

强烈推荐-A (维持)

立讯精密 002475.SZ

目标估值: 60.00 元

当前股价: 44.89 元

2011年8月3日

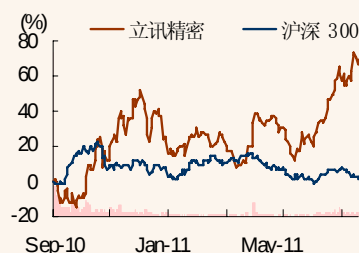
收购切入华为供应链，华南布局进一步深化

基础数据

上证综指	2679
总股本(万股)	26070
已上市流通股(万股)	6570
总市值(亿元)	117
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	44.7%
主要股东	立讯有限公司
主要股东持股比例	66.7%

股价表现

%	1m	%	1m
绝对表现	24	绝对表	24
相对表现	28	相对表	28



相关报告

- 1、《电子行业 2011 年中期投资策略：静待旺季拐点，把握结构性机会》2011/6/10
- 2、《立讯精密 2011 年中报点评 - 业绩大幅超预期，高成长启程》2011/7/14

张良勇

0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

事项: 立讯公告了 6~8 千万收购深圳科尔通实业 75% 股权和 1.25 亿收购东莞展翔约 8 万平米土地厂房的决议，我们认为这是立讯大战略中华南布局的进一步深化。公司具有成为百亿收入企业的潜质，未来高成长可期，重申“强烈推荐”。

□ **收购切入华为供应链，通信业务启航。** 深圳科尔通主要服务于华为、爱默生网络能源等客户，主营产品为通信连接器及线缆。立讯收购 PE 约 10 倍，由于立讯此前已在通讯线缆有丰富技术积累，在当前华为逐渐精简上游供应商的形势下，我们判断其深层目的是通过收购快速切入华为供应链，未来可供应自己的更高附加值的 HISPEED CABLE 线。当前华为、中兴的高端通讯线均向国外连接器大厂采购，价格昂贵，也有意扶持一些本土优秀连接器厂商。如果说近两年立讯的高成长来自平板电脑和智能手机连接器，那么高频通讯是立讯布局未来成长的重要领域。

□ **华南产业基地布局加速。** 东莞土地厂房收购同样是公司布局未来的重要一步棋，由于当前华南本部和协创现有厂房均为租用，不利于公司长远发展，而通过收购可快速获得大面积便宜土地和现成厂房，并可以集中和吸收华南地区的制造产能，加强供应链的管理和整合，便于集中管理和进一步业务布局。公司全国业务布局雏形出现，即华东地区布局移动计算和汽车电子，江西地区布局消费电子，华南地区布局台式机和通讯，临近客户且规模效应显现。

□ **未来高成长可期。** 我们认为，未来超预期因素包括：1) 苹果新品发布带来 IPAD 销量环比大幅增长，使公司业绩超预期；2) 新业务拓展，有望切入智能手机产业链；3) 进一步全国范围的产能布局和资本运作。展望未来，公司在汽车和高频通信领域的进一步布局有望带来下一波成长。我们认为公司具有成为百亿收入企业的潜质，正逐步走向客户品质和业务结构提升的高成长之路。

□ **维持“强烈推荐”。** 暂不考虑新并购利润增厚，我们维持 11 年 EPS 1.2 元（备考 1.35 元），12 年 EPS 保底 2 元，如考虑未来超预期因素，可上看至 2.5 元，当前股价为 44.89 元，对应 11/12 年 PE 为 37 (33) /22 (18) 倍。随着公司战略布局的逐渐清晰，高成长可期，重申“强烈推荐”评级，维持目标价 60 元。

□ **风险提示:** 新业务拓展风险，人力、原材料成本上升，并购整合风险。

主要财务数据

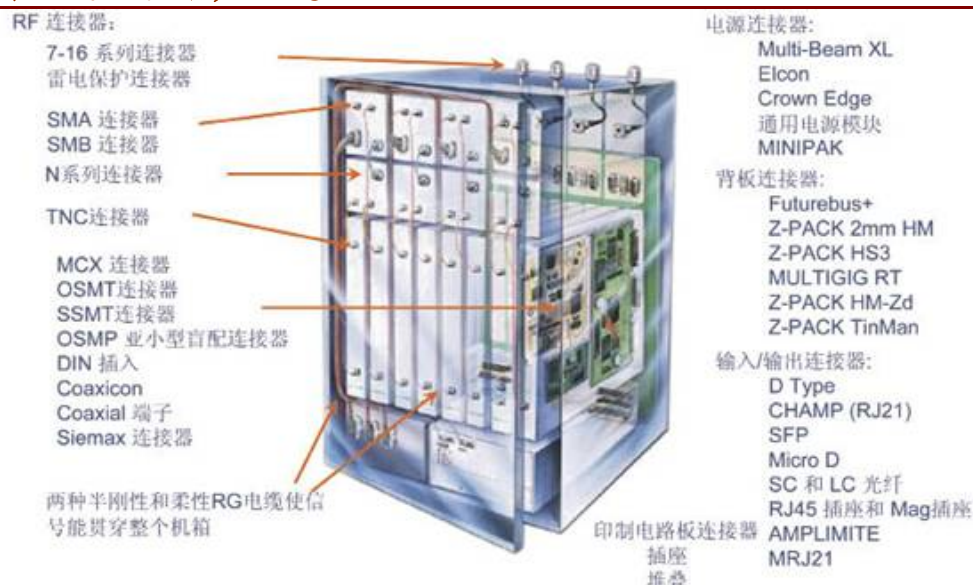
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	585	1011	2889	4631	6971
同比增长		73%	186%	60%	51%
营业利润(百万元)	89	144	514	860	1312
同比增长		62%	257%	67%	53%
净利润(百万元)	74	116	313	522	808
同比增长		57%	170%	67%	55%
每股收益(元)	0.28	0.44	1.20	2.00	3.10
ROE	23%	7%	17%	24%	31%

资料来源：招商证券

附一：通讯连接器相关

通信连接器作为一种物理层器件，在一定程度上影响传输系统的可靠性和各项性能；同时，连接器连接技术的改进，简化了终端连接和维护服务，降低了对硬线连接的需求，使设计和生产过程更方便、更灵活，降低了生产和维护成本。

图 1：通讯连接器产品示意



资料来源：网络整理，招商证券研发中心

图 2：立讯现有通讯类产品



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

附二：科尔通公司背景介绍

成立于一九九五年的科尔通实业有限公司，是一家为客户提供连接方案的专业化企业。经过多年市场洗礼和高速发展，科尔通在线缆与连接器行业已开拓出广阔的天地并成为佼佼者。强大的开发优势、优良的品质管理和完善的客户服务是公司领先同行的根本原因，并使之成为国内外著名厂商的优选协作伙伴，公司客户涵盖各个行业，其中有艾默生、华为、迈瑞和博世等中外知名企业。

科尔通开发、销售和生产的各类插头连接线，广泛应用于各类电脑电器、通讯设备、医疗仪器、汽车检测仪器和其它各种设备和机器。产品主要分为线束及成套电缆、通讯及网络线、消费类产品插头线、汽车检测插头线、医疗仪器插头线和连接器及模具等。

表 1：科尔通发展历程

发展历史

- 1995 年：公司成立
- 1996 年：取得华为电缆组件供应商资格
- 1997 年：自主研发汽车检测接头及检测线，填补国内空白
- 1999 年：成为华为电气(艾默生网络能源前身)OEM 供应商
- 2000 年：成功取得中国长城认证（即目前 CCC 认证）
- 2001 年：成功取得 ISO9001（2000）质量管理体系认证
- 2004 年：研发北美游艇电缆
- 2005 年：全面实施 ERP 管理系统、取得 UL 认证、
荣获 ENPC 优秀质量供应商荣誉、自主研发体腔医疗
- 2006 年：取得 VDE 认证、荣获 ENPC 综合优秀供应商称号
- 2007 年：取得电子线 HOOK UP WIRE 的 UL 认证、荣获 ENPC 交货优秀供应商荣誉
- 2008 年：取得 CABLE ASSEMBLING 的 UL 工厂认证、
再次荣获 ENPC 优秀质量供应商称号、成为 EMERSON 全球优选供应商
- 2009 年：荣获华为最佳交货支持奖（2009Q1）

资料来源：公司网站，招商证券研发中心

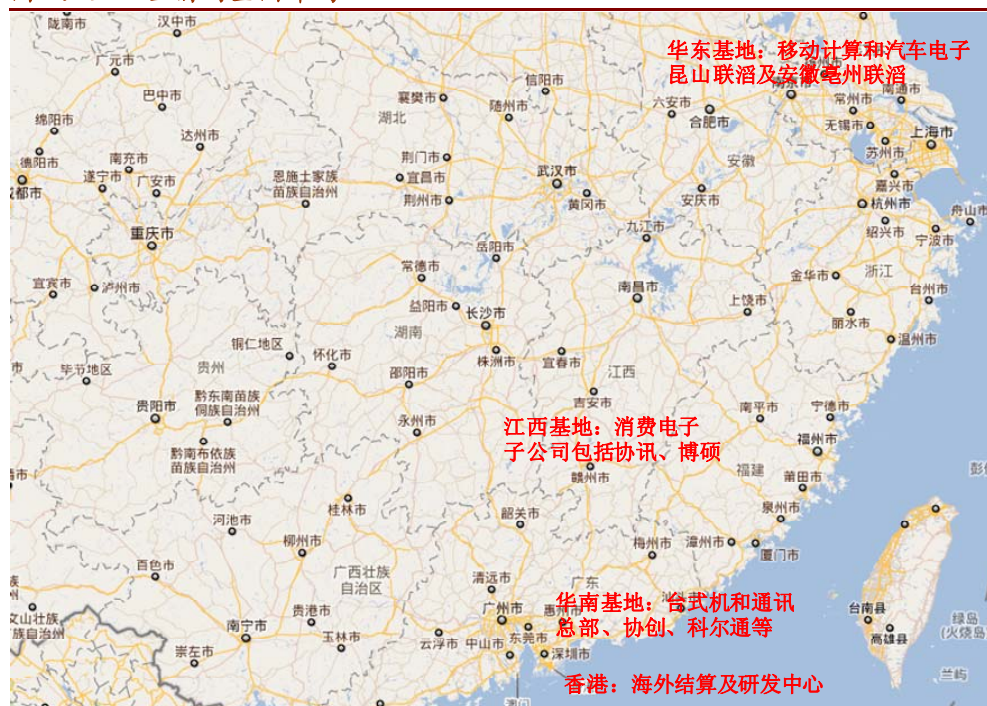
附三、立讯的战略布局

图 3：华南地区产能布局



资料来源：公开资料，招商证券研发中心

图 4：立讯当前的全国布局



资料来源：公开资料，招商证券研发中心

重申立讯精密的大投资逻辑。

立讯是一个具有行业整合能力和百亿收入潜力的公司。我们认为，立讯的核心能力在于其优秀的管理团队和成本品质管控能力，当前成长瓶颈在于全国性的产能布局和垂直制造能力，机遇则是手握大笔资金，公司已经收购了江西博硕和昆山联滔两家优质的连接器公司，随着未来公司逐步完成上游产业链整合及全国的产能布局，高速增长可期。

未来公司的成长动力为：**1）全面切入智能终端产业链。**凭借对联滔的收购，公司顺利切入平板电脑连接器产业链，业绩也有望因苹果 IPAD2 销量环比大幅提升而超预期，此外，我们认为公司未来也有望切入智能手机产业链，从而全面分享移动互联带来的智能终端升级大周期；**2）更专业的技术团队和更优质的客户。**公司海外研发中心的设立和产业链并购有望使公司的技术实力进入一流连接器厂之列，吸引更多优质的客户，而公司也将围绕大客户在全国积极进行产能布局，分享大客户成长；**3）汽车电子和高频通信带动下一波成长。**不可否认，这两个领域是中国连接器行业的蓝海，而立讯当前已经切入德尔福等大厂产业链，并在为 2012 年后的成长作积极储备，未来有望在国内汽车厂商和中兴、华为等对本土企业的扶持下上演进口替代大戏。

表 2：单季数据及预测

(万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3E	11Q4E
营业收入	19,034	19,778	23,676	38,566	33,783	64,753	90,655	99,720
营业毛利	3,545	4,917	4,059	6,445	5,620	14,586	21,304	23,434
营业费用	198	218	198	194	496	729	997	1,097
管理费用	853	839	924	1,145	1,434	2,072	2,901	3,191
财务费用	7	112	136	-262	-63	102	181	199
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	2,485	3,813	2,792	5,318	3,571	11,529	17,043	18,747
净利润*	2,076	2,987	2,240	4,275	2,707	7,235	9,998	11,362
EPS (元)	0.08	0.11	0.09	0.16	0.10	0.28	0.38	0.44
主要比率								
毛利率	18.6%	24.9%	17.1%	16.7%	16.6%	22.5%	23.5%	23.5%
营业费用率	1.0%	1.1%	0.8%	0.5%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	4.5%	4.2%	3.9%	3.0%	4.2%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费用率	0.0%	0.6%	0.6%	-0.7%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
有效税率	11.3%	11.0%	11.3%	10.9%	15.8%	11.6%	12.0%	12.0%
净利率	10.9%	15.1%	9.5%	11.1%	8.0%	11.2%	11.0%	11.4%
YoY								
收入			47%	103%	77%	227%	283%	159%
净利润*			8%	109%	30%	142%	346%	166%
QoQ								
收入	0%	4%	20%	63%	-12%	92%	40%	10%
净利润*	1%	44%	-25%	91%	-37%	167%	38%	14%

资料来源：招商证券（*以上均为归属母公司股东的净利润）

参考报告：

- 1、《电子行业 2011 年中期投资策略：静待旺季拐点，把握结构性机会》2011/6/10
把握行业景气动向，并指出电子行业细分性优质个股的估值修复机会，首推立讯精密。
- 2、《立讯精密 2011 年中报点评 - 业绩大幅超预期，高成长启程》2011/7/14

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

张良勇，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师。2006-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师；

鄢凡，北大信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，3 年证券从业经验，08-11 年在中信证券，11 年加盟招商证券，任电子行业分析师。2009 年《新财富》电子行业最佳分析师第五名，2010 年《金牛奖》TMT 行业第一名，《水晶球》电子行业第四名（均为团队成员）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。