

2017年08月29日

立讯精密 (002475.SZ)

动态分析

新产品投放推动中期业绩大幅增长

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 82.8 亿元，同比上升 74.4%，毛利率 21.7%，同比下降 1.6 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 6.8 亿元，同比上升 70.1%，每股收益 0.32 元，同比上升 68.4%。第二季度单季度实现销售收入 43.5 亿元，同比上升 63.9%，归属上市公司股东净利润 3.8 亿元，同比上升 88.7%。

◆ 点评

➢ **上半年收入大幅度增长，消费性电子成为最大驱动力**：得益于部分新产品产能获得一定释放，拉动了公司整体经营业绩的快速增长。2017 上半年公司实现营业收入 82.2 亿元，同比上升 74.4% 其中消费性电子收入 56.5 亿元，同比上升 156.2%，占总收入比例达到 68.2%，尽管电脑互联产品受到 PC 出货量降低而略有下滑，但是汽车互联网和通讯互联网产品收入同比上升 28.9% 和 23.3%，成长可观。市场方面，国内外市场方面的收入增速基本吃持平，公司在消费电子端同步推进国内外客户的产品，产品竞争力可靠，市场份额稳健提升。

➢ **毛利率处在产品结构调整爬坡期，经营费用随业绩同增**：公司上半年整体毛利率同比下降 1.6 个百分点，主要是由于新产品的持续推广在毛利率方面仍需要经历爬坡的过程，而产品结构的变化也使得整体毛利率水平有所下降。消费性电子产品毛利率同比下降了 2.3 个百分点，但环比持平，处于正在爬升阶段。在业绩大幅增加的同时，三项费用率整体小幅下降 0.1 个百分点，基本维持稳定。其中研发费用上半年同比大幅度上升 50.0% 达到 5.6 亿元，占营业收入的 6.7%，公司在产品和业务创新方面投入持续进行。

➢ **前三季度业绩维持大幅增长，产品持续放量带来更大成长空间**：公司预计前三季度的归属上市公司股东净利润为 10.2-11.5 亿元，同比变动为 50%~70%，略低于上半年增速，但仍维持大幅度增长预期。从产品层面看，随着苹果、三星等大客户产品的创新与出货，公司连接器、无线充电等产品出货量有望大增，国内 Type-C 的市场规模持续增长，公司在该领域具有优势，预计订单量将增长，产品成本会有所下降。公司“老产品向新客户市场拓展”以及“老客户中拓展新产品的应用”的多方布局战略将带来业绩成长空间。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.63、0.88 和 1.06 元。净资产收益率分别为 13.1%、16.0% 和 16.5%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 26.40 元，相当于 2017 年至 2019 年 41.9、30.0 和 24.9 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：主要客户产品出货量不及预期；新产品市场开拓速度不及预期；市场竞争加剧引起公司盈利能力降低。

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 26.40 元

股价(2017-08-28) 20.75 元

交易数据

总市值 (百万元) 65,838.97

流通市值 (百万元) 58,323.52

总股本 (百万股) 3,172.96

流通股本 (百万股) 2,810.77

12 个月价格区间 18.53/30.44 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

相对收益	-5.39	-0.22	52.3
------	-------	-------	------

绝对收益	-1.05	13.08	57.45
------	-------	-------	-------

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

立讯精密：下半年旺季推动业绩提升，产品拓展未来空间 2017-04-21

立讯精密：业绩增速受限研发投入，新产品开拓成长空间 2017-03-01

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10,139.5	13,762.6	21,521.6	27,844.7	34,564.0
同比增长(%)	39.0%	35.7%	56.4%	29.4%	24.1%
营业利润(百万元)	1,206.9	1,303.2	2,238.6	3,177.4	3,839.9
同比增长(%)	50.3%	8.0%	71.8%	41.9%	20.9%
净利润(百万元)	1,078.5	1,156.5	1,988.7	2,795.1	3,372.1
同比增长(%)	71.2%	7.2%	72.0%	40.5%	20.6%
每股收益(元)	0.34	0.36	0.63	0.88	1.06
PE	61.0	56.9	33.1	23.6	19.5
PB	11.9	5.9	4.4	3.8	3.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：新产品产能释放，上半年业绩高速增长	4
二、经营状况点评：消费电子大步增长，新品持续放量.....	5
（一）海内外市场稳定大幅增长，新产品毛利率正在爬升	5
（二）产品结构改变，消费性电子大幅增长，整体毛利率有所下降.....	5
（三）业绩指导：前三季度预期维持大幅增长.....	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：新产品产能释放，上半年业绩高速增长

公司 2017 年上半年销售收入实现 82.9 亿元，同比上升 74.4%，其中第二季度的销售收入 43.5 亿元，同比上升 63.9%。公司在行业内部分细分市场已确立了领先地位，通过不断的技术积累与市场布局 and 进一步开源节流，增强了盈利能力。报告期内，得益于前期的基础投入和自身强大的精密制造实力，公司部分新产品产能于报告期内获得一定释放，拉动了公司整体经营业绩的快速增长。

公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 6.8 亿元，同比上升 70.1%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 3.8 亿元，同比上升 88.7%，较第一季度 51.2% 的增长率，继续保持着良好的增长势头。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

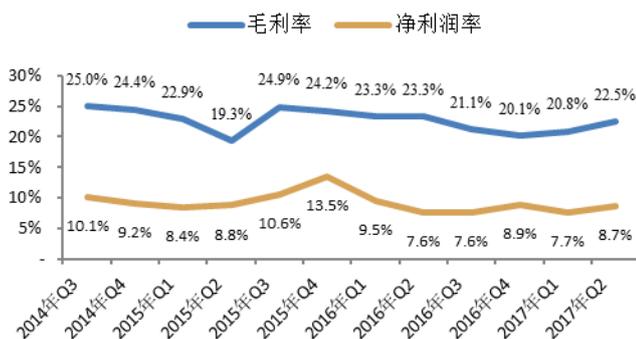


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 21.7%，同比下降 1.6 个百分点，其中第二季度的毛利率为 22.5%，同比下降 0.8 个百分点，但随着去年上市的 iPhone 音频转接头、Mac 连接线和手表无线充电以及非苹果 type-c 和快充等业务的放量，毛利率环比有所回升。

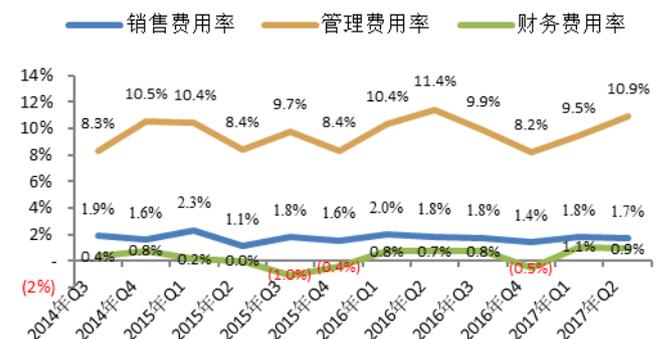
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.7%、10.2%、1.0%，其中第二季度的分别为 1.7%、10.9%、0.9%。随着公司业绩增加，管理费用中除税费外其他支出均有大幅度增加，在上半年 8.48 亿的管理费用中，公司的研发投入达到 5.59 亿元，占据管理费用的 65.9%，占营业收入的 6.7%，研发费用同比增长 50.0%，符合公司继续深化技术创新与积累的战略。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：消费电子大步增长，新品持续放量

（一）海内外市场稳定大幅增长，新产品毛利率正在爬升

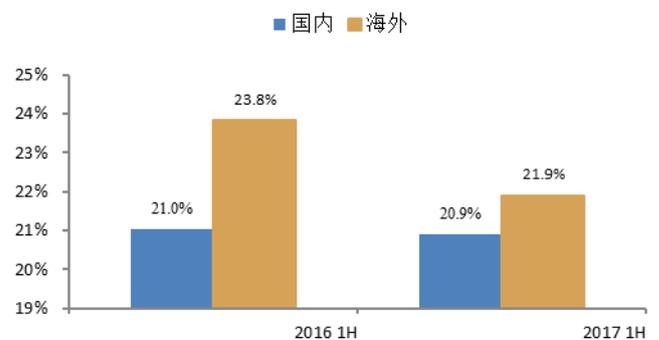
2017年上半年,公司海外市场销售收入67.6亿元人民币,同比上升74.7%,毛利率为21.9%,同比下降1.9个百分点。国内市场销售收入15.2亿元,同比上升73.1%,毛利率为20.9%,同比下降0.1个百分点。海外收入占总收入81.6%,海内外份额与去年同期持平,但同比均有大幅度的增长。国内市场毛利率与去年同期基本持平,海外市场有小幅下降,主要由于去年产品结构的调整,新产品毛利率正在经历爬坡过程,事实上本报告期内海外市场毛利率较去年下半年环比增长了2.0个百分点。

图5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

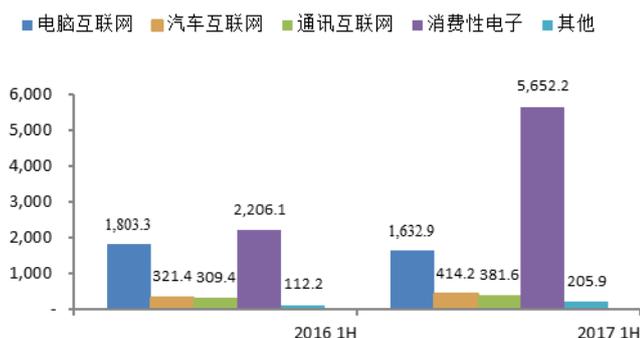


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）产品结构改变，消费性电子大幅增长，整体毛利率有所下降

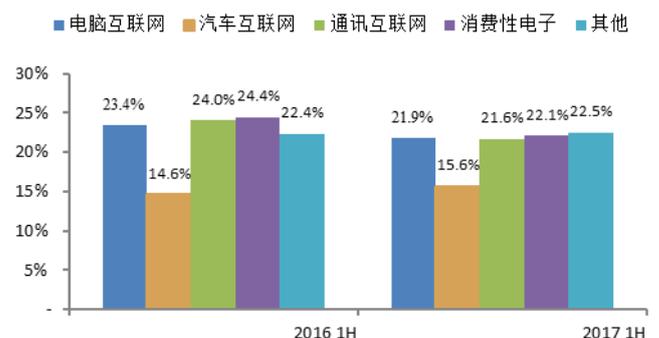
公司主要生产经营连接线、连接器、声学射频器件、无线充电、FPC、电子模块等产品，产品覆盖电脑及周边、消费电子、通讯、汽车及医疗等行业。产品细分看，报告期内消费性电子收入56.5亿元，同比上升156.2%，占总收入68.2%，是公司第一大收入来源，第二大占比的电脑互联产品收入为16.3亿元，同比下降9.4%，主要原因是近年来PC出货量的减少。汽车互联网和通讯互联网产品收入同比上升28.9%和23.3%。

图7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

产品细分毛利率方面，消费性电子毛利率为 22.1%，同比下降 2.3 个百分点，但较去年下半年提升了 2.8 个百分点。汽车互联网产品毛利率同比上升 1 个百分点，达到 15.6%。产品结构的变化使得整体毛利率水平有所下降，新产品的持续推广导致毛利率正在经历爬坡过程。

（三）业绩指导：前三季度预期维持大幅增长

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 10.2-11.5 亿元，变动幅度为 50%-70%，公司在坚守优势产品与优势行业的同时，围绕大客户积极开拓新业务，并不断布局未来的新产品与新市场，从而实现了营收和利润的持续成长。同时，公司持续改善工艺制程、开展流程优化并积极推行自动化模组，缩短新产品的成长周期，以利经营效益的持续成长。

三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.63、0.88 和 1.06 元。净资产收益率分别为 13.1%、16.0%和 16.5%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 26.40 元，相当于 2017 年至 2019 年 41.9、30.0 和 24.9 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 主要客户产品出货量不及预期；
- 新产品市场开拓速度不及预期；
- 市场竞争加剧引起公司盈利能力降低。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,139.5	13,762.6	21,521.6	27,844.7	34,564.0	年增长率					
减:营业成本	7,819.4	10,804.0	16,807.6	21,745.6	27,293.2	营业收入增长率	39.0%	35.7%	56.4%	29.4%	24.1%
营业税费	52.8	75.5	113.5	148.2	185.3	营业利润增长率	50.3%	8.0%	71.8%	41.9%	20.9%
销售费用	167.4	230.1	364.5	465.5	580.3	净利润增长率	71.2%	7.2%	72.0%	40.5%	20.6%
管理费用	920.0	1,322.7	1,965.4	2,275.9	2,606.3	EBITDA 增长率	38.0%	21.7%	52.8%	40.8%	19.7%
财务费用	-36.2	36.2	30.6	18.4	50.2	EBIT 增长率	37.0%	14.4%	69.4%	40.8%	21.7%
资产减值损失	8.0	16.7	26.1	26.1	26.1	NOPLAT 增长率	40.2%	11.2%	69.2%	40.8%	21.7%
加:公允价值变动收益	0.8	5.2	3.9	-0.7	-0.8	投资资本增长率	29.9%	59.3%	20.7%	9.2%	21.9%
投资和汇兑收益	-2.1	20.7	20.7	13.1	18.2	净资产增长率	18.4%	106.3%	32.4%	15.3%	16.0%
营业利润	1,206.9	1,303.2	2,238.6	3,177.4	3,839.9	盈利能力					
加:营业外净收支	85.6	85.7	161.1	195.3	229.1	毛利率	22.9%	21.5%	21.9%	21.9%	21.0%
利润总额	1,292.6	1,388.9	2,399.7	3,372.7	4,069.0	营业利润率	11.9%	9.5%	10.4%	11.4%	11.1%
减:所得税	161.0	206.8	360.0	505.9	610.3	净利润率	10.6%	8.4%	9.2%	10.0%	9.8%
净利润	1,078.5	1,156.5	1,988.7	2,795.1	3,372.1	EBITDA/营业收入	14.5%	13.0%	12.7%	13.8%	13.3%
						EBIT/营业收入	11.5%	9.7%	10.5%	11.5%	11.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	49.3%	42.1%	33.7%	38.7%	42.2%
货币资金	2,042.4	4,637.3	5,380.4	8,353.4	10,369.2	负债权益比	97.1%	72.8%	50.8%	63.1%	73.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.27	1.69	2.24	2.08	2.07
应收帐款	2,970.9	4,837.1	6,963.7	8,220.9	10,915.9	速动比率	1.00	1.44	1.78	1.72	1.69
应收票据	46.5	149.8	111.4	217.3	222.9	利息保障倍数	-32.31	36.97	74.04	173.76	77.49
预付帐款	62.6	68.6	227.6	78.6	320.2	营运能力					
存货	1,508.6	2,121.7	3,514.9	3,826.3	5,352.9	固定资产周转天数	83	89	75	67	58
其他流动资产	412.3	2,730.8	1,109.0	1,417.3	1,752.4	流动营业资本周转天数	66	87	84	73	73
可供出售金融资产	32.5	54.4	29.0	38.6	40.7	流动资产周转天数	231	282	266	255	266
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	94	102	99	98	100
长期股权投资	34.0	46.2	46.2	46.2	46.2	存货周转天数	47	47	47	47	48
投资性房地产	76.1	72.7	72.7	72.7	72.7	总资产周转天数	378	426	378	352	351
固定资产	2,591.9	4,216.4	4,767.4	5,630.9	5,431.9	投资资本周转天数	197	213	184	163	152
在建工程	492.3	341.8	441.8	691.8	941.8	费用率					
无形资产	320.0	531.6	580.7	652.9	753.7	销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	996.9	1,146.3	968.4	955.3	928.8	管理费用率	9.1%	9.6%	9.1%	8.2%	7.5%
资产总额	11,587.1	20,954.8	24,213.2	30,202.5	37,149.3	财务费用率	-0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	2,665.0	3,052.3	1,429.5	2,439.7	3,700.1	三费/营业收入	10.4%	11.5%	11.0%	9.9%	9.4%
应付帐款	2,432.0	4,403.7	5,651.1	7,339.5	9,294.0	投资回报率					
应付票据	25.6	137.0	94.5	178.3	198.2	ROE	19.5%	10.3%	13.1%	16.0%	16.5%
其他流动负债	401.8	1,014.5	557.2	699.6	758.6	ROA	9.8%	5.6%	8.4%	9.5%	9.3%
长期借款	139.8	84.4	354.0	949.6	1,634.9	ROIC	21.2%	18.2%	19.3%	22.5%	25.1%
其他非流动负债	43.9	133.1	70.9	82.6	95.5	分红指标					
负债总额	5,708.1	8,824.9	8,157.2	11,689.3	15,681.4	DPS(元)	0.04	0.05	0.09	0.13	0.16
少数股东权益	351.5	877.8	928.8	1,000.5	1,086.9	分红比率	10.5%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	1,257.5	2,120.1	3,173.0	3,173.0	3,173.0	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%
留存收益	4,432.9	9,229.2	11,954.2	14,339.7	17,208.1						
股东权益	5,879.0	12,129.9	16,056.0	18,513.1	21,468.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,131.6	1,182.1	1,988.7	2,795.1	3,372.1	EPS(元)	0.34	0.36	0.63	0.88	1.06
加:折旧和摊销	342.4	500.5	464.9	654.9	720.6	BVPS(元)	1.74	3.55	4.77	5.52	6.42
资产减值准备	8.0	16.7	-	-	-	PE(X)	61.0	56.9	33.1	23.6	19.5
公允价值变动损失	-0.8	-5.2	3.9	-0.7	-0.8	PB(X)	11.9	5.9	4.4	3.8	3.2
财务费用	-30.1	89.3	30.6	18.4	50.2	P/FCF	449.4	-28.1	-47.1	19.9	27.3
投资损失	2.1	-20.7	-20.7	-13.1	-18.2	P/S	6.5	4.8	3.1	2.4	1.9
少数股东损益	53.1	25.5	51.0	71.7	86.5	EV/EBITDA	27.8	23.9	23.0	16.0	13.3
营运资金的变动	-1,255.9	-2,114.7	-1,196.0	92.8	-2,709.0	CAGR(%)	36.3%	43.0%	40.3%	36.3%	43.0%
经营活动产生现金流量	487.4	1,310.0	1,322.6	3,619.0	1,501.5	PEG	1.7	1.3	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-1,231.5	-3,801.2	-1,118.8	-1,837.2	-856.3	ROIC/WACC	2.1	1.8	1.9	2.2	2.4
融资活动产生现金流量	477.7	5,092.5	539.3	1,191.2	1,370.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn