

立讯精密 (002475.SZ)

公司未来成长动力十足，价值已被低估

核心观点:

- 公司未来几年在各领域均有很好的成长机会

公司在传统 PC/NB 等领域将保持平稳。而手机、通信以及汽车等领域已经开始呈现强劲增长势头。其在苹果体系中战略合作供应商的位置进一步加强，明年 iwatch 无线充电以及 lightning 等产品的升级换代将进一步推升公司的盈利能力。

- TYPEC 连接器能成为公司未来 3-5 年的成长引擎

TYPE-C 的发展趋势比较明确，在明年会有一些高端机型上试水使用，而 16 年的下半年才会真正放量，到 17 年进入普及。

尽管初期会有些低端方案，但 typeC+USB3.0 或者更高规格的类型 C 渗透趋势是确定的，这样随着时间的推移，厂家之间的差距就会体现出来了。就是越往后面发展，越对立讯越有利。

苹果如果导入 typeC 的方案，对立讯精密将构成直接利好。

- 14-16 年业绩预测分别为 0.81 元/股、1.26 元/股、1.82 元/股

我们认为公司的发展趋势继续向上，同时继续存在着在未来几年内保持高成长的预期。对此我们对公司 2015 年和 16 年的 eps 预测为 1.26 和 1.82，考虑其未来高成长弹性以及行业发展空间大等因素，目前的股价具有相当吸引力。我们继续给予“买入”评级。

- 风险提示

新厂建设低于预期；苹果新品导入进展低于预期；行业竞争可能加剧等。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,147.20	4,591.66	7,523.00	11,455.00	18,678.00
增长率(%)	23.15%	45.90%	63.84%	52.27%	63.06%
EBITDA(百万元)	468.34	621.35	1,157.57	1,781.20	2,570.20
净利润(百万元)	263.09	339.78	675.79	1,044.69	1,512.12
增长率(%)	2.30%	29.15%	98.89%	54.59%	44.74%
EPS(元/股)	0.721	0.621	0.812	1.256	1.818
市盈率(P/E)	38.40	53.85	39.15	25.32	17.50
市净率(P/B)	4.92	7.89	5.05	4.21	3.39
EV/EBITDA	21.54	30.48	21.09	13.60	9.18

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	31.80 元
合理价值	50.80 元
前次评级	买入
报告日期	2014-11-06

相对市场表现



分析师：彭琦 S0260512070001

021-60750615

pengqi@gf.com.cn

分析师：许兴军 S0260514050002

021-60750532

xxj3@gf.com.cn

相关研究:

- 立讯精密 (002475.SZ)：苹果新品带动毛利提升，业绩持续向好 2014-10-21
- 立讯精密深度报告：YPE-C 启动，数百亿市场的最大受益者 2014-08-13
- 立讯精密 (002475.sz)：切入连接器产品，业务转型夯实公司未来增长基础 2012-10-25

近期，我们立讯精密进行了判断研究，并综合行业情况，将几个市场关注的问题做分析如下

关于公司明后几年的成长的动力问题

公司2014年的业绩成长，主要来自几个方面1)苹果在lightning线上的盈利进入正常，包括macbook电源线的放量等 2)大客户（华硕/和硕、联想、华为、HP、DELL、SONY等)的一些产品线的延伸，包括消费电子上新增的usb3.0的替换需求以及通信连接器产品的导入 3)公司管理能力的提升带动的毛利的提升

对于15-16年的成长动力来自几个方面

第一个方面，传统PC/NB市场仍有发展的机会:这个要看几个角度，第一个角度，目前从大的趋势来看，PC行业的趋势将会进一步集中，联想这几年的成长都很快。而联想、华硕的变强对于立讯来讲是一个好事，因为立讯在联想和华硕的体系中已经能够提供方位的产品。第二个角度，笔记本轻薄化和功能的多样化对一些连接器的工艺提出了新的要求，会进一步带动单机连接器需求的增长。14年公司在USB3.0出货上均有很好的表现，甚至软板上也有不错的表现。所以对这一块，我们不能预期有高速的增长，但是成长还是在持续，不会掉链子。

第二个方面、手机市场的成长:我们认为该部分将是一个具有很好发展机遇的领域。撇开苹果不说，目前联想并购了MOTO后，联想手机的出货量能进一步提高，对于公司切入到众多的手机产品中，将具有积极的因素。另外，type-c、FPC、耳机等产品将预期逐步会切入到包括联想、华为、三星、oppo等客户，这些对于立讯而言都是新的市场机会。

第三个方面：苹果:公司同苹果的合作日益深化。比如在iwatch产品上，公司将不局限于供应无线充电模块等，单机出货价值有可能达到100元甚至更高。iwatch是苹果非常重视的项目，未来将在这个部分进一步投入巨大的资源，这对于公司将带来正面推动。同时，公司同苹果有众多的项目合作，这块市场很大，超过800亿，关键看后面怎么做。而lightning线目前出货已经进入正轨，毛利水平稳定，但在苹果没有推动新型的typec数据线出来前，公司不会倾向于增加在该部分的出货量。但由于公司lightning线在今年的盈利是自3季度才比较明显，所以明年考虑年化因素，这块的增长也会较可观。

第四个方面、通讯连接器: 在通讯连接器市场上，华为对公司成长的帮助是很大的，目前已经同公司在服务器、高频数据传输等产品上已经开始全面合作。而联想在并购了IBM服务器部门后，将对公司在通讯连接器市场上进一步打开局面提供了良好便利，公司将有机会在10G-20G等通信产品领域对FCL、TYCO、Amphenol等公司形成正面冲击，这是一个很大的市场，且利润水平较高。

第五个方面、汽车连接器：公司目前在汽车的生意主要集中在福建源电装以及昆山立讯。目前公司在汽车连接器的发展有超预期，公司已经同全球主要的汽车公司均展开了合作。福建源电装虽然没有起到贡献盈利的左右，但是帮助公司积累了很好地经验，目前有一些订单可以往昆山转移来做。而昆山立讯从亏损开始转入盈利，预计明年实现几千万的利润。同时，昆山立讯目前建立了先进的开模生产线，并不断提高自动化工艺水平，我们认为昆山立讯将在16年开始逐步成为立讯新的盈利引擎。

我们预测2015年公司销售收入在110亿左右水平，如果考虑一些特定的增长因素出现，有望看到120-130亿水平。由于产品结构升级，公司利润水平有望进一步的提高。

关于 TPYE-C 的一些看法

TPYE-C的发展趋势比较明确，在明年会有一些高端机型上试水使用，而16年的下半年才会真正放量，到17年进入普及。

目前国内的部分手机厂基于成本考虑，在type-c上可能采用低阶的type-c +usb 2.0方案，这样很多连接器厂就可以做(包括得润、泓淋等)，但该方案只是个阉割版的typeC，根本不能发挥typeC的功能，是个过渡产品。但是如果是到type-c+usb3.0或者更高规格，那就很少有企业能够做了。考虑TypeC的特性，其未来将成为“万能连接器”，一个TYPEC将整合包括音频、视频、大电流和高速数据传输，这个不是简单的usb2.0就能搞定的。所以，typeC+USB3.0或者更高规格的typeC渗透趋势是确定的，这样随着时间的推移，厂家之间的差距就会体现出来了。直白点说，就是越往后面发展，越对立讯越有利。

我判断，2015年苹果在iphone上推动type-C+usb3.0版的概率是50%，在macbook上推动type-c+usb3.0版甚至fully function的概率有70%。到2016年，苹果铁定将全面用typeC usb 3.0+的规格替代现有的lightning，立讯精密预计将大幅受益。而苹果什么时候替换lightning而切换到typeC，将对typeC的后即渗透进程的影响非常大。

关于公司其他业务发展近况

1) 珠海双赢：FPC新厂的建设继续加快，而订单已经看到。双赢在今年的盈利已经超预期，预计全年双赢贡献的利润有望达到3500万-4000万。到明年2季度新厂的ramp-up进展顺利，将大幅提高公司在这部分的盈利能力。FPC有千亿的市场，其市场空间大，该部分业务的发展值得期待。

2) 丰岛和可穿戴：丰岛的优势在于外观件，承担了iwatch的重要生产任务，同时可穿戴的产品也在出货。对于可穿戴，公司并不作为一个最重要的发展方向，而是根据市场的情况而定。如果可穿戴市场能够蓬勃发展，公司在该部分的技术和产能储备能

够迅速跟进。

3) 关于声学器件: 公司在声学器件上的发展, 主要是为未来能够提供一体化解决方案考量, 同时在产品和客户上并不形成同歌尔的直接竞争关系。随着智能手机研发周期越来越短, 成本压力越来越大, 企业提供模块化产品的商业模式是大势所趋。而公司在声学器件业务上的发展, 也是为了能在技术上符合目前行业的发展趋势。

估值分析

我们认为公司的发展趋势继续向上, 同时继续存在着在未来几年内保持高成长的预期。对此我们对公司2015年和16年的eps预测为1.26和1.82, 考虑其未来高成长弹性以及行业发展空间大等因素, 目前的股价具有相当吸引力。我们继续给予“买入”评级。

风险提示

新厂建设低于预期; 苹果新品导入进展低于预期; 行业竞争可能加剧等。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2162	3411	6589	8607	12414
货币资金	452	737	3421	3634	4272
应收及预付	1294	1935	2310	3674	6000
存货	414	678	832	1273	2116
其他流动资产	3	60	26	26	26
非流动资产	1900	2754	3291	3824	4293
长期股权投资	0	33	33	33	33
固定资产	911	1433	1778	2079	2327
在建工程	185	322	441	566	688
无形资产	796	949	1039	1146	1244
其他长期资产	8	16	0	0	0
资产总计	4063	6165	9881	12431	16707
流动负债	1501	2728	3322	4470	6720
短期借款	439	1091	1112	1130	1152
应付及预收	1054	1612	2210	3339	5568
其他流动负债	8	25	1	1	1
非流动负债	16	300	271	271	271
长期借款	0	271	271	271	271
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	29	0	0	0
负债合计	1517	3028	3593	4741	6991
股本	365	547	832	832	832
资本公积	1051	843	2809	2809	2809
留存收益	638	925	1601	2646	4158
归属母公司股东权	2052	2318	5242	6286	7799
少数股东权益	494	820	1045	1403	1917
负债和股东权益	4063	6165	9881	12431	16707

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	418	294	1088	870	1283
净利润	338	462	902	1403	2026
折旧摊销	75	126	174	224	277
营运资金变动	-5	-282	94	-676	-941
其它	10	-13	-82	-81	-78
投资活动现金流	-511	-764	-654	-676	-667
资本支出	-430	-666	-687	-713	-703
投资变动	-82	-98	33	37	36
其他	1	0	0	0	0
筹资活动现金流	-156	734	2250	18	22
银行借款	1547	2486	21	18	22
债券融资	-1586	-1703	-19	0	0
股权融资	8	19	2250	0	0
其他	-125	-68	-2	0	0
现金净增加额	-249	264	2684	212	638
期初现金余额	763	452	737	3421	3634
期末现金余额	514	716	3421	3634	4272

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	23.2	45.9	63.8	52.3	63.1
营业利润增长	-5.8	25.8	109.0	57.1	45.8
归属母公司净利润增长	2.3	29.1	98.9	54.6	44.7
获利能力(%)					
毛利率	21.2	20.6	23.4	24.0	22.1
净利率	10.7	10.1	12.0	12.2	10.8
ROE	12.8	14.7	12.9	16.6	19.4
ROIC	13.0	11.2	19.9	24.5	28.6
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	49.1	36.4	38.1	41.8
净负债比率	-	0.2	-0.3	-0.3	-0.3
流动比率	1.44	1.25	1.98	1.93	1.85
速动比率	1.12	0.96	1.68	1.58	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.90	0.94	1.03	1.28
应收账款周转率	2.90	3.21	3.84	3.65	3.65
存货周转率	7.50	6.68	6.93	6.84	6.87
每股指标(元)					
每股收益	0.72	0.62	0.81	1.26	1.82
每股经营现金流	1.15	0.54	1.31	1.05	1.54
每股净资产	5.62	4.23	6.30	7.56	9.37
估值比率					
P/E	38.4	53.8	39.1	25.3	17.5
P/B	4.9	7.9	5.0	4.2	3.4
EV/EBITDA	21.5	30.5	21.1	13.6	9.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3147	4592	7523	11455	18678
营业成本	2480	3647	5766	8709	14542
营业税金及附加	23	26	47	70	115
销售费用	55	81	132	201	327
管理费用	197	343	594	919	1401
财务费用	10	63	-7	-15	-17
资产减值损失	1	12	0	0	0
公允价值变动收益	3	23	0	0	0
投资净收益	5	46	33	37	36
营业利润	390	490	1024	1609	2346
营业外收入	14	57	42	47	46
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	402	543	1064	1653	2388
所得税	64	81	162	250	363
净利润	338	462	902	1403	2026
少数股东损益	75	122	226	358	514
归属母公司净利润	263	340	676	1045	1512
EBITDA	468	621	1158	1781	2570
EPS(元)	0.72	0.62	0.81	1.26	1.82

广发证券电子元器件和半导体研究小组

- 彭琦：资深分析师，同济大学技术经济和管理硕士，8年电子和半导体行业从业经验，曾就职于英特尔，泰科电子等公司。2010年进入长江证券从事电子行业证券研究，2011年11月加入广发证券发展研究中心。
- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：研究助理，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。