

日期: 2010年8月27日

行业: 电子元器件制造业



邓永康

021-53519888-1919

ykden@126.com

执业证书编号: S0870200010011

IPO 报价区间 RMB 14.00~16.80 元
上市合理定价 RMB 20.00~24.00 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	43.80
发行后总股本 (百万股)	173.80
发行数量占发行后总股本	25.20%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	中信证券

主要股东 (IPO 前)

立讯有限公司	89.17%
深圳市资信投资有限公司	7.75%
富港电子 (天津) 有限公司	3.08%

收入结构 (10H1)

连接器	99.70%
-----	--------

报告编号: DYK10-NSP09

首次报告日期: 2010年8月27日

国内电脑连接器行业领先者**■ 投资要点:****公司在电脑连接器行业中的领先地位**

公司经过多年的发展,在核心技术、成本控制、品质管理和快速响应等方面已建立起较大优势,逐渐树立了在电脑连接器行业中的领先地位。

收入波动较大、利润高速增长

2007年、2008年和2009年,公司营业收入分别为35,108.08万元、63,026.64万元和58,470.31万元,08年增长较快,09年略有下降。2008年较2007年归属于母公司的净利润大幅增长83.25%,2009年较2008年归属于母公司的净利润增长25.91%。

毛利率平稳上升

最近三年,公司综合毛利率分别为19.18%、19.03%和21.62%。

扩大产能、提高市场占有率

公司本次募集资金投资项目实施后,将扩大公司产能、丰富产品品种、增加产品技术含量、提高产品附加值,扩大产品的市场占有率。

盈利预测

我们预计公司10-12年归属于母公司的净利润将实现年递增16.20%、3.22%、46.48%,相应的稀释后每股收益为0.50元、0.51元、0.75元。

定价结论

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的中小板上市公司的估值情况,我们认为给立讯精密10年40-48倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为20.00-24.00元。综合考虑公司的经营状况和目前的市场情况,我们建议询价区间为14.00-16.80元,对应10年动态市盈率区间为28.00倍-33.60倍,对应09年摊薄后每股收益的市盈率区间为32.56倍-39.07倍。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	630.27	584.7	700.00	820.00	1,250.00
年增长率 (%)	79.52	-7.23	19.72	17.14	52.44
归属于母公司的净利润	58.87	74.12	86.13	88.90	130.22
年增长率 (%)	83.22	25.90	16.20	3.22	46.48
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.34	0.43	0.50	0.51	0.75

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 连接器市场需求稳定增长

受益于汽车、电脑、消费电子等下游行业的持续发展，全球连接器市场需求将实现持续增长。据统计，2008 年度全球电脑连接器的市场容量为 93 亿美元，根据智多星顾问预测，至 2011 年电脑连接器的全球市场容量将达到 125 亿美元，未来三年将保持稳定增长趋势；2008 年度汽车连接器的全球市场容量约为 105 亿美元，根据智多星顾问预测，至 2011 年汽车连接器的全球市场容量将达到 134 亿美元，未来三年增长稳定。

全球连接器市场按区域可划分为北美、欧洲、日本、中国、亚太等 5 个重要的区域市场，目前，北美和欧洲仍然占据了连接器市场的最大份额，2008 年合计的市场份额为 49.24%，但是所占比例呈现下降的趋势。随着世界制造业向中国大陆的转移，连接器的生产重心也同步向中国大陆转移，中国已经成为世界上最重要的连接器生产基地，2003 年到 2008 年中国连接器市场的年平均增长率为 19.8%，是同期世界平均增长率的 2.2 倍。

根据 BISHOP ASSOCIATES 的统计，2008 年中国连接器市场销售规模为 75.53 亿美元。我国连接器产品主要的应用领域集中在电脑及周边设备、汽车产业、通讯产业等领域。

随着国际连接器制造重心向中国大陆的转移，受益于我国电脑和汽车产业的发展，我国的连接器行业将保持持续增长的趋势，根据中国电子元件行业协会信息中心预测，在“十一五”期间，电接插元件的产量将保持 15% 的年均增长速度，到 2010 年连接器的产量将达到 468 亿只、市场规模将达到 515 亿元。

我国连接器市场需求增长主要由电脑连接器、汽车连接器和通信连接器的需求增长所推动。据统计，2008 年度我国电脑连接器的市场容量为 20 亿美元，预计至 2011 年市场容量将超过 30 亿美元，尤其是笔记本电脑连接器需求的高速增长带动了电脑连接器市场需求的稳定提升；2008 年度我国汽车连接器的市场容量为 15 亿美元，预计 2011 年市场容量将达到 23 亿美元，市场需求增长稳定。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

连接器行业一直具有“大者恒大”的特点，根据 BISHOP 的统计，2001 年全球连接器百强企业的出货量占到全球出货量的 87.3%；2007 年全球前十大厂商占有全球 56% 的市场份额。另一方面，众多中小型连接器厂商只能集中于细分市场，服务于特定区域和特定客户，难以进入跨国企业的供应链。连接器产业在市场全球化、下游客户减少供应商数量、委外代工兴起三重趋势下，具有足够资金进行“技术研发”和“全球运营”的大厂更易取得优势。

近年来随着国内电子工业的发展和世界电子制造业向中国转移，国内连接器行业的规模和企业数量都快速增长。目前，我国连接器制造厂商有1,000多家，其中外商投资约300家，占据中高端连接器产品的主导地位；本土制造厂商约700余家，但受限于规模小、技术积累不足和资本实力较差，本土企业业务主要集中在技术水平偏低的中低端产品。公司经过多年的发展，在核心技术、成本控制、品质管理和快速响应等方面已建立起较大优势，逐渐树立了在电脑连接器行业中的领先地位。2010年6月在中国电子元件行业协会综合评比中公司获第38名，在同属连接器行业的上市公司中，中航光电第19名，航天电器第37名，得润电子第46名。

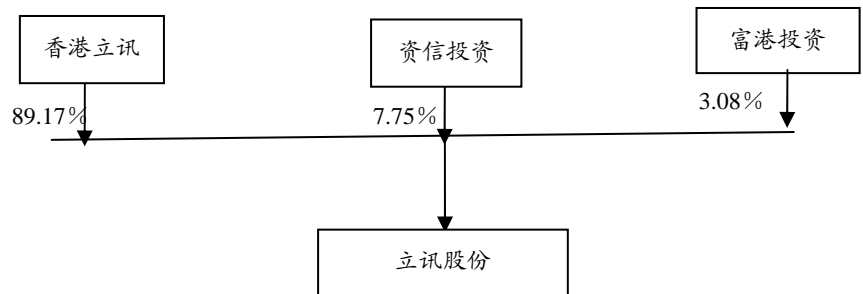
二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司由立讯精密工业（深圳）有限公司整体变更设立。2004年5月13日，深圳市对外贸易经济合作局出具《关于设立外资企业“立讯精密工业（深圳）有限公司”的通知》，同意香港立讯在深圳投资设立外资企业的申请。2008年10月28日，香港立讯执行董事作出决议，同意将其持有的立讯有限8%股权转让给资信投资。2008年11月19日，立讯有限董事会作出决议，通过了公司整体变更设立为股份公司的方案。同日，立讯有限股东香港立讯和资信投资签署《发起人协议》，约定各发起人将其持有的立讯有限截至2008年10月31日经审计的净资产175,585,571.10元按照约1:0.7176的折股比例折为12,600万股发起人股份。

公司的实际控制人为王来春、王来胜兄妹。截至招股说明书签署日，王来春、王来胜兄妹通过香港立讯间接持有公司89.17%的股权。

图 1 立讯精密发行前股权结构



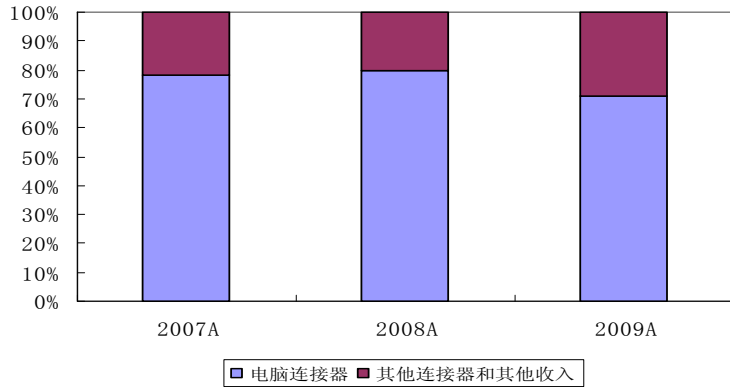
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司营业收入主要来源于电脑连接器产品的销售，其在2007年、2008

年及 2009 年占同期营业收入的比重分别达到 78%、80% 和 71%。公司的电脑连接器主要提供给台式电脑和 NB 配套使用，主要通过台湾鸿海、伟创力等 EMS 厂商间接销售给惠普、华硕等国际知名的电脑厂商。其他连接器产品主要包括通信连接器、消费电子连接器等，公司在其他电子产品连接器的销售比例增大，将进一步扩大公司的业务发展空间。

图 2 立讯精密营业收入结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

经公司 2009 年第四次临时股东大会批准，公司决定申请公开发行人民币普通股（A 股）不超过 4,380 万股。本次募集资金投资项目实施后，将扩大公司产能、丰富产品品种、增加产品技术含量、提高产品附加值，扩大产品的市场占有率。

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	投资总额与投入进度安排		
		投资总额	第一年	第二年
1	内部连接器组件生产项目	23,000	9,500	13,500
2	连接器生产项目	12,000	1,800	10,200
3	线缆加工生产项目	7,000	1,800	5,200
4	技术中心扩建项目	6,609	5,339	1,270

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

内部连接器组件生产项目

该项目拟对公司现有的连接器产品进行技术升级和生产线扩产建设，主要产品包括-12,000 万只 NB 连接器；380 万套汽车连接器产品。该项目达产后预计实现年销售收入 65,000 万元，净利润 5,560.65 万元。

连接器（接插件）生产项目

该项目主要为公司目前及扩产项目的连接器提供配套的接插件，主要为公司的连接器生产配套。根据公司募投项目的产品计划，该项目达产后将实现年产连接器接插件 16,800 万只，包括 9,000 万只电脑连接器配套接插件、6,000 万只消费电子类连接器配套接插件、1,400 万只通讯类连接器配套接插件和 400 万只汽车类连接器配套接插件。该项目达产后预计实现年销售收入 25,000 万元，预计实现净利润 2,967.51 万元。

线缆加工项目

该项目主要为公司目前及连接器扩产项目提供配套线材，年产各类线材 33.60 万千米。该项目预计年销售收入 20,000 万元，净利润 1,794.68 万元。

技术中心扩建项目

该项目拟围绕公司的主营业务，改善研发基础设施，重点增加研发力量，补充实验室设备和配套软件。项目建成后，将提升公司的研发实力和整体运营能力，巩固公司在连接器产品领域的核心竞争力，为公司的可持续经营和快速发展提供有力保障。

三、公司财务状况及盈利预测

● 毛利率平稳上升

最近三年，公司综合毛利率分别为 19.18%、19.03% 和 21.62%。08 年，受金融危机的影响，产品价格受到不利影响，毛利率较上年略有下降。09 年，公司由于客户结构和产品结构的优化使毛利率上升 2.58%。此外，金融危机的到来影响铜、石油大宗原材料价格大幅下降，公司原材料采购价格也相应下降，采购价格下降也对毛利率产生一定正面影响。

● 收入波动较大、利润高速增长

2007 年、2008 年和 2009 年，公司营业收入分别为 35,108.08 万元、63,026.64 万元和 58,470.31 万元，08 年增长较快，09 年略有下降。2008 年度，公司实现营业收入为 6.30 亿元，比上一年度增长 2.79 亿元，增幅为 79.52%。公司 2008 年度对外销售收入较 2007 年度增加 2.40 亿元，其中对富士康的外销收入增加了 1.80 亿元。2009 年度，公司实现营业收入 5.85 亿元，较 2008 年下降 0.45 亿元，同比下降 7.23%。这主要是由于国际金融危机的负面影响在 2009 年上半年体现明显。2009 年初，3C 行业品牌厂商积极消化库存，富士康等大型 EMS 厂商业务量明显减少，给公司销售带来不利影响，下半年业务才开始逐步回升。2009 年公司对富士康的销售总额为 2.65 亿元，同比减少了 0.91 亿元。2008 年较 2007 年归属于母公司的净利润大幅增长 83.25%，这一方面是得益于收入增长 79.52%，另一方面得益于业务规模扩大带来的费用率下降，三项费用率合计下降 1.25%。公司及两个下属子公司的产能扩大满足了大幅增长的订单需求。

2009 年较 2008 年归属于母公司的净利润增长 25.91%，这是在收入下降 7.23%的情况下，但是公司通过客户结构和产品结构的调整来提升毛利水平，另外是由于管理费用下降和营业外收入的增长。

图 3 立讯精密毛利率变化趋势

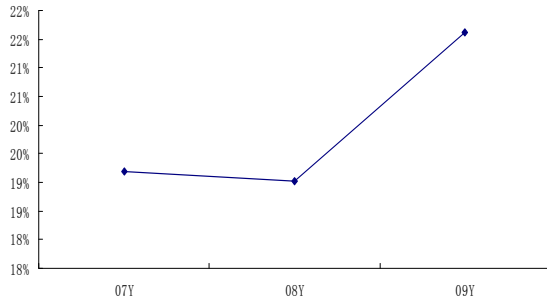
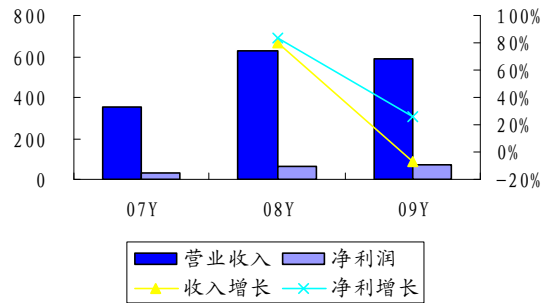


图 4 立讯精密近年来收入及净利润增长率

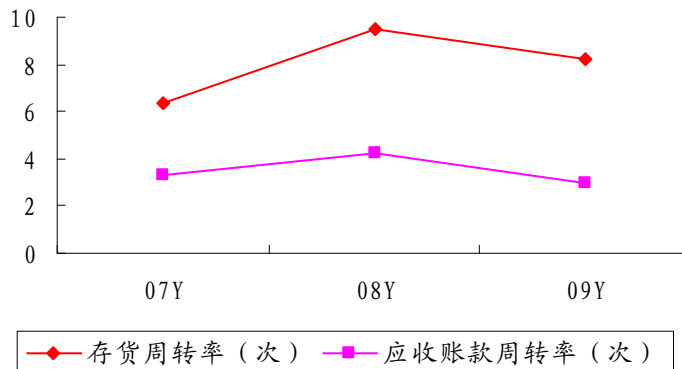


资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

● 公司资产周转效率处于良性水平

2007-2009 年，公司的存货周转率分别为 6.32、9.45 和 8.24 次；应收账款周转率分别为 3.28、4.25 和 2.95 次。2008 年公司的主营业务收入同比增长 79.52%，但由于受金融危机影响，公司 2008 年第四季度的收入较上年同期出现了下降，年末应收账款的增长远低于主营业务收入的增长，导致应收账款周转率明显提高。同样原因，公司 2008 年年末的存货水平比 2007 年年末略有增长，导致存货周转率明显上升。2009 年度，公司营业收入与上年相比仍有下降，同时由于公司延长了收款信用期，期末应收账款余额增大，二者共同导致应收账款周转率下降。2009 年度的期末存货较 2008 年年末增长 5%，主要是由于 2009 年公司第四季度营业收入同比增长，公司增加原材料所致。

图 5 立讯精密存货和应收账款周转率变化趋势



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

1) 募集资金项目在 2012 年达产。

2) 连接器业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 21.70%、22.20% 和 21.50%。

表 2 公司未来三年分业务收入及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
连接器					
收入	630.27	584.70	700.00	820.00	1,250.00
毛利率	19.03%	21.61%	21.70%	22.20%	21.50%

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 16.20%、3.22%、46.48%，相应的稀释后每股收益为 0.50 元、0.51 元、0.75 元。

表 3 立讯精密损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	630.27	584.7	700.00	820.00	1,250.00
营业成本	510.3	458.37	548.10	637.96	981.25
营业税金及附加	0.13	0.07	0.07	0.08	0.13
销售费用	8.45	6.71	7.70	8.20	12.50
管理费用	39.95	29.37	35.00	41.00	62.50
财务费用	-1.51	0.17	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.54	0.6	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	71.41	89.41	109.13	132.76	193.63
营业利润	0.75	6.52	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1.78	0.81	0.00	0.00	0.00
营业外支出	70.38	95.12	109.13	132.76	193.63
利润总额	3.57	10.52	12.00	31.86	48.41
所得税费用	66.81	84.59	97.13	100.90	145.22
净利润	7.94	10.47	11.00	12.00	15.00
少数股东损益	58.87	74.12	86.13	88.90	130.22
归属于母公司所有者的净利润	630.27	584.7	700.00	820.00	1,250.00
摊薄 EPS (元)	0.34	0.43	0.50	0.51	0.75

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

客户相对集中风险

以电脑为代表的 3C 电子产品行业具有集中度高的基本特点，2008 年度，全球电脑前五大品牌市场占有率超过 50%，全球手机前五大品牌市场占有率近 80%；另一方面，3C 行业采用零组件生产模式，由零组件厂商、EMS 厂商和品牌厂商组成的供应链整体性非常强，终端客户需求通过高度集中的下游品牌厂商和 EMS 厂商向上游零组件厂商传导，集中采购和集中销售是行业通用模式。2007 年、2008 年、2009 年，公司前 5 名客户的销售额合计占比分别为 87.11%、85.05%、79.56%，公司的客户集中度高，若公司主要客户大幅降低对公司产品的采购数量，将给公司经营业绩造成显著影响。

专业技术人员不足的风险

专业技术人员是公司生存和发展的关键，随着公司的长期发展和业务积累，技术人员数量和水平已成为公司的竞争优势之一。为应对激烈的市场竞争，公司将不断加强对新产品的研发，势必扩大对技术人才的需求，如果公司不能及时培养、招聘到高水平技术人员，将对公司的业务发展带来影响。

技术风险

公司的连接器产品主要应用于 3C（电脑、通讯、消费电子）领域，3C 领域具有技术更新快、产品技术升级频繁的特点，并向“小型化、微型化”发展，技术难度增高。终端电子产品客户需求的不断提高及产品的更新换代使公司的技术和研发水平面临更加严峻的挑战，若公司不能在技术创新方面占据先机，将使公司在激烈的市场竞争中面临竞争力下降的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股公司中，与立讯精密业务相近的上市公司在 10 年、11 年的市盈率为 40.74 倍、31.13 倍。

表 4 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
002055.SZ	得润电子	16.12	0.15	0.18	0.30	0.42	107.47	89.56	53.73	38.38
002179.SZ	中航光电	14.02	0.28	0.30	0.35	0.43	50.07	46.73	40.06	32.60
002025.SZ	航天电器	11.65	0.30	0.31	0.41	0.52	38.83	37.58	28.41	22.40
平均值							65.46	57.96	40.74	31.13

数据来源：WIND 资讯；股价以 8 月 26 日收盘价计

- **公司可给的估值水平及报价区间**

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的中小板上市公司的估值情况，我们认为给立讯精密 10 年 40-48 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 20.00-24.00 元。综合考虑公司的经营状况和目前的市场情况，我们建议询价区间为 14.00-16.80 元，对应 10 年动态市盈率区间为 28.00 倍-33.60 倍，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 32.56 倍-39.07 倍。

分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。