

立讯精密 | 002475 CH

中国智能手机行业领域的首选

- ▶ 苹果供应链市场份额不断提升
- ▶ 通信和汽车电子将成为长期增长动力

首次覆盖给予优于大市和 28.50 元人民币目标价。立讯精密是中国最大的电子连接器供应商，并且正在扩大其产品组合以覆盖包括消费电子、通信和汽车电子等在内的新市场。我们预计期 2019-2021 财年盈利的年复合增长率将达到 24%，增长动力来自于苹果供应链市场份额提升、产品组合改善以及通信和汽车行业需求增长。我们给予优于大市评级和 28.50 元人民币的目标价。我们的目标价基于 2019 年 30 倍市盈率，高于同业的目标估值反映了是公司强劲的盈利增长势头、领先的市场地位和多元化的产品组合。

苹果供应链市场份额不断提升。我们估计，立讯精密的主要客户苹果 2018 年占其收入的 50%。立讯精密在苹果供应链的众多组件类别中正持续提升市场份额，其中高速发展的 AirPods 组装业务是亮点之一。我们预计立讯精密将持续提升声学 and 线性马达等高端组件的市场份额，并推动 2019-2021 年公司的利润率持续提升。

通讯行业和汽车电子是长期增长动力。除了苹果相关产品的强劲销售势头外，我们认为立讯精密在通信和汽车行业也处于长期增长的有利地位。通信方面，我们预计立讯精密将享受与基站天线和光学模块相关的 5G 时代的成长。在汽车领域，我们预计公司将会把产品从结构件扩展至线束和周边元器件，这些产品具有更高的美元价值。

预测和估值

财年截至 12 月 31 日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入(百万人民币)	22,826	35,850	49,478	61,843	70,484
同比(%)	65.9	57.1	38.0	25.0	14.0
净利润(百万人民币)	1,691	2,723	3,909	5,113	6,005
同比(%)	46.2	61.0	43.6	30.8	17.4
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.43	0.66	0.95	1.24	1.46
同比(%)	39.7	53.9	43.6	30.8	17.4
市盈率(倍)	55.4	34.3	23.9	18.3	15.6
摊薄每股盈利(人民币)	0.05	0.05	0.09	0.12	0.15
股息率(%)	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
市帐率(倍)	7.2	6.0	4.9	3.9	3.2
平均股本回报率(%)	14.0	19.1	22.5	23.7	22.5
净负债/股权(%)	1.7	17.8	9.1	净现金	净现金

资料来源：彭博，建银国际证券预测

优于大市 (首次评级)

现价：**22.72 元**
(截至 2019 年 5 月 14 日)

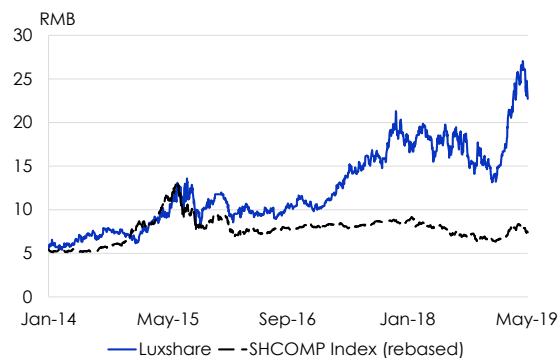
目标价：**▶ 28.50 元**
(首次给予)

重要数据

52 周股价高低	12.81-27.33 元人民币
市值 (A 股)(百万)	97,346 元人民币/13,695 美元
自由流通股数 (百万)	4,125
公众持股率 (%)	61
3 个月日均成交量 (百万股)	9
3 个月日均成交额 (百万美元)	126
12 个月预期回报率 (%)	23

资料来源：彭博，建银国际证券预测

股价相对于上证综合指数



资料来源：彭博

股价表现

表现区间	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9	32	23
相对于上证综合指数(%)表现	-1	36	35

资料来源：彭博

何衍庭

(852) 3911 8259

ronnieho@ccbintl.com

张一鼎

(852) 3911 8258

rockyz@ccbintl.com

投资概要

产品组合不断增加的精密制造业专家

根据弗若斯特沙利文引用 2017 年的数据，立讯精密是中国最大和全球第七大的连接器市场供应商。立讯精密成立于 2004 年，以个人电脑连接器制造业务起家。自 2010 年 A 股上市以来，公司已经开展了一系列并购交易，迅速将业务扩展至声学零件、线性马达、天线和 AirPods 等新兴终端市场。如今，立讯精密是全球精密制造供应链中的领先平台。得益于与主要客户的密切关系、强大的执行力以及对研发的长期承诺，我们预计公司将继续扩大其产品组合。

苹果供应链市场份额不断提升

虽然 2018 年下半年和 2017 年上半年苹果手机的销售疲弱，我们认为零部件供应商 2019 年面临着不同的趋势。立讯显然正在成为当前供应链争夺战中的赢家。过去两年中，它积极扩展产品组合以进一步深入组件市场。其产品组合包括闪电连接线、转接线、声学组件、线性马达、AirPod 组件、无线充电模块和 LCP 模块等新产品。虽然立讯仍然是大多数新项目的第二或第三供应商，但我们相信其市场份额在未来两到三年内有巨大的增长空间。扩大产品组合不仅会提升与苹果相关的销售额，而且还应提升利润率，因为与声学 and 线性马达相关的新项目的利润率高于平均水平。

受益于通讯和汽车行业的 5G 时代

除了与苹果相关产品的强劲销售势头外，我们认为立讯有能力在通信和汽车行业实现长期增长。在通信领域，我们预计其将在 5G 时代对基站天线和光学收发器的新需求推动下增长。在汽车领域，我们预计公司将会把产品从结构件扩展至具有更高的美元价值的连接线和连接器。

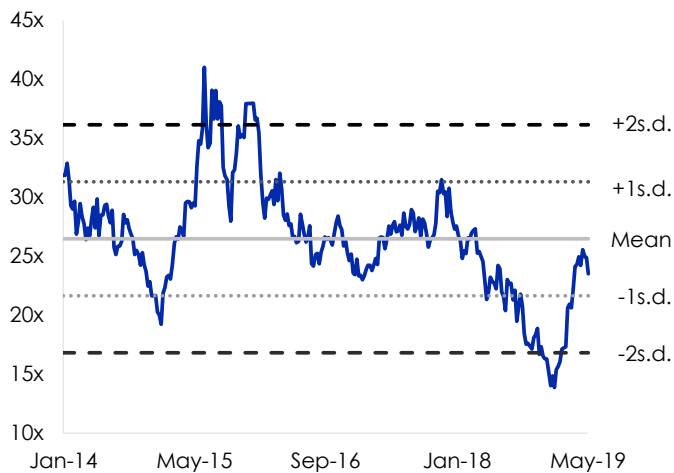
强劲的盈利增长前景

由于 2017 年消费电子产品同比 120% 的强劲销售增长，立讯精密的销售额同比增长 66%。我们认为，2019-2021 年，苹果供应链中市场份额的增长将继续成为公司销售增长的推动力。我们预测该时期收入的年复合增长率为 19%。我们还预计 2019-2021 年的净利润同比增长 24%，这在很大程度上要归功于：(1) 产品组合向声音和线性马达等高利润业务的转变而带来的利润率改善；(2) 通信和汽车销售不断增长带来可观利润；(3) 更大规模的规模经济带来强大经营杠杆。

估值

我们首次覆盖立讯精密给予优于大市评级和 28.50 元人民币的目标价，根据 2019 年 30 倍市盈率，高于其 5 年历史平均市盈率一个标准差。立讯精密 2019 年的市盈率为 23.9 倍，高于行业 16.7 倍的平均值。我们 30 倍的目标倍数也高于行业平均水平，这主要是由于 (1) 2019-2021 年盈利 24% 的年均复合增长率；(2) 苹果产品强劲产品流水线的高增长确定性；以及 (3) 立讯精密领先的市场地位和多元化的产品供应。

立讯精密 - 5年市盈率区间



资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

立讯精密 - 5年市帐率区间



资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

中国科技行业估值比较

公司	股票代码	建银国际 评级	股价* (本地货币)	市值 (百万美元)	每股盈利增长 (%)			市盈率 (倍)		
					CY18	CY19F	CY20F	CY18	CY19F	CY20F
硬件品牌										
小米	1810 HK	优于大市	10.12	31,289	N/M	31.5	29.8	23.4	18.4	14.1
中兴通讯	763 HK	优于大市	22.15	17,278	N/M	N/M	36.1	N/M	19.6	14.3
联想集团	992 HK	优于大市	6.25	9,677	N/M	35.6	13.4	16.3	12.0	10.6
宏达电	2498 TT	未评级	35.65	943	N/A	N/A	N/A	N/M	N/M	N/M
平均								19.9	16.7	13.0
手机组件										
大立光	3008 TT	未评级	4,275.00	18,526	-6.2	21.3	18.5	23.5	19.5	16.1
联发科	2454 TT	未评级	289.00	14,879	-14.8	22.3	27.3	21.8	20.2	16.5
舜宇光学	2382 HK	优于大市	88.10	12,453	-14.4	54.3	26.4	33.0	22.0	17.4
立讯精密	002475 CH	优于大市	22.72	13,695	61.4	43.6	30.8	34.3	23.9	18.3
瑞声控股	2018 HK	优于大市	45.40	7,094	-28.5	-12.5	24.0	12.4	14.7	11.8
可成	2474 TT	未评级	222.00	5,525	27.0	-18.5	16.7	6.1	9.6	8.2
欧菲光	002456 CH	未评级	8.22	3,267	106.1	25.5	-44.7	10.5	8.4	15.1
蓝思科技	300433 CH	未评级	7.08	4,073	-7.1	23.6	3.9	14.7	11.9	11.4
信维通信	300136 CH	未评级	23.82	3,404	54.3	30.1	22.8	17.0	13.1	10.6
歌尔股份	002241 CH	未评级	8.46	4,022	-39.0	24.1	14.6	20.4	16.4	14.3
鸿腾六零八八	6088 HK	优于大市	3.56	3,107	19.4	20.7	11.6	13.1	10.8	9.7
光宝科	2301 TT	未评级	42.80	3,234	202.7	-1.9	10.7	12.5	12.8	11.5
比亚迪电子	285 HK	优于大市	12.52	3,635	-15.3	12.9	12.8	11.1	9.9	8.7
鸿准	2354 TT	未评级	63.30	2,893	-8.2	-11.9	1.9	9.8	10.2	10.0
长盈精密	300115 CH	未评级	10.80	1,440	-23.0	27.2	-19.0	22.3	17.5	21.6
富智康集团	2038 HK	未评级	1.04	1,101	N/A	N/A	N/A	N/M	N/M	N/M
美律	2439 TT	未评级	168.50	1,109	-44.6	33.5	8.4	16.1	12.1	11.1
邱钛科技	1478 HK	优于大市	7.13	1,049	-96.7	2,742.1	26.8	479.5	16.9	13.3
通达集团	698 HK	优于大市	0.70	584	-46.1	46.2	11.2	8.1	5.6	5.0
	3673 TT	未评级	51.80	681	-86.9	34.6	-15.8	59.6	44.3	52.6
铠胜-KY	5264 TT	未评级	41.10	558	N/A	N/A	349.7	NM	45.9	10.2
信利国际	732 HK	未评级	1.22	517	N/M	-0.8	34.7	4.9	5.0	3.7
平均								41.5	16.7	14.2

* 股价截至2019年5月14日

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

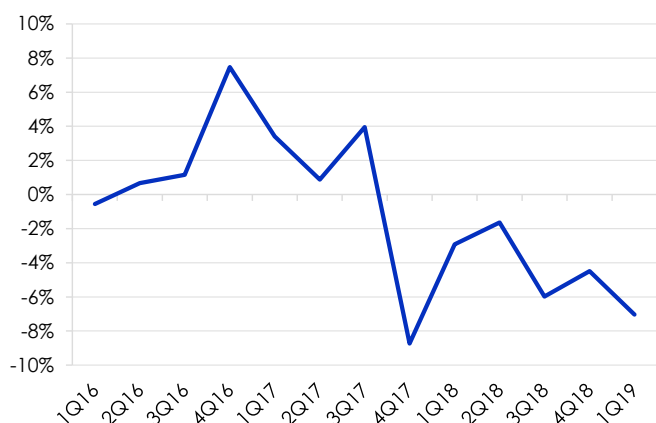
投资风险

在我们看来，立讯精密面临如下风险：

全球个人计算机和智能手机出货量增长放缓。

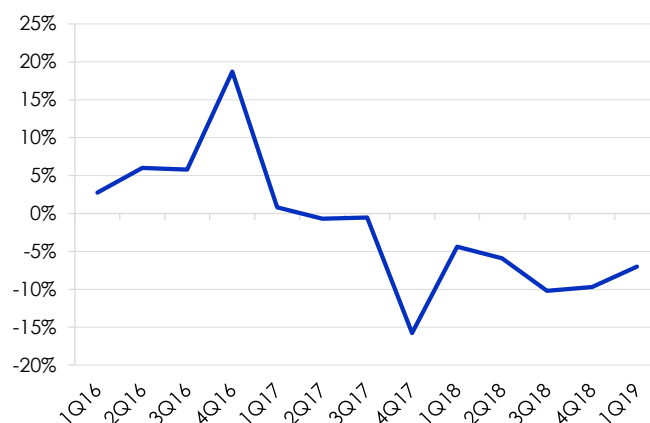
与计算机市场类似，全球智能手机市场已经趋于饱和，从定义上讲竞争非常激烈。2019 年第一季度，全球智能手机市场的下滑继续，全球出货量同比下降 7% 至 3.11 亿台。虽然我们认为立讯精密仍然在获得市场份额，其在全球智能手机和个人电脑市场的疲软仍是增长的绊脚石。

全球智能手机出货量



资料来源：国际数据资讯

中国智能手机出货量



资料来源：国际数据资讯

主要竞争者的利润率压力

对于连接线和连接器等传统产品，我们预计在没有重大产品升级的情况下，每年都会出现正常的价格下滑。对于新产品，立讯精密可能需要牺牲短期盈利能力，从而在产量增加中实现份额增长。激烈的竞争将抑制短期盈利能力。

过度依赖苹果

我们预测立讯精密收入的 50% 来自与苹果相关的销售。这一美国科技巨头在智能手机领域正面临来自中国大陆品牌的激烈竞争。如果苹果手机在 2019 至 2020 年销售的超预期的恶化将会打击立讯精密的销售和利润增长。

新产品获得的市场份额有限

我们的基本假设是一些组件（如声学 and 线性马达）的市场份额不断增加。由于低生产收益率或意外的技术困难导致市场份额扩张放缓将侵蚀我们的销售并降低我们的盈利预测。

产品组合不断增加的精密制造业专家

根据弗若斯特沙利文 2017 年的数据，立讯精密是中国最大和全球第七大的连接器市场供应商。立讯精密起步于为个人电脑组装连接器，公司迅速将业务由这一单一产品扩展至包括连接器、连接线、天线组装和 AirPods 等一系列多种零件和配件。我们认为目前公司多样化的产品组合降低了单一产品的风险。同时，销售增长也受到新产品线稳定增长的支持。

立讯精密生产一系列产品

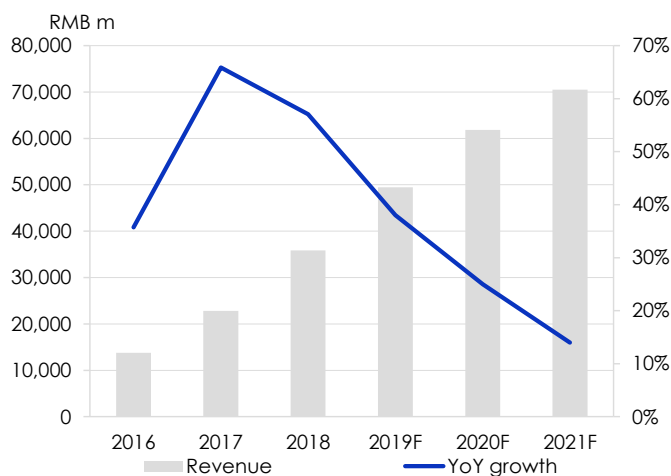
消费电子产品	企业&云	汽车&医疗
<ul style="list-style-type: none"> • 连接线组装 • 连接器 • 测试夹具 • 充电/电源线 • FFC • FPC • 天线 • 麦克风 • VM/VCM 	<ul style="list-style-type: none"> • 高速电缆 • 高流量连接器 • 高速连接器 • 光学产品 	<ul style="list-style-type: none"> • 电力 • 线束 • 连接器&结构组件 • 光缆 • 连接端口

资料来源：公司资料

不断在消费电子产品市场的市场份额

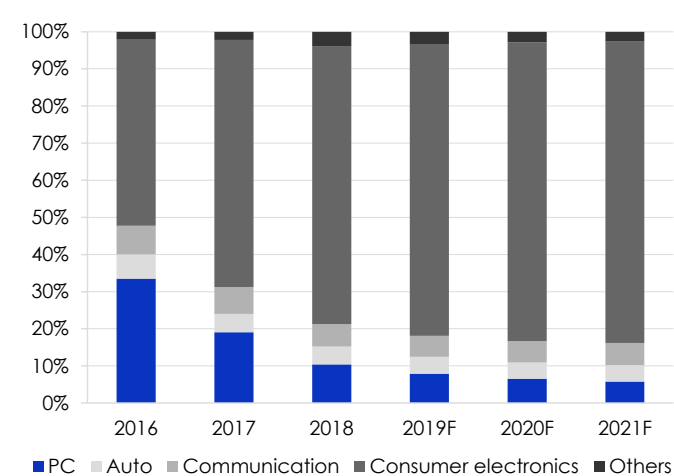
立讯精密是中国计算机和智能手机市场的连接器的主要制造商。2018 年，个人电脑和消费电子产品（主要是智能手机）分别占公司总收入的 10% 和 75%。公司在并购方面有良好的记录，有助于其进军通信和汽车等新的终端市场，这两项分别占公司 2018 年收入的 6% 和 5%。我们认为，由于 C 型连接器使用率的上升以及 Apple 供应链份额的增加，消费电子市场仍然是立讯精密中期的关键领域。

立讯精密收入增长



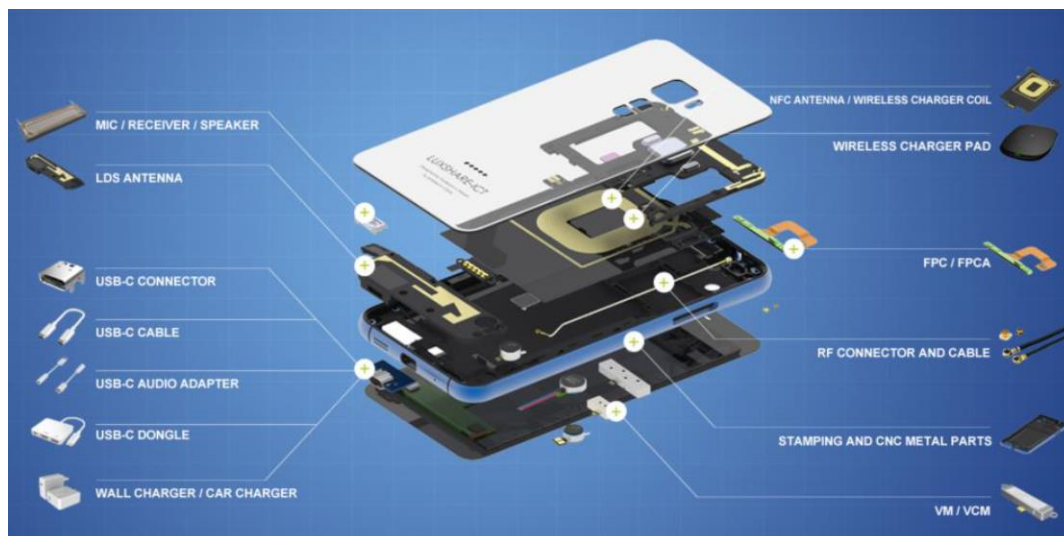
资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密收入来源



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密为消费电子市场提供多种解决方案



资料来源：公司资料

USB Type-C 型连接器渗透率提升支持增长

USB Type C 连接器以更快的速度和更好的通过 USB 供电而闻名。2014 年 8 月，USB 开发者论坛发布了 USB Type C，一种适用于小型 24 针可逆插头的纤巧物理规格连接器，可以以最大速度 10 Gbps 传输数据。2015 年初以来，USB C 端口开始出现在苹果的 Macbook 和谷歌 Chromebook，以及一些智能手机型号，包括乐视和一加手机。2018 年初以来，我们看到旗舰安卓智能手机中广泛采用了 Type C 接口哦。我们估计 2019 年，全球约 50% 的智能手机、笔记本电脑和平板电脑将使用 Type C 插槽，而 2017 年仅为 25%。作为中国市场连接器的领先者，我们相信立讯精密可以从 USB Type C 的大规模采用中受益。

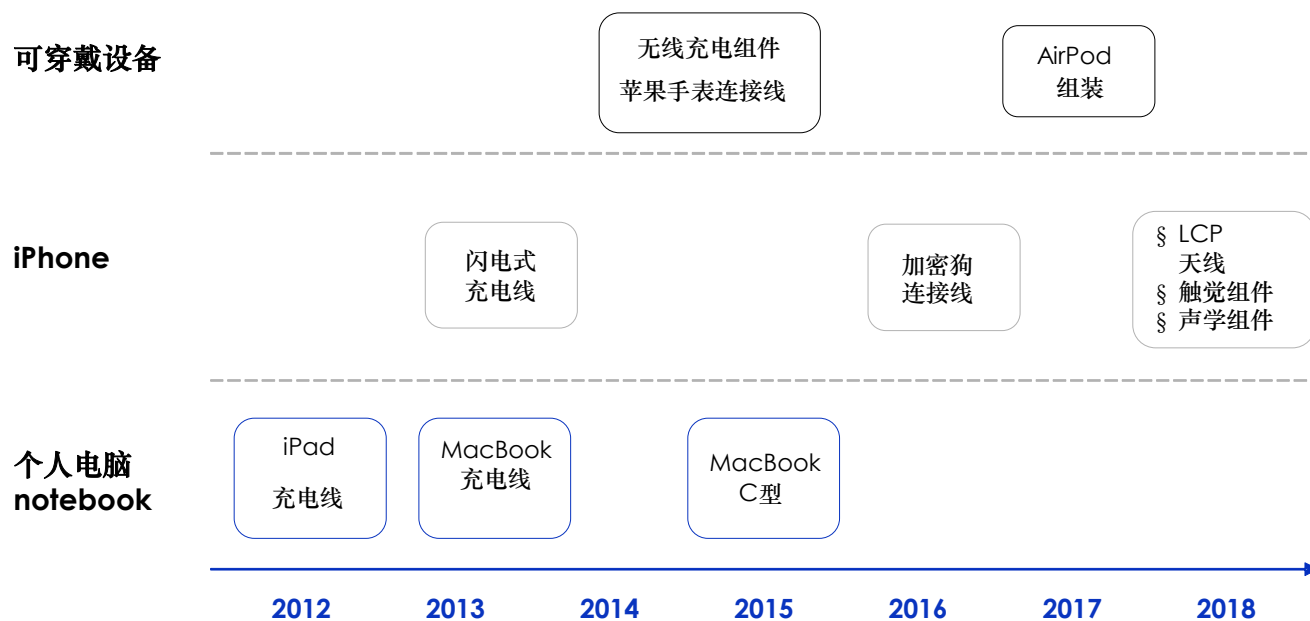
赢得苹果供应链更大份额

在过去十年中，收购在公司的发展中发挥了关键作用。2010 年 8 月 A 股市场上市后不久，立讯进入资本市场并启动了一场激进的并购活动。主要收购包括以下：

- (1) 2011 年昆山联滔电子有限公司，一家向苹果提供连接线的公司。这一交易代表立讯精密渗透苹果供应链的努力。
- (2) 2016 年收购美律台湾子公司苏州美特 51% 的股权，随后 2017 年收购惠州美特和上海美特 51% 股权。一系列收购使立讯精密进军苹果手机声学元件的供应链。

过去几年中，立讯精密始终与苹果合作开发新产品，如无线接收器模块和 LCP 组件。2017 年，它渗透至线性马达供应链，我们认为这是苹果整个供应链中利润最丰厚的组件之一。立讯精密已成为为苹果提供广泛产品的主要组件供应商，包括连接器、连接线、声学组件、线性马达、无线充电模块和 LCP 模块等。我们认为 2018-2020 年将成为立讯的收获期。我们预计它将继续为苹果提供更多新组件和配件，从而推动公司的长期整体业务。

立讯精密 2012 年以来的苹果配件路线图



资料来源：公司资料

苹果手机产业链中声学 and 线性马达份额提升

我们相信立讯精密自 2017 年开始在苹果手机的声学 and 线性马达供应链中占据一席之地，并将继续在 2019-2020 年获得份额。

声学组件

苹果手机声学组件的供应链主要由三家参与者：瑞声控股（2018 HK，优于大市），歌尔股份（002241 CH，未评级）和立讯精密。立讯精密通过 2016 年收购台湾美律首次涉足市场。我们相信立讯 2017 年以来一直在增加声学市场的份额，因其扩大了美律的生产能力和自动化程度。苹果公司希望看到其供应商之间的竞争加剧，以降低过去两年几乎没有规格升级的声学组件的成本。我们预期立讯精密在 2019 年实现新产品份额的进一步增长。

线性马达

苹果于 2016 年为 iPhone 7 推出了触觉引擎。这项新技术取代了苹果的旧式线性制动器，以振动的形式提供触觉效果。目前，现有线性马达的主要供应商是瑞声控股和日本电产。然而，我们认为立讯精密在 2018 年成功渗透到这一利润丰厚的供应链中获得了一小部分市场。我们预计立讯将在 2019-2020 年增加这一份额。

声学组件（接收器/iPhone X 中的麦克风）



资料来源: AppleInsider

苹果手机中的线性马达



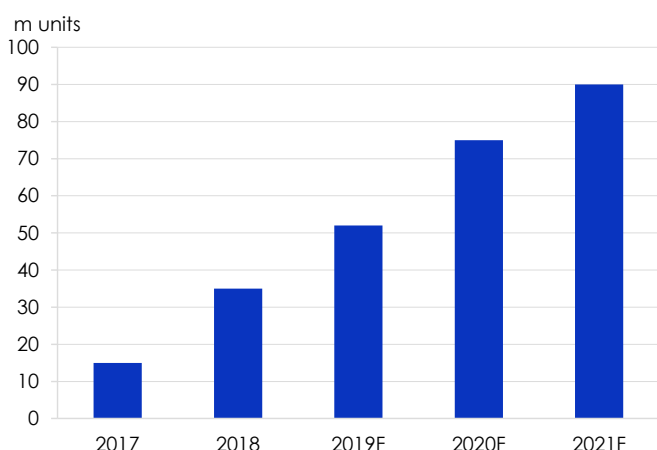
资料来源: AppleInsider

强劲的 AirPods 增长是另一大动力

AirPod 仍然是市场上最好的无线耳机

AirPods 是苹果历史上最受欢迎的配件之一。AirPod 无线耳机于 2016 年与 iPhone 7 一起推出，零售价为 159 美元。根据 SliceIntelligence，该产品推出后一个月内实现了 26% 的全球市场份额。根据 Counterpoint 研究的数据，三年后，AirPods 仍然是无线耳机市场中最热门的品牌，在 2018 年第四季度占据 60% 的市场份额。Counterpoint 研究估计，苹果在 2018 年生产了 3,500 万台 AirPods，同比增长 100%。

AirPod 出货量预测



资料来源: Counterpoint Research, 建银国际证券预测

AirPods



资料来源: ifixit

2019 年 3 月，立讯精密首次推出了配备新型芯片和无线充电功能的第二代 AirPods。我们预计苹果将在 2019 年结束前或 2020 年初发布第三代拥有新颜色选择和降噪功能的 AirPods。考虑到未来几年无线耳机的普及和 AirPods 的低渗透率 - 2018 年 3,500 万台的出货量与同年苹果手机 2 亿部的出货量 - 我们预计新一代功能将使 AirPods 在 2019-2021 年销量的年复合增长率达到 32%。

立讯精密作为组装厂将成为主要受益者

立讯精密和台湾英业达是 AirPods 的主要组装服务提供商。立讯精密在 2017 年第二季度进入装配服务供应链，并迅速提升了产能和产量。我们相信立讯精密目前是 AirPods 的主要生产商。因此，它可以从 AirPods 不断增长的需求和运营效率的提高中受益。

无线充电和 LCP 组件业务处于快车道

由于无线充电在方便性和安全性方面比传统的有线充电解决方案更先进，我们相信它将逐步取代有线充电。目前苹果的三款设备，即苹果手表、AirPod 和苹果手机都支持无线充电。2019 年 3 月苹果宣布因无法达到技术要求而取消了其 AirPower 无线充电项目。但管理层重申，它相信“未来是无线的。苹果将努力推动无线体验向前发展”。

立讯精密为苹果手机和手表提供无线充电接收器模块

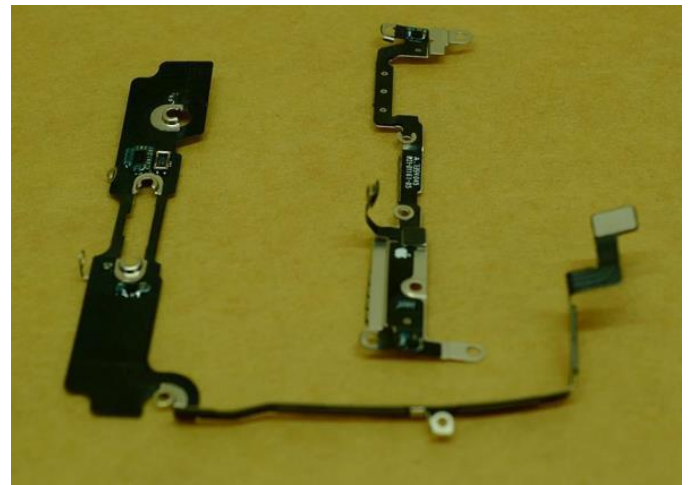
立讯精密在 2014 年渗透了苹果手表无线充电模块的供应链，并于 2018 年进入苹果手机的供应链。我们预计 2019-2021 年市场份额的增加将推动模块销售。我们相信公司将继续成为未来苹果无线充电板的核心供应商。

无线充电模块



资料来源：敦煌网

iPhone X 的 LCP 天线



资料来源：新浪网

新 LCP 天线设计带来新机遇

液晶聚合物 (LCP) 天线模块首先使用在 iPhone X 中，以取代早苹果手机版本中的聚酰亚胺 (PI) 天线，因为前者允许更高的传输速度。LCP 在高频、热性能和防潮性相关的性能方面优于 PI。安费诺曾经是 LCP 天线模块的唯一组装商。立讯精密作为二供成功进入苹果手机的天线供应链。我们预计 2019-2021 年的更高配额将推动立讯精密的销售和利润。

准备迎接 5G 时代的通信和汽车业

立讯精密早期通过其在消费电子产品连接器和连接线方面的专长，为通信和汽车市场开发产品，定位于消费电子产品以外的扩张。2016 年，它宣布投资 7.5 亿元人民币进行“企业级高速互联技术升级项目”。一年后的 2017 年，它宣布将加大在台湾研发投入，开发有源光缆（AOC），同时在美国建立一个新研发中心研发 25G 高速电缆。我们相信长期来看通信和汽车行业将成为立讯精密两个最大的市场。

5G 光学井喷下的通信市场

我们预计，根据数据中心强劲的需求以及中国 5G 网络的实施，通信基础设施连接器市场 2017 - 2021 年收入的复合年增长率将达到 8.6%。立讯精密的通信业产品组合针对广泛的应用，包括用于数据中心的光学接收器模块、5G 前端和有源光缆。2017 年，通信相关产品的收入同比增长 57% 至 17 亿元人民币。我们认为立讯精密作为新兴的通信连接器制造商，将成为这一趋势的主要受益者。

光学接收器和有源光缆



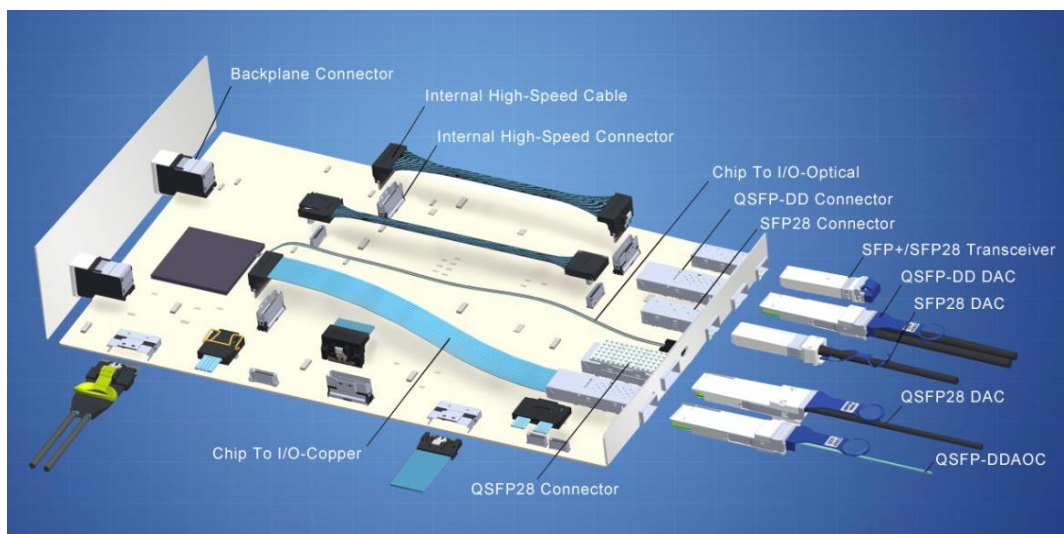
资料来源：公司资料

高速连接器



资料来源：公司资料

立讯精密提供多种通讯和原件解决方案



资料来源：公司资料

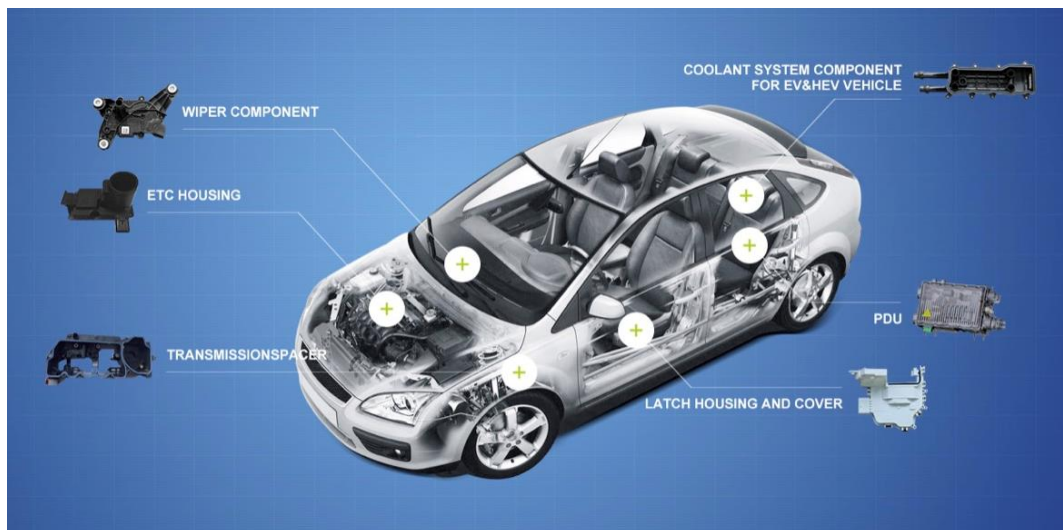
汽车：更高电子器件含量将成为电动化趋势

立讯精密在其历史上进行了两次重要的收购。

- (1) 2013年10月，它收购了SUK，一家在精密注塑成型方面由专长的德国汽车零部件公司。此次收购帮助它渗透了德国品牌，包括宝马和梅赛德斯奔驰。
- (2) 2017年，立讯精密的母公司立讯精密香港有限公司购了采埃孚集团的汽车车身控制系统部门，我们认为这将会在客户引荐和资产合作方面产生长期协同效应。

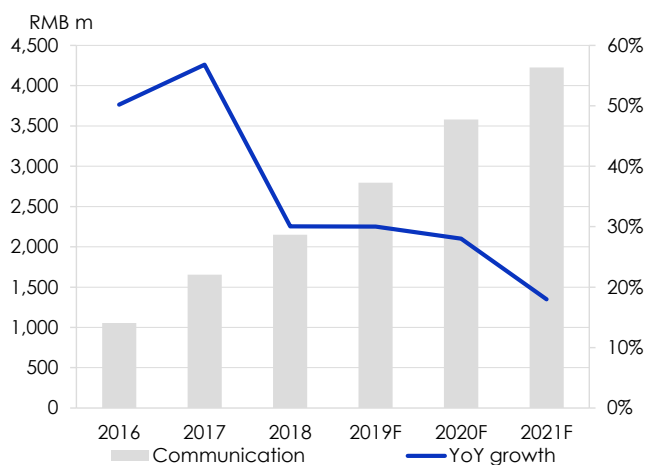
目前立讯精密供应各种汽车产品，包括电子线束、连接器、电缆和结构件。汽车线束和连接器产品广泛用于电动车辆和传统车辆。我们认为未来十年对这些产品的需求将会增加，因为：(1) 中国汽车保有量的稳健增长，特别是电动汽车的增长；(2) 智能驱动器的发展；以及(3) 车载信息娱乐系统的普及。我们对这些市场的潜在增长优势表示乐观，尤其是汽车市场。立讯精密2017年汽车市场的收入达到了11亿元人民币，较2016年的9.04亿元人民币同比增长25%。

立讯精密提供多种汽车零部件解决方案



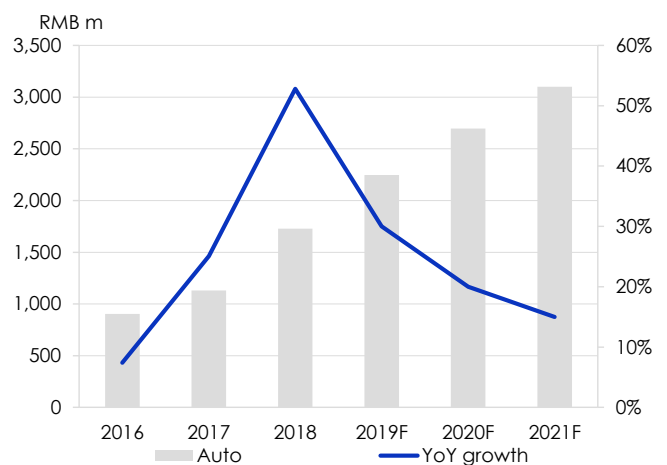
资料来源：公司资料

立讯精密 - 通讯业务收入预测



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密 - 汽车收入预测



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

财务前景

强劲的 2019-2021 年收入增长

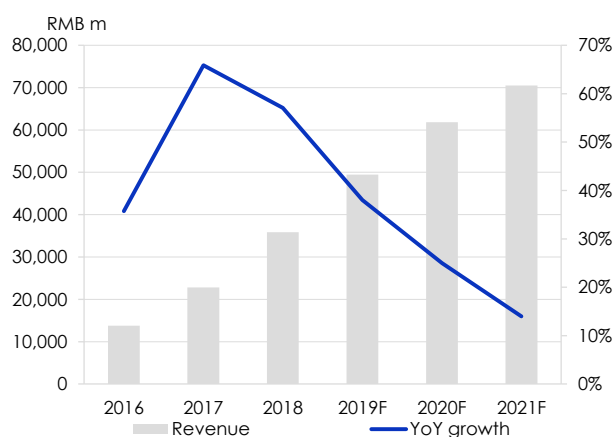
立讯精密的收入增长由 2016 年的 35.7% 加速至 2017 年的 65.9%，主要得益于苹果的销售增长。我们预计强劲的销售势头将延伸至 2018-2021 年，主要得益于以下因素：(1) 苹果供应链主要部件市场份额的不断上升以及新苹果产品的进一步渗透；(2) USB C 型端口的采用，支持计算机和移动设备终端市场的连接需求；及 (3) 通信和汽车电子市场的需求。对于消费类电子产品，特别是以苹果销售为增长动力，我们预测 2018-2021 年收入的年复合增长率将达到 19%，2019、2020 和 2021 年的预测收入分别为 495 亿、618 亿和 705 亿元人民币。

立讯精密收入分解及预测

	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入 (百万元人民币)							
电脑	3,890	4,612	4,348	3,733	3,920	4,037	4,077
汽车	842	904	1,131	1,728	2,246	2,696	3,100
通讯设备	703	1,055	1,655	2,152	2,797	3,580	4,225
消费电子	4,416	6,901	15,188	26,807	38,870	49,753	57,216
其他	289	291	504	1,431	1,645	1,777	1,866
总计	10,139	13,763	22,826	35,850	49,478	61,843	70,484
收入同比增长 (%)							
电脑	17	19	-6	-14	5	3	1
汽车	16	7	25	53	30	20	15
通讯设备	67	50	57	30	30	28	18
消费电子	67	56	120	76	45	28	15
其他	65	1	73	184	15	8	5
总计	39	36	66	57	38	25	14
收入组合 (%)							
电脑	38	34	19	10	8	7	6
汽车	8	7	5	5	5	4	4
通讯设备	7	8	7	6	6	6	6
消费电子	44	50	67	75	79	80	81
其他	3	2	2	4	3	3	3
总计	100	100	100	100	100	100	100

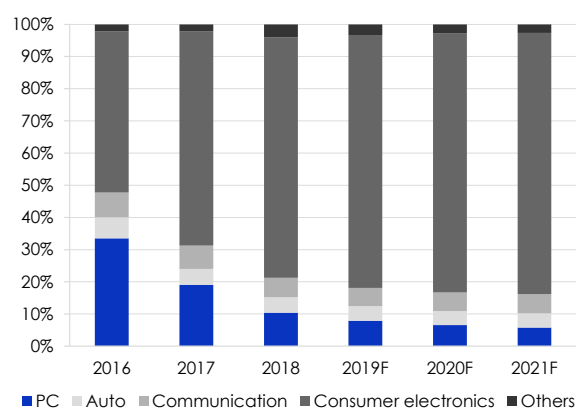
资料来源：建银国际证券预测

立讯精密 - 收入预测



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密 - 盈利预测

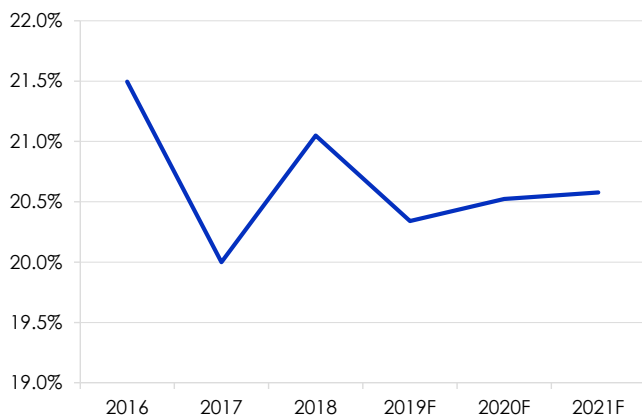


资料来源：公司资料，建银国际证券预测

毛利率前景改善

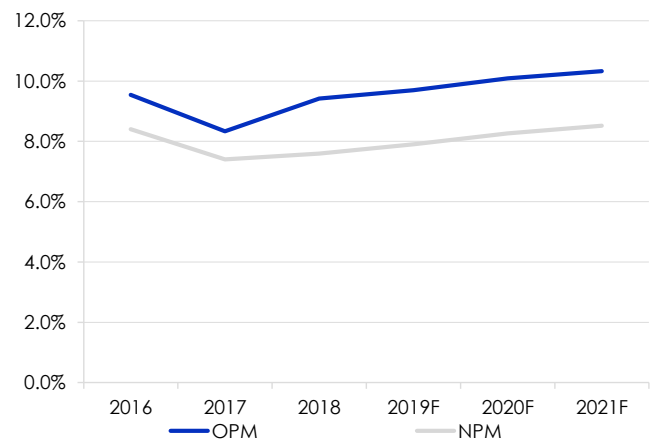
一般来说，由于更高的生产标准和每个型号更大的产量，苹果供应链的组件的产生利润率远高于安卓供应链中的组件。通信和汽车市场中的组件比消费电子市场的组件具有更高的利润，因为它们拥有更高的耐用性和质量要求。因此，我们预计立讯精密的毛利率将从 2017 年的 20.0% 逐步提高至 2021 年的 20.6%，归功于销售组合向苹果相关组件、通信和汽车零部件的转移。我们预计营业利润率将从 2017 年的 8.3% 上升至 2021 年的 10.3%。相应地，我们预计净利润率将从 2017 年的 7.4% 提高至 2021F 的 8.5%。

立讯精密 - 毛利润



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密 - 经营和经利润预测



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

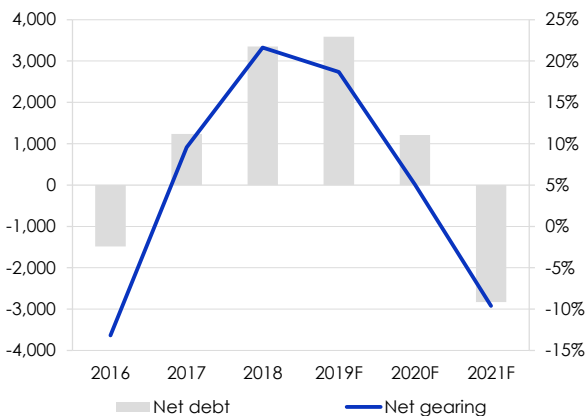
净现金状况和稳定资本支出前景。

截至 2018 年底，公司的净债务为 34 亿元人民币。资本支出在过去两年由于为苹果推出了一些新项目而有所增加。我们预计 2021 年末公司的净现金将达到 28 亿元人民币，这是根据立讯精密健康的正运营现金流以及 2018-2021 年稳定的资本支出要求，我们预计将在 25 亿-35 亿元人民币左右。

稳定的现金循环周期

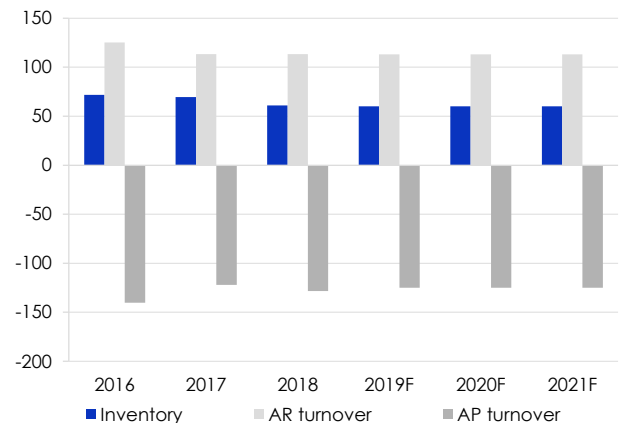
立讯精密的合同客户信用周期通常为 30 至 120 天。2016/2017 年的平均应收账款周转天数为 125/113 天；平均库存天数为 72/69 天，应付账款周转天数为 140/122 天。在可见的未来，我们预计其现金循环周期将保持相对稳定在 50 天左右。

立讯精密 - 净负债和净负债率



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密 - 现金循环周期 (天)



资料来源：公司资料，建银国际证券预测

立讯精密 - 损益表预测

财年截至 12月31日 (百万元人民币)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入	13,763	22,826	35,850	49,478	61,843	70,484
个人电脑	4,612	4,348	3,733	3,920	4,037	4,077
汽车	904	1,131	1,728	2,246	2,696	3,100
通讯	1,055	1,655	2,152	2,797	3,580	4,225
消费电子产品	6,901	15,188	26,807	38,870	49,753	57,216
其他	291	504	1,431	1,645	1,777	1,866
销货成本	-10,804	-18,260	-28,304	-39,414	-49,151	-55,981
毛利润	2,959	4,566	7,546	10,065	12,692	14,504
毛利率	21.5	20.0	21.0	20.3	20.5	20.6
销售税费	-76	-119	-163	-220	-269	-299
销售和市场推广费用	-230	-315	-388	-470	-557	-599
一般及行政开支	-1,323	-2,118	-3,415	-4,577	-5,628	-6,322
资产减值损失	-17	-112	-204	0	0	0
经营利润	1,314	1,902	3,376	4,798	6,239	7,283
经营利润率	9.5	8.3	9.4	9.7	10.1	10.3
净利息收入	-36	-203	-302	-400	-400	-400
公允价值收益	5	52	-32	30	0	0
投资收入	10	165	113	140	140	140
合资及联营公司股权	10	19	10	10	10	10
外汇差异	16	0	0	0	0	0
出售获益	0	1	5	3	0	0
其他获益	0	117	124	130	130	130
非经营收入/(支出)	70	-14	-12	-34	-34	-34
税前利润	1,389	2,039	3,282	4,677	6,085	7,129
税费支出	-207	-291	-469	-678	-882	-1,034
少数股东权益	-26	-57	-91	-90	-90	-90
归属股东利润	1,157	1,691	2,723	3,909	5,113	6,005
净利润率(%)	8.4	7.4	7.6	7.9	8.3	8.5
每股盈利(元人民币)	0.24	0.43	0.66	0.95	1.24	1.46
收入增长(%)	35.7	65.9	57.1	38.0	25.0	14.0
每股盈利增长(%)	-6.3	81.7	53.9	43.6	30.8	17.4
毛利率(%)	21.5	20.0	21.0	20.3	20.5	20.6
经营利润率(%)	9.5	8.3	9.4	9.7	10.1	10.3
净利润率(%)	8.4	7.4	7.6	7.9	8.3	8.5
平均股本回报率(%)	13.8	14.0	19.1	22.5	23.7	22.5
净负债/股权(%)	净现金	1.7	17.8	9.1	净现金	净现金

资料来源: 公司资料, 建银国际证券预测

立讯精密 | 002475 CH – 财务概览

损益表

财年截至 12月31日 (百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入	22,826	35,850	49,478	61,843	70,484
销货成本	(18,260)	(28,304)	(39,414)	(49,151)	(55,981)
毛利	4,566	7,546	10,065	12,692	14,504
其他收入	-	-	-	-	-
经营支出	(2,664)	(4,170)	(5,267)	(6,453)	(7,221)
息税摊销前利润	1,902	3,376	4,798	6,239	7,283
净财务收入(支出)	(203)	(302)	(400)	(400)	(400)
合资及联营企业	19	10	10	10	10
其他	321	198	269	236	236
税前利润	2,039	3,282	4,677	6,085	7,129
税费	(291)	(469)	(678)	(882)	(1,034)
总利润	1,748	2,813	3,999	5,203	6,095
少数股东权益	(57)	(91)	(90)	(90)	(90)
归属股东净利润	1,691	2,723	3,909	5,113	6,005
公布每股盈利 (人民币)	0.43	0.66	0.95	1.24	1.46
摊薄每股盈利 (人民币)	0.43	0.66	0.95	1.24	1.46
股息 (人民币)(百万元)	190	206	391	511	601
每股分红 (人民币)	0.05	0.05	0.09	0.12	0.15

现金流量表

财年截至 12月31日 (百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
税前利润	2,039	3,282	4,677	6,085	7,129
摊销和折旧	718	1,156	1,559	1,906	2,252
调整净利息支出	215	307	400	400	400
调整非现金项目					
人力成本变动	(1,791)	(1,580)	(2,015)	(1,769)	(1,231)
已付税款	(291)	(469)	(678)	(882)	(1,034)
其他	(721)	446	(410)	(410)	(410)
经营现金流	169	3,142	3,532	5,330	7,107
固定资产减值					
资本支出	(3,527)	(5,156)	(3,560)	(2,560)	(2,560)
投资	768	22	-	-	-
其他	162	206	-	-	-
投资现金流	(2,596)	(4,928)	(3,560)	(2,560)	(2,560)
贷款变动	2,225	3,745	-	-	-
发行股本	16	98	-	-	-
已付股息	(316)	(390)	(206)	(391)	(511)
其他	(50)	(2,000)	-	-	-
财务现金流	1,875	1,453	(206)	(391)	(511)
现金流变动	(552)	(333)	(234)	2,379	4,035
期初现金及等价物	4,619	3,994	3,810	3,576	5,955
外汇储备	(73)	149	-	-	-
期末现金及等价物	3,994	3,810	3,576	5,955	9,990
自由现金流	(3,358)	(2,014)	(28)	2,770	4,547

资料来源: 公司资料, 建银国际证券预测

资产负债表

财年截至 12月31日 (百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
现金及等价物	3,994	3,810	3,576	5,955	9,990
抵押存款、限制性现金	14	10	10	10	10
应收账款	7,479	11,617	15,872	19,761	22,479
待售资产					
库存	3,474	4,735	6,479	8,080	9,202
其他流动资产	2,411	2,906	2,906	2,906	2,906
总流动资产	17,372	23,078	28,843	36,712	44,588
物业、厂房及设备	6,369	9,457	11,463	12,123	12,435
无形资产	1,288	1,316	1,311	1,306	1,301
合资企业及关联公司	-	-	-	-	-
其他非流动资产	1,857	2,590	2,600	2,610	2,620
总非流动资产	9,514	13,363	15,374	16,039	16,356
总资产	26,886	36,441	44,217	52,751	60,944
短期借贷	4,524	5,664	5,664	5,664	5,664
贸易、票据应付款项	7,035	11,230	15,213	18,934	21,544
其他流动负债	152	285	285	285	285
总流动负债	11,712	17,179	21,162	24,883	27,493
长期借贷	706	1,499	1,499	1,499	1,499
其他非流动负债	543	1,089	1,089	1,089	1,089
总非流动负债	1,249	2,588	2,588	2,588	2,588
总负债	12,961	19,767	23,750	27,471	30,081
股东权益	12,938	15,498	19,201	23,923	29,417
少数股东权益	987	1,177	1,267	1,357	1,447
总股本	13,925	16,675	20,468	25,280	30,863
权益和总负债	26,886	36,441	44,217	52,751	60,944

财务比率

财年截至 12月31日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
增长(%)					
营业收入	65.9	57.1	38.0	25.0	14.0
息税折旧及摊销前利润	44.4	73.0	40.3	28.1	17.1
息税前利润	44.8	77.5	42.1	30.0	16.7
净利润	46.2	61.0	43.6	30.8	17.4
盈利(%)					
毛利率	20.0	21.0	20.3	20.5	20.6
息税折旧摊销前利润率	11.5	12.6	12.8	13.2	13.5
息税前利润率	8.3	9.4	9.7	10.1	10.3
净利润率	7.4	7.6	7.9	8.3	8.5
核心净利率	14.3	14.3	14.5	14.5	14.5
周转天数(天)					
库存周转天数	56	53	52	54	56
贸易应收货款天数	97	94	98	102	107
贸易应付货款天数	106	107	112	116	121
收益及杠杆比率(%)					
平均资产收益率	7.1	8.6	9.7	10.5	10.6
平均每股收益率	14.0	19.1	22.5	23.7	22.5
净借贷(现金)/股权比	1.7	17.8	9.1	净现金	净现金
股息率	11.3	7.6	10.0	10.0	10.0
流动性(倍)					
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3

评级定义:

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提及的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关系的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团发

表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送到美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送到日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097