引入了专业的研发/运营团队。公司认为以上努力得到了主要客户的高度认可，这些客户在 2017 年将继续将立讯精密培养为作为其核心供应商之一。

柔性电路板业务因珠海产能扩张延迟，进展不及公司预期。但公司预计，从四季度开始该业务将触底反弹。从当前客户意向来看，现有的四个主要客户两年内将充分利用珠海现有产能。

立讯精密不会进军新的产品领域，因公司认为现有产品线上行潜力巨大。公司希望通过新产品线和开拓新客户来尽量减小客户集中风险。尽管立讯精密在 1 年前才开始服务于国内智能手机品牌，但已经成为包括华为/Oppo/Vivo 在内的大品牌手机连接线的核心供应商。公司还与这些品牌在扬声器/天线和其他产品领域展开合作。

### Type-C – 仍主导市场份额

在消费电子行业，公司看到 Type-C 连接器在手机/PC/电视机领域迅速普及。公司目前在智能手机 Type-C 的市场份额为 40%，还是高端 PC/电视机的核心供应商。立讯精密目前是除联想以外的国内所有一线智能手机品牌的供应商。

### 无线充电 – 立讯精密的未来和关注点

立讯精密认识到无线充电是未来趋势，并将逐步蚕食当前连接线的市场份额。为了应对新技术带来的不利形势，公司正加大投入无线充电领域。立讯精密目前是苹果智能手表无线充电模块的独家供应商，并与苹果以外的全球品牌展开合作。王来春表示，立讯精密的竞争优势在于与芯片供应商和解决方案提供商合作进行各类标准产品的研发。尽管公司可能尚未达到定义行业标准的高度，但可以利用其在精密制造的技术优势和新材料领域的专业能力。在竞争形势方面，立讯精密的大多数竞争者为新进入企业，并非来自传统连接器行业。

### 声学业务 – 预计与美律的合作将产生协同效应

立讯精密认可美律超过 40 年的行业经验，但认为美律在业务运营、成本节约及对市场需求的迅速反应方面存在瓶颈，并认为自身在这些方面占据优势。王来春强调，立讯精密并非依赖单一客户或单一产品推动声学业务增长，而是在更多的声学子行业和客户身上寻找增长点。针对投资者对两家公司的协同效应以及与声学市场现有厂商竞争的担忧，王来春表示，管理层在进入新市场之前一贯

保持谨慎，并认为公司能够利用在元件垂直整合和自动化方面的能力与美律的声学业务实现无缝接轨，帮助美律赶超同业。公司将从2016年9月起对苏州美特财报并表。

高华证券感谢高盛分析师许文婷在本报告中的贡献。

# 信息披露附录

## 申明

本人，胡玲玲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

## Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

胡玲玲：中国电信行业、中国科技行业。

中国科技行业：光迅科技、航天信息、科大讯飞、石基信息、神州泰岳、烽火通信、歌尔声学、海康威视、汉微科、华虹半导体、恒生电子、联发科、四维图新、均胜电子、谱瑞科技、立讯精密、欧菲光、矽力杰、中芯国际、中芯国际(ADR)、舜宇光学、台积电、台积电 (ADR)、联电、联电 (ADR)、网宿科技、用友网络、大华股份、中兴通讯(A)、中兴通讯(H)。

中国电信行业：中国通信服务、中国移动、中国移动(ADR)、中电信、中电信(ADR)、中国联通(H)、中国联通(ADS)、中国联通(A)。

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：立讯精密 (Rmb19.29)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**