

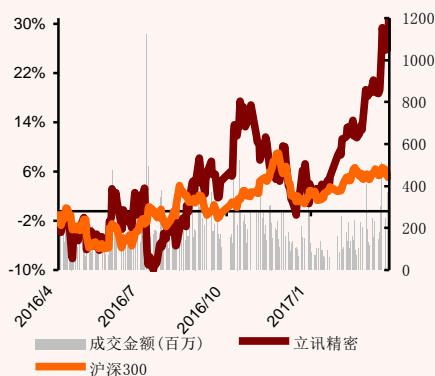
## 方正证券研究所证券研究报告

首席分析师： 段迎晟  
执业证书编号： S1220514060002  
TEL：  
E-mail duanyingsheng@founders

联系人： 谢恒

TEL： 021-50196785  
E-mail: xieheng@foundersc.com

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

立讯精密 (002475)

公司研究

电子行业

公司深度报告

2017. 04. 05/强烈推荐(首次)

在这个时点，我们为什么强烈看好立讯精密？主要因为：1) 公司新业务拓展能力行业领先，为永续高增长提供不竭动力；2) 业务布局契合消费电子高速高频化、无线化、终端多元化三大趋势，为再次腾飞打下坚实基础。

公司拥有“厚积薄发”基因，新业务开拓能力行业领先。公司上市之初朴实无华，依靠坚持不懈的围绕客户布局业务：1) 不追热点，但都是高度契合公司战略的；2) 稳扎稳打，每一次开拓成功概率极大。十年“跬步”的积累，奠定了公司精密制造龙头的地位。

当前时点，公司布局契合 5G 时代消费电子三大趋势：高速高频化、无线化、终端多元化，公司再次腾飞在即。

1、高速高频化：TypeC 全面提升手机充电、传输速度；同时频段升级，移动终端和基站天线需求倍增，行业门槛大幅增加。公司是 typeC 主推手，同时在光通信、基站天线布局逐渐成型，大客户放量在即。

2、无线化：在传输高速的同时，5G、高速 wifi 蓝牙、无线充电等无线交互方式更能解放终端，持续替代有线。无线方案带来单价的提振，公司在无线充电、无线耳机、音射频一体化、震动反馈等领先，有望受益于新一轮创新浪潮。

3、终端多元化：随着 5G 的推进，智能汽车、穿戴等也将成为下一代计算平台，消费电子终端不再限于手机。公司汽车电子、穿戴设备卡位已久，将充分分享新终端的蓝海市场。

投资评级与估值：预计公司 16-18 年净利润为 11.6、17.8 和 24.4 亿元，EPS 为 0.55、0.84 和 1.15 元，对应 PE 46、30 和 22 倍，考虑到公司高速成长性，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：1) 苏州美特整合不及预期；2) 5G 通信推进缓慢；3) 声学组件、天线、无线充电模组市场格局变化。

### 盈利预测：

单位/百万	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	10139.49	13700.04	18550.00	23900.00
(+/-) (%)	38.97	35.12	35.40	28.84
净利润	1078.51	1161.44	1783.12	2441.04
(+/-) (%)	71.18	7.69	53.53	36.90
EPS (元)	0.51	0.55	0.84	1.15
P/E	62.81	46.18	30.08	21.97

数据来源：wind 方正证券研究所

## 目录

1	厚积薄发，精密制造龙头再次起航.....	5
1.1	以连接器起家，搭建精密制造大平台.....	5
1.2	具备“厚积薄发”基因，新业务开拓能力行业领先.....	5
1.3	稳扎稳打，契合消费电子三大趋势布局收获在即.....	7
2	高速高频化：TYPE-C 领军高速接口标准，5G 高频时代天线变革将至.....	8
2.1	TYPE-C 契合高速化趋势，提供长期发展动能.....	8
2.1.1	新品 Type-C 优势显著，直击消费者痛点.....	8
2.1.2	接口统一大势所趋，Type-C 主推手确定性受益.....	10
2.2	通信升级，5G 时代高频化或成天线创新最大契机.....	11
2.2.1	5G 时代万物互联，天线是关键.....	11
2.2.2	4G 到 5G 天线需求倍增，行业门槛大幅提升.....	12
2.2.3	基站+消费电子布局已久，受益天线创新带来的量价齐升.....	14
3	终端无线化：无线交互解放终端，声学升级仍在途中.....	15
3.1	无线充电解放终端，消费电子巨头力推一触即发.....	15
3.1.1	无线充电主要有两大阵营，技术日趋成熟.....	15
3.1.2	功率提升+成本下降，iPhone8 掀起无线交互变革.....	16
3.1.3	Watch 无线充电模组独家供应商，享受行业爆发红利.....	17
3.2	IPHONE7 引领声学重新设计潮流，无线化是未来看点.....	18
3.2.1	防水、立体声、音射频一体化是过去声学升级主线.....	18
3.2.2	苹果力推 AirPods，耳机无线化是未来看点.....	20
3.2.3	收购美特，整合妙笔有望再次生花.....	21
3.3	布局马达带来巨大想象空间.....	22
4	终端多元化：汽车电子、穿戴设备卡位已久，分享新终端蓝海市场可期.....	23
4.1	汽车电子、穿戴设备提供新终端蓝海.....	23
4.2	自建与外延结合，铸就跨界高成长能力.....	23
5	盈利预测和投资建议.....	26
6	风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1:	产品广泛应用于消费电子、PC、汽车、通讯领域.....	5
图表 2:	立讯精密产业整合和业务开拓之路 .....	6
图表 3:	博硕被收购 4 年内收入快速增长 .....	6
图表 4:	博硕被收购 4 年内净利润快速增长 .....	6
图表 5:	有效的成本管理保证博硕净利率大幅提升.....	6
图表 6:	昆山联滔被收购后收入利润大幅增长 .....	7
图表 7:	调整期收入增速下滑 .....	7
图表 8:	调整期净利润增速下滑 .....	7
图表 9:	公司利润率逐渐稳定 .....	8
图表 10:	16 年 Q3 业绩拐点出现.....	8
图表 11:	USB Type-c 接口类型.....	8
图表 12:	USB Type-C 优势.....	9
图表 13:	大部分固态硬盘无法跑满 Type C 接口带宽.....	9
图表 14:	荣耀 Magic 充电功率高达 40W.....	9
图表 15:	市场快充手机中荣耀 Magic 功率最高 .....	9
图表 16:	Type-C 在市场主流机型中趋势已起.....	10
图表 17:	1M 长各类数据线中含 Type-C 接口价格最为昂贵 .....	10
图表 18:	全球及中国 Type-c 在智能机上应用预测.....	11
图表 19:	移动通信技术每十年跨代演进 .....	11
图表 20:	IMT-2020 推进组 5G 试验总体规划 .....	11
图表 21:	全球物联网连接数迎井喷式发展 .....	12
图表 22:	全球物联网市场规模迎井喷式发展.....	12
图表 23:	MIMO 技术实现形式 .....	12
图表 24:	无线通信应用的扩展使得天线种类不断增加.....	13
图表 25:	5G 基站大规模天线.....	13
图表 26:	LTE 到 5G 演进天线数量需求增加.....	13
图表 27:	毫米波天线需要和金属部件保持净空.....	14
图表 28:	5G 天线有望成为含芯片的模组.....	14
图表 29:	5G 到来前夕信维通信业绩大幅增长.....	15
图表 30:	5G 到来前夕硕贝德业绩大幅增长.....	15
图表 31:	电磁感应是一种紧耦合 .....	15
图表 32:	磁共振是一种松耦合 .....	15
图表 33:	电磁感应和电磁共振各有优劣 .....	16
图表 34:	WiFi 成本经历 Tipping Point 之后爆发.....	16
图表 35:	5W 无线芯片价格已经十分亲民.....	16
图表 36:	16-18 年无线充电市场保持 50% 以上的增长 .....	17
图表 37:	Apple Watch 无线充电模组.....	17
图表 38:	苹果无线充电专利可能采用磁共振方案.....	17
图表 39:	iPhone7 纳米防水+结构防水设计 .....	18
图表 40:	苹果扬声器自动排水专利 .....	18
图表 41:	iPhone7 横屏播放的立体声效果 .....	19
图表 42:	iPhone7 的 Spk+Rec 价值量约提升 87% .....	19
图表 43:	OPPO Finder 实现天线扬声器一体化.....	20
图表 44:	三星 S7 的天线和扬声器整合 .....	20
图表 45:	苹果首款无线蓝牙耳机 .....	20

图表 46:	取消 3.5mm 口充电与耳机无法同时使用 .....	20
图表 47:	通过 Siri 控制 AirPods 十分便利.....	21
图表 48:	全球无线音响市场规模 14-22 年 CAGR 高达 24%.....	21
图表 49:	Merry 在 OEM 耳机市场竞争力较强.....	22
图表 50:	15 年美律在苹果产品的市场份额还较小.....	22
图表 51:	18 年美特在苹果份额有望提升至 20% .....	22
图表 52:	声学天线腔体模组的两种方式 .....	22
图表 53:	全球汽车电子市场规模加速增长 .....	23
图表 54:	16-20 年可穿戴出货量 CAGR20% 以上.....	23
图表 55:	立讯精密成长策略 .....	23
图表 56:	汽车互联系统 .....	24
图表 57:	整车线束产品 .....	24
图表 58:	汽车机构件产品应用丰富 .....	24
图表 59:	机构件产品 .....	24
图表 60:	流体混合过程 .....	25
图表 61:	注塑成型过程 .....	25
图表 62:	Mu-Cell 超临界微发泡成形技术优势 .....	25
图表 63:	立讯为苹果提供表带 .....	25
图表 64:	立讯精密盈利预测简表 .....	26

## 1 厚积薄发，精密制造龙头再次起航

### 1.1 以连接器起家，搭建精密制造大平台

立讯精密成立于 2004 年 5 月，从线束代工和组装起步，通过不断地并购、整合，逐步发展成为连接器行业的龙头企业，产品广泛应用于 PC、消费电子、汽车、通讯领域。

图表1： 产品广泛应用于消费电子、PC、汽车、通讯领域



资料来源：公司官网，方正证券研究所

此外，公司谋篇布局，搭建精密制造大平台。公司依托专业资源，先后收购博硕、联滔、科尔通、福建 FJK、双赢、丰岛、美特等企业，结合长期研发投入，业务延伸至无线充电、天线、声学、马达、智能穿戴、汽车等领域。

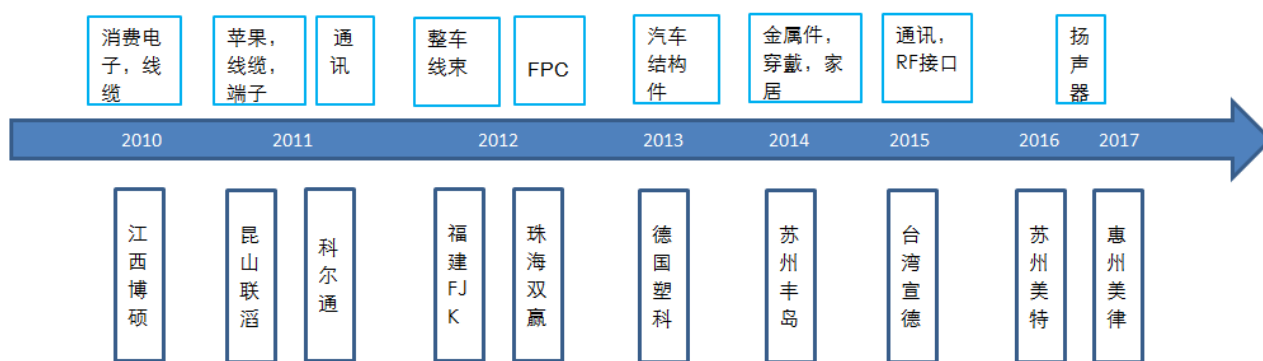
公司控股股东为香港立讯，实际控制人为王来春、王来胜，共同持有公司 50% 的股份。其中，董事长王来春女士从基层作业员起步，30 余年专注于公司的主营业务领域，具有丰富的从业及管理经验。

### 1.2 具备“厚积薄发”基因，新业务开拓能力行业领先

目前公司已经稳坐国内连接器领域的第一把交椅，收入迈入百亿级别，单单依靠连接器无法满足公司的进一步成长，新业务开拓成为突破首选。

通过开拓新业务寻求转型突破并不少见，但往往都低于预期。我们认为只有拥有优秀的产业整合能力及深厚的技术积累，实现新技术快速突破和优质客户资源的积累，才是关键。立讯精密上市以来，连续并购了多家企业，都取得了不错的成效。其中，2010 年末收购江西博硕，完善了线束加工和接单能力；2011 年收购昆山联滔，切入苹果和极细同轴线；收购科尔通和台湾宣德，与华为、艾默生等通信产业巨头合作；收购福建 FJK 和德国 SUK，进入汽车连接器领域；2012 年收购珠海双赢，切入手机 FPC；2014 年收购苏州丰岛，进入可穿戴领域；去年收购苏州美特，进入苹果声学组件供应链，今年 2 月收购惠州美律，切入国内声学组件供应链。

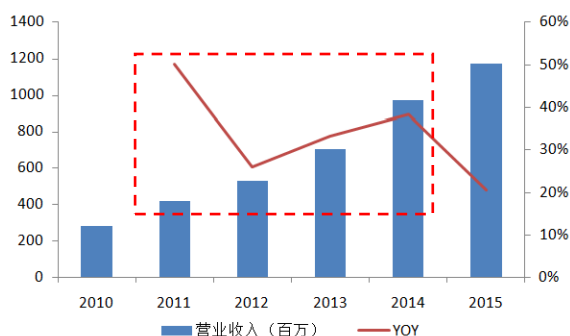
图表2：立讯精密产业整合和业务开拓之路



资料来源：公司公告，方正证券研究所

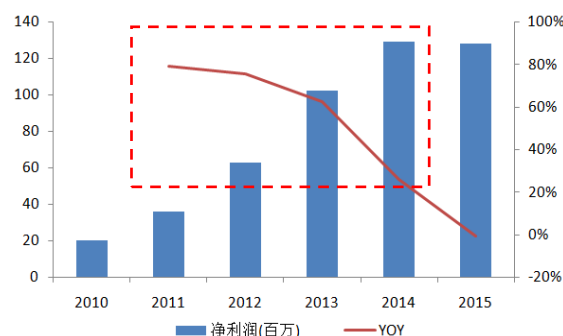
以江西博硕为例，立讯曾在 2010 年末收购上游电缆供应商博硕，博硕为华硕孙公司，拥有台湾体系，但是管理层对成本不敏感，2010 年净利率只有 7.1%，立讯入主以后发生极大改善，2013 年达到 14.5%，并帮助博硕切入 Sony、微软游戏机和日系消费电子客户，实现收入的快速增长。

图表3：博硕被收购 4 年内收入快速增长



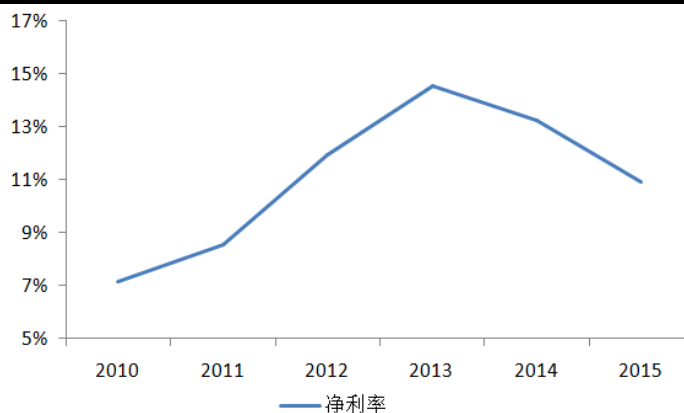
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表4：博硕被收购 4 年内净利润快速增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表5：有效的成本管理保证博硕净利率大幅提升



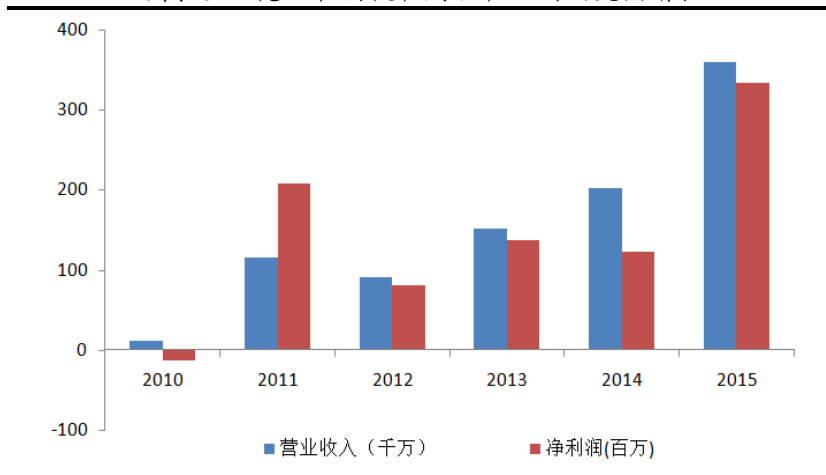
资料来源：Wind，方正证券研究所

另一则经典案例是 2011 年年初收购昆山联滔，昆山联滔成立于 2004 年，早期做富士康笔记本线束转单，协同效应明显。联滔优势在于高频高速数据线、极细同轴线，2008 年苹果 Mac book 内部线、电



源线订单转给联滔，成为苹果内部线束主力供应商，通过收购昆山联滔公司顺利切入苹果产业链，也为之后获取更多苹果产品订单埋下伏笔。2010 年昆山联滔处于亏损状态，被收购之后收入和净利润都有了大幅增长（2012 年下滑是因为 iPad 改型，内部线订单缩水）。

图表6： 昆山联滔被收购后收入利润大幅增长



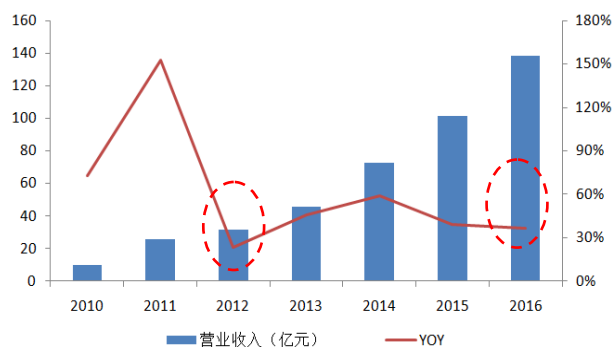
资料来源：Wind，方正证券研究所

### 1.3 稳扎稳打，契合消费电子三大趋势布局收获在即

上市以来，公司经历了两轮快速增长。第一轮 2010-2011 年，公司传统强项在于台式机线束，受益于 PC 行业的高景气度，2011 年收入、净利增速高达 153%、122%。第二轮 2014-2015 年，公司切入消费电子巨头苹果供应链，受益于智能机出货量的高速增长，连续两年净利润增速都在 70% 以上。

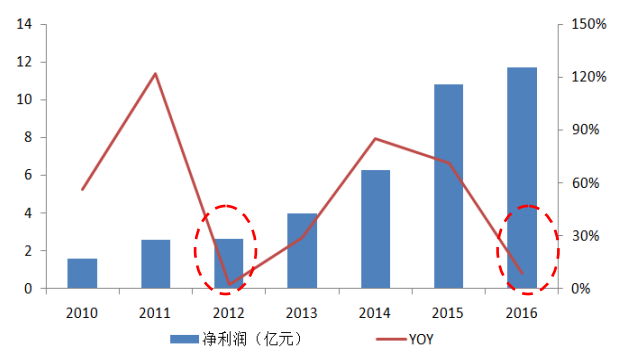
没有永远的高增长，伟大的公司往往会未雨绸缪。2011 年全球 PC 出货量达到峰值，受 PC 销量下滑影响，公司 2012-2013 进入调整期，12 年资产投入显著增加，重心向消费电子连接器战略转移。经历 2014-2015 两年高速增长后，受苹果销量低于预期及新业务前期投入超预期影响，上半年表现乏力，影响了 2016 年度整体业绩表现。

图表7： 调整期收入增速下滑



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表8： 调整期净利润增速下滑



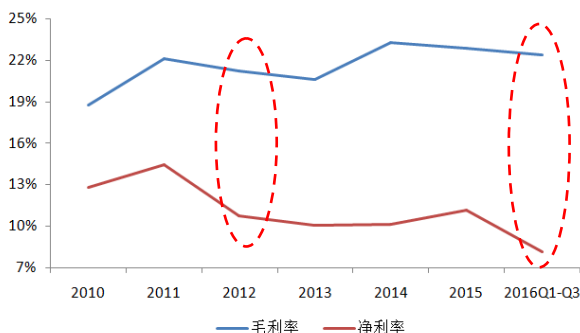
资料来源：Wind，方正证券研究所

我们认为 16 年公司处于战略调整期，并且拐点已现，主要基于：

- 1) 公司 16 年资本投入增加显著（主要用于新业务），产业布局契合研究源于数据 7 研究创造价值

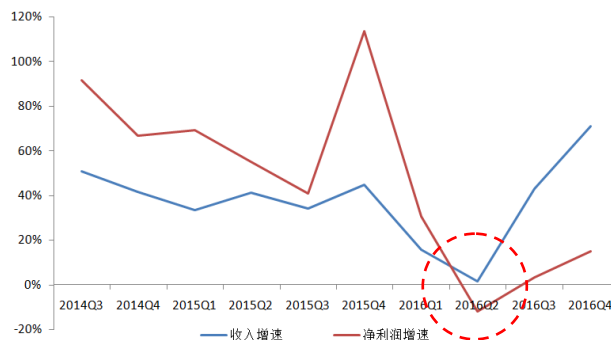
消费电子 5G 时代三大趋势：高速高频化、无线化、终端多元化，重点布局声学组件、天线、无线充电业务即将放量；2) iPhone7 销量好于预期，今年苹果十周年，iPhone 销量预计达到峰值；3) 毛利率企稳，净利率下滑系资本投入显著增加所致，Q3 收入增长 43%，Q4 同比 71%更是大超预期，业绩下滑也得到遏制。

图表9： 公司利润率逐渐稳定



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表10： 16 年 Q3 业绩拐点出现



资料来源：Wind，方正证券研究所

## 2 高速高频化：Type-C 领军高速接口标准，5G 高频时代天线变革将至

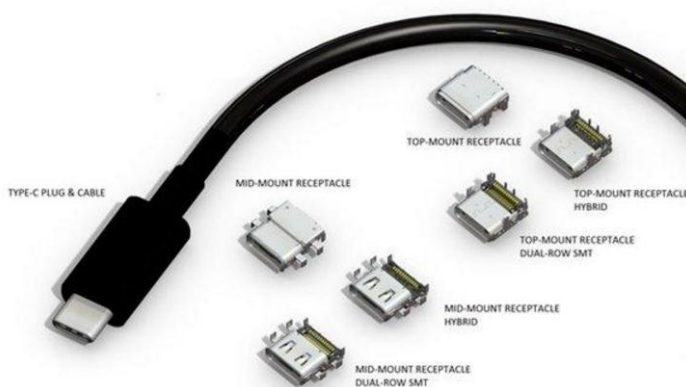
### 2.1 Type-C 契合高速化趋势，提供长期发展动能

#### 2.1.1 新品 Type-C 优势显著，直击消费者痛点

连接器是许多设备中不可缺少的基础电子元器件，2012 年以前，受益于智能机、PC 出货量的高速增长，连接器市场规模保持较快增长。近年来智能机、PC 出货量增速放缓，但数据通信、汽车等下游行业的持续发展为连接器的发展注入新的动力，总体需求趋稳。

USB Type-C 是一种电子设备接口标准，也叫 USB-C，是 USB Type-A/B 的升级版。2014 年 8 月，USB IF 发布 USB Type-C 接口 1.0 标准，为业界制定了下一代 USB 接口的标准规范。相比于 USB Type A/B，USB Type-C 拥有显著的技术优势。

图表11： USB Type-c 接口类型



资料来源：USB IF，方正证券研究所



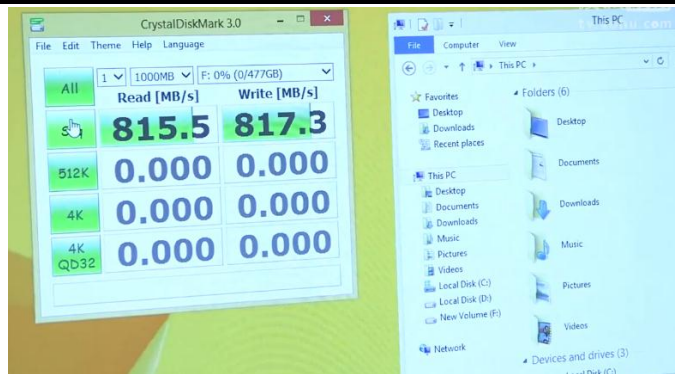
图表12: USB Type-C 优势

优势	具体内容
传输速度快	把USB3.0的理论最高速度5Gbps翻倍至10Gbps
支持正反插	不分正反, 失误率降为零
尺寸小	接口尺寸仅为8.3*2.5mm
可扩展能力强	支持多种音视频接口
向下兼容	兼容USB2.0/3.0等标准
充电功率高	提供高达100W的功率输出, 支持双向供电

资料来源: IHS, 方正证券研究所

其中, 高速传输和大电流快充最为突出, 直击消费者痛点。Type-C 的理论最高速度为 10Gbps, 即 1.25GB/s, 1GB 左右的高清视频传输仅需 1s, 在 CES 大展上, 英特尔和 USB 实施者论坛就采用两块三星 SSD 组成磁盘阵列, 使用 Type-C 端口实测传输读写速度均高达 800MB/s 以上, 市面上的大部分固态硬盘都无法跑满 USB 3.1 Type C 接口的带宽。

图表13: 大部分固态硬盘无法跑满 Type C 接口带宽



资料来源: 2015CES, 方正证券研究所

此外, 智能机近年来功能发生了翻天覆地的变化, 电池瓶颈越发明显, 快充成为弥补电池短板的有效路径, 大多数快充手机功率都达到了 15W 以上。Type-C 接口由于能承受较大电流强度被逐渐用于提高智能机快充功率, 目前市场上快充功率最高手机非荣耀 Magic 莫属, 将实验室快充技术引入市场, 经测试, 30 分钟充入 89%, 真正实现碎片化时间充足手机电量。而荣耀 Magic 的 Type-C 产品正是由立讯供应。

图表14: 荣耀 Magic 充电功率高达 40W



资料来源: 荣耀发布会, 方正证券研究所

图表15: 市场快充手机中荣耀 Magic 功率最高

品牌	机型	规格	充电功率
荣耀	Magic	5V/8A	40W
魅族	MX5	12V/2A	24W
乐视	乐2	8V/3A, 12V/2A	24W
vivo	X9 Plus	5V/4.5A	22.5W
华为	Mate9	5V/4A, 4.5V/5A	22.5W
OPPO	R9s Plus	5V/4A	20W
小米	MI5	9V/2A, 15V/1.2A	18W
三星	Note7	9V/1.67A	15W

资料来源: 各品牌机官网, 方正证券研究所整理

### 2.1.2 接口统一大势所趋，Type-C 主推手确定性受益

在 16 年上市的畅销机型中，已经有相当一部分采用 Type-c 机身接口，三星在 Note7 上首次采用 Type-c 接口，苹果也取消 3.5mm 耳机接口，采用 lightning 接口，趋势也将是 Type-c。Type-c 有望以智能机为起点，逐步统一电子设备接口。公司作为国内连接器第一把交椅，又是国内唯一参与全球 USB Type-c 标准制定成员，确定性受益这一趋势，目前公司 Type-c 份额在 40% 左右。

图表16： Type-C 在市场主流机型中趋势已起

机型	上市时间	机身接口
GALAXY S7	2016.2	Micro USB v2.0 (Note 7 首次采用Type-C接口)
OPPO R9	2016.3	Micro USB v2.0
华为P9	2016.4	首次使用Type-C接口
乐视乐2	2016.4	全系列取消3.5mm耳机接口,采用Type-C接口
VIVO X7	2016.6	Micro USB v2.0
iPhone7	2016.9	取消3.5mm耳机接口,采用Lightning口
小米5s	2016.9	Type-C接口

资料来源：各品牌机官网，方正证券研究所

2016 年 3 月，公司增发的 46 亿中有 6.5 亿用于 Type-c 扩产项目。目前 Type-C 连接器蓄势待发，Type-c 接口作为传统接口的替代产品，需要考虑存量消耗、兼容性及成本问题，其渗透率的增加是一个逐渐拉升的过程。从某数据线专卖店给出的价格就能够看出，Type-C 数据线价格大约是同样长度普通数据线的 5 倍，生产成本远高于传统连接器，而且目前 Type-C 连接器的兼容性、安全性问题也正在解决中。

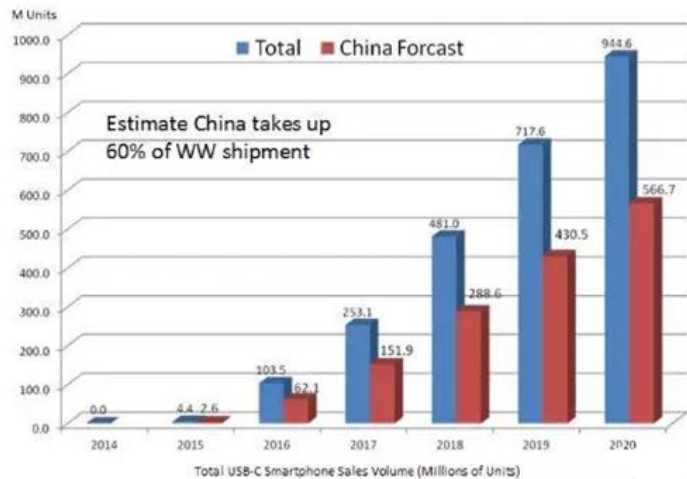
图表17： 1M 长各类数据线中含 Type-C 接口价格最为昂贵



资料来源：互联网，方正证券研究所

但是我们认为，随着生产成本下降、兼容性和安全性问题得到解决，在 Type-C 领域的持续投入，有助于维持公司整个连接器业务持续增长。根据 IHS Technology 的报告预测：就智能手机而言，2015 年全球 USB Type-C 手机的出货量大概在 440 万台，预计到 2019 年，全球 USB Type-C 手机出货量 7.18 亿台，渗透率接近 50%。

图表18: 全球及中国 Type-c 在智能机上应用预测



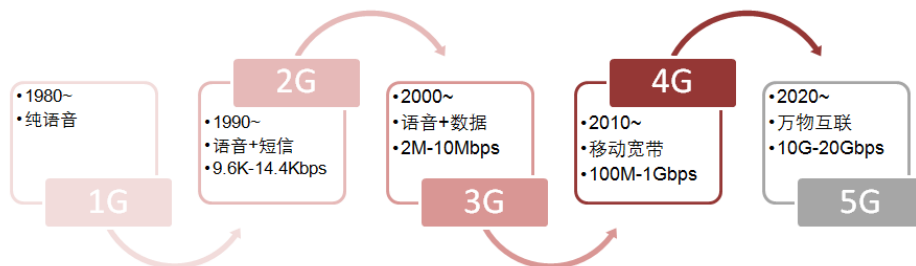
资料来源: IHS, 方正证券研究所

## 2.2 通信升级, 5G 时代高频化或成天线创新最大契机

### 2.2.1 5G 时代万物互联, 天线是关键

移动通信技术正迎来十年一代的大变革。近三十年来, 全球移动通信共经历四代发展阶段: 从第一代的语言, 到第二代的语音+文本, 再到第三代的多媒体, 到现在的第四代的移动互联网。移动互联网和物联网将驱动 5G 的发展, 3GPP 指出, 2016 为 5G 标准化元年, 我国成立的 IMT-2020 推进组目前也已经进入技术方案验证阶段。当前业界公认的时间节点是: 2018 年小批量应用, 2020 年有望大规模商业化。

图表19: 移动通信技术每十年跨代演进



资料来源: 通信产业网, 方正证券研究所

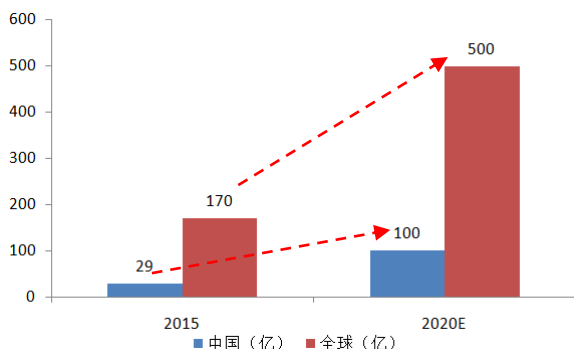
图表20: IMT-2020 推进组 5G 试验总体规划



资料来源: 微波射频网, 方正证券研究所

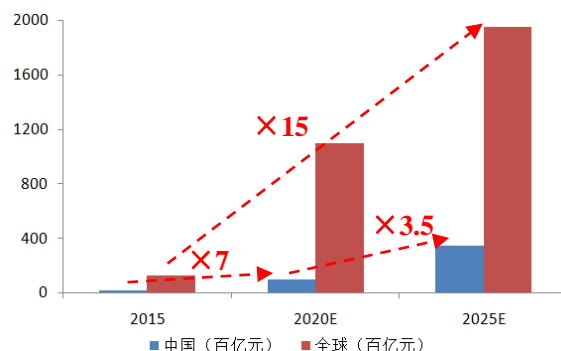
**物联网连接数将迎井喷式发展，天线是关键。**据机构预测，2020年全球物联网连接数规模将达 500 亿，市场规模达到 11 万亿元，天线作为无线通信数据传输的出入口，将成为影响这一趋势的关键。

图表21： 全球物联网连接数迎井喷式发展



资料来源：OFweek，方正证券研究所

图表22： 全球物联网市场规模迎井喷式发展



资料来源：OFweek，方正证券研究所

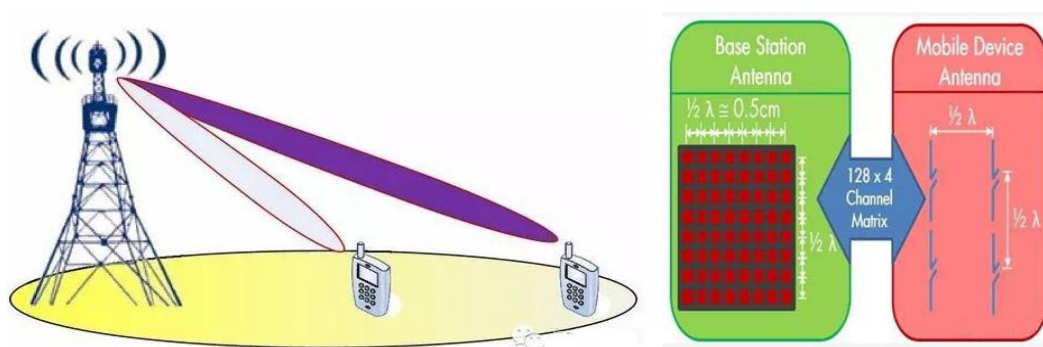
### 2.2.2 4G 到 5G 天线需求倍增，行业门槛大幅提升

**4G 到 5G，频段急需升级。**广阔的物联网连接需求决定了 5G 传输特点：大数据、众连接、场景体验。当前 4G 传输频段在 3GHz 以下，范围从 700M 到 2700MHz，逐渐将无法满足物联网世界高速、大容量的数据传输要求。同时，3GHz 以下频段基本已被占用，5G 传输将选择 3GHz 以上的频谱。16 年 7 月，美国 FCC 已经抢先一步，划分 28GHz、37 GHz、39 GHz、64-71 GHz 频段用于 5G 的传输。

**频段的升级也促使了传输介质的升级。**5G 将选择毫米波作为传输介质。毫米波是指波长在 1-10 毫米的电磁波，优点是带宽大、波束窄，受气候影响小，器件易小型化，与物联网对传输的要求不谋而合。

**4G 到 5G，天线传输技术需要升级，MIMO 技术将成为 5G 时代移动通信的核心技术。**MIMO 技术，是指在发射端和接收端分别使用多个发射天线和接收天线，使信号通过发射端与接收端的多个天线传送和接收，从而改善通信质量。它能充分利用空间资源，通过多个天线实现多发多收，在不增加频谱资源和天线发射功率的情况下，可以成倍的提高系统信道容量。

图表23： MIMO 技术实现形式



资料来源：射频百花潭，方正证券研究所



从移动终端角度，5G 时代采用天线阵列已是必然，原因主要有两个：1) 毫米波传输的缺点是损耗大，导致传输距离不远，因此 5G 时代，终端天线形式需要改进，采取天线阵列形式，增加天线增益，从而增加信号传输距离。2) 考虑到 5G 数据传输高速、大容量的特点，MIMO 总是要存在的。

**5G 时代移动终端对天线的需求将成倍扩大：**1) 无线通信应用的扩展使得天线种类不断增加，手机最初仅配备基本接收、发送功能的主天线，随着无线通信应用的不断增多，出现了 GPS 天线、FM 天线、蓝牙天线、WiFi 天线、NFC 天线及无线充电天线，单台手机配备的天线数量逐渐增加。2) 短期 3G、4G、5G 模式共存，每种模式都需要一支天线。3) MIMO 技术使得移动终端需要采用天线阵列形式，天线数量将成倍扩大，迎来质的提升。

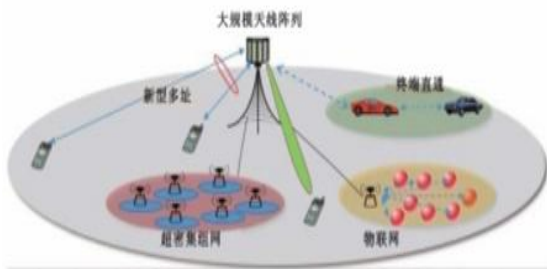
图表24： 无线通信应用的扩展使得天线种类不断增加



资料来源：微波射频网，方正证券研究所

从基站角度，5G 时代大规模天线技术将得到普及。随天线数量增加，各用户的信道向量趋于正交，大规模天线为无线网的覆盖和效率提升提供基础。虽然目前基站已采用天线阵列，但是市场上手机最多支持 MIMO2×2 技术，预计到 2020 年，MIMO64×8 有望成为标准配置（即基站端采用 64 根天线，移动终端采用 8 根天线的配置模式），基站天线的配置数量需要增长 31 倍，手机天线数量需要增长 3 倍。

图表25： 5G 基站大规模天线



资料来源：微波射频网，方正证券研究所

图表26： LTE 到 5G 演进天线数量需求增加

类别	2012	2014	2020E
通讯协议	LTE Rel-11	LTE Rel-12	5G
MIMO (天线数量)	8×8	8×8	64×8
峰值下载速率	1.2Gbps	3Gbps	18Gbps
CA频段组合数量	25	75	300
新增频段数量		5+	50

资料来源：微波射频网，方正证券研究所

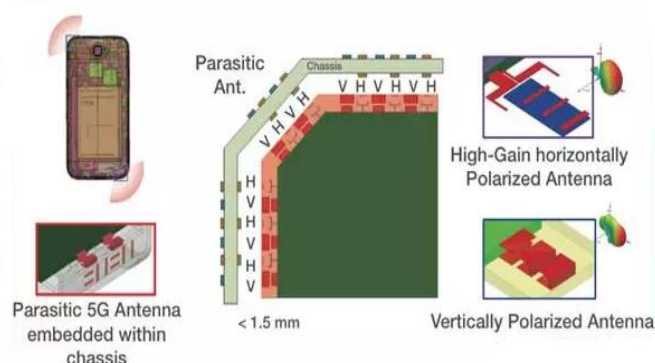
**4G 到 5G，天线加工工艺难度提升，行业门槛大幅增加**

1) 尺寸缩小对加工精度提出要求。天线的尺寸和波长成正比，5G 时代传输介质选择毫米波，天线尺寸只有目前十分之一，对天线加

工的精度要求十分严格。另外，由于采用天线阵列的形式，考虑到阵子数量及阵子间隔，总体尺寸依旧增加，为了缩小尺寸，LDS 工艺仍将大放异彩，并且有望采用新的材料，比如陶瓷等的高介电常数、低损耗材料加工 5G 天线。

2) 为避免干扰需要和金属部件保持净空。由于毫米波波长很短，来自金属的干扰将非常致命，需要与有金属的部件之间保持 1.5mm 的净空。

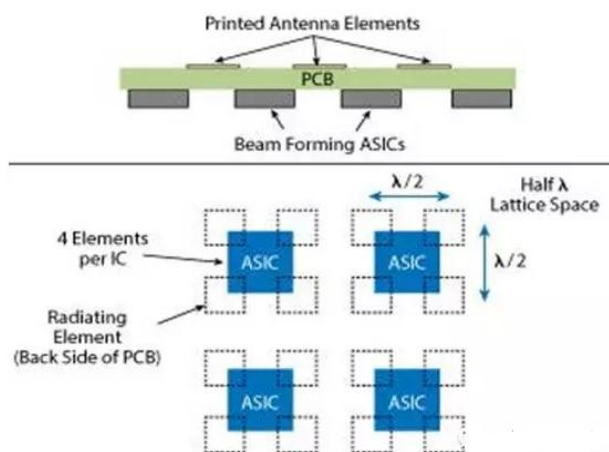
图表27： 毫米波天线需要和金属部件保持净空



资料来源：射频百花潭，方正证券研究所

3) 5G 天线有望成为含芯片的模组。以 16 个阵子的天线点阵为例，16 个尺寸很小的阵子单元，不可能每个阵子单元都用屏蔽线引出信号到射频芯片，需要就地解决与芯片连接难题。业界比较认可的解决方式是利用简单的芯片管理四个点阵，再引出端子到手机主板上。

图表28： 5G 天线有望成为含芯片的模组



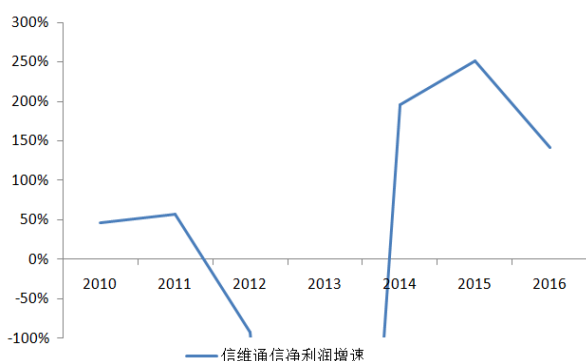
资料来源：射频百花潭，方正证券研究所

### 2.2.3 基站+消费电子布局已久，受益天线创新带来的量价齐升

从 4G 到 5G，通讯升级驱动天线创新，毫米波的应用、MIMO 技术的普及促使天线产品量价齐升，天线生产厂商有望充分受益。公司的天线业务包括基站天线和消费电子天线，为早期与华为、艾默生等产业巨头合作拓展，均布局已久，即将迎来收获期。

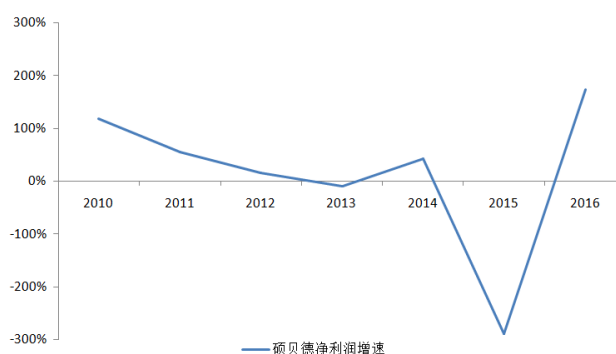


图表29: 5G到来前夕信维通信业绩大幅增长



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表30: 5G到来前夕硕贝德业绩大幅增长



资料来源: Wind, 方正证券研究所

**产品加速导入苹果供应链将直接带来业绩增量。**公司年初导入了一支优秀团队,产品得到了多家品牌客户的认可,拥有40余台LDS设备。16年下半年已经开始为iPad提供WiFi天线,目前苹果产品的天线主要由安费诺和信维提供,基于苹果的多元化供应商策略以及公司连接器业务和苹果密切的合作关系,立讯有望成为第三大供应商,为公司未来几年业绩提供较大增量。

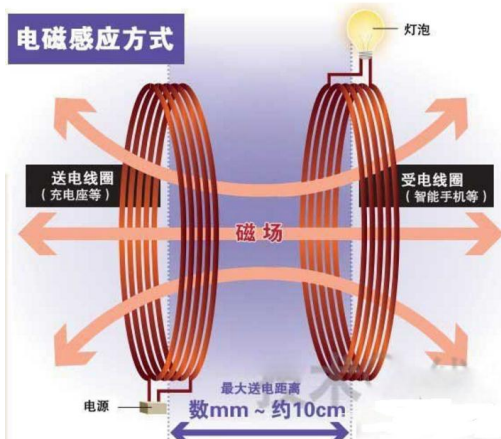
### 3 终端无线化: 无线交互解放终端, 声学升级仍在途中

#### 3.1 无线充电解放终端, 消费电子巨头力推一触即发

##### 3.1.1 无线充电主要有两大阵营, 技术日趋成熟

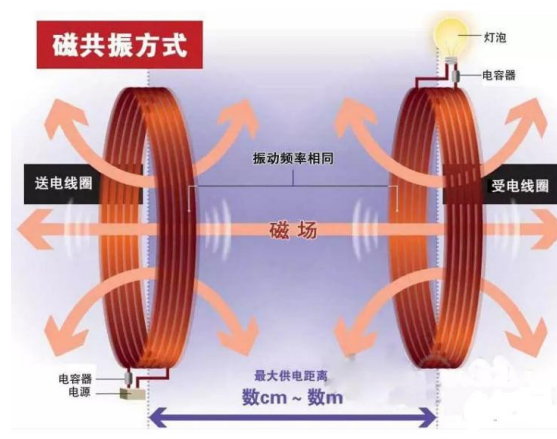
无线充电,就是不通过线缆的一种充电方式,是利用电磁感应原理,通过送电线圈产生变化的磁场,在受电线圈产生感应电动势并发电的过程,分为电磁感应(紧耦合)和电磁共振式(松耦合)两种技术路径,分别由两大充电联盟WPC和AirFuel推广。15年开始,以苹果和三星为代表,大规模配置无线充电。其中,苹果于15年4月推出了Apple Watch,磁吸式无线充电是唯一充电方式;三星15年4月推出的S6/S6 edge也集成了无线充电功能,选配充电底座。

图表31: 电磁感应是一种紧耦合



资料来源: 电子发烧友, 方正证券研究所

图表32: 磁共振是一种松耦合



资料来源: 电子发烧友, 方正证券研究所

电磁感应式充电效率高，但紧耦合送电线圈和受电线圈形状保持高度一致并且线圈距离要足够小，所以位置不灵活。电磁共振式属于松耦合，充电灵活，但是调频不易。

图表33： 电磁感应和电磁共振各有优劣

	电磁感应	电磁共振
优势	充电速度快	传输空间灵活
	不需要补偿电路	涡流不明显
	成本低廉	双向控制
劣势	传输距离近	充电速度慢
	涡流现象明显	谐振腔不稳定
	单向控制	线圈成本高

资料来源：方正证券研究所

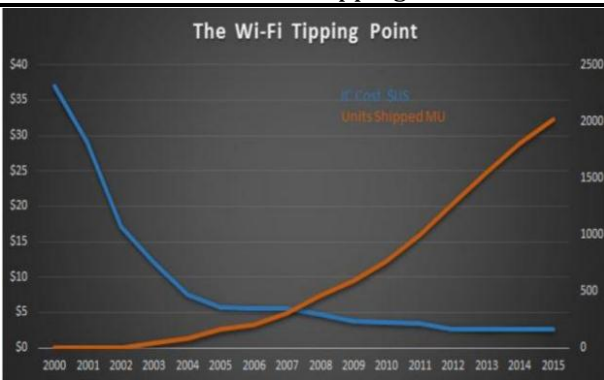
WPC 是行业内做的最早、用户和会员数最多的，三星、诺基亚、LG、SONY 是行业里最大的推动与支持者。AirFuel 由于成立时间不长，还没有成熟的产品。主要是充电速度不及电磁感应及成本较高。我们认为，未来 2-3 年 Qi 标准将仍然是无线充电的主流，等到电磁共振成熟以后，其充电空间灵活的优势还是难以被替代的，所以长期来看两大阵营将各有千秋。

### 3.1.2 功率提升+成本下降，iPhone8 掀起无线交互变革

无线充电功率持续提升，媲美有线快充。继 5W 产品之后，三星已经推出 9W 产品，并大量出货，所以 9W 方案也已成熟。再向上一档 15W 产品，1.2 版本的 Qi 标准已发布，无线充电接收器 IC 也通过认证。以 5 寸 2000mAh 的手机为例，用 15W 的无线充电，假设 80% 效率，理论只需一小时就能充满，速度媲美有线快充。

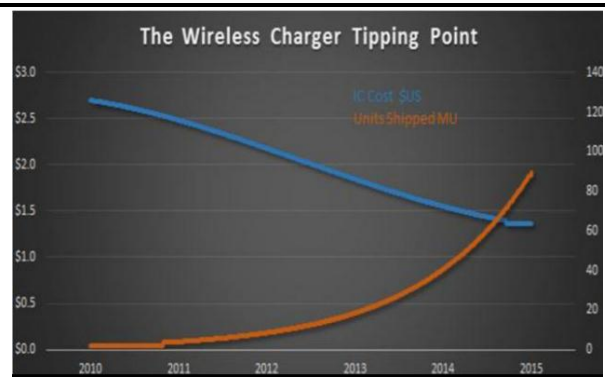
无线充电成本持续下降，行业即将迎来爆发。对比 WiFi 的价格过去十五年的成长数据，在 WiFi 芯片成本降到 5 美元以下后，年出货 3 亿部，渗透率超过 50%，成为真正的主流技术。我们认为无线充电也能复制这一成长模式，5W 产品价格线性下降，无线充电设备经历了加速增长。可以预期的是，9W、15W 等中高功率的无线充电推出并成熟以后，将激发更大潜在需求，渗透率曲线将从 10% 加速提升。

图表34： WiFi 成本经历 Tipping Point 之后爆发



资料来源：wireless power，方正证券研究所

图表35： 5W 无线芯片价格已经十分亲民

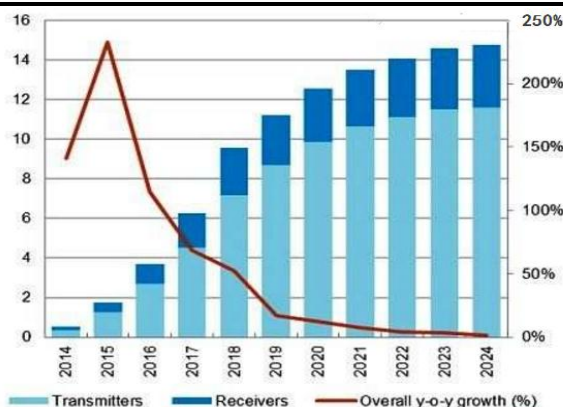


资料来源：wireless power，方正证券研究所

无线充电技术在 Apple Watch 上应用已经成熟，今年 iPhone8 迎来苹果十周年，随着充电功率上升和芯片成本下降，下一代 iPhone 研究源于数据 16 研究创造价值

大概率支持无线充电，掀起无线交互变革。而且近期产业链上苹果测试无线充电模组消息也能佐证我们的判断。

图表36： 16-18 年无线充电市场保持 50%以上的增长



资料来源：IHS，方正证券研究所

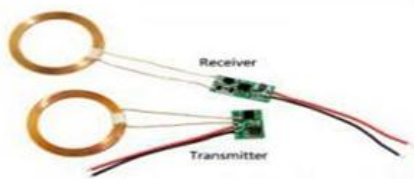
根据 IHS 的预测，无线充电市场预计将从 2015 年 20 亿美元增加到 2019 年的 110 亿，4 年复合增速超过 50%。出货量的增长更加喜人：预计设备出货量从 15 年的 1 亿部到 19 年的 9 亿部，CAGR 超 70%，渗透率从 7%增加到 60%。ASP 从 15 年 20 美金降到 19 年 10 美金。

### 3.1.3 Watch 无线充电模组独家供应商，享受行业爆发红利

最早切入苹果无线充电产业链，积累丰富经验，具有先发优势。2014 年，公司无线充电线圈产品接受苹果的测试认证并且获得通过，以此切入苹果 Apple Watch 无线充电产业链，成为 2015 年第一代 Apple Watch 无线充电模组前期唯一供应商，给公司带来约 6.4 亿营业收入。如果下一代 iPhone 支持无线充电，公司有望成为主力供应商，由于苹果手机出货量大约为手表的 20 倍，iPhone8 无线充电模组预计给公司带来巨大业绩增量。

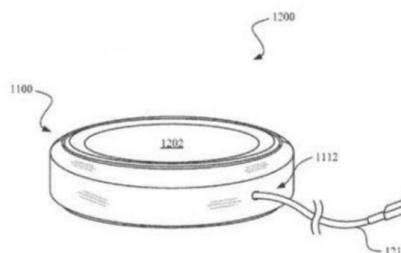
磁共振方案具有竞争力，和苹果新专利不谋而合。公司在无线充电领域采取差异化路线，磁共振方案采取独特的频率，以获得较高的充电效率和较快的充电响应。近期苹果申请一项无线充电专利，充电设备采用圆柱形设计，内部容纳无线充电组件，与传统的电磁感应式充电不同，根据底座判断是利用了无线电波与磁共振的方式进行充电，因此使用起来要比传统的无线充电更方便。

图表37： Apple Watch 无线充电模组



资料来源：wireless power，方正证券研究所

图表38： 苹果无线充电专利可能采用磁共振方案



资料来源：appleinsider，方正证券研究所

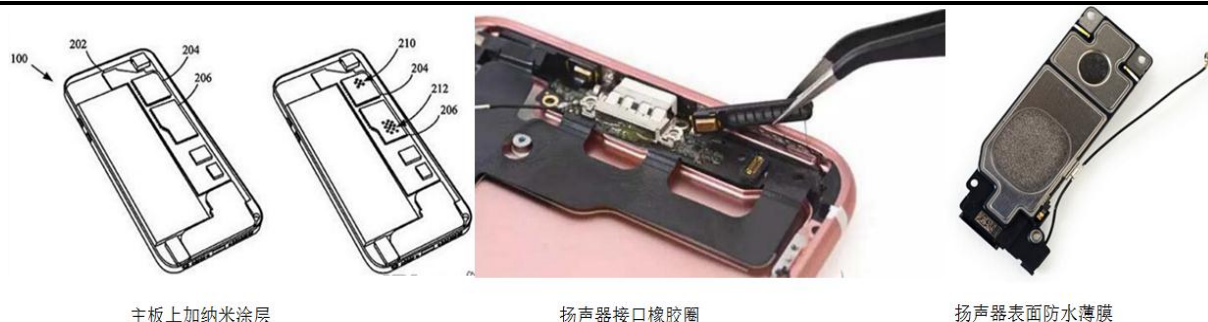
### 3.2 iPhone7 引领声学重新设计潮流，无线化是未来看点

#### 3.2.1 防水、立体声、音射频一体化是过去声学升级主线

2016 年 9 月，iPhone7 发布，在为数不多的创新中，防水成为一个亮点，iPhone7 支持 IP67 级别的防水。早在 16 年 2 月，三星 S7 就已经回归防水功能，防护级别达到 IP68，消费电子前两大巨头力推，手机防水有望成为一个新的标准。

手机防水分为结构防水和纳米防水。结构防水是通过加胶塞、胶圈、点胶等让手机达到较好的密封程度，纳米防水是在重要元器件部分通过等离子的方式镀上纳米薄膜，起到隔绝的作用。

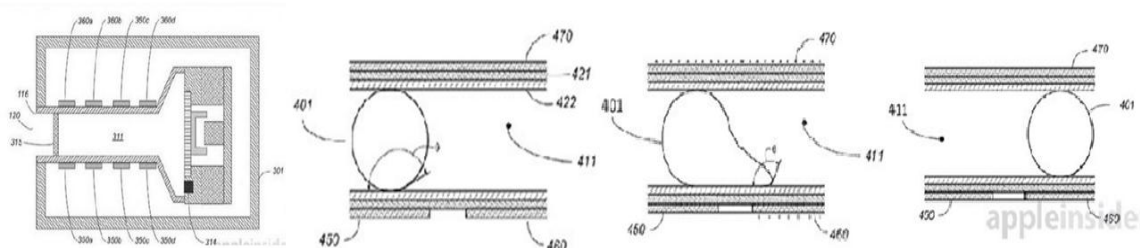
图表39： iPhone7 纳米防水+结构防水设计



资料来源：iFixit，方正证券研究所

**声学组件重新设计，配合完成防水功能。**iPhone7 将纳米防水和结构防水相结合，主板赋予纳米防水涂层，其他部位主要采用结构防水的方式。其中声学部分，扬声器、听筒接口有橡胶圈，表面添加防水薄膜。另外，在二代 Apple Watch 的扬声器上运用了“扬声器主动排水”专利，通过重新设计扬声器，采用超声波震动把水分排出，这一技术使得二代手表防水性能大幅提升，可以在水下 50 米使用。该技术有望复制到 iPhone 上，促使防水等级进一步提高。

图表40： 苹果扬声器自动排水专利



资料来源：appleinsider，方正证券研究所

除增加防水功能外，iPhone7 的另一个亮点在于它支持立体声播放，区别于单声道，立体声是通过相隔一定间距的多个声道传送声音信号，使得人耳接受到的声音呈现方向感和层次感。苹果采用了受话器和扬声器“二合一”的方式，在高频段充当扬声器（和下方扬声器构成“双扬声器”），低频段充当受话器，这无疑加大了对声音的解编码难度，生产制造也更加复杂。此外，iPhone7 的音量比 iPhone6s 提升了一倍，动态范围也有所提升，扬声器的功率得到升级。



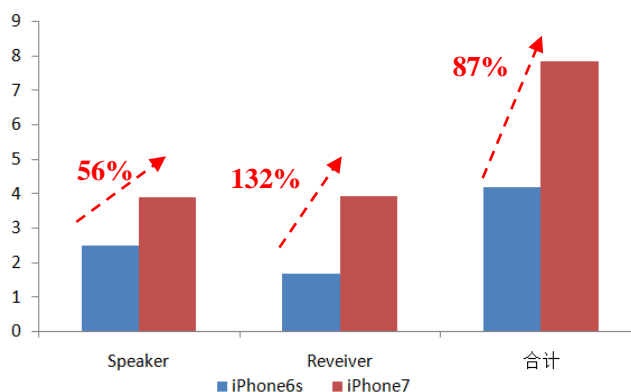
图表41: iPhone7 横屏播放的立体声效果



资料来源: 百度图片, 方正证券研究所

根据产业链的调研结果,16 年 iPhone7 的扬声器大约从去年的 2.5 美金提升至 3.9 美金,受话器大约从去年的 1.7 美金提升至 3.95 美金,扬声器和受话器价值量合计提升 87%,这在 16 年苹果对零部件供应商普遍压价的情况下显得尤为突出,声学组件厂商将大为受益。16 年是 iPhone 首次附加防水功能,预计今年防水等级会更高,音效也会进一步提升,并且趋势有望扩散到安卓机型,声学组件厂商有望持续受益声学组件的升级带来的单机价值量提升。

图表42: iPhone7 的 Spk+Rec 价值量约提升 87%

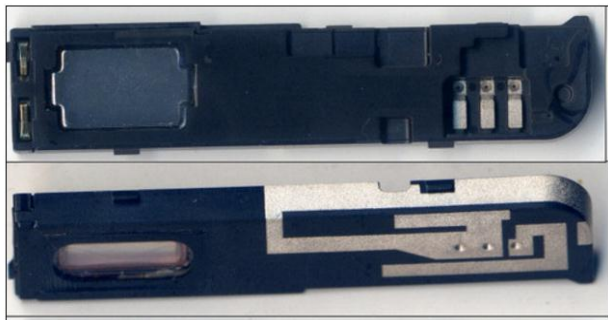


资料来源: 方正证券研究所整理

声学产品的升级已经不再局限于扬声器单品上。在手机内部,电池约占 60%的空间,PCB 占 40%的空间,随着功能不断增加及对续航的需求,手机内部寸土寸金,器件集成度将会更高,由于天线 LDS 工艺可以化镀到支架上,天线和声学组件呈现一体化趋势。

其次,音射频一体化有助于手机轻薄化,改善外观,OPPO 2012 年推出的 Finder,先做出天线的支架,再利用支架的空隙做成音腔,再搭配上扬声器,合理利用了空间,减小了体积,突破了扬声器系统体积的限制,让手机实现整面薄,Finder 厚度只有 6.65mm,成为当时最薄智能机。第三,由于射频、音频器件存在电磁干扰问题,从终端厂商角度,使用一体化的音射频模组能减少整合不同厂商天线、声学器件需面对的干扰问题。

图表43: OPPO Finder 实现天线扬声器一体化



资料来源: iFixit, 方正证券研究所

图表44: 三星 S7 的天线和扬声器整合



资料来源: iFixit, 方正证券研究所

LDS 工艺已经使得天线机壳实现一体化, 未来声学产品和天线、结构件结合将更加普遍, 可以有效降低成本, 这也符合终端厂商的需求。而只有同时具备较强精密结构加工能力、高质量声学产品生产能力、优秀天线定制能力的企业, 才能充分受益音频射频一体化趋势。

### 3.2.2 苹果力推 AirPods, 耳机无线化是未来看点

iPhone7 发布会上, 苹果首款无线蓝牙耳机 AirPods 也十分引人注目, 售价 159 美元, 12 月份上市。苹果推行无线耳机的态度是十分明显的, 取消 3.5mm 耳机接口, 的确有助于防水和手机轻薄化, 但我们认为更大的意义在于成为无线耳机的催化剂。因为即使随机附送 Lightning 接口的 EarPods 和耳机插孔转接头, 却始终无法解决同时听歌和充电的问题, 可以料想苹果此举大概率为了培养使用无线耳机的用户习惯。

而且, 取消 3.5mm 接口的并非苹果一家, 乐视早在去年 5 月二代手机中就取消 3.5mm 耳机接口, 采用 Type-C 接口, 我们之前已经提到, Type-C 接口统一大势所趋, 妨碍手机轻薄化的 3.5mm 耳机接口取消也只是时间问题, 接口减少带来的耳机使用与充电功能冲突硬伤是无线耳机加速渗透的最佳催化剂。

图表45: 苹果首款无线蓝牙耳机



资料来源: 苹果官网, 方正证券研究所

图表46: 取消 3.5mm 口充电与耳机无法同时使用

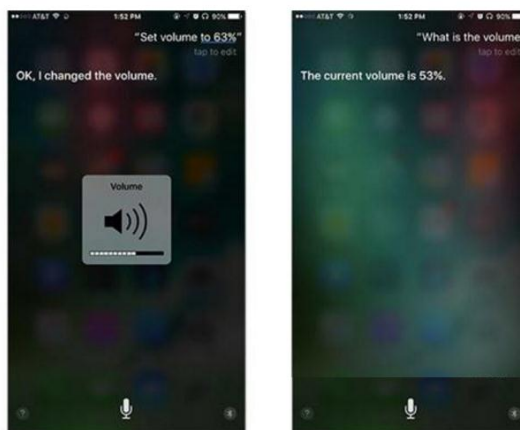


资料来源: 苹果官网, 方正证券研究所

耳机从有线向无线过渡, 一定程度上能解放双手, 这一点在 PC 用户上表现的更为明显。此外, 无线耳机的控制方面, 也与目前的人工智能潮流高度契合。苹果的 AirPods 就结合了语音交互系统, 只要向 Siri 下达指令, 便能调整音量或快进暂停, 使得这款耳机没有了线控, 也能自由控制音乐播放, 不过准确率还有待提升。随着语音识别技术日趋成熟, 无线耳机的用户体验将会得到更大提升。



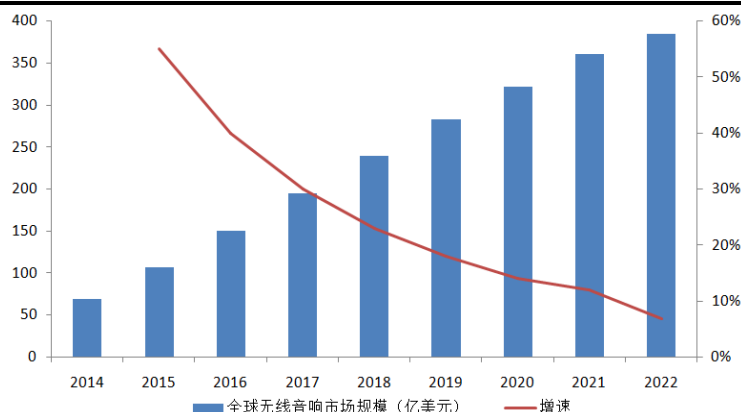
图表47： 通过 Siri 控制 AirPods 十分便利



资料来源：百度图片，方正证券研究所

根据 IDC 统计数据，2014 年全球无线音响市场规模 69 亿美元，2020 年有望达到 385 亿美元，年复合增长率将达到 24% 之多。去年 NPD 的市场数据也显示，2016 年上半年，美国市场无线蓝牙耳机成为耳机市场领跑者，蓝牙耳机产品销售额占比逐渐上升至占据耳机市场的 54%，销售量占据所有耳机产品的 17%，耳机无线化成为未来看点。

图表48： 全球无线音响市场规模 14-22 年 CAGR 高达 24%



资料来源：IDC，方正证券研究所

### 3.2.3 收购美特，整合妙笔有望再次生花

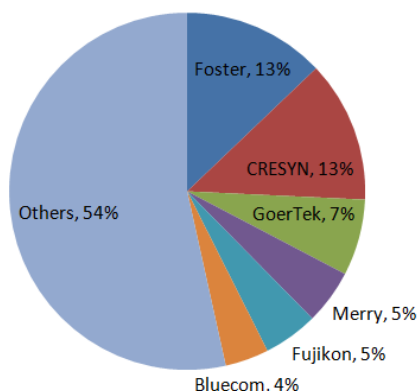
2016 年 8 月，公司投资苏州美特 5.3 亿元，并取得美特 51% 股权。美特是台湾美律集团子公司，美律是全球领先的电声零组件厂商，在 OEM 耳机市场大约占据 5% 的市场份额。苏州美特为其生产扬声器元件，主要客户为苹果，2016 年收入 7 亿左右，约占美律总收入的 30%，在苹果产品中市场份额约 7%。

美特的优势在于拥有深厚的技术底蕴和完善的产品控制体系，尤其对于仿真和总体过程控制，可以加快产品研发速度，缩短周期。同时，美律掌握声学产品的关键技术，如振膜、音圈、点胶、超声焊、注塑件等，目前声学产品的新技术已如期应用于硅胶音膜等产品。

美特的痛点在于零组件垂直整合和成本管控不足，这恰是立讯的强项。2015 年美特营收 6.4 亿，净利润仅 1189 万，净利率不足 2%，而行业平均超过 10%，弹性较大。我们认为立讯拥有优秀的整合并购

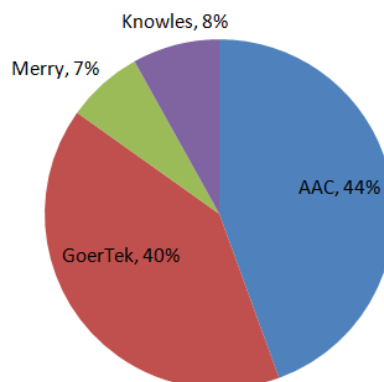
历史，此次控股苏州美特有望帮助美特实现有效的成本管控。

图表49: Merry 在 OEM 耳机市场竞争力较强



资料来源: 美律财报, 方正证券研究所

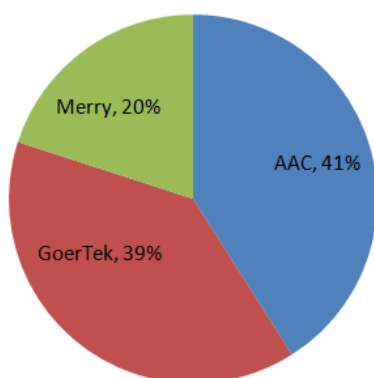
图表50: 15 年美律在苹果产品的市场份额还较小



资料来源: 美律财报, 方正证券研究所

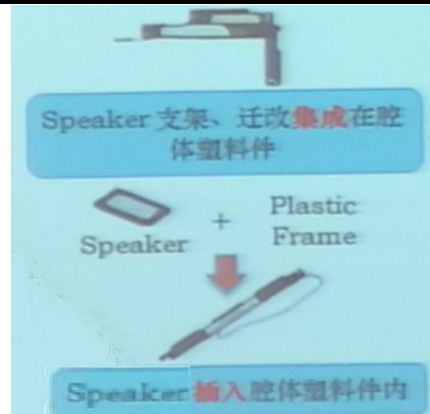
随着立讯的入主，美特在苹果产品的份额有望持续提升，并在后续导入非 A 客户，因为：1) 楼氏电子出局，苹果采取多元化供应商战略；2) 今年美特大规模导入柔性模组化/自动化生产整体效率提升，以及立讯的整合带来产品成本降低和综合良率提升。此外，立讯精密强大的天线设计、精密结构加工能力和美特突出的 speaker 单体、音腔设计加工能力相结合，将充分享受将充分受益音射频一体化和耳机无线化趋势。

图表51: 18 年美特在苹果份额有望提升至 20%



资料来源: 美律财报, 方正证券研究所

图表52: 声学天线腔体模组的两种方式



资料来源: 百度图片, 方正证券研究所

### 3.3 布局马达带来巨大想象空间

此外，公司还积极布局马达业务，为未来的成长埋下伏笔。16 年 iPhone7 取消传统的机械按键，利用震动马达 Taptic Engine 的触觉反馈模块来模拟机械按键效果，较于 iPhone6s 进行了较大的改进。因此，智能机振动马达方面也存在着较大的创新机会。公司在无线充电、终端天线、音射频一体化、马达布局领先，有望受益于新一轮创新浪潮。

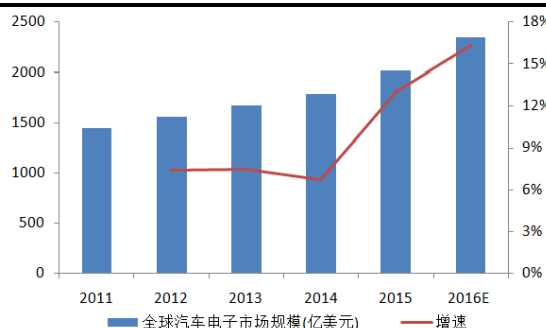
## 4 终端多元化：汽车电子、穿戴设备卡位已久，分享新终端蓝海市场可期

### 4.1 汽车电子、穿戴设备提供新终端蓝海

立讯精密传统强项在于台式机线束，PC 曾是公司连接器主战场，但从 2012 年起，全球 PC 出货量持续下滑，如今公司转战的消费电子市场增速也逐渐放缓，2016 年智能机出货量增速仅 2.3%。

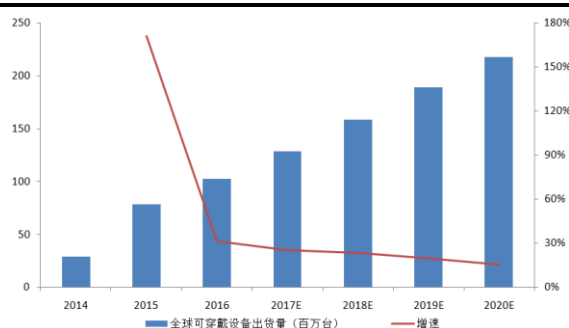
随着 5G 的推进，智能汽车、穿戴设备也将成为下一代计算平台，消费电子终端不再限于手机。2012 年以来，全球汽车电子市场规模保持 6% 以上的增速，2015 年同比 13%，有明显加速趋势。可穿戴市场则有更好的出货表现，根据 IDC 预测，2020 年可穿戴设备出货量有望达到 2.14 亿，16-20 年 CAGR 超过 20%。汽车电子和穿戴设备有望接力智能手机，推动电子行业持续发展，为公司产品提供广阔终端市场。

图表53： 全球汽车电子市场规模加速增长



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表54： 16-20 年可穿戴出货量 CAGR20% 以上



资料来源：IDC，方正证券研究所

### 4.2 自建与外延结合，铸就跨界高成长能力

公司综合集团内部所有事业单位成熟的技术工艺及研发成果，谋求在汽车行业的跨界应用。重点在新型线束产品、车载智能终端、穿戴式设备、高频信号接收与传输、电源控制与管理、48V 系统周边等产品。2011 年设立昆山立讯，基于昆山立讯已经建成的注塑冲压等工艺能力，继续发展车用连接器、线束、复杂成形及其组件等产品线。

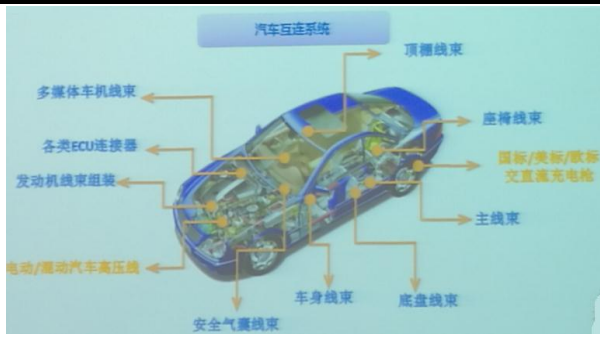
同时，公司紧扣汽车工业发展主题，寻求适合的外部投资机会，2012 年收购福建 FJK，联姻世界第二大汽车线束生产商住友电装，利于公司技术积累和管理经验的提升，立讯借此也切入住友日系订单。

图表55： 立讯精密成长策略



资料来源：方正证券研究所整理

图表56： 汽车互联系统



资料来源：百度图片，方正证券研究所

图表57： 整车线束产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

2013 年收购德国 SUK, SUK 是宝马奔驰的门锁等塑胶件核心供应商, 拥有 Mu-Cell 超临界微发泡成形等轻量化技术, 公司也因此拿到优质德国客户的供应商资质。

图表58： 汽车机构件产品应用丰富



资料来源：百度图片，方正证券研究所

图表59： 机构件产品

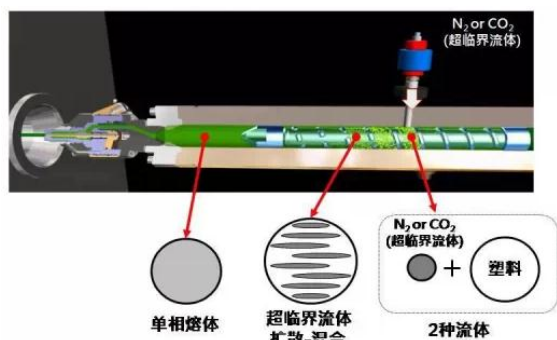


资料来源：公司网站，方正证券研究所

Mu-Cell 工艺是将超临界流体 ( $N_2$  或  $CO_2$ ) 注入射出机料管中, 透过螺杆将超临界流体与塑料混炼成均匀流体。超临界流体与熔融态高分子均匀混合物在射出过程中因为瞬间压降造成热力学不平衡, 使得流体进入模穴后气体得以从熔融态塑料当中扩散成核并长成均匀微细气泡。含有微细气泡的塑料经模具冷却固化得到微细发泡成品。

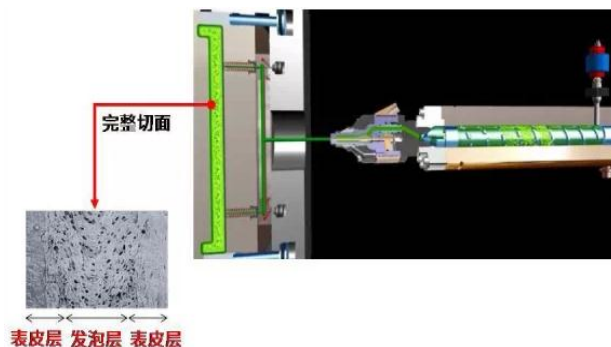


图表60: 流体混合过程



资料来源: 高分子网, 方正证券研究所

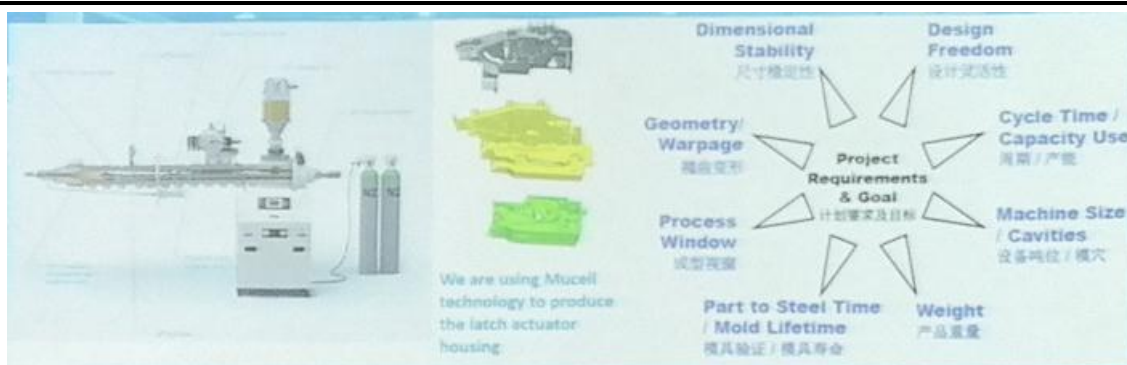
图表61: 注塑成型过程



资料来源: 高分子网, 方正证券研究所

Mu-Cell 技术能省去传统制程的保压阶段而节省制程周期时间, 平均缩短 20%的周期, 同时解决传统射出产品不均匀收缩与翘曲变形等问题, 大幅提升产品尺寸精度。另外, Mu-Cell 产品因使用气体作为发泡媒介而兼具制程环保、产品轻量化(减重 10%以上)的优点且产品塑料可回收, 被广泛用于各种产业制造中, 尤其是汽车行业。

图表62: Mu-Cell 超临界微发泡成形技术优势



资料来源: 微注塑, 方正证券研究所

此外, 在 2014 年, 公司收购苏州丰岛, 定位外观机构件及机电模组的开发, 面向可穿戴和智能家居市场。公司在汽车电子、穿戴设备卡位已久, 汽车电子拥有奔驰宝马等一大批优质客户, 表带也已为 Apple Watch 供货, 将充分分享新终端的蓝海市场。

图表63: 立讯为苹果提供表带



资料来源: 苹果官网, 方正证券研究所

## 5 盈利预测和投资建议

我们认为公司业务布局契合消费电子“三大”趋势：高速高频化、无线化、终端多元化趋势，短期受益天线、声学、无线充电业务放量，中长期受益 Type-C 连接器渗透率提升带来的业绩增量。预计公司 16-18 年净利润为 11.6、17.8 和 24.4 亿元，EPS 为 0.55、0.84 和 1.15 元，对应 PE 46、30 和 22 倍，考虑到公司高速成长性，给予“强烈推荐”评级。

图表64： 同类公司估值比较

排名	代码	证券简称	市盈率PE		
			TTM	16E	17E
3	002475.SZ	立讯精密	45.81	44.76	29.32
沪深(5)					
		最高值	125.49	130.11	33.62
		中位值	45.81	103.57	26.20
1	002384.SZ	东山精密	125.49	130.11	26.20
2	300083.SZ	劲胜精密	98.12	103.57	33.62
4	300115.SZ	长盈精密	38.38	--	25.95
5	002179.SZ	中航光电	31.42	--	24.34

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表65： 立讯精密盈利预测简表

	2015	2016E	2017E	2018E
合计	101.4	137.0	185.5	239.0
YoY		35.1%	35.4%	28.8%
综合毛利率	22.9%	22.7%	23.4%	23.9%
净利率	10.6%	8.5%	9.6%	10.2%
净利润	10.8	11.6	17.8	24.4
消费电子连接器	44.1	65.1	94.1	133.5
YoY		47.6%	44.5%	41.9%
毛利率	22.9%	22.6%	23.7%	24.4%
电脑连接器	37.8	44.9	57.4	61.5
YoY		18.8%	27.8%	7.1%
毛利率	24.4%	24.1%	24.4%	24.7%
汽车连接器	8.5	10	12	16
YoY		17.6%	20.0%	33.3%
毛利率	14.3%	14.4%	14.7%	14.9%
通讯连接器	7	11	15	20
YoY		57.1%	36.4%	33.3%
毛利率	25.4%	25.3%	25.5%	25.8%
其他	4	6	7	8
YoY		50.0%	16.7%	14.3%
毛利率	22.9%	22.7%	22.7%	22.9%

资料来源：Wind，方正证券研究所

## 6 风险提示

1) 苏州美特整合不及预期；2) 5G 通信推进缓慢；3) 声学组件、天线、无线充电模组市场格局变化。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	7043.24	6856.26	11670.09	13395.88	<b>营业总收入</b>	10139.49	13700.04	18550.00	23900.00
现金	2042.45	829.91	3743.16	3281.30	营业成本	7819.36	10590.13	14209.30	18187.90
应收账款	2901.10	3589.66	4782.03	6211.73	营业税金及附加	52.79	104.12	110.87	143.40
其它应收款	69.79	101.25	129.76	171.91	营业费用	167.35	260.30	324.63	382.40
预付账款	62.56	75.61	107.57	133.77	管理费用	919.95	1380.96	1725.15	2162.95
存货	1508.57	1774.00	2402.96	3061.27	财务费用	-36.24	14.20	4.90	8.90
其他	458.77	485.83	504.60	535.91	资产减值损失	8.05	10.00	11.00	12.00
<b>非流动资产</b>	4543.81	4215.88	4476.91	4658.00	公允价值变动收益	0.82	0.00	0.00	0.00
长期投资	142.60	142.60	142.60	142.60	投资净收益	-2.10	13.73	9.34	6.99
固定资产	3084.25	3400.86	3642.42	3813.36	<b>营业利润</b>	1206.95	1354.05	2173.49	3009.44
无形资产	1075.86	431.31	450.79	460.94	营业外收入	93.35	99.13	89.00	97.00
其他	241.10	241.10	241.10	241.10	营业外支出	7.72	6.90	6.80	6.70
<b>资产总计</b>	11587.05	11072.14	16147.00	18053.89	<b>利润总额</b>	1292.58	1446.28	2255.69	3099.74
<b>流动负债</b>	5524.40	1748.39	7048.40	4441.47	所得税	160.97	185.20	280.83	385.92
短期借款	2664.99	-2000.00	2200.00	-1800.00	<b>净利润</b>	1131.61	1261.09	1974.86	2713.82
应付账款	2109.92	2673.44	3529.25	4554.45	少数股东损益	53.10	99.65	191.73	272.78
其他	749.49	1074.95	1319.15	1687.01	<b>归属母公司净利润</b>	1078.51	1161.44	1783.12	2441.04
<b>非流动负债</b>	183.68	183.68	183.68	183.68	<b>EBITDA</b>	1522.49	1718.47	2610.66	3518.59
长期借款	139.76	139.76	139.76	139.76	<b>EPS (元)</b>	0.51	0.55	0.84	1.15
其他	43.92	43.92	43.92	43.92					
<b>负债合计</b>	5708.08	1932.08	7232.08	4625.15	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	351.49	451.13	642.87	915.65	<b>成长能力</b>				
股本	1257.48	1257.48	1257.48	1257.48	营业收入	0.39	0.35	0.35	0.29
资本公积	1904.15	1904.15	1904.15	1904.15	营业利润	0.50	0.12	0.61	0.38
留存收益	2528.71	3690.15	5473.27	7914.32	归属母公司净利润	0.71	0.08	0.54	0.37
归属母公司股东权益	5527.49	6819.87	8602.99	11044.04	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	11587.05	9203.08	16477.94	16584.83	毛利率	0.23	0.23	0.23	0.24
					净利率	0.11	0.08	0.10	0.10
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	ROE	0.20	0.17	0.21	0.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>487.40</b>	<b>1396.70</b>	<b>1529.25</b>	<b>2338.09</b>	ROIC	0.16	0.26	0.24	0.38
净利润	1131.61	1261.09	1974.86	2713.82	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	342.45	353.95	430.61	495.24	资产负债率	0.49	0.21	0.44	0.28
财务费用	-30.09	14.20	4.90	8.90	净负债比率	0.53	-0.25	0.29	-0.14
投资损失	2.10	-13.73	-9.34	-6.99	流动比率	1.27	3.92	1.66	3.02
营运资金变动	-954.59	-136.58	-800.57	-794.59	速动比率	1.00	2.91	1.31	2.33
其他	-4.08	-82.23	-71.20	-78.30	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1231.49</b>	<b>69.95</b>	<b>-611.10</b>	<b>-591.05</b>	总资产周转率	0.95	1.21	1.36	1.40
资本支出	-1002.69	56.22	-620.44	-598.04	应收账款周转率	3.94	0.96	1.73	2.36
长期投资	-255.58	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.31	1.26	2.38	3.10
其他	26.78	13.73	9.34	6.99	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>477.71</b>	<b>-2679.19</b>	<b>1995.10</b>	<b>-2208.90</b>	每股收益	0.51	0.55	0.84	1.15
短期借款	0.00	-2664.99	2000.00	-2200.00	每股经营现金	0.23	0.66	0.72	1.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.61	3.22	4.06	5.21
普通股增加	130.94	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0.00	-33.17	-5.48	-11.31	P/E	62.81	46.18	30.08	21.97
其他	346.76	18.97	0.58	2.41	P/B	12.25	7.86	6.23	4.86
<b>现金净增加额</b>	<b>-266.38</b>	<b>-1212.54</b>	<b>2913.25</b>	<b>-461.86</b>	EV/EBITDA	26.98	13.70	9.51	6.05

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com