

2016年09月05日

公司研究

评级：买入（上调）

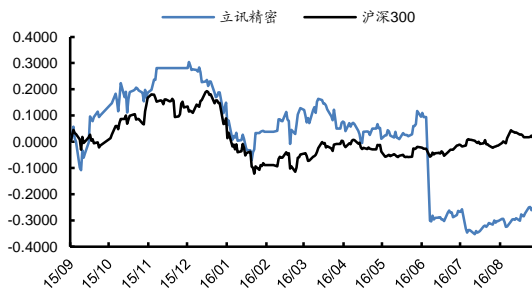
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：李旻 S0350115070033
18901056681 lis03@ghzq.com.cn

鸿鹄之志：短暂的放缓是为了更大的发展

——立讯精密（002475）深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
立讯精密	8.1	-32.6	-30.0
沪深300	3.5	3.9	-1.5

市场数据 2016/09/05

当前价格（元）	20.26
52周价格区间（元）	15.49 - 25.19
总市值（百万）	38209.59
流通市值（百万）	37880.76
总股本（万股）	188596.19
流通股（万股）	186973.16
日均成交额（百万）	186.52
近一月换手（%）	11.31

相关报告

《立讯精密（002475）中报点评：短期增速放缓不改长期成长逻辑（增持）*电子行业*王凌涛》

——2015-10-15

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 志存高远，无惧短期业绩放缓** 公司2016年上半年营收47.5亿，同比增长7.42%，归母净利润4亿元，同比增长5.11%。较过去三年高速增长放缓。其中公司研发投入大幅增加48.86%到3.72亿元，可以看到公司大力布局新产品新技术，预期将在明后两年为公司贡献显著的收入增量。
- 投资美特，进军声学领域** 公司向苏州美特投资5.3亿元，取得51%的股权。声学器件具有较高的行业壁垒，公司通过控股美特，快速切入声学器件领域，成为微电声领域的领先者。立讯精密投资后，苏州美特获得了充足资金用于扩充厂房和自动化生产线，可以增加3倍以上微型扬声器产能，预计明年将成为立讯新的增长点。
- 产业链横向扩张，天线业务发力在即** 消费电子天线目前具有和机壳以及和BOX一体化的趋势，立讯精密机加工能力十分出色，而公司大力布局天线、声学业务，垂直整合设计制造，能够为客户提供一站式的解决方案。我们预计公司天线业务正处于投入期和收获期的交点，未来有望为公司成长添加新的动力。
- 盈利预测和投资评级：上调至买入评级** 公司是全球连接器龙头企业，积极拓展音频、天线业务。出于审慎性考虑，我们暂不考虑非公开发行股份，预计公司2016-2018年每股EPS为0.66、0.90、1.16，对应当前股价PE为30.6、22.6、17.4倍，我们认为公司布局的新业务即将进入快速增长期，上调至买入评级。
- 风险提示：公司主要客户销量不达预期；音射频产品市场拓展慢于预期；非公开发行股票的不确定性风险。**

预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	10139.49	11680.70	15371.80	18999.54
增长率（%）	38.97%	15.20%	31.60%	23.60%
净利润（百万元）	1078.51	1247.44	1693.71	2196.85
增长率（%）	71.18%	15.66%	35.77%	29.71%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.66	0.90	1.16
ROE（%）	19.51%	18.55%	20.29%	21.01%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 消费电子连接器龙头	4
1.1 消费电子连接器龙头.....	4
1.2 连接器行业国产化替代空间巨大	6
1.3 TYPE-C 型连接器处在爆发初期,公司卡位优势明显.....	8
2、 产业链横向扩张,一体化龙头格局出现.....	12
2.1 投资美特,声学业务实现跨越式发展.....	12
2.2 天线业务处于投入期到产出期的交点,一体化优势明显	15
3、 汽车电子业务前景广阔	16
4、 盈利预测与评级	19
5、 风险提示	19

图表目录

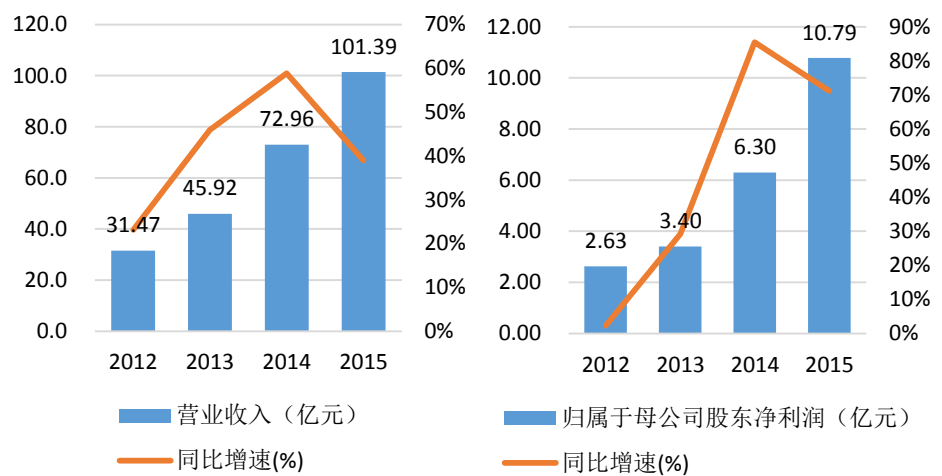
图 1: 公司营业收入及归属于母公司净利润	4
图 2: 公司营业收入结构	5
图 3: 公司研发费用	6
图 4: 连接器销售收入趋势	6
图 5: 全球连接器主要市场占比	7
图 6: 多种 USB 接口	8
图 7: Type-C 接口定义	10
图 8: 接口演进	11
图 9: 新增使用 Type-C 接口的智能设备数量及摘要	11
图 10: 公司 Type-C 产品	12
图 11: 美律扬声器产品	13
图 12: 索尼 EXK 耳机频响曲线	14
图 13: BOX+天线一体化产品	15
图 14: MIMO 天线示例	16
图 15: 住友电装产品线	17
图 16: 国际新能源乘用车销量	18
图 17: 2016 上半年全球车企新能源乘用车销量排行	19
表 1: 2015 全球智能手机品牌市场份额排名	7
表 2: Type-C 与其他接口对比	9
表 3: 汽车业务子公司经营状况	17
表 4: 2015 年国家关于新能源汽车的重要政策	17
表 5: 公司财务数据预测简表	20

1、消费电子连接器龙头

1.1 消费电子连接器龙头

公司成立于2004年，10余年来专注于线缆、连接器的研发、生产和销售，产品主要应用于消费电子、计算机、通讯和汽车、医疗等领域。作为国内连接器行业龙头企业，近年来充分抓住了智能手机产业链向中国大陆转移的趋势，通过优秀的制造能力承接了大量国际一线客户订单，实现了销售和利润的快速成长。

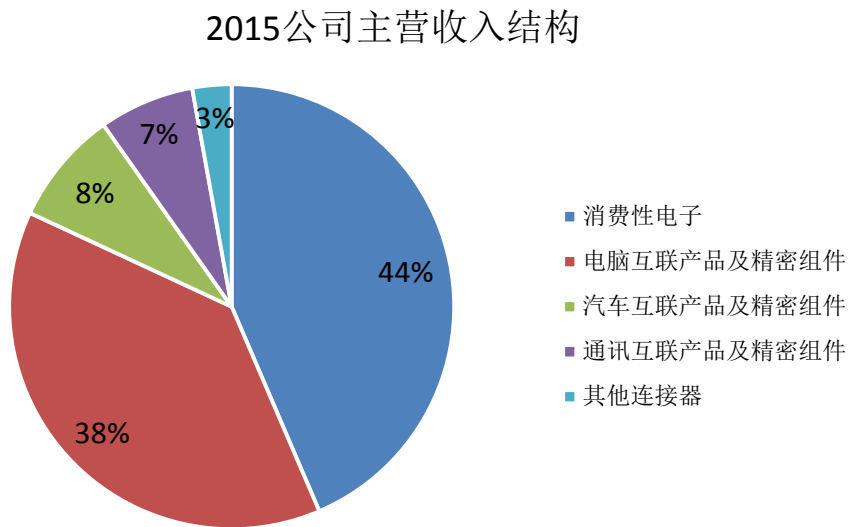
图 1：公司营业收入及归属于母公司净利润



资料来源：wind，国海证券研究所

从营业收入结构上看，公司消费电子及电脑行业占据了超过80%的营收，进入2016年，由于公司主要客户自身产品销量遇到了一定压力，传导到供应商侧体现为订单量和价格的双重压力，也使得公司2016年上半年出现了业绩增速放缓，从半年报我们可以看到，公司2016年上半年营收成长7.42%，归属母公司股东净利润同比增长5.11%。公司创始人从工厂产线到经营管理一步步走来，具备非常丰富的制造行业管理经验，在工业4.0时代，公司大力投入资源进行自动化水平的提升，公司于2014年在昆山厂区设立了“立讯技术研究院”，研究院除了负责产品的早期开发，同时还负责统筹各厂区的自动化资源，推动自动化技术的不断提高和从业人员工作水平的不断进步。经过两年多的发展，公司的自动化研发与制造能力得到了较大的提升，为公司的减员增效与劳动生产率的提升做出了重要贡献。不断提高的生产良率和降低的生产成本使得公司盈利能力保持稳定。

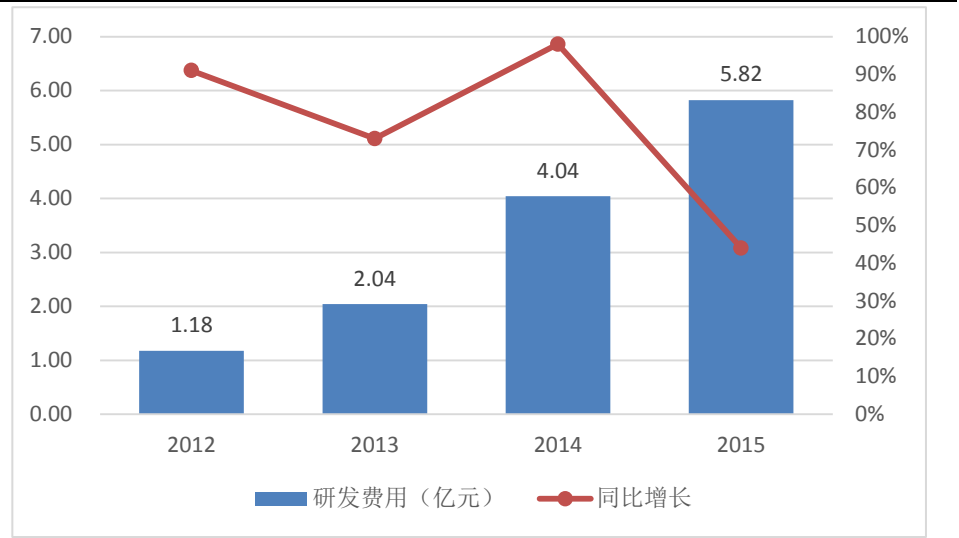
图 2: 公司营业收入结构



资料来源: wind, 国海证券研究所

在保持国内消费电子龙头的地位同时,公司大力拓展新版图,发展新业务。公司秉持“老产品新客户”、“老客户新产品”、“老产品新市场”的业务拓展观念稳步延伸业务链,增强与苹果、华为、微软、索尼、华硕等一线品牌合作,发展海外市场,同时大力投入研发新产品新技术,14年末到15年末研发人员从1685名上升至1985名。期间研发费用也呈现高速增长,我们可以看到即使在2016年营收增速放缓的时刻,公司研发费用依旧保持了高速增长,半年度研发投入从2.5亿大幅增加到了3.7亿,而管理费用增幅与此接近,公司半年度并没有披露研发投入资本化情况,但考虑到公司2015年研发投入全部费用化,因此我们判断公司管理费用控制非常得当,净利润增速下滑主要是持续加大研发力度导致。在电子产业向中国转移的浪潮中,公司在天线业务、声学业务、马达业务、FPC、无线充电、TYPE-C等领域的投入,将给公司成长提供持续动力,我们判断经过短暂的业绩放缓后,公司将重回快速成长轨道。

图 3: 公司研发费用

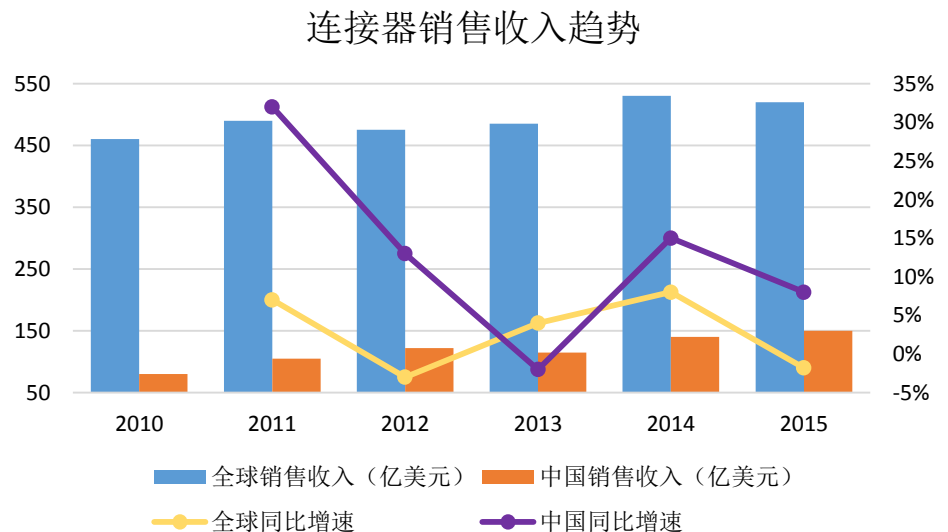


资料来源: wind, 国海证券研究所

1.2 连接器行业国产化替代空间巨大

连接器行业市场容量巨大, 根据中国产业信息网数据, 2015 年全球连接器市场规模超过 3000 亿元, 总体看存量巨大, 但增速比较平缓。全球连接器市场近五年来复合增速为 2.6%。但中国市场仍旧保持了较快的增长, 目前中国连接器市场大约有 800 亿元, 已经是全球第一大市场, 同时中国连接器市场规模过去 5 年复合增速达到 12.5%, 可以看到中国市场过去比全球市场成长速度超出 10 个百分点。

图 4: 连接器销售收入趋势

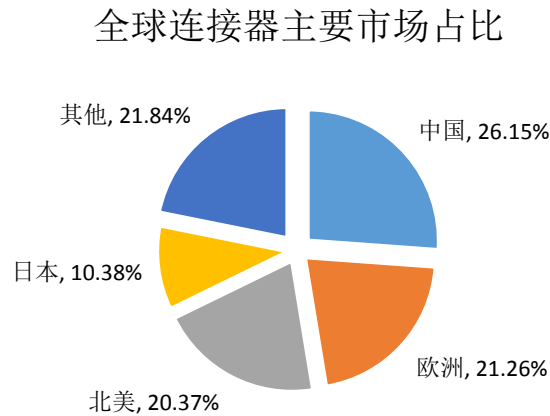


资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

在精密制造行业中, 中国具备明确的成本优势和规模化制造能力, 并且近年来无论是电脑整机还是智能手机, 中国都成长起了一批国际领先的品牌企业, 下

游行业的崛起使得产业配套也逐步向国内转移，中国的企业在本土化快速响应，以及 design-in 并提供解决方案等能力上具备明确的优势，使得行业景气度持续高于全球。未来几年，电子产品领域中国品牌有望继续抢食全球份额，而新能源汽车等领域中国厂商也通过政策支持快速成长，有望使得中国连接器行业景气度持续高于全球水平。

图 5: 全球连接器主要市场占比



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

从消费电子连接器的下游产业看。国际智能手机市场在经过了多年逾 10% 的高速增长后，趋近饱和状态，增长放缓。2015 年全球智能手机出货量 12.9 亿部，年增 10.3%，未来几年的增速料将进一步放缓。但中国厂商在大环境下表现良好，其中 5.39 亿部来自中国厂商，占全球的 42%，达到历史新高，增长幅度也高于全球平均水平，并且占据了十大厂商中的七个席位。立讯精密产品从高端切入，稳定供应国际一线客户验证了其领先地位，近年来开始进军国内一线品牌客户，从品质良率上都有比较明确的竞争优势。

表 1: 2015 全球智能手机品牌市场份额排名

排名	2014		2015		2016E	
	公司	市场份额	公司	市场份额	公司	市场份额
1	三星	27.80%	三星	24.80%	三星	22.20%
2	苹果	16.40%	苹果	17.50%	苹果	16.80%
3	联想+摩托罗拉	7.90%	华为	8.40%	华为	9.30%
4	华为	6.20%	小米	5.60%	联想	6.10%
5	LG	5.40%	联想	5.40%	小米	5.80%
6	小米	5.20%	LG	5.30%	LG	5.00%
7	酷派	4.20%	TCL	4.00%	TCL	4.00%
8	索尼	3.90%	OPPO	3.80%	OPPO	3.90%
9	TCL	3.30%	步步高/VIVO	3.30%	步步高/VIVO	3.40%
10	中兴	3.10%	中兴	3.10%	中兴	3.10%

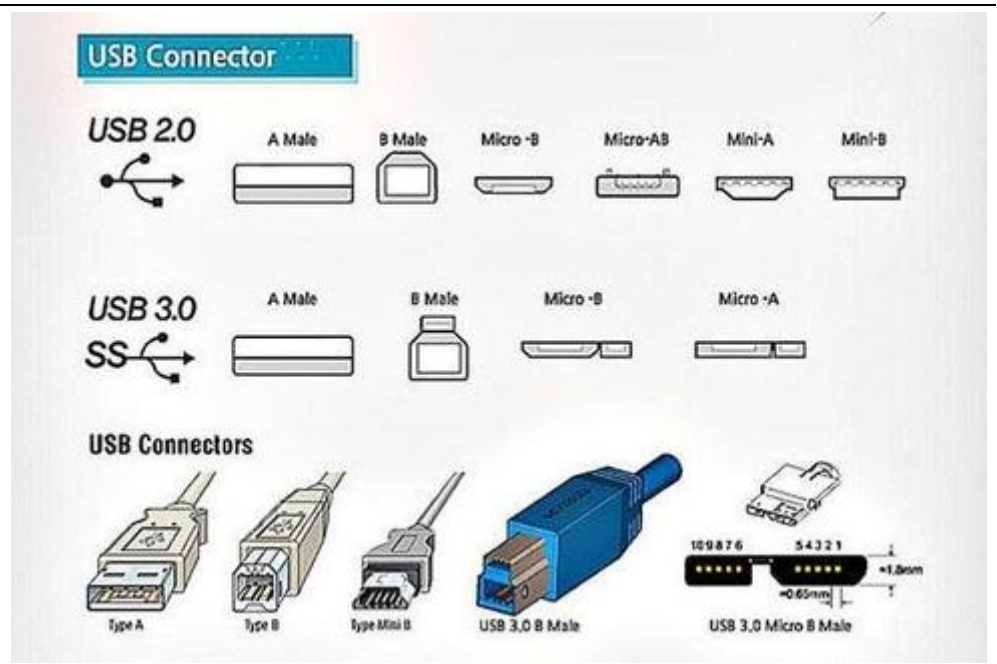
资料来源：Trendforce，国海证券研究所

前 10 大手机厂商已经占据了 80%左右的市场份额，下游市场集中度已经十分高，由于单个客户一般常用的零组件供应商并不会很多，具体型号上常常只选用 2-3 家供应商，而电脑、通信行业近年来更鲜有新进入者，因此上游供应商也必将呈现集中度提升的趋势。而全球三大连接器巨头泰科、安费诺、莫仕的市场份额仅有 32.8%，可以看到行业集中度提升空间还比较大，公司作为行业龙头企业将有望双重受益于国产化替代进程和行业集中度提高，分得更高的市场占有率。

1.3 TYPE-C 型连接器处在爆发初期,公司卡位优势明显

在各类连接线中，USB 连接线的地位举足轻重。USB 是指通用串行总线，是 intel 公司开发的总线架构，从 1995 年起，USB 接口标准经历了 3 代标准，并衍生出了众多接口类型。

图 6: 多种 USB 接口



资料来源：21IC，国海证券研究所

USB 开发者论坛在 2013 年 7 月发布了 USB 3.1 标准，2016 年 3 月已经将 Type-C 连接器和线缆的 Specification 更新到了 1.2 版本，同时更新了 USB PD 规范。规范发布以来，得到了电子整机厂商的广泛关注，USB Type-C 接口插座端设计纤薄迷你，尺寸约为 8.3mm*2.5mm，适用于便携设备；接口支持正反双面插拔，体验较传统的 micro USB 接口大幅提升。在 USB PD 规范的支持下，可以支持高达 20V，5A 的电力供应，也使得 Type-C 接口能够整合电源接口功能。苹果公司 2015 年新款笔记本电脑 Macbook 正是使用 USB Type-C 作为其电源接口。在 USB 3.1 标准支持下，接口带宽达 10Gbps，最大传输速度达 1GB/S，是 USB 3.0 标准的两倍，USB 2.0 标准的 16 倍，传输速率优势明显。

表 2: Type-C 与其他接口对比

	Type-C	Standard-A (Type-A)	Micro-USB (Micro-B) 2.0	Lightning
图片				
尺寸	8.3mm*2.5mm	12mm*4.6mm	7.4mm*2.35mm	7.5mm*2.5mm
是否支持正反双面插拔	支持	不支持	不支持	支持
最高支持速率标准	USB 3.1 (10Gbps)	USB 3.1 (10Gbps)	USB 2.0 (480Mbps)	USB 3.0 (5Gbps)
最大功率输出	20V*5A	5V*2A	5V*500mA	5V*2A
常用设备	智能手机、平板电脑、笔记本电脑	笔记本电脑	智能手机、平板电脑、数码相机等	苹果公司系列产品

资料来源：国海证券研究所整理

USB Type-C 接口引脚数远高于之前演进的规范，这也使得其可以集供电、数据高速传输、VGA、HDMI 等视频传输于一体。另外从接口定义设计上，规范保障了其除了支持 USB3.1 外可以向下兼容 USB3.0、USB2.0 等上一代接口。这就为产品平滑过渡提供了便利，也为用户提供极大的体验优势。

图 7: Type-C 接口定义

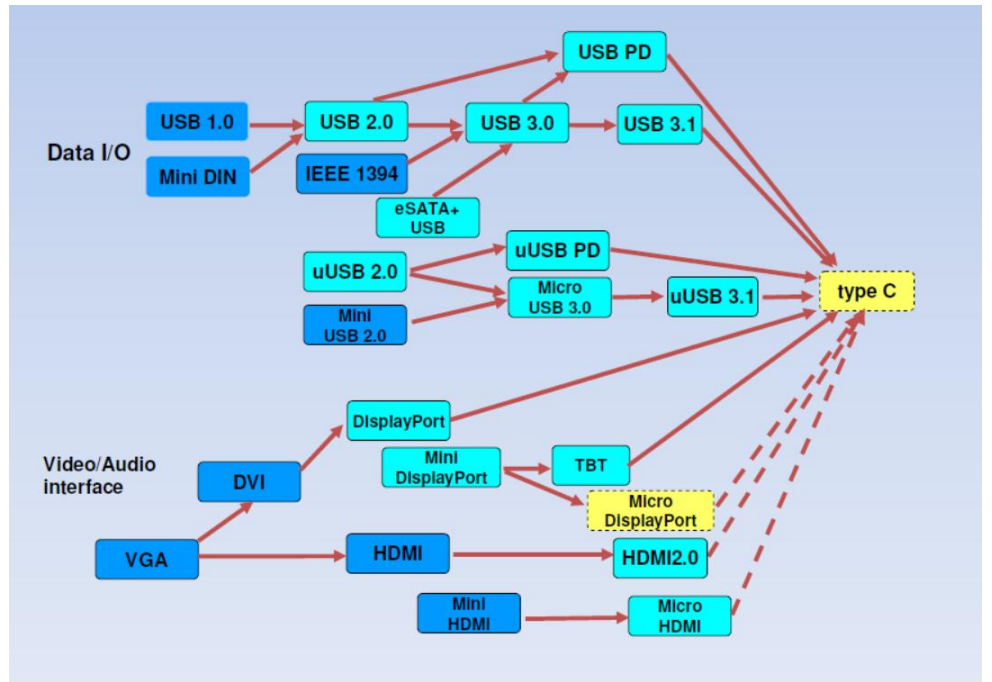
A12	A11	A10	A9	A8	A7	A6	A5	A4	A3	A2	A1
GND	RX2+	RX2-	VBUS	SBU1	D-	D+	CC	VBUS	TX1-	TX1+	GND
GND	TX2+	TX2-	VBUS	VCONN			SBU2	VBUS	RX1-	RX1+	GND
B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7	B8	B9	B10	B11	B12

Pin	Signal Name	Description	Mating Sequence	Pin	Signal Name	Description	Mating Sequence
A1	GND	Ground return	First	B12	GND	Ground return	First
A2	SSTXp1	Positive half of first SuperSpeed TX differential pair	Second	B11	SSRXp1	Positive half of first SuperSpeed RX differential pair	Second
A3	SSTXn1	Negative half of first SuperSpeed TX differential pair	Second	B10	SSRXn1	Negative half of first SuperSpeed RX differential pair	Second
A4	VBUS	Bus Power	First	B9	VBUS	Bus Power	First
A5	CC1	Configuration Channel	Second	B8	SBU2	Sideband Use (SBU)	Second
A6	Dp1	Positive half of the USB 2.0 differential pair - Position 1	Second	B7	Dn2	Negative half of the USB 2.0 differential pair - Position 2	Second
A7	Dn1	Negative half of the USB 2.0 differential pair - Position 1	Second	B6	Dp2	Positive half of the USB 2.0 differential pair - Position 2	Second
A8	SBU1	Sideband Use (SBU)	Second	B5	CC2	Configuration Channel	Second
A9	VBUS	Bus Power	First	B4	VBUS	Bus Power	First
A10	SSRXn2	Negative half of second SuperSpeed RX differential pair	Second	B3	SSTXn2	Negative half of second SuperSpeed TX differential pair	Second
A11	SSRXp2	Positive half of second SuperSpeed RX differential pair	Second	B2	SSTXp2	Positive half of second SuperSpeed TX differential pair	Second
A12	GND	Ground return	First	B1	GND	Ground return	First

资料来源: USB-IF, 国海证券研究所

多年来, 用户几乎无时无刻需要面对包括 USB 自身的多种接口版本, 外加视频传输线、各种互不通用的电源线插口, 专线专用实际上给用户带来了大量不便, USB Type-C 的出现, 从定义上解决了现在几乎对传输线缆的所有需求, 因此被各大厂商重视。就连一向喜欢自定义标准的苹果公司也在 MACBOOK 上采用了 Type-C 接口, 未来其有望成为统一的标准型接口。

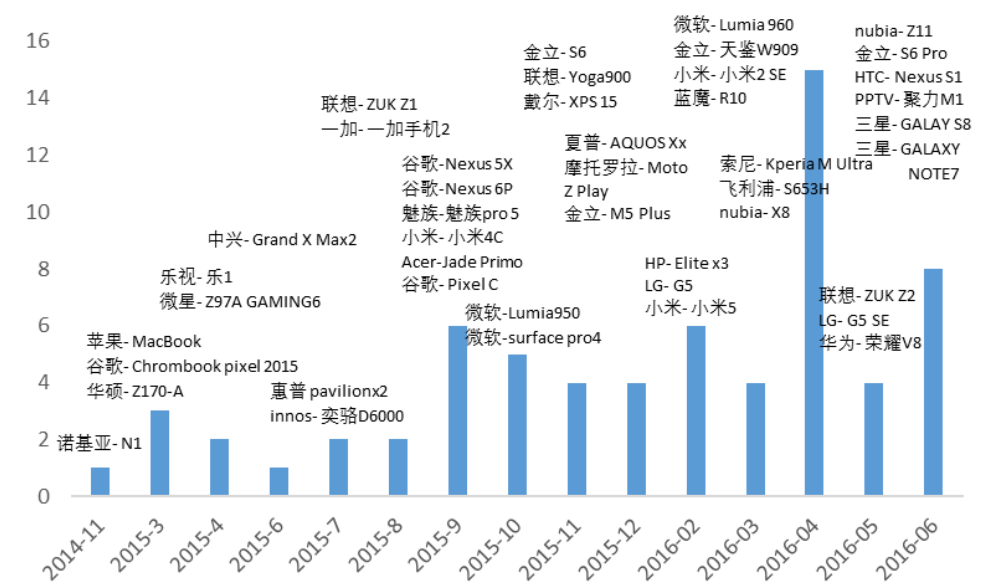
图 8: 接口演进



资料来源: 21IC, 国海证券研究所

USB Type-C 从 2014 年被诺基亚最先采用后, 15 年苹果、谷歌、华为相继推出采用 Type-C 的产品, 进入 2015 年底 2016 年初, 采用 Type-C 接口的产品呈现快速放量的趋势, 乐视、三星、中兴、小米等品牌陆续加入。2016 年二季度推出的带有 Type-C 接口的产品已经接近 30 款, 我们预计 Type-C 接口渗透率已经进入快速提升期。

图 9: 新增使用 Type-C 接口的智能设备数量及摘要



资料来源: 国海证券研究所整理

公司在 Type-C 的专利技术、制造工艺上，都在业内遥遥领先，参与包括 Type-C 标准以及 USB PD2.0 版本的标准制定，专利布局完整。公司还针对用户使用习惯进行了多种创新，开发了可以支持正反双向插接的 Type-A 型接口等产品，并已经在乐视等产品得到成功应用，拓展了现有产品的市场份额。我们认为除了在小设备上，Lightning 线在智能化方面存在一定差异化竞争优势，其他的传输线标准在 Type-C 标准面前几乎没有竞争优势。即使苹果坚持线材智能化道路，我们也可以看到在苹果阵营和非苹果阵营连接器市场，立讯精密都将处于领先的地位。随着防水、快充、大电流等新功能的不断增加，线材的单品价格也有进一步上升空间，而技术要求的提高将阻挡一部分小型加工企业利用价格进行竞争。未来的 Type-C 连接器快速渗透期，公司有望分得最大的市场份额，成为行业的领导者。

图 10: 公司 Type-C 产品



资料来源：立讯精密，国海证券研究所

2、产业链横向扩张,一体化龙头格局出现

2.1 投资美特,声学业务实现跨越式发展

公司向苏州美特投资 5.3 亿元，取得 51% 的股权。苏州美特是美律实业于 2002 年投资设立，是美律通过全资子公司 DANNY DYNAMICS LTD. 全资持有的 MERRYTECH(HK)CO.LTD 全资持有的曾孙公司，主要负责进行麦克风、送话器、扬声器的生产销售。其 2015 年营收 6.4 亿元，净利润 1188 万，营收占美律当年总营收的 26.5%，是美律旗下规模仅次于美律深圳的第二大的生产基地。本次立讯精密投资后，苏州美特获得了充足资金用于扩充厂房和自动化生产线，可以增加 3 倍以上微型扬声器产能，投产后预计营收也将快速超越美律深圳。

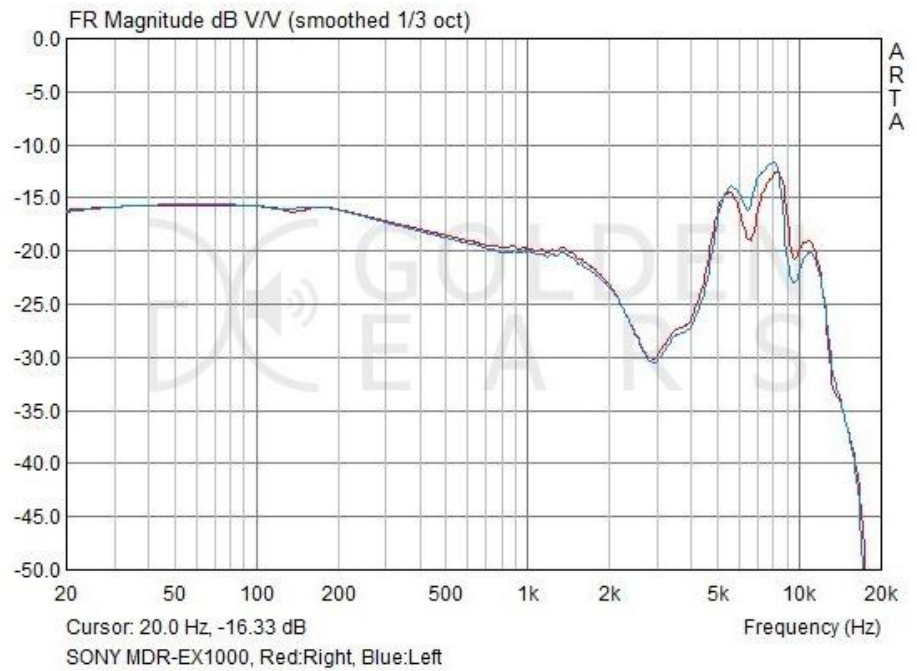
图 11: 美律扬声器产品



资料来源: 美律、国海证券研究所

美律是台湾地区声学器件龙头企业,公司设立于 1975 年,最早一批开发并量产小型扬声器和动圈式受话器产品的企业,在声学领域有着数十年研发和量产经验,能够配合客户推出深度定制化的产品,并有针对性的优化音感,一直受到消费电子一线大厂的认可。声学器件产品不同于其他电子零组件产品,首先生产一条平坦的频响曲线的高质量产品需要过硬的技术,而仅仅达到这一点仍并不能达到国际顶级的竞争力。目前从实验领域看,频响曲线并不能完全描述声音的特征,扬声器最终影响听感的因素很多,除了频响曲线外还需要通过主观评价进行精细调整,所以我们看到实际上很多优秀的产品的频响曲线并不是平直的,这些根据技术和经验积累的听感调节方法,正是顶级声学企业多年积累的核心竞争力。立讯前期 8 亿元人民币投资美律实业被台湾地区经济部投资审议委员会驳回也从一个侧面证明了美律实业在电声行业的地位。因此和美律的合作,能够使得公司快速切入声学器件领域,苏州美特的业务模式主要是美律接单后进行生产销售,这也确保了苏州美特能够持续获得美律核心声学技术。

图 12: 索尼 EXK 耳机频响曲线



资料来源：耳机大家坛、国海证券研究所

我们认为，近年来消费电子产业向大陆转移的趋势明显，美律虽然在技术上处于国际领先，但由于大陆手机品牌商的崛起，使得歌尔股份、瑞声科技等声学厂商占据了更加有利的竞争地位，从运营成本到响应服务速度再到规模化生产能力上都对美律造成了强有力的竞争。借助立讯精密的规模化制造经验和能力，美律和立讯有望在商业上实现共赢。

另外，随着智能手机向轻薄化发展，元器件的集成程度越来越高，终端厂商对零组件的集成度不断提出新的要求，目前 box+天线的一体化设计方案应用不断普及，由于 Speaker 中有一个线圈，其谐振以及本身发出的高频音频信号都有可能影响天线性能，一体化方案需要通过设计降低天线和扬声器之间的干扰，这就需要零组件厂商具备音频和射频两项设计能力。而天线也正是立讯精密重点切入的一个领域。

图 13: BOX+天线一体化产品



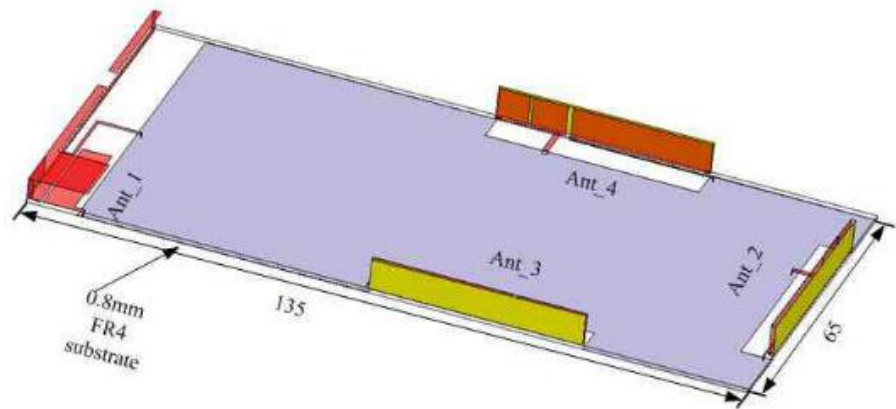
资料来源: AAC、国海证券研究所

2.2 天线业务处于投入期到产出期的交点,一体化优势明显

公司的天线业务主要分基站天线与消费电子天线两大部分。2013 年公司 3680 万元收购了科尔通 25% 少数股权后, 科尔通成为公司全资子公司, 其主要在通信行业为华为、艾默生等厂家提供连接器配套产品。公司借由这个平台, 与华为建立了良好稳定的合作关系, 公司延续“老客户新产品”的拓展策略, 拓展了基站天线产品, 给公司未来通信业务提供了新的成长动力。

另一方面, 在消费电子领域, 手机由于标配蓝牙、wifi、GPS 等功能, 近年来单机天线数量不断提升, 未来随着 NFC 以及无线充电功能的普及, 单机天线数量仍有上升空间。4G 时代由于终端需要向下兼容原 3G 和 2G 的频段, 同时基带单芯片多模多频支持日益成熟, 因此全网通终端已经成为主流趋势, 未来有望成为智能手机产品标准配置, 多模多频对天线要求更高, 需要能够覆盖全频段。而 MIMO 作为 4G 通信系统的关键技术, 能够在不增加带宽和天线总发射功率的情况下, 充分利用空间资源提高频谱利用率和信道容量。无论是更宽的频带宽度的要求, 还是在智能手机越来越轻薄小型化的基础上, 设计 MIMO 天线并处理天线单元之间的电磁耦合, 都大大增加了天线设计的难度。而不断加入的金属结构件、陶瓷后壳、双摄像头等新的零组件也都对天线设计提出了挑战。

图 14: MIMO 天线示例



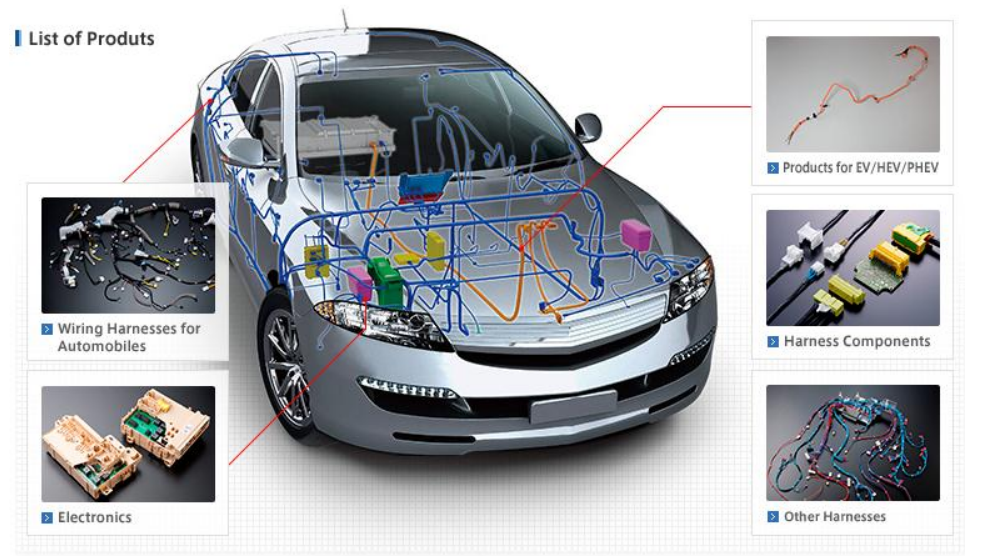
资料来源：西安电子科技大学、国海证券研究所

设计难度较大使得这个市场有着比较高的行业壁垒，手机天线市场被 Amphenol、Pulse、Molex 以及国内的信维通信、硕贝德等厂家占据，近年来已经鲜有新进入者。然而由于金属机壳的普及，为行业格局带来了新的变化，一方面，手机品牌厂商有机壳天线一体化、BOX+天线一体化设计生产打包的需求，这就需要零组件厂商具备天线、BOX、机壳设计和精密加工能力，为横向整合的零组件企业提供了新的进入机会。立讯精密一向以业内领先的机加工能力见长，苏州丰岛自有加外协的 CNC 产能超过 2000 台，而公司大力布局天线、声学业务，垂直整合设计制造，能够为客户提供一站式的解决方案。我们预计公司天线业务正处于投入期和收获期的交点，未来有望为公司成长添加新的动力。

3、汽车电子业务前景广阔

公司近年来大力拓展汽车电子业务，2011 年 9 月公司以 12000 万元在苏州昆山设立全资子公司昆山立讯。华东地区是汽车工业的生产采购中心之一，公司选择华东作为未来重点发展的地区，对公司的汽车业务展开提供了良好的环境。昆山立讯主要经营连接线、连接器、电脑周边设备、塑胶五金制品，除汽车电子产品外也包括一部分面向消费电子和医疗市场的产品。汽车方面公司定位 T2 供应商，公司凭借优异的产品质量，已经成为包括德尔福，大陆、博世等国际一线 T1 大厂的合格供应商，昆山立讯营收也保持了较快增长，近三年增速分别为 51%、39%、36%。同时由于传统汽车供应链是一个相对封闭的市场，由于汽车对产品安全和可靠性要求极高，使得汽车电子产品验证周期长，不易实现替代。因此公司也不断通过外延式发展拓展汽车电子产品线，2012 年以 9751 万元收购源光电装 55% 的股权，主要业务为汽车电子装置制造，汽车组合线束、塑胶配件等零部件制造。日本住友电装株式会社持有源光电装 20% 股份，日本住友电装是世界第二大汽车线束生产商，成立于 1917 年，至今有接近 100 年历史，全球雇佣超过 25 万员工，具有很强的技术实力和行业内影响力。与住友电装的合作，第一能够承接住友电装的订单，实现快速扩大汽车线束销售，同时加强了公司在汽车线束研发生产管理多方面的经验。

图 15: 住友电装产品线



资料来源: 住友电装、国海证券研究所

2013 年公司从德国籍自然人 Martin Witulski 先生手中收购 SuK Kunststofftechnik GmbH 公司, 价格为 200 万欧元加浮动售价部分。SUK 公司在德国经营与拓展汽车零部件市场, 是宝马奔驰的门锁等塑胶件核心供应商, 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。通过收购 SUK 公司, 公司增强了在汽车精密塑胶件上的技术实力, 同时切入到了国际一线汽车企业供应链。

表 3: 汽车业务子公司经营状况

年份	昆山立讯		源光电装		德国 SUK	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
2012	1.06 亿	546.8 万	2.81 亿	555.2 万		
2013	1.61 亿	-88.6 万	4.94 亿	1001 万		
2014	2.25 亿	1453 万	4.57 亿	1132 万	1.79 亿	-397 万
2015	3.08 亿	2501 万	4.60 亿	2074 万	1.60 亿	99.8 万

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

近年来我国大力支持新能源汽车产业发展, 2015 年一年内出台十余条相关政策, 在限购限行、科技补贴、公交改革、基础设施四个方面为新能源汽车开道。除此之外, 国五标准将于 2017 年在全国全面实施, 通过油耗压力等政策, 推动新能源汽车发展。

表 4: 2015 年国家关于新能源汽车的重要政策

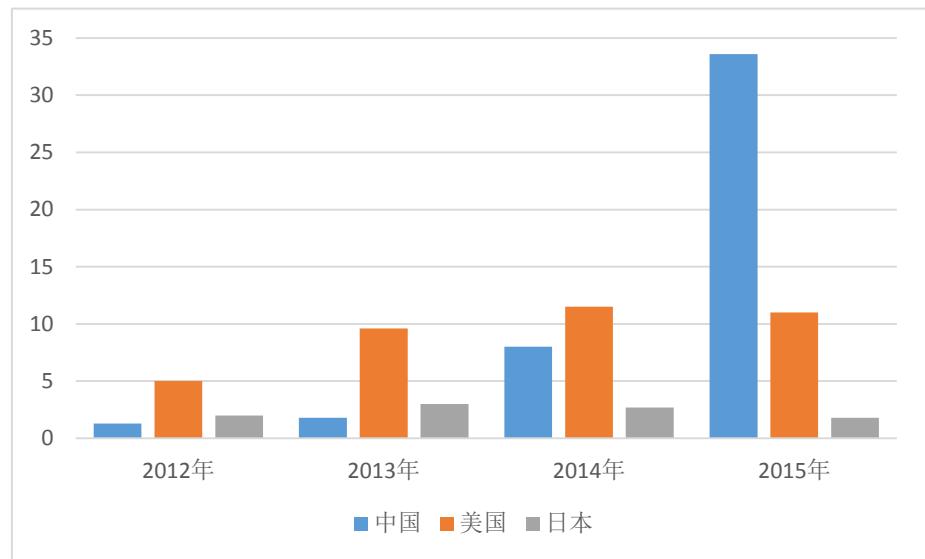
部门	日期	政策	摘要
科技部	2 月 25 日	《国家重点研发计划新能源汽车重点专项实施方案(征求意见稿)》	将完善电动汽车动力系统体系和产业链, 计划到 2020 年, 建立起完善的电动汽车动力系统科技体系和产业链。
交通部	3 月 18 日	《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的	鼓励新能源汽车推广望各地不限行限购

		实施意见》	
财政部等	5月7日	《关于节约能源使用新能源车船车船税优惠政策的通知》	5月7日起，对新能源车船免征车船税，对节能车船减半征收车船税。
工信部	5月19日	《中国制造2025》	明确“节能与新能源汽车”作为重点发展领域。
国务院	10月9日	《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》	到2020年，基本建成数量充足、智能高效的充电基础设施体系，满足超过500万辆电动汽车的充电需求。
发改委	11月18日	《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》	到2020年，全国将新增集中式充换电站1.2万座，分散式充电桩480万个。

资料来源：中国经济网、国海证券研究所

14年我国新能源汽车销量为7.8万台，在政府的大力推动下，15年销量提高350%至33万台，超越美国同年的销售量11.47万台，成为全球第一大新能源汽车市场。16年上半年增速有所放缓，销量为16.4万台，仍延续去年的发展态势领先于世界。

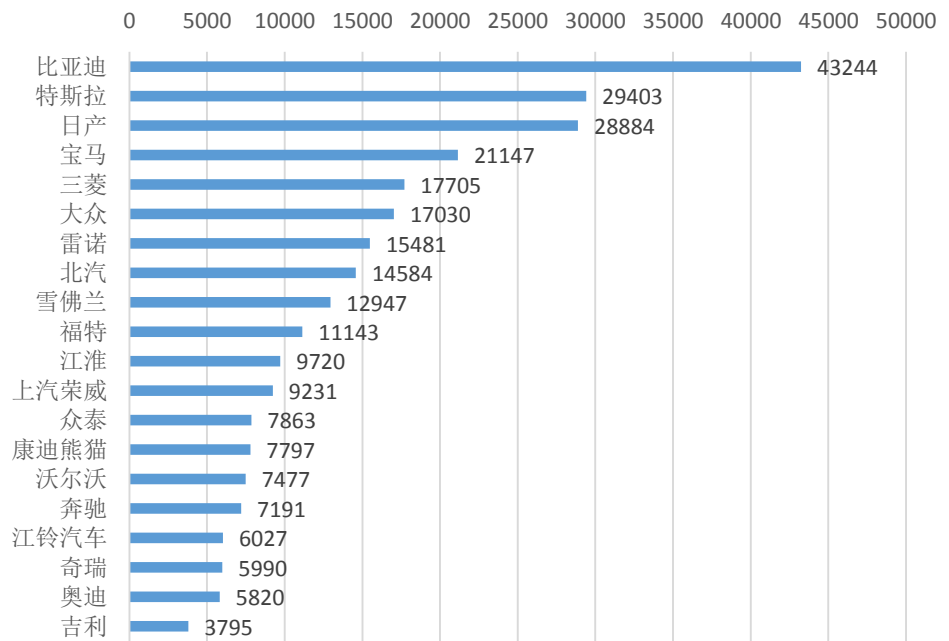
图 16: 国际新能源乘用车销量（万辆）



资料来源：乘联会、国海证券研究所

新能源汽车的快速放量给了下游车企重塑产业格局的机会，由于在传统汽油车的动力系统方面，国际一线汽车企业具备深厚的研发积累，使得新进入者很难在短期内超越对手，而新能源汽车的出现，使得以比亚迪、北汽、江淮、众泰等为代表的一批国产汽车企业得到了快速发展。2016年上半年新能源车销量最高20家车企中，中国车企占9席，其中比亚迪销量遥遥领先，达到4.32万台。

图 17: 2016 上半年全球车企新能源乘用车销量排行



资料来源: 乘联会、国海证券研究所

新能源汽车增长将带动上游汽车连接器行业。中国新能源汽车连接器市场规模从 14 年的 3.09 亿上升到 15 年 13.95 亿元, 随着新能源汽车成长期的到来预料市场规模会进一步扩大。传统汽车连接器行业往往在配套供应商上有长期合作协议, 即使是合资车企的配套供应商也多是由国外进口, 国内厂商很难直接进入供应商名单, 导致了汽车连接器行业相对比较稳定的局态。相比于传统汽车连接器行业, 新能源汽车快速成长, 供应链格局相对松散, 给予了产业链供应商更多的机会, 而国内连接器厂商在成本控制、服务方面都占优, 相应的连接器业务国产化动力充足。随着新能源车快速成长的另一个趋势是汽车智能化, 公司积极与新能源车厂寻求合作, 也针对汽车智能化等趋势储备了车载无线充电等多种汽车电子应用技术, 未来有望成为公司成长的新动力。

4、盈利预测与评级

公司是全球连接器龙头企业, 积极拓展音频、天线业务。公司拟非公开发行不超过 2.38 亿股募集 46 亿, 用于电声器件及音射频模组扩建项目、智能装置与配件类应用项目、USB Type-C 连接器模组扩产项目、企业级高速互联技术升级项目、智能移动终端连接模组扩产项目、FPC 制程中电镀扩建项目等一系列项目的投资。出于审慎性考虑, 我们暂不考虑非公开发行股份, 预计公司 2016-2018 年每股 EPS 为 0.66、0.90、1.16, 对应当前股价 PE 为 30.6、22.6、17.4 倍, 我们认为公司布局的新业务即将进入快速增长期, 上调至买入评级。

5、风险提示

- 1) 公司主要客户销量不达预期
- 2) 音射频产品市场拓展慢于预期
- 3) 非公开发行的不确定性风险

表 5: 公司财务数据预测简表

预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	10139.49	11680.70	15371.80	18999.54
增长率(%)	38.97%	15.20%	31.60%	23.60%
净利润(百万元)	1078.51	1247.44	1693.71	2196.85
增长率(%)	71.18%	15.66%	35.77%	29.71%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.66	0.90	1.16
ROE(%)	19.51%	18.55%	20.29%	21.01%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 6: 立讯精密盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	002475.SZ		股价:	20.26	投资评级:	买入	日期:	2016/09/05	
财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	19.51%	18.55%	20.29%	21.01%	EPS	0.57	0.66	0.90	1.16
销售毛利率	22.88%	23.60%	23.70%	23.60%	P/E	35.43	30.63	22.56	17.39
销售净利率	11.16%	11.19%	11.60%	12.23%	P/B	6.91	5.68	4.58	3.65
成长能力					P/S	3.77	3.27	2.49	2.01
收入增长率	38.97%	15.20%	31.60%	23.60%					
利润增长率	53.20%	15.54%	36.33%	30.41%					
营运能力					资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.90	0.96	1.09	1.12	货币资金	1785.78	2152.10	2044.65	4148.85
应收账款周转率	3.44	3.80	3.30	4.12	应收和预付款项	3079.94	3235.39	4802.79	4837.67
存货周转率	5.18	5.14	5.90	6.54	存货	1508.57	1736.54	1986.85	2220.58
偿债能力					其他流动资产	408.64	300.00	250.00	200.00
资产负债率	47.94%	41.15%	37.26%	34.70%	长期股权投资	33.97	38.97	46.97	56.97
流动比	1.29	1.60	1.76	1.95	投资性房地产	76.14	67.85	59.56	51.28
速动比	0.92	1.16	1.33	1.54	固定资产和在建工程	3084.25	3379.25	3801.25	4331.24
					无形资产和开发支出	923.33	887.97	852.60	817.23
					其他非流动资产	391.56	326.27	260.00	310.00
利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	资产总计	11292.17	12124.33	14104.67	16973.82
营业收入	10139.49	11680.70	15371.80	18999.54	短期借款	2665	1800	1570	1480
营业成本	7819.36	8924.05	11728.68	14515.65	应付和预收款项	2465.32	2698.14	3387.96	4115.97
营业税金及附加	52.79	60.81	80.03	98.91	长期借款	140	340	100	50
销售费用	167.35	198.57	253.63	303.99	其他负债	143.14	150.97	198.19	244.60
管理费用	919.95	1010.38	1306.60	1519.96	负债合计	5413.20	4988.86	5255.90	5890.32
财务费用	-36.24	47.17	24.17	-35.69	股本	1257.48	1885.96	1885.96	1885.96
资产减值损失	8.05	5.00	8.00	10.00	资本公积	1773.21	1144.72	1144.72	1144.72
投资收益	-2.10	5	8	10	留存收益	2496.80	3693.29	5317.82	7424.94
公允价值变动损益	1	1	1	1	归属母公司股东权益	5527.49	6723.98	8348.51	10455.62
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	351.49	411.50	500.27	627.88
营业利润	1206.95	1440.21	1979.48	2597.72	股东权益合计	5878.97	7135.48	8848.77	11083.50
其他非经营损益	85.63	97.00	116.00	135.00	负债和股东权益总计	11292.17	12124.33	14104.67	16973.82
利润总额	1292.58	1537.21	2095.48	2732.72	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
所得税	160.97	229.76	313.00	408.26	经营性现金净流量	407.42	1810.23	1297.25	3383.78
净利润	1131.61	1307.45	1782.48	2324.46	投资性现金净流量	-1231.49	-639.91	-810.60	-1034.25
少数股东损益	53.10	60.01	88.77	127.61	筹资性现金净流量	477.71	-803.99	-594.10	-245.34
归属母公司股东净利	1078.51	1247.44	1693.71	2196.85	现金流量净额	-256.83	366.32	-107.45	2104.19

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

李廌，5 年半电子行业工作经验，1 年证券行业从业经验，擅长产业链调研，基本面研究

凌琳，华东师范大学微电子学士，金融硕士，2016 年加入国海证券。

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。