

立讯精密：自主转型，毛利率提振预期显著

评级： 买入-A

上次评级：

目标价格： 47.60 元

 期限： 6个月 上次预测：
 现价： 34.95 元

报告日期： 2010-10-12
报告关键点：

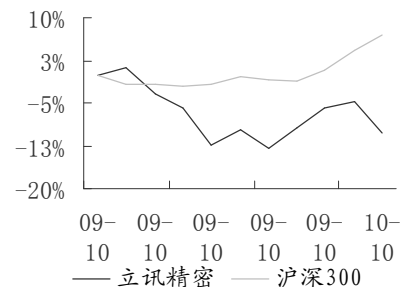
- 📖 公司经营模式由OEM转向OBM，新产品扩充围绕高毛利产品进行
- 📖 出自富士康的公司高管+选址全国人力成本洼地+新技术的积极研发=成本控制卓越的创新型成长企业
- 📖 向上垂直整合以及自动化比例提升将进一步提升毛利率，并形成新的增长点

报告摘要：

- **行业地位突出的电脑连接器龙头：**公司的连接器覆盖全球20%的台式电脑，产品还包括笔记本、汽车、消费电子连接器；公司名列2010年中国电子元件百强企业37名；今年开始公司经营模式从OEM全面转向OBM，并从连接线组转向毛利率提高8%左右的主板连接器，推动公司进一步发展。
- **人力成本优势带来产业转移，中国连接器产业迎来春天：**欧、美、日连接器产业发展缓慢，亚太地区凭借人力成本优势吸收产能，大陆地区过去5年连接器产业的CAGR更是达到18.9%；另据我们了解到，近来台湾厂家在大陆盈利能力逐渐减弱，产能向大陆转移迹象明显；由此我们推测，大陆市场未来的成长性将更好。
- **产业链地位优势明显，研发实力充足：**公司在2005年于江西吉安设厂，尽享便利交通和低劳动力成本之福；高管曾在以控制成本为灵魂的富士康服务多年，将此精神深深植入公司；注重与客户共同成长，形成长期合作关系；USB3.0方面公司已经做好准备，明年将出货形成利润。
- **IPO成功为公司带来充裕现金开展垂直整合与自动化改造** IPO成功不仅保证公司募投项目的实施，同时带来的数亿超募资金可以为管理层实现公司进一步发展目标提供帮助。除了募投的扩产、接插件和线缆项目之外，若能完全独立开模，及进一步加大自动化工序的比例则可大大提高公司整体竞争力，对毛利率在长期的提升有明显的推动作用。
- **首次覆盖并给予买入-A评级，6个月目标价47.6元：**我们认为公司管理效率优于国内同业，受惠于连接器产业产能转移国内，公司的垂直整合及国际大厂订单将为公司未来三年带来高增长。我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.73元，1.19元，1.71元。A股连接器企业2011年平均PE在36.5倍，由于公司管理绩效优越且拥有国际级大厂客户（如苹果iMac、微软Xbox、DELL等），我们按照2011年40倍PE估值，首次给予买入-A投资评级，6个月目标价47.6元。

市场数据

总市值(百万元)	6,074.31
流通市值(百万元)	1,224.65
总股本(百万股)	173.80
流通股本(百万股)	35.04
12个月最高/最低	33.80/42.65 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(16.96)	(28.48)	(9.16)
绝对收益	(10.13)	(10.13)	(10.13)

研究员

侯利	行业分析师
021-68763972	houli@essence.com.cn
证书编号	S1450209070220

前期研究成果
财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	630.3	584.7	872.4	1,306.8	1,953.7
Growth(%)	79.5%	-7.2%	49.2%	49.8%	49.5%
净利润	58.9	74.1	127.0	207.2	297.2
Growth(%)	83.3%	25.9%	71.3%	63.1%	43.5%
毛利率(%)	19.0%	21.6%	22.2%	23.2%	23.7%
净利润率(%)	9.3%	12.7%	14.6%	15.9%	15.2%
每股收益(元)	0.34	0.43	0.73	1.19	1.71
每股净资产(元)	1.48	2.19	10.04	10.99	12.36
市盈率	106.1	84.3	49.2	30.2	21.0
市净率	24.3	16.4	3.6	3.3	2.9
净资产收益率(%)	26.0%	22.2%	7.3%	10.8%	13.8%
ROIC(%)	33.4%	34.5%	43.7%	45.0%	40.6%
EV/EBITDA	54.9	44.8	33.9	21.0	14.0

1. 立讯精密——连接器行业个中翘楚

公司是国家高新技术企业，专注于连接器的研发、生产和销售，产品主要应用于 3C、汽车和通讯设备等领域。公司台式电脑连接器覆盖全球 20% 以上的台式电脑，并快速扩大笔记本电脑连接器的生产；同时公司目前已经开发 DP、eDP、USB3.0、eSATA 等新产品，并且逐步进入汽车连接器、通讯连接器和高端消费电子连接器领域，拓展新的产品市场。

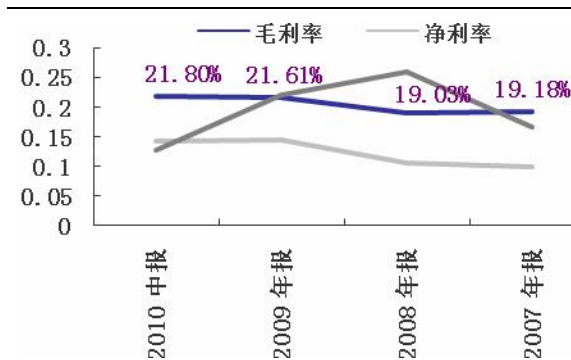
图 1 公司主要产品



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

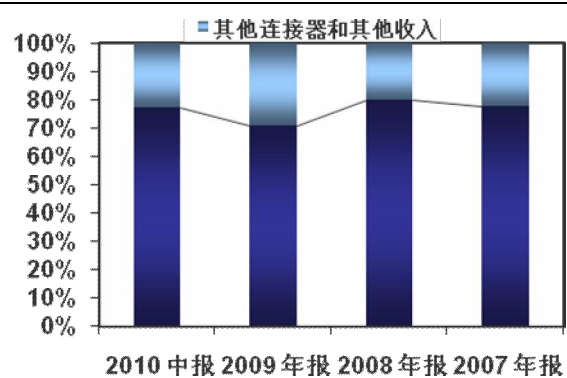
公司管理层曾在 Foxconn (富士康) 服务多年，将其出色的管控方式引入公司，使得公司在 2007-2010H1 年，毛利率呈现逐年提高的态势；公司期间费用率随销售规模的扩大也在逐年减小。其次，公司从今年开始，放弃为富士康代工的低利润业务，全力发展自有品牌。第三，公司现有主营产品为连接线组 (Cable Assembly)，未来将扩产至主板上对接的连接器，而后者毛利率一般比前者高 5%-10%，故此产品扩充对公司利润提升有相当大的帮助。

图 2 公司 2007-2010H1 盈利能力状况



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 3 公司 2007-2010H1 主营业务构成



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司在中国电子元件行业协会 2010 年 6 月评选的中国电子元件百强企业中名列第 36 位，而 2009 年并未上榜，这显示出公司在 2009 年中强劲的发展姿态。由于评选以 2009 年的收入、利润、专利等综合指标为排名标准，在公司收入并未大幅提升的情况下，公司利润和专利研发取得了丰硕的成果。纵观整个连接器行业，三家 2009 年没有上榜的公司进入了前 50，并且 9 家企业中 6 家的排名上升，显示出我国连接器

行业的高速成长。

表 1 中国电子元件百强企业中连接器企业排名

企业名称	2009 年	2010 年
中航光电股份有限公司 (002179.SZ)	24	19 ↑
贵州航天电器股份有限公司 (002025.SZ)	48	37 ↑
深圳立讯精密工业股份有限公司 (002475.SZ)	N/A	38 ↑
合兴集团有限公司	49	42 ↑
深圳市得润电子股份有限公司 (002055.SZ)	N/A	46 ↑
深圳市金洋电子股份有限公司	N/A	50 ↑
宁波兴瑞电子有限公司	51	62 ↓
和林电子(深圳)有限公司	46	68 ↓
西安富士达科技有限公司	N/A	81 ↓

数据来源：中国电子元件行业协会 安信证券研究中心

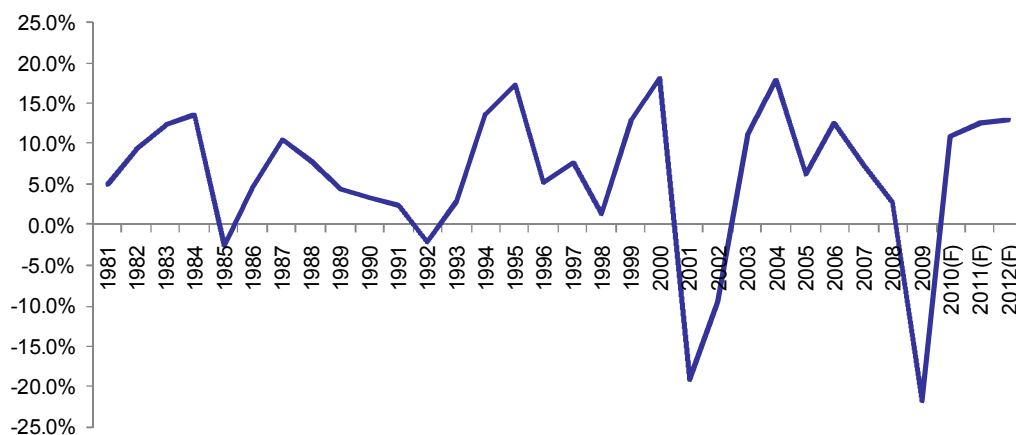
2. 成本优势及产能转移推动大陆连接器产业高速发展

2.1. 连接器产业链概况

2.1.1. 连接器现状与发展

连接器泛指所有用在电子信号与电源上的连接组件及其附属配件。连接器是所有信号之间的桥梁。连接器行业是电子行业中极其重要的子行业，其地位仅次于半导体行业和 PCB 行业。2009 年全球连接器市场规模为 343.91 亿美元；IDC 预测 2010 至 2012 年出货量分别成长 10.9%、12.6%及 12.9%。从下图可以看到，接下来几年正是连接器产业进入主动增库存的新一轮周期的起点，行业景气度将持续看好。

图 4 1981-2012 年全球连接器市场年度增长率

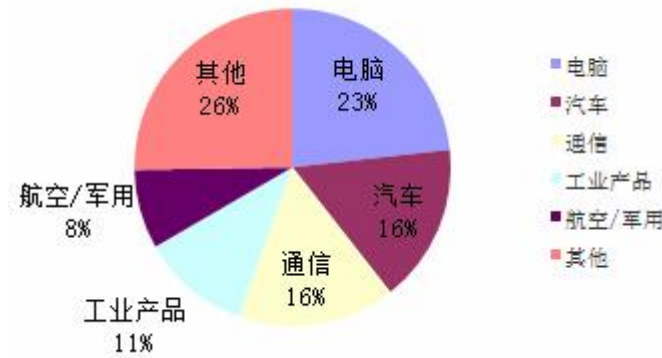


数据来源：IDC 安信证券研究中心

2.1.2. 连接器产业链

连接器产业链上游主要有金属材料、塑胶材料和电镀材料，下游应用领域集中在 PC、汽车、通讯、消费电子等领域。下游终端市场的发展决定了连接器市场的规模，据 Bishop & Associate 数据，2009 年全球连接器市场按应用领域分类，电脑市场以 80.04 亿美元，占比 23%排名第一；汽车、通信、工业、航空/军用紧随其后。

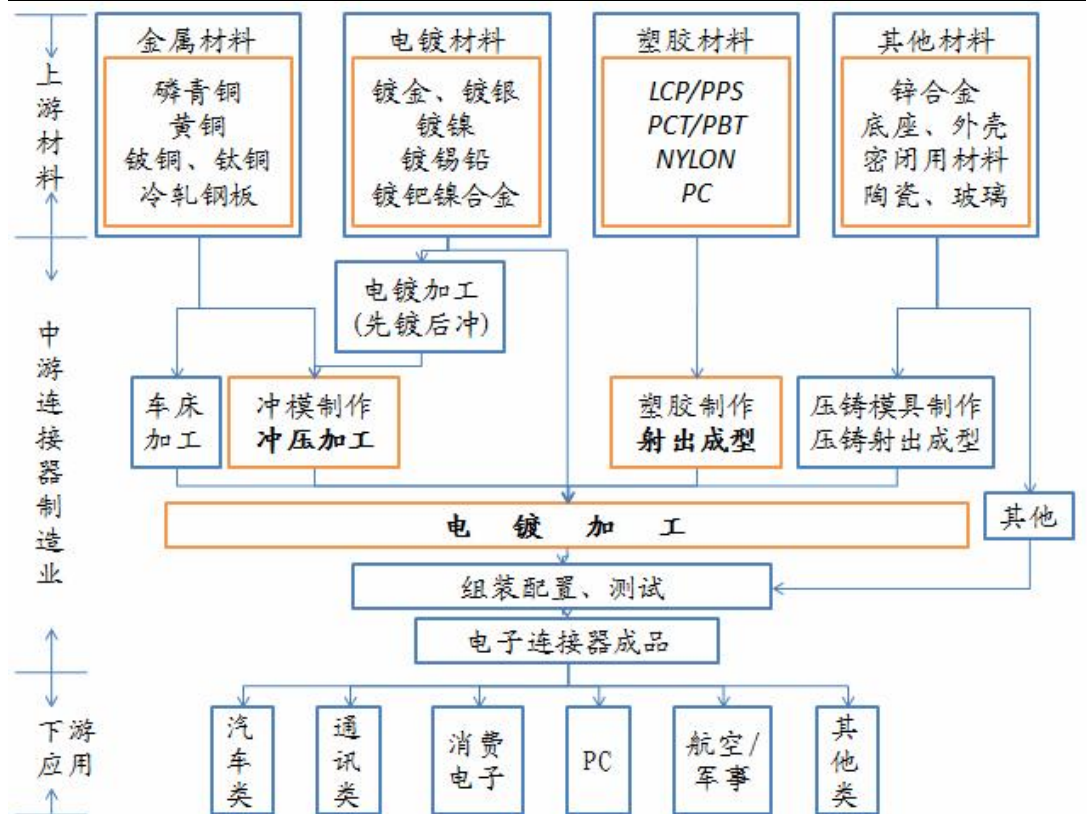
图 5 2009 年全球连接器市场终端应用份额



数据来源: Bishop&Associate 安信证券研究中心

连接器制造过程中最为关键的三个步骤在黄色方框中可以看到, 分别是冲压、射出和电镀。冲压制程需要模具, 所以模具开发能力是衡量连接器厂商优劣的关键指标; 此外, 做好垂直整合, 把冲压、射出和电镀制程都把握在自己手中的企业获利能力也较强; 最后, 工序的自动化能力也是必不可少的。

图 6 连接器产业链示意图



数据来源: 工研院材料所 IT IS 计划 安信证券研究中心

2.1.3. 连接器产业发展趋势

全球连接器产业进入成熟期阶段, 下游厂商对于价格敏感度持续提高。下游应用方面, 电子产品如手机、笔记本电脑、医疗器材、汽车电子等持续朝高精密度与高频化发展, 有利于连接器平均单价与毛利率的提升; 至于台式电脑与网络通讯产品则因技术上已相当成熟, 此部分连接器将会面临更大的价格下滑压力与更低的进入障碍。

分地区来看, 拥有足够资金得以进行“全球运筹”及“技术研发”欧美大厂将取得优势, 持续以并购、技术、Total Solution 扩展全球市场及应用产品并取得市占率; 日系厂商则较擅长利用技术优势领跑竞争, 发展小尺寸、低高度、窄间距、多功能、长寿命、表面安装、复合化、嵌入式等连接器; 台湾连接器企业依靠制造整合的优势,

缩点开发时程及产品线，建立两岸三地新营运模式，积极往通讯及消费性等高成长或高毛利产品发展；。身处成熟期的产业竞争白热化亦让许多小厂失去竞争力，大者恒大大趋势已无可避免。

2.2. 大陆连接器产业春天来临

2.2.1. 来自全球的产能转移

中国大陆的连接产业过去 10 年 CAGR 达到 25.7%，而 20 年前这个产业在中国几乎不存在；由于受到金融危机的冲击，过去 5 年 CAGR 略微下降至 18.9%。但即便如此，这两个数字还是大大超过了欧洲、北美和日本的对应增长率；也就是说，在过去十余年中中国大陆依靠汇率优势和低成本的劳动力，引领吸收来自以上三地的产能转移。到 2009 年，中国大陆制造份额占全球的将近两成，按照这个趋势，在 2010 年中国就将超过北美，成为全球第二大连接器产地。

表 2 全球连接器市场份额

地区	2008 年份额占比	2009 年份额占比	过去 5 年 CAGR	过去 10 年 CAGR	过去 20 年 CAGR
欧洲	25.95%	23.31%	2.7%	2.1%	2.8%
北美	20.51%	19.59%	-4.9%	-4.2%	0.8%
中国大陆	16.59%	18.59%	18.9%	25.7%	N/A
日本	14.99%	14.27%	0.7%	0.3%	2.5%
亚太	10.88%	11.87%	7.1%	6.4%	6.9%
其他	6.72%	6.84%	8.2%	6.0%	6.1%
合计	100%	100%	3.9%	2.8%	4.1%

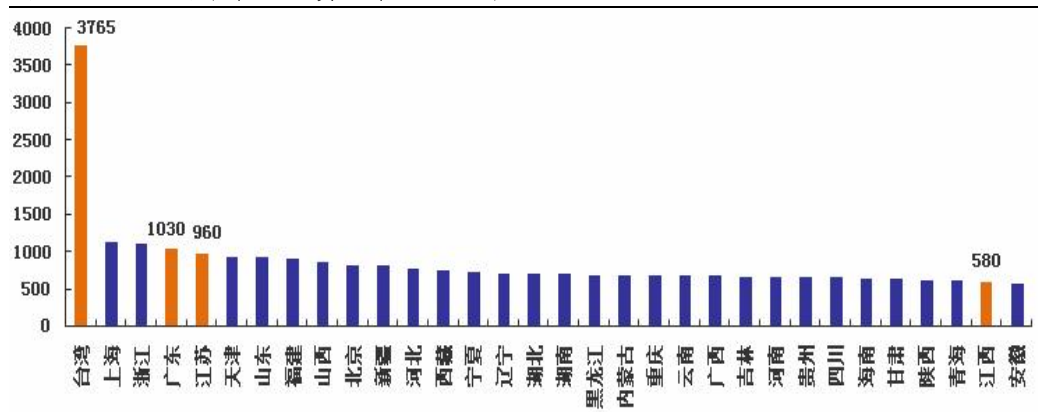
数据来源：Bishop&Associate 安信证券研究中心

2.2.2. 依旧明显的成本优势

翻阅台湾连接器厂商的年报，我们可以感受到他们对大陆连接器产业的复杂情感：既为自身进入大陆可以获得较低的人力成本，同时赢得竞争优势而喜悦；又为越来越多的大陆厂商凭借本土化进程中更低的人力成本和对当地环境的熟悉，闯入这一原本获利就不丰厚的行业而忧愁。

当前欧美日的国际大厂如 Tyco、Molex、FCI、JST 等纷纷进入国内抢滩设厂，一般集中在沿海地区，如广东东莞和江苏无锡；台厂受制于岛内的人力成本，以人民币计价最低工资为 3765 元，是广东和江苏的三倍左右。境外厂商一般将工厂设在大陆，其总部负责研发及管理，但部分台厂选择将电镀制程（包含线材电镀）放在大陆厂进行；这点和 TFT LCD 面板产业的 Open Cell 类似，同样是台厂由于两岸运输的便利而获得独特的竞争优势。

图 7 全国各省市最低工资标准（人民币，元）



数据来源：新华网 安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

3.1. 前瞻性选址江西为公司大规模扩产奠定基础

公司实际控制人香港立讯于 2005 年设立协讯电子，注册地址为江西省吉安县工业园。

设厂主要目的是扩大产能，满足快速增加的订单需要；而江西的综合生产成本较低，劳动力资源丰富；江西地处中部，服务范围可以涵盖长三角、珠三角和环渤海三大区域。上市公司目前持有协讯电子 75% 股权，另外 25% 股权持有者为香港 FOXLINK。

我们在图 7 中可以看到，江西截止目前法定最低工资标准为 580 元/月，名列全国倒数第二，几乎只有广东、江苏等发达地区的一半。而根据披露信息，协讯电子 2010 年上半年平均员工人数为 2711 人，超过了公司总部以及另一控股公司协创精密；另外，此次公司上市募投项目就在江西吉安实施，表现出管理层对于江西的偏爱和信心。

表 3 协讯电子占上市公司合并报表各项比例

项目	2010 中报	2009 年报	2008 年报	2007 年报
营收占比	24.65%	29.12%	24.33%	29.69%
净利润占比	19.17%	42.25%	29.62%	30.31%
总资产占比	36.21%	37.47%	43.61%	31.92%
净资产占比	41.74%	45.03%	52.96%	29.68%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

过去三年协讯电子净利润占比一直高于营收占比，表现出对公司整体的突出贡献；而今年上半年由于大量期间费用的支出，净利润大幅下滑。协讯电子的主要产品为连接器，其中电脑连接器约占收入的 70%；由于江西的综合低成本，以及公司向上垂直整合的努力，该部分电脑连接器的毛利率稳步提高，未来能为公司带来丰厚的利润。

3.2. 富士康精神深深植入公司

据我们在推介会和调研中与公司管理层沟通了解，公司管理团队曾在富士康工作十数年，从底层员工升至高级经理，富士康对于成本严格控制的精神已经深深植入了这批人；随着他们创立公司，“控制成本”这一法则又被复制到了公司身上。此外由于公司规模比富士康小很多，更具灵活性的管理使他们面对富士康式的成本死局时更加游刃有余。另外非常重要的一点就是，公司是大陆企业，富士康是台湾企业，公司可以免去如富士康般将大量台湾企业管理人员迁往大陆的任务，而这些台干往往对于生活和报酬的要求要高于大陆本土人员。

所以我们可以看到，公司在面对富士康等国际连接器巨头时，如何发挥自身的灵动优势，专注于自身优势领域，取得比富士康更高的毛利率，进一步发展壮大。

3.3. 品牌确立和大客户销售

公司从 2007 年开始出口业务，先后开发了富士康、伟创力、正崧精密、博硕科技、台湾光宝等国际知名客户，外销收入大幅上升，逐步成为公司主要的收入来源。公司通过与富士康、伟创力等国际知名 EMS 厂的紧密合作，向终端应用的国际大厂供货；同时公司基于研发能力提升基础上与 3C 产品品牌厂商的直接合作，以这两种方式开拓新客户，并于客户一起成长。

表 4 公司历年新客户开发与大客户销售情况

年份	市场开拓及客户成长			大客户销售		
	新开发客户	对应最终客户	产品种类	最大客户	占营收比重	前五大客户占营收比重
2010 年上半年	王氏电子	大北欧	通讯	富士康	16.81%	72.16%
	加贺、东信、船井	东芝、夏普、索尼	消费电子	正崧精密	16.72%	
2009 年	富士康	摩托罗拉、西门子、亚马逊	通讯、消费电子	富士康	45.38%	79.56%
	正崧精密	诺基亚	手机	联想集团	12.85%	
	德尔福	福特汽车	汽车	正崧精密	11.99%	
	神舟电脑、精英科技	神舟电脑、DELL	PC	伟创力集团	5.04%	
2008 年	富士康	ACER、DELL	PC	富士康	56.46%	85.05%
	微星	NEC	PC	香港立讯	12.99%	
2007 年	富士康	ASUS	PC	富士康	47.73%	87.11%
	光宝	HP	PC	联想集团	18.79%	

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司目前的直接客户主要是联想集团、台湾鸿海、正崧精密、伟创力、德尔福等，这些行业领先的企业与国际知名终端厂商保持长期合作关系，出于质量和供货考虑，他们一般不会轻易更换供应商。公司能逐年开发新客户得益于公司的技术和服 务。与大客户合作的结果是大客户销售占营收比重较高，最近三年公司前五大客户销售占营收比重分别为 87.11%、85.05%和 79.56%，也是于 3C 产品的高品牌集中度和以少数 EMS 厂商为核心集中生产的市场模式决定的。

3.4. 研发实力确保后劲充足

在电子领域如果企业没有核心技术，只是简单的进行加工制造的话，即使短期能获得一定收益，随着技术的进步，会逐渐落后直到被淘汰出产业。而一旦企业掌握了某个细分领域的先进技术，并能及时商用化，引领市场接受新技术、新产品，那么在这项技术刚上市的那段时间，由于电子业的定价规则，企业能获得难以想象的超额收益；反之如果只是一个跟随者，那么利润就会被削弱不少。

USB 3.0 市场明年或后年即将大规模启动

目前移动硬盘接口主流仍然为 USB2.0，但随着外置存储设备尤其是移动硬盘、固态硬盘的发展以及网络资源的增多，我们共享数据的容量越来越大，十年前诞生的 USB2.0 接口速度面对大容量的数据明显已经力不从心。除 USB2.0 外，还有 FireWire 400、FireWire 800 接口，但是他们受到多方面原因没有得到普及。该技术是由英特尔，以及惠普、NEC、NXP 半导体以及德州仪器等公司共同开发的，应用领域包括个人计算机、消费及移动类产品的快速同步即时传输。

表 5 历代 USB 标准传输速度对照

类型	理论速度	实际速度	传输时间—以 2G 为例	BUS POWER
USB 1.0	1.5MB/S	约 0.1MB/S	6 小时	N/A
USB 1.1	12MB/S	约 0.8MB/S	40 分钟	500mA
USB 2.0	480MB/S	约 40MB/S	1 分钟	500mA
USB 3.0	5GB/S	约 300MB/S	7 秒	900mA

数据来源：IT 技术点评 安信证券研究中心

USB3.0 连接器属于板端精密连接器产品，对加工工艺有非常高的要求，因为在传输速度提高后，必须考虑高频高速传输特性，比如 Insert Loss 和 Return Loss。以上两点给拥有专利和高工艺的企业提供了技术壁垒。公司早在 2008 年，几乎与 Intel 芯片开发同步进行 USB3.0 产品的研发；原本在今年推向市场的 USB3.0 由于缺乏 Intel 芯片中的接口支持，产业的爆发将延续到明年；而目前公司已经做好出货准备，预计 2011 年初进入量产阶段；由于具有成熟的渠道和客户，我们相信公司将在 USB3.0 收益良多。

图 8 USB3.0 接口及连接线



数据来源：ZOL 在线 安信证券研究中心

4. 募投项目襄助立讯构建核心竞争力

4.1. 连接器企业三大核心竞争力：开模、垂直整合、自动化

我们从台湾产业资深人士处了解到，成功的连接器企业一般拥有三大核心竞争力——开模能力、垂直整合、自动化生产。其中开模指连接器端子模具的开发，为下一步的冲压制程做准备，而开模能力必须综合考量模具数量、稳定性及其寿命，需要使用电镀机、快走丝线割机、雕铣机床等多个设备，最能体现企业的技术与资金实力；垂直整合指连接器制造的三个核心制程，即冲压、射出、电镀全部整合进企业，完全把握住增值环节；由于连接器向着小尺寸、高精度的方向发展，新一代产品继续使用手工制作的成本和良率逐渐不能满足要求，此外，部分高精密产品的生产甚至需要在防尘环境下进行，综上，为了减少生产环节人为因素的影响，自动化生产已经是产业发展的必然趋势。

4.2. 募投项目补足公司原有软肋

从以上三个角度来看 IPO 前的公司，很难说完全令人满意；不过公司有自己独特的一面，由于公司主要做 Cable 组装，成本结构和普通连接器有区别。Cable 的主要成本在于线材和人工，公司的线材可以通过拆线的来，而工厂设在江西使得人工成本非常低；在这个基础上冲压等进行外购即使稍贵也能保证利润。

虽然公司由于自身的独特性，在核心竞争力还有进一步提升空间时已获得不错的利润，但是公司借助此次 IPO 将加强核心竞争力的建设，改善此前委托外部厂商开模、接插件和线缆大部分外购等状况。

表 6 核心竞争力现状及 IPO 改善情况

核心竞争力	现状	IPO 前解决方案	借 IPO 改善情况
开模	具备开模能力，但委托加工	自主设计、委外加工	购置设备，自行开模
垂直整合	接插件、线缆采购分别占原材料采购成本的 30%和 20%	外购	自行生产，满足 50%接插件、80%线缆需求
自动化	具备自动插针等技术，但与外厂仍有差距	自主研发，对外学习	技术中心扩建，搭建自动化设备开发平台

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

我们认为向上垂直整合可以使公司毛利率向上提升 3-5% (我们认为公司在推介时对投资人表示其垂直整合将使毛利率提升 2%是公司保守稳健的说法)，因为垂直整合是全产业的发展趋势，率先完成的企业将引领行业发展。公司未来将往制程自动化提高的发展路径方向走，台湾厂商多通过自动化或垂直整合来提升毛利，表 7 整理了台湾业绩较佳的连接器厂，其净利超过 25%者为数不少。

表 7 公司利润率与台厂比较表

代码	名称	产品	营业收入		毛利率 (%)		净利率 (%)	
			2009 全年	2010. H1	2009 全年	2010. H1	2009 全年	2010 .H1
6134 TT	万旭	LCD 连接器	3.0	1.1	23.0	30.4	33.4	29.7
3202 TT	桦晟	LCD 连接器	1.9	0.8	12.0	11.6	14.5	9.8
3526 TT	凡甲	I/O 连接器	3.4	1.9	38.5	39.2	27.2	26.1
3605 TT	宏致	BTB, WTB, FPC 板上连接器	4.6	2.9	20.1	23.4	38.2	26.7
6158 TT	禾昌	FPC 连接器	8.1	5.2	20.6	19.8	19.3	12.4
8103 TT	瀚荃	面板 INVERTER 连接器	7.8	6.4	25.1	26.6	19.9	25.1
002475	立讯	I/O 连接器, USB2.0/3.0	5.8	3.9	21.6	21.8	12.7	14.3

数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

4.3. 连接器扩产应对旺盛需求

由于公司采用订单生产模式，生产计划的安排主要基于客户订单需求，因此，公司

产品的产销率一直接近 100%。之前由于资金压力，公司扩张脚步一直不快，此次借助 IPO 带来的资金优势，加上以前的管理、技术、人才储备，将迅速放大产能，以满足下游旺盛的需求。据预测，公司现有笔电连接器和汽车连接器客户在 2012 年的潜在需求量分为达到 36000 万套和 400 万套，而公司新增产能仅能满足 33%和 95%。由于笔电和汽车连接器相对台式电脑连接器技术更高，制程更难，公司可以从这两块业务中获得更高的利润。

表 8 IPO 扩产项目具体情况

项目	2009 年经营情况				2012 年募投项目达产预测		
	产能 (万套)	产量 (万套)	产能利用率	目标客户	潜在需求 (万套)	新增产能 (万套)	新增/潜在
连接器	21700	21000	96.77%		36400	12380	34.01%
其中:NB 连接器	1600	1500	93.75%	华硕、联想、索尼、惠普、宏基	36000	12000	33.33%
其中:汽车连接器	40	30	75%	福特、克莱斯勒、通用、神龙	400	380	95%

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

5. 首次覆盖，6 个月目标价 47.6 元

目前 A 股市场连接器公司有四家，我们选取他们作为可比公司。截止 10 月 11 日，可比公司 2010 年、2011 年平均市盈率为 66.5 倍和 36.3 倍。考虑到可比公司中航光电连接器主要应用于航天航空领域，中航光电连接器应用于军工领域，长盈精密连接器应用于通讯领域，这三个领域的连接器皆由于技术难度、资金投入等原因形成较高的进入壁垒，使得企业可以获得较高的毛利率；而得润电子连接器主要用于家电设备，该领域进入门槛比较低，毛利率也相应下滑。因此我们认为，公司当前的经营状况是良好的，而且公司管理层也意识到连接器必须要往高端领域发展，此次募投项目也是这个战略得以实现的重要一步，笔电和汽车连接器业务国内有实力的竞争者并不多。我们相信公司在今后的发展将非常有想象空间，公司未来业绩增长前景明确，而估值则处于被市场低估的状态。给予公司 2011 年 40 倍估值，6 个月目标价 47.6 元，

表 9 A 股可比公司估值情况表

代码	简称	收盘价	2010PE	2011PE	PS	PB	毛利率 (%)	净利率 (%)
002055.SZ	得润电子	16.00	88.39	44.05	3.43	8.51	14.72	2.56
002179.SZ	中航光电	17.20	58.16	37.36	5.46	6.13	35.61	9.35
002025.SZ	航天电器	14.26	45.63	31.23	7.10	3.86	44.82	18.07
300115.SZ	长盈精密	47.97	76.07	33.46	16.93	3.53	37.28	20.64
	平均		67.06	36.52	8.23	5.51	33.11	12.66
002475.SZ	立讯精密	34.95	47.88	29.37	10.39	3.86	21.80	14.33

数据来源: WIND 安信证券研究中心

注: 股价选取 10 月 12 日收盘价

6. 主要风险

电脑和汽车连接器需求低于预期: 公司原有业务中台式电脑连接器占比较多，新建项目为笔电和汽车连接器扩产八至九倍，一旦下游需求由于经济环境恶化或相关产业政策改变，导致跟不上公司扩张步伐，将对公司销售产生不利影响。

进入门槛不高，新竞争者蜂拥而入: 近年国际大厂向大陆转移产能，专业人才涌入大陆，小型连接器企业所需资产并不多，据估算 1 亿人民币的投入就能取得一定规模。如果大量新竞争者加入，将向下拉动行业平均利润率，对公司盈利造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总					单位	百万元	模型更新时间	2010-10-12			
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	630.3	584.7	872.4	1,306.8	1,953.7	成长性					
减: 营业成本	510.3	458.4	678.7	1,003.6	1,490.7	营业收入增长率	79.5%	-7.2%	49.2%	49.8%	49.5%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	营业利润增长率	106.9%	25.2%	57.8%	64.7%	53.6%
销售费用	8.5	6.7	9.6	10.5	13.7	净利润增长率	83.3%	25.9%	71.3%	63.1%	43.5%
管理费用	39.9	29.4	42.7	61.4	91.8	EBITDA 增长率	86.0%	24.8%	43.1%	64.7%	55.3%
财务费用	-1.5	0.2	0.7	0.7	0.7	EBIT 增长率	96.3%	28.2%	58.3%	64.4%	53.5%
资产减值损失	1.5	0.6	-0.6	-	-	NOPLAT 增长率	82.2%	29.8%	50.6%	62.8%	43.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.6%	18.9%	58.2%	58.6%	55.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	2.0	0.5	净资产增长率	23.0%	48.5%	357.4%	9.5%	12.4%
营业利润	71.4	89.4	141.1	232.4	357.0	利润率					
加: 营业外净收支	-1.0	5.7	-	3.0	1.0	毛利率	19.0%	21.6%	22.2%	23.2%	23.7%
利润总额	70.4	95.1	141.1	235.4	358.0	营业利润率	11.3%	15.3%	16.2%	17.8%	18.3%
减: 所得税	3.6	10.5	14.1	28.2	60.9	净利润率	9.3%	12.7%	14.6%	15.9%	15.2%
净利润	58.9	74.1	127.0	207.2	297.2	EBITDA/营业收入	13.2%	17.7%	17.0%	18.7%	19.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.1%	15.3%	16.3%	17.8%	18.3%
货币资金	29.8	88.1	1,361.9	1,291.2	1,175.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	65	76	44	34	36
应收帐款	161.1	261.8	342.3	494.8	713.0	流动营业资本周转天数	52	83	102	113	109
应收票据	13.6	1.7	4.8	7.2	10.7	流动资产周转天数	138	207	454	509	367
预付帐款	1.4	2.3	3.7	5.7	8.7	应收帐款周转天数	85	122	118	113	109
存货	54.2	57.1	74.4	110.0	163.4	存货周转天数	31	34	27	25	25
其他流动资产	0.0	-0.0	0.1	0.2	0.4	总资产周转天数	214	290	507	561	430
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	126	166	156	165	172
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.0%	22.2%	7.3%	10.8%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.7%	15.6%	6.6%	9.6%	11.8%
固定资产	136.2	111.2	102.0	145.0	240.9	ROIC	33.4%	34.5%	43.7%	45.0%	40.6%
在建工程	-	-	0.6	78.4	173.0	费用率					
无形资产	2.5	19.3	18.9	17.8	16.7	销售费用率	1.3%	1.1%	1.1%	0.8%	0.7%
其他非流动资产	1.4	1.2	5.6	6.0	6.2	管理费用率	6.3%	5.0%	4.9%	4.7%	4.7%
资产总额	400.2	542.7	1,914.1	2,156.2	2,508.3	财务费用率	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
短期债务	20.0	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	7.4%	6.2%	6.1%	5.6%	5.4%
应付帐款	116.4	147.5	158.1	233.7	347.1	偿债能力					
应付票据	-	-	1.9	2.7	4.1	资产负债率	35.8%	29.7%	8.9%	11.4%	14.4%
其他流动负债	7.0	13.9	14.7	15.2	15.5	负债权益比	55.9%	42.3%	9.7%	12.9%	16.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.81	2.55	10.53	7.76	5.75
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.44	2.19	10.09	7.31	5.29
负债总额	143.4	161.4	169.8	246.1	360.4	利息保障倍数	-46.24	519.90	189.12	310.87	477.05
少数股东权益	45.6	56.1	56.1	56.1	56.1	分红指标					
股本	126.0	130.0	173.8	173.8	173.8	DPS(元)	-	-	0.15	0.24	0.34
留存收益	85.2	195.3	1,514.5	1,680.2	1,918.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	256.8	381.4	1,744.4	1,910.1	2,147.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	1.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	66.8	84.6	127.0	207.2	297.2	EPS(元)	0.34	0.43	0.73	1.19	1.71
加: 折旧和摊销	14.2	15.2	6.4	11.1	21.5	BVPS(元)	1.48	2.19	10.04	10.99	12.36
资产减值准备	1.5	0.6	-0.6	-	-	PE(X)	106.1	84.3	49.2	30.2	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	24.3	16.4	3.6	3.3	2.9
财务费用	-	0.2	0.0	0.7	0.7	P/FCF	216.8	820.2	-188.5	-97.6	-57.8
投资收益	-	-	-	-2.0	-0.5	P/S	9.9	10.7	7.2	4.8	3.2
少数股东损益	7.9	10.5	-	-	-	EV/EBITDA	54.9	44.8	33.9	21.0	14.0
营运资金的变动	-49.1	-39.1	-87.1	-115.4	-162.9	CAGR(%)	45.8%	52.0%	45.4%	43.6%	43.6%
经营活动产生现金流量	34.8	59.2	46.5	101.6	156.0	PEG	2.3	1.6	1.1	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-53.4	-20.7	-3.0	-129.1	-210.6	ROIC/WACC	3.3	3.5	4.4	4.5	4.1
融资活动产生现金流量	37.4	20.0	1,245.3	-42.2	-60.2	REP	5.6	4.6	2.5	1.6	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034