

# 国内领先的的电子代工企业

## 卓翼科技 (002369) 深度报告

### 投资要点：

- ◆ **公司是国内领先的电子代工企业。**公司提供网络通讯和消费电子类产品的合约制造服务，产品市场占有率名列行业前端，目前已成为国内知名企业华为、中兴、华硕、联想等合作伙伴，是国内行业的领军企业。
- ◆ **电子制造代工服务业处于上升周期。**电子制造代工服务业近年取得了很大发展，国内巨大的消费市场为本土企业的持续发展提供了良好的环境，同时全球电子制造产能向中国的转移，本土企业有望实现更大的发展。
- ◆ **公司拥有成本控制和快速响应的优势。**公司相比同行拥有成本优势和快速响应客户两大优势：公司毛利率和期间费用率控制能力在国内外处于领先水平，对客户的服务响应能力也优于竞争对手。
- ◆ **公司踏准了产业发展的大节拍。**网络通讯终端将受益宽带建设大潮，消费类电子产品也方兴未艾，公司的产品踏准了产业未来几年的发展节拍。
- ◆ **公司拓展大客户取得重大进展。**公司坚持大客户拓展战略，在网络通讯终端业务上拓展了华为、中兴和上海贝尔三大客户，在手机业务上与联想达成战略合作关系，在智能电视wifi模块业务上通过三星的认证且已经批量出货，拓展大客户取得重大进展。
- ◆ **看好公司未来业绩增长，维持“推荐”评级。**随着新产品的导入，公司步入新的上升周期，预计12/13/14年营收为14.4亿、20.5亿和30亿，每股收益0.45、0.60和0.85元，相对于2月18日收盘价的PE分别为34倍、26倍和18倍，维持公司“推荐”评级。

### 公司主要财务指标预测表

|               | 2010A  | 2011A    | 2012E    | 2013E    |
|---------------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 870.54 | 1,237.60 | 1,444.89 | 2,048.28 |
| 同比%           | 0.68   | 42.16    | 16.75    | 41.76    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 73.95  | 98.50    | 109.09   | 143.03   |
| 同比%           | 0.49   | 33.19    | 10.76    | 31.11    |
| 毛利率%          | 13.66  | 13.22    | 14.50    | 14.00    |
| ROE%          | 12.82  | 12.82    | 8.25     | 10.26    |
| 每股收益(元)       | 0.74   | 0.49     | 0.45     | 0.60     |
| 每股净资产(元)      | 7.40   | 3.84     | 5.51     | 5.81     |
| 市盈率(倍)        | 20.92  | 31.41    | 34.03    | 25.96    |
| 市净率(倍)        | 2.09   | 4.03     | 2.81     | 2.66     |

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

**推荐** (维持)

**风险评级：较高风险**

2013年2月19日

**郑磊**

SAC 执业证书编号：  
S0340512080002

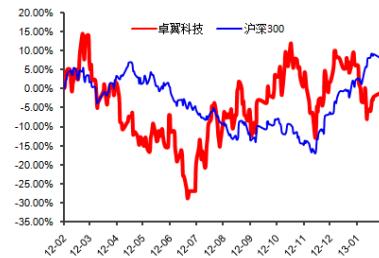
**研究助理：雷志勇**

电话：0769-22110619  
lzyong@dgzq.com.cn

**主要数据 2013年2月18日**

|           |        |
|-----------|--------|
| 收盘价(元)    | 15.47  |
| 总市值(亿元)   | 37.13  |
| 总股本(百万股)  | 240.00 |
| 流通股本(百万股) | 72.43  |
| ROE (TTM) | 7.20%  |
| 12月最高价(元) | 18.30  |
| 12月最低价(元) | 10.99  |

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

### 相关报告

传统业务稳定，新导入业务初见成效

2013年2月4日

## 目录

|     |                                 |    |
|-----|---------------------------------|----|
| 1   | 公司是国内领先的电子制造代工企业 .....          | 4  |
| 1.1 | 公司提供网络通讯类和消费电子类产品的合约制造服务 .....  | 4  |
| 1.2 | 公司主要业务模式是 ODM 和 EMS .....       | 4  |
| 1.3 | 公司业务存在一定的季度周期性 .....            | 6  |
| 1.4 | 公司是国内电子制造代工服务的领先者 .....         | 7  |
| 2   | 电子制造代工服务业处于快速发展期 .....          | 7  |
| 2.1 | 全球市场有望在 2014 年达到 4700 亿美元 ..... | 7  |
| 2.2 | 国内电子制造代工服务业务增速领先全球 .....        | 8  |
| 2.3 | 行业竞争格局有利于国内二、三级厂商 .....         | 9  |
| 2.4 | 行业利润率水平将保持平稳 .....              | 10 |
| 3   | 公司拥有成本控制和快速响应的优势 .....          | 10 |
| 3.1 | 拥有出众的成本控制能力 .....               | 10 |
| 3.2 | 具备快速响应客户的优势 .....               | 11 |
| 4   | 公司踏准了产业发展的大节拍 .....             | 11 |
| 4.1 | 公司主业是网络通讯终端和消费类电子产品 .....       | 11 |
| 4.2 | 网络通讯终端将长期受益国内宽带建设 .....         | 12 |
| 4.3 | 便携类消费电子产品将迎来高速增长 .....          | 14 |
| 5   | 公司拓展大客户取得重大进展 .....             | 16 |
| 5.1 | 坚定不移的执行大客户拓展战略 .....            | 16 |
| 5.2 | 公司已成功拓展下游主要大客户 .....            | 16 |
| 5.3 | 重复昨日的故事：站上巨人的肩膀获得高成长 .....      | 18 |
| 6   | 财务分析和盈利预测 .....                 | 19 |
| 6.1 | 经营预测 .....                      | 19 |
| 6.2 | 估值及投资评级 .....                   | 21 |
| 7   | 风险提示 .....                      | 22 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 公司的主要产品是网络通讯终端和消费电子产品.....                    | 4  |
| 图表 2: 电子制造代工服务的客户是品牌商、渠道商和运营商.....                  | 5  |
| 图表 3: 电子制造代工服务的三种业务模式.....                          | 5  |
| 图表 4: 公司产品收入主要来自 ODM 和 EMS .....                    | 5  |
| 图表 5: 公司 2006-2011 业务收入稳步增长 .....                   | 6  |
| 图表 6: 公司年度业务收入存在一定的季度周期性.....                       | 6  |
| 图表 7: 电子制造外包业务覆盖多个领域 .....                          | 7  |
| 图表 8: 全球电子制造代工服务的大型品牌商.....                         | 8  |
| 图表 9: 2014 年全球电子外包行业收入有望达 4700 亿美元.....             | 8  |
| 图表 10: 全球主要电子制造代工服务企业已进驻中国.....                     | 8  |
| 图表 11: 我国电子信息规模以上企业收入 (2007-2012) .....             | 9  |
| 图表 12: 二、三级电子代工厂商快速成长.....                          | 10 |
| 图表 13: 公司拥有出色的成本控制能力.....                           | 10 |
| 图表 14: 卓翼科技具备快速响应客户的优势.....                         | 11 |
| 图表 15: 公司营业收入 (左) 和利润 (右) 按产品分类构成 (2009-2012) ..... | 11 |
| 图表 16: 我国宽带接入用户数据 (2004-2012) .....                 | 12 |
| 图表 17: 我国宽带用户渗透率低于世界平均水平.....                       | 12 |
| 图表 18: 亚太地区主要国家 2012Q3 网络接入速率及排名 .....              | 12 |
| 图表 19: 各种高带宽的数据需求将驱动宽带建设提速.....                     | 13 |
| 图表 20: 我国 FTTx 用户增长预测 .....                         | 14 |
| 图表 21: 我国宽带接入用户 2016 年将达 2.6 亿户.....                | 14 |
| 图表 22: 我国手机用户 2013 年有望达到 12.5 亿户.....               | 14 |
| 图表 23: 我国智能手机平均价格将不断下调.....                         | 15 |
| 图表 24: 我国智能手机用户将大幅增长.....                           | 15 |
| 图表 25: 各大 IT 巨头纷纷推出平板产品.....                        | 15 |
| 图表 26: 全球平板出货量增长迅猛 (百万) (2011Q4-2012Q4) .....       | 16 |
| 图表 27: 公司坚定不移的执行大客户拓展战略.....                        | 16 |
| 图表 28: 华为、中兴和阿郎占据全球宽带网络接入设备的前三.....                 | 17 |
| 图表 29: 公司与华为、中兴和上海贝尔建立了良好合作关系.....                  | 17 |
| 图表 30: 三星电视出货量将持续上升 .....                           | 17 |
| 图表 31: 三星拥有庞大的电子产品线, 和公司有进一步合作空间.....               | 17 |
| 图表 32: 联想手机出货量和排名有望创新高.....                         | 18 |
| 图表 33: 成功拓展华为后公司收入快速增长 .....                        | 18 |
| 图表 34: ADSL 在 2015 年前继续保持增长 .....                   | 19 |
| 图表 35: 公司 xDSL 业务将保持平稳 .....                        | 19 |
| 图表 36: FTTx 用户 2013-2016 年保持高速增长 .....              | 19 |
| 图表 37: PON 业务保持 50% 的增速 .....                       | 19 |
| 图表 38: wifi 模块和智能终端是未来主要增长点 .....                   | 20 |
| 图表 39: 毛利率和期间费用率未来 3 年保持在合理水平 .....                 | 20 |
| 图表 40: 收入按产品分类预测 (百万元) .....                        | 21 |
| 图表 41: 主要财务指标预测 .....                               | 21 |

## 1 公司是国内领先的电子制造代工企业

### 1.1 公司提供网络通讯类和消费电子类产品的合约制造服务

公司提供网络通讯终端和消费类电子产品的合约制造代工服务，目前通讯网络终端及音视频类产品市场占有率名列行业前端，已成为华为、中兴、联想等合作伙伴，为客户提供 OEM/ODM/EMS 合约制造服务，相关的业务已拓展到海外市场，产品遍及世界各地，是国内领先的电子制造代工企业。

图表 1：公司的主要产品是网络通讯终端和消费电子产品

---

#### 一、网络通讯终端类：

---

DSL 宽带接入设备



无线路由器、数据卡



以太网交换机



---

#### 二、便携式消费电子类：

---

音频产品



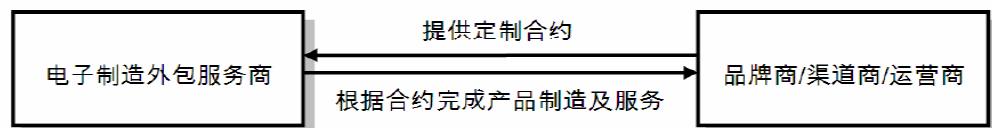
移动手持终端



数据来源：公司网站、东莞证券研究所

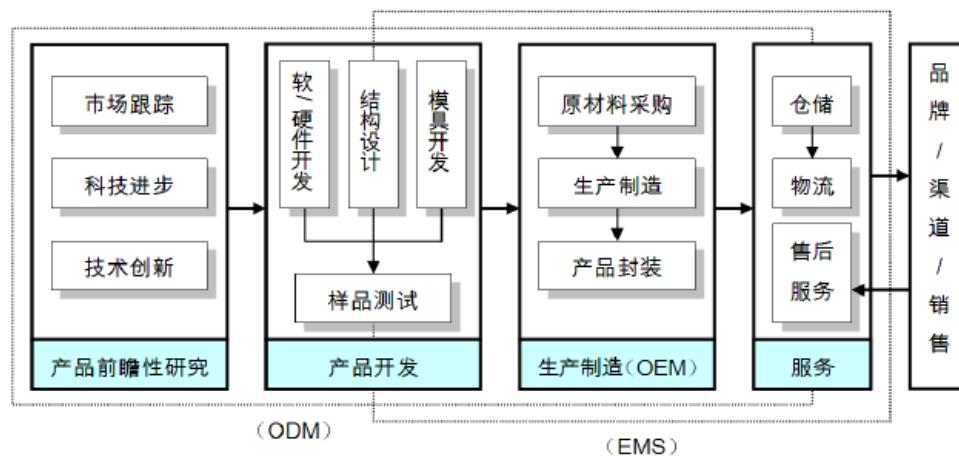
### 1.2 公司主要业务模式是 ODM 和 EMS

**电子制造代工服务有利于提高效率。**在传统的电子制造业中，厂商自身完成从产品开发设计、原材料采购到产品的生产制造等环节，并用自身的品牌进行产品销售。随着市场的不断发展和市场竞争激烈程度的提高，生产厂商为达到扩大市场份额、有效降低生产成本、迅速扩大产品产能、缩短新品开发时间等目的，逐步将产品的生产制造和开发设计等工作外包给其他企业完成，而自身开始将发展重点逐步移向品牌经营与渠道建设。由此，电子制造产业出现了品牌商和电子制造代工服务商的专业分工格局。目前电子制造代工服务商的主流客户为品牌商、大型渠道商和运营商等。

**图表 2：电子制造代工服务的客户是品牌商、渠道商和运营商**


数据来源：公司招股说明书、东莞证券研究所

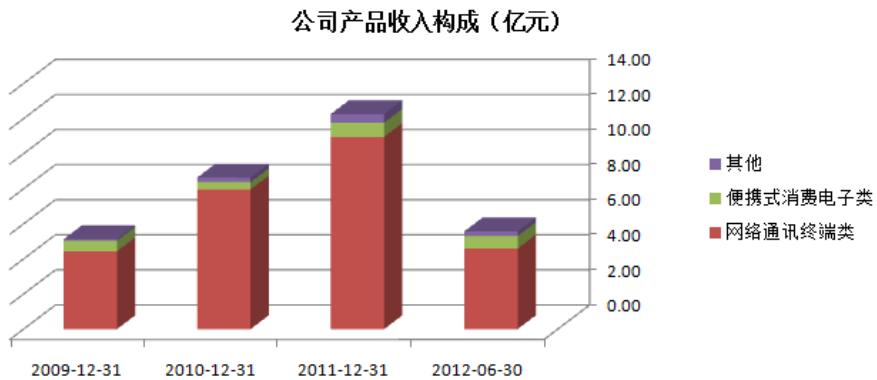
电子制造外包业务有 **OEM**、**ODM** 和 **EMS** 三种模式。**OEM** 模式下，企业为品牌商提供的仅是产品制造服务（来料加工）；**EMS** 模式下，企业为品牌商提供的服务包括原材料的采购、产品的制造和相关的物流配送、售后服务等环节；**ODM** 模式下，企业为品牌商提供的服务包括从市场研究、产品设计开发、原材料采购一直到产品制造。

**图表 3：电子制造代工服务的三种业务模式**


数据来源：公司招股说明书、东莞证券研究所

公司目前的主要业务模式是 **ODM** 和 **EMS**。公司的 xDSL 调制解调器、便携式音视频等产品的开发设计工作全部自主完成，并负责相应的原材料采购、产品制造与配送服务，具有明显的 **ODM** 业务模式特征；公司的其他产品如手持式 GPS 卫星导航设备、数字电视机顶盒等，目前提供的服务除生产制造外还包括部分设计及验证、原材料采购和配送服务等，具有明显的 **EMS** 业务模式特征。公司和联想合作的手机业务属于 **OEM** 模式。公司同时涉及三种业务模式，但从收入占比及未来的发展定位来看，公司的主要业务模式是 **ODM** 和 **EMS**。

**图表 4：公司产品收入主要来自 ODM 和 EMS**

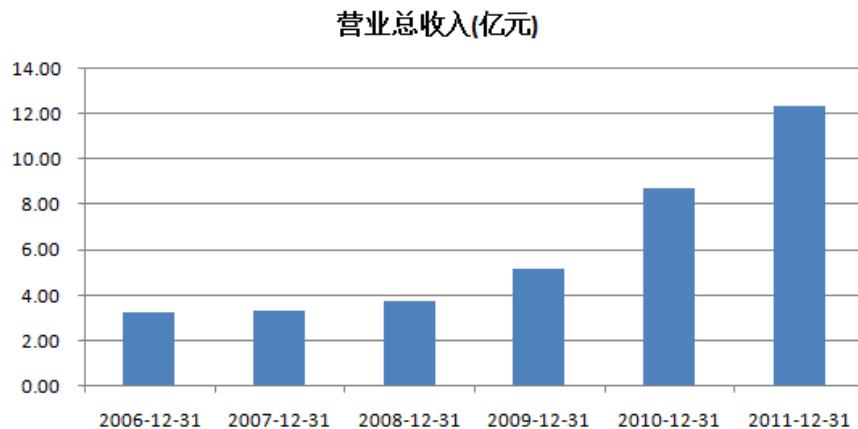


数据来源：公司公告、东莞证券研究所

### 1.3 公司业务存在一定的季度周期性

公司业务年度周期性不明显。电子制造代工服务业所涉及的产品领域十分广泛，核心生产设备 SMT 具有较强的通用性，因此电子制造代工服务业受某个应用领域周期性波动的影响较小，行业本身没有明显的周期性特征。近年行业处于上升阶段，公司收入一直稳步上升，即便在 2009 年全球经济低迷期也获得了同比 2008 年 37.5% 的增长。

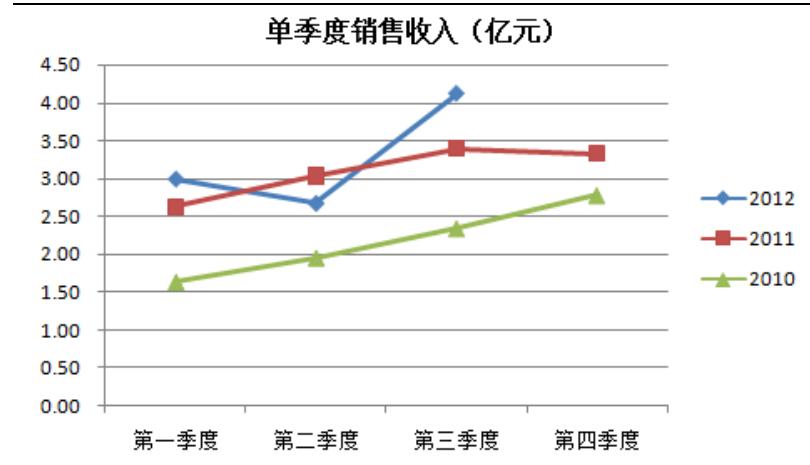
**图表 5：公司 2006-2011 业务收入稳步增长**



数据来源：公司年报、东莞证券研究所

单个季度的定单和收入具有一定的周期性。每年一季度和二季度为淡季，三季度开始增长，四季度为每年的最高峰。这是因为公司提供的主要产品为网络通讯终端产品和消费电子产品两类，消费电子产品主要销售区域在北美（美国和加拿大等地），每年的圣诞节前后为此类产品的国际市场销售旺季，并在次年的一季度转入淡季，因此存在较为明显的季节性周期特征。

**图表 6：公司年度业务收入存在一定的季度周期性**



数据来源：公司公告、东莞证券研究所

### 1.4 公司是国内电子制造代工服务的领先者

公司是国内电子制造代工服务行业的领先企业之一。从市场格局来看，目前国内电子制造代工服务行业的一线公司绝大部分是国际级公司和中国台湾公司在大陆投资设立的三资企业。目前本土企业在同外资企业的竞争中还处于弱势地位，但是国内巨大的消费市场、不断增长的技术与管理人才队伍、丰富的低成本劳动力等优势为本土企业的持续发展提供了良好的环境。

现阶段国内从事电子制造代工服务的内资厂商规模普遍偏小，只有少数企业具有较大的经营规模，公司在注册资本、生产与经营规模、研发与设计能力、生产工艺与技术装备、产品的整体制造能力与精密制造能力、大客户服务能力、产品种类与客户构成、员工数量等方面均处于国内同行中较为靠前的位置，属于内资中的领先企业。

## 2 电子制造代工服务业处于快速发展期

### 2.1 全球市场有望在 2014 年达到 4700 亿美元

电子制造外包正覆盖越来越多的行业。随着电子制造外包业务模式的日益成熟，代工服务商服务能力不断提升，全球电子制造代工行业服务领域越来越广，外包总量逐年递增。目前电子制造代工服务已经覆盖了家用电器、网络通讯、消费电子、汽车电子、医疗设备、航空航天等多个领域。

**图表 7：电子制造外包业务覆盖多个领域**



数据来源：东莞证券研究所

全球大型电子品牌均开始外包自有产品。随着电子行业竞争的日趋激烈，品牌商通过将电子制造业务进行外包，进一步聚焦自身优势产业，提升核心竞争力已经成为其实现持续发展的必然选择。全球的大型电子品牌商均已成为电子代工厂商的服务对象。

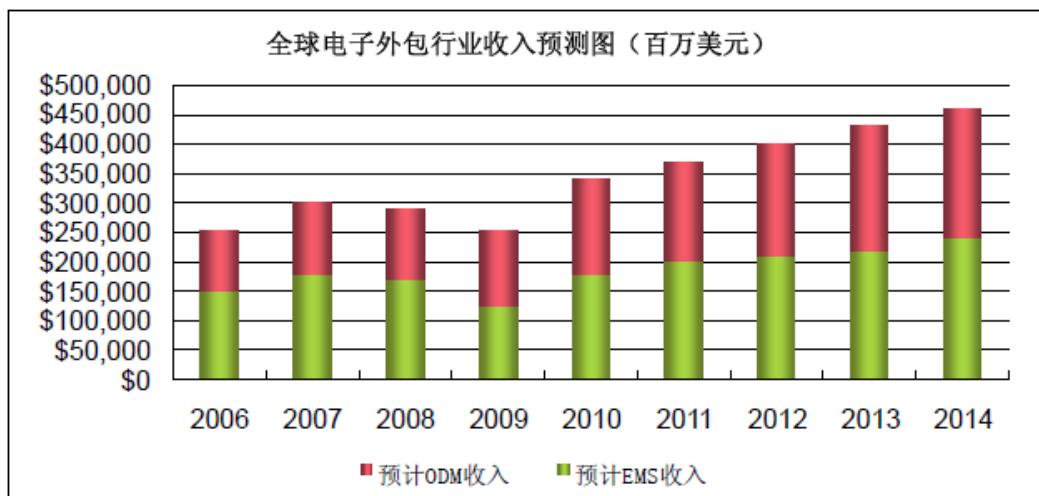
图表8: 全球电子制造代工服务的大型品牌商



数据来源: 东莞证券研究所

市场研究机构iSuppli 报告称2010年全球电子制造外包总量为3,470 亿美元, 预期该产业将保持相对较高的扩张速度, 至2014 年该产业的营业收入将达到4,723 亿美元。

图表 9: 2014 年全球电子外包行业收入有望达 4700 亿美元



数据来源: iSuppli, 东莞证券研究所

## 2. 2 国内电子制造代工服务业务增速领先全球

全球主要电子制造代工服务企业均已进驻中国。近年中国大陆的电子制造产业发展迅猛, 凭借良好的投资环境、高素质的管理和技术人才、廉价的劳动力等显著优势, 成为全球电子制造外包业务迁移的重点地区, 如富士康、伟创力、Jabil 等全球排名领先的电子制造代工服务企业纷纷到中国大陆投资设厂。

图表 10: 全球主要电子制造代工服务企业已进驻中国

富士康中国工厂 (全球第一)



伟创力中国工厂 (全球第二)



数据来源: 东莞证券研究所

中国正成为全球电子制造的主要生产基地。随着国际级公司的进入和本土企业的崛起, 中国大陆已成为全球电子制造外包业务最重要的区域。中国电子产业不仅拥有巨大的国内市场, 同时还是电子产品的全球制造大国, 使得中国正在成为全球电子制造

的主要生产基地之一，并由此促进了中国电子制造产业的快速增长。根据工业和信息化部统计：2012 年，我国规模以上电子信息产业销售收入规模 8.5 万亿元，同比增长 13.5%。

**图表 11：我国电子信息规模以上企业收入（2007-2012）**



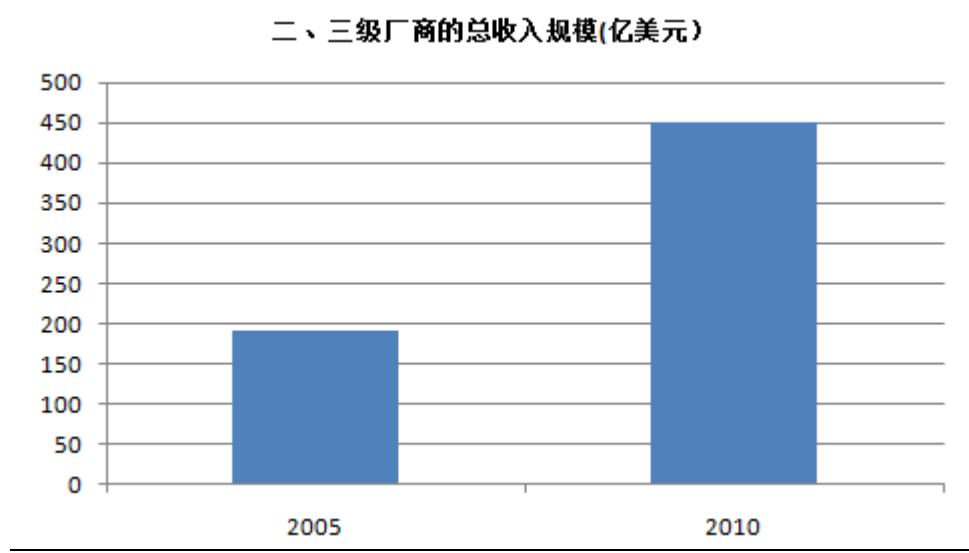
数据来源：工信部，东莞证券研究所

国内电子制造代工产业增速高于全球平均水平。市场调研机构 iSuppli 公司预测，中国在世界电子信息产业市场中所占份额将由 2010 年的 18.83% 提高到 2013 年的 20.31%。中国的整体电子制造营业收入将继续增长，到 2013 年将达到 2,140 亿美元，复合年增长率为 8.2%，高于世界平均水平。

### 2.3 行业竞争格局有利于国内二、三级厂商

国内电子制造代工服务行业近年来取得了很大发展，这种增长主要还是来源于全球电子制造产能向中国的转移。尽管目前本土企业在同外资企业的竞争中还处于弱势地位，但是国内巨大的消费市场、不断增长的技术与管理人才队伍、丰富的低成本劳动力等，将为本土企业的持续发展提供了良好的环境。

在网络通讯终端设备、便携式消费电子产品等领域，本土企业有望实现更大的发展。根据 iSuppli 的调研，2010 年全球范围内电子制造代工服务行业中的二、三级厂商的总收入规模从 2005 年的 191 亿美元增长到约 450 亿美元，其中一定比例的市场份额被一部分具备规模优势与综合服务能力的中国本土企业占据。这些本土企业有望在未来几年内实现快速增长，成为国内电子制造代工服务行业的主要厂商。

**图表 12：二、三级电子代工商快速成长**


数据来源：iSuppli，东莞证券研究所

## 2.4 行业利润率水平将保持平稳

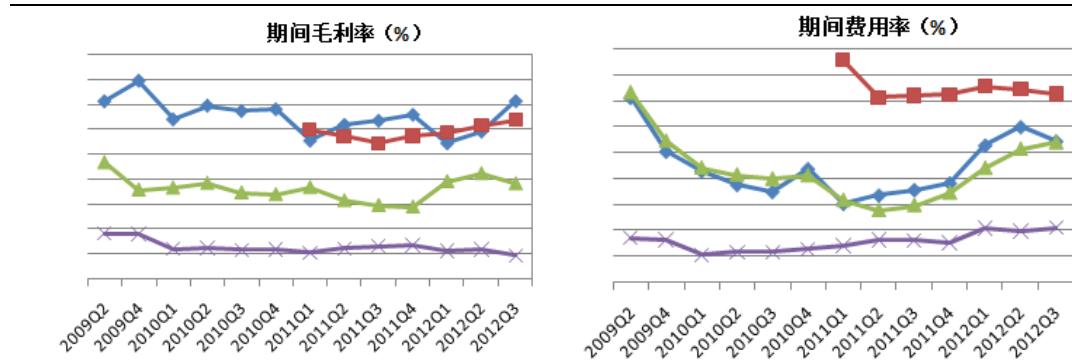
据 iSuppli 的分析，全球电子制造代工服务行业的毛利率水平在 5% 到 10% 左右，其中 EMS 行业的毛利率目前基本稳定在 5% 到 8%，ODM 行业的毛利率在 5% 到 11% 水平上，且在未来几年内仍将保持上述毛利率水平。

目前国内电子制造代工服务行业具有劳动力成本低、租金成本低等优势，企业的平均毛利率水平略高于全球平均水平，国内优势企业的毛利率水平估计能达到 10% 以上，其中 ODM 企业的毛利率又略高于 EMS 企业。预计未来几年内国内电子制造代工服务行业的利润水平将保持相对较为稳定的状况。

## 3 公司拥有成本控制和快速响应的优势

### 3.1 拥有出众的成本控制能力

电子产品的市场已实现充分竞争，市场需求形成并逐步扩大后，产品价格会有一定程度的下降。对产品生产厂商尤其是代工服务厂商而言，这一市场特征决定了谁在成本控制方面更出色，谁就具有更强的定单承接能力与盈利能力。公司经过数年的经营积累，在成本控制方面形成了较强的优势。与国内同行相比，卓翼科技的毛利率水平明显领先，期间费用控制能力也处于上游。

**图表 13：公司拥有出色的成本控制能力**


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

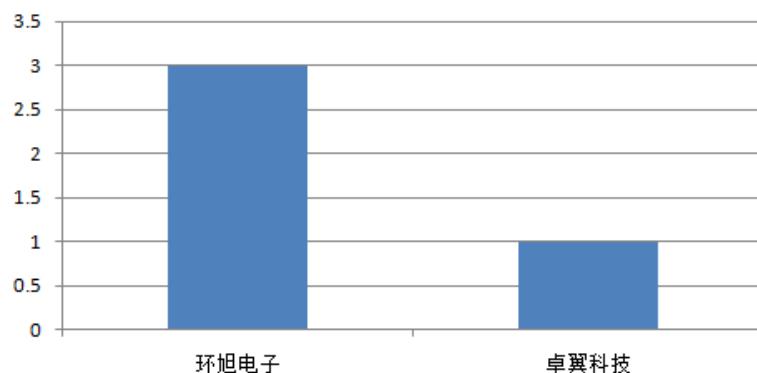
### 3.2 具备快速响应客户的优势

国际大型的电子制造代工服务企业，对设备和技术进行了巨额的投入，在高端产品、大型设备领域为客户提供“大规模定制服务”是其强项。在相对批量较小、响应要求快的中低端电子产品、消费电子产品等领域，其并不占太多优势。

公司通过对产线的合理布局并辅以自主研发的产品质量检测设备，有效提升了生产效率，大大缩短了不同产品下线生产的切换时间，增强了对各类定单的适应能力，能够快速响应客户需求，根据定单快速组织生产并实现及时交货。相对国际同行中的大型公司，公司具有一定的快速响应及灵活性优势。从与环旭电子对客户需求的确认时间来对比，公司的响应明显优于环旭电子。

**图表 14：卓翼科技具备快速响应客户的优势**

**客户需求确认时间（天）**



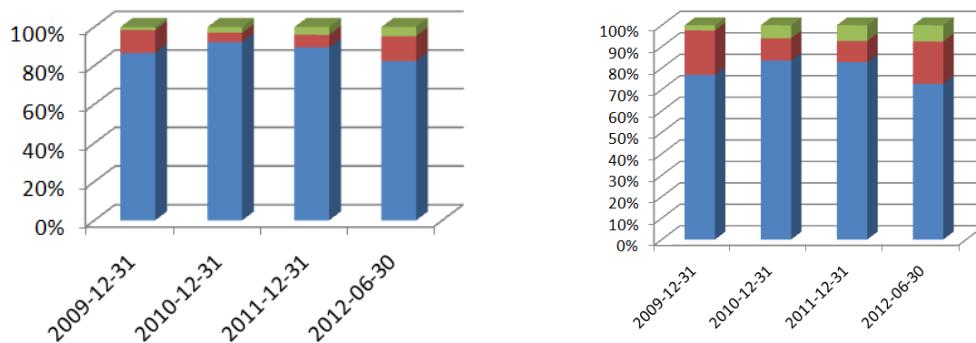
数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

## 4 公司踏准了产业发展的大节拍

### 4.1 公司主业是网络通讯终端和消费类电子产品

公司的主要设计和制造网络通讯终端和消费类电子产品，这两类业务占公司营业收入 90%以上。受宽带建设和消费电子热潮驱动，未来几年是网络通讯产品和消费电子产品的快速发展阶段，公司挑选这两类产品作为主营可谓踏准了产业发展的大节拍。

**图表 15：公司营业收入（左）和利润（右）按产品分类构成（2009-2012）**



■ 其他    ■ 便携式消费电子类    ■ 网络通讯终端类

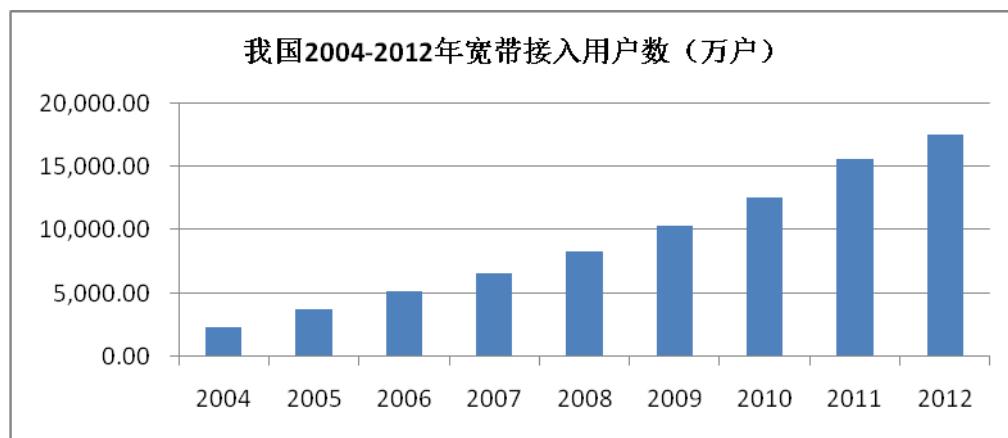
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 4.2 网络通讯终端将长期受益国内宽带建设

##### 我国宽带基础设施落后全球平均水平

我国地广人多的特点导致宽带基础设施建设是一个长期而大规模的工程，虽然近几年我国宽带建设取得了长足进步，宽带用户节节攀升，但相比国内庞大的需求来说宽带基础设施依然落后。

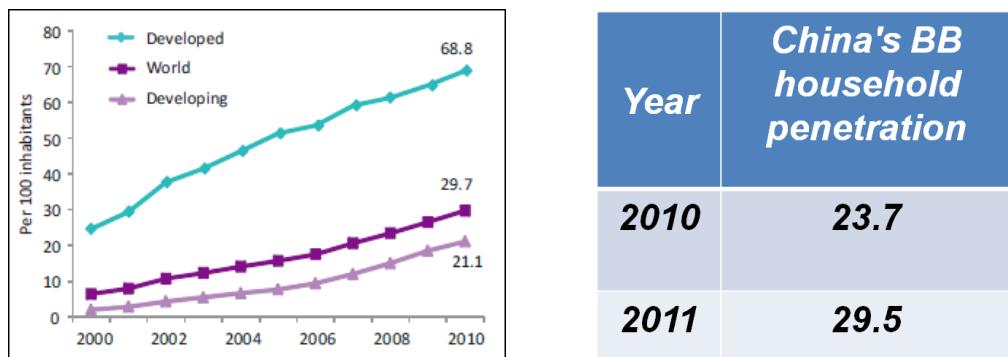
图表 16：我国宽带接入用户数据（2004-2012）



数据来源：工信部，东莞证券研究所

**渗透率低于世界平均水平，还有较大成长空间：**从电信研究院发布的报告来看，我国 2011 年宽带用户渗透率仅有 29.5%，低于全球平均水平的 29.7%（2010 年数据），更是远落后于发达国家的 68.8% 的水平。

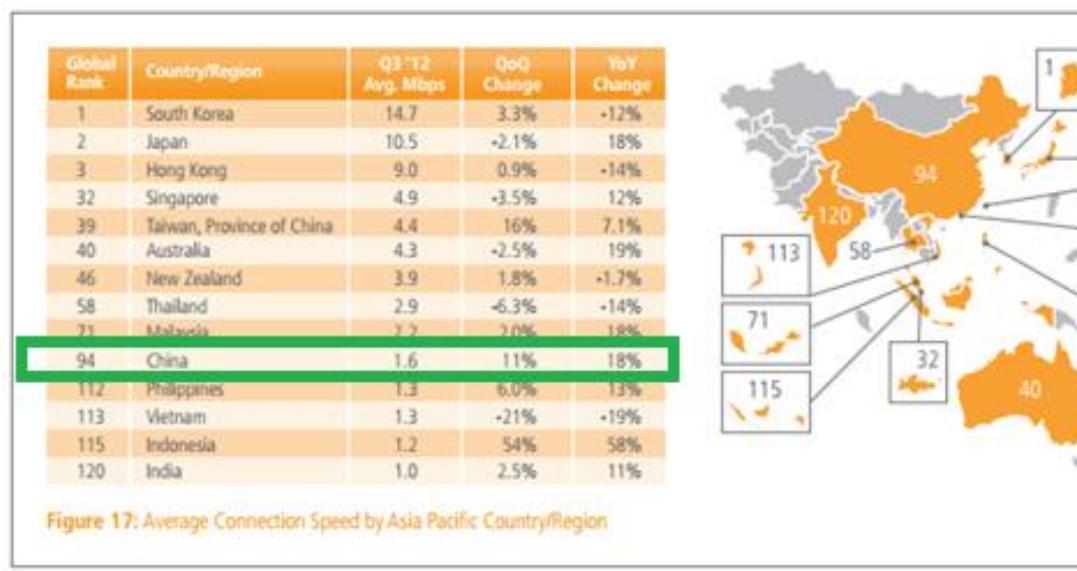
图表 17：我国宽带用户渗透率低于世界平均水平



数据来源：中国电信研究院，东莞证券研究所

从网络接入速率来看： 2012 年三季度全球宽带平均接入速率为 2.8Mbps，中国大陆为 1.64Mbps，全球排名仅为 94。

图表 18：亚太地区主要国家 2012Q3 网络接入速率及排名



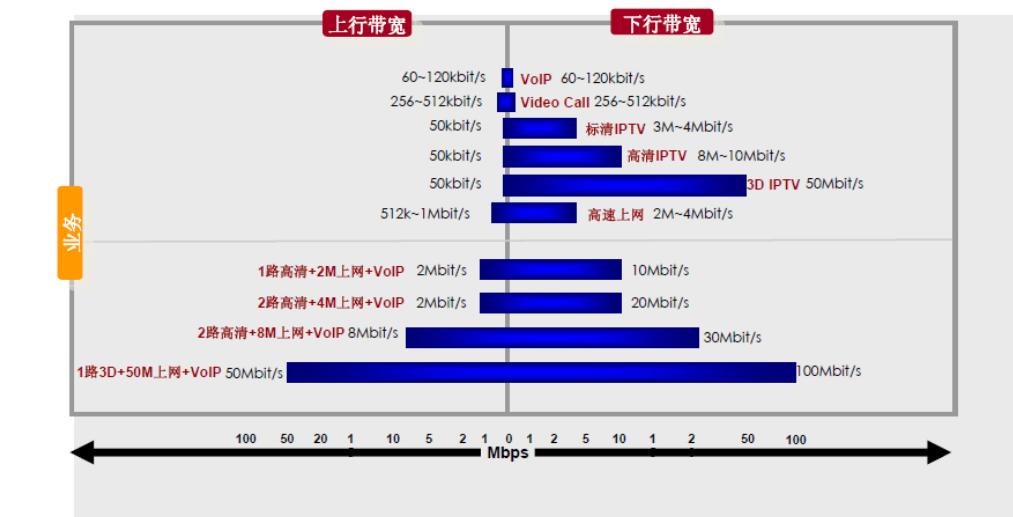
数据来源：AKAMAI，东莞证券研究所

### 政策扶持和消费需求将推动宽带建设加速

**国家政策将扶持宽带基础设施建设：**按照《通信业“十二五”规划》，到“十二五”末期，全国要实现宽带接入用户超过 2.5 亿户。工业和信息化部信息化推进司副司长秦海在最近一次访谈中指出：宽带中国战略将在整个“十二五”期间被强化，政府将通过宽带战略、宽带专项资金、普遍服务基金、投融资政策等推进宽带发展，争取到 2015 年末，城市家庭带宽达到 20M 以上，农村家庭达到 4M 以上，东部发达地区的省会城市家庭达到 100M。

**高清视频等数据需求驱动宽带建设提速：**一路标准的 IPTV 需要的上行带宽为 50kb，下行带宽为 4Mb，一路高清 IPTV 需要的下行带宽为 8-10Mb，如果一个家庭同时开通上网、VOIP 和高清视频则需要更多的带宽。数据消费需求需要宽带提速来支撑：8M~20M 带宽到户是近期发展的目标，中期需要 30~50M，长远发展需要 100M 或以上；

### 图表 19：各种高带宽的数据需求将驱动宽带建设提速



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

### 预计 2016 年全国宽带用户达 2.6 亿

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

**FTTx 用户将保持高速增长：**随着“宽带中国”战略驱动，中国 FTTx 网络建设进一步加速，未来五年中国 FTTx 市场将继续保持高速增长。IDC 预测，到 2016 年中国 FTTx 用户数将达到 1.5 亿户，2012-2016 年用户年复合增长达 56.4%。

**图表 20：我国 FTTx 用户增长预测**

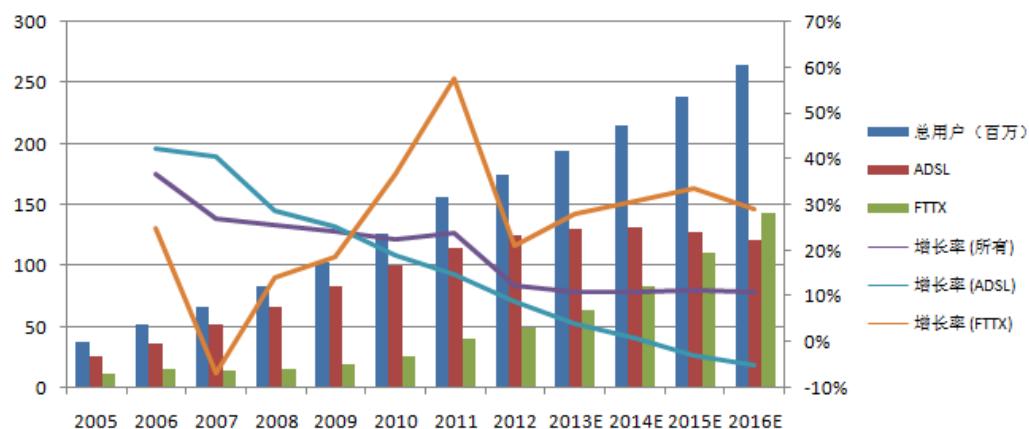


来源：IDC 中国 FTTx 市场 2012 - 2016 预测与分析

数据来源：工信部，东莞证券研究所

光进铜退是一个长期趋势，但国内地域广阔、经济发展水平不均衡，因此 xDSL 的接入需求仍将长期存在，xDSL 的接入端口在未来 2-3 年仍将延续攀升。受 FTTx 和 xDSL 增长的驱动，预计到 2016 年国内宽带接入用户总量 (FTTx+xDSL) 将达到 2.6 亿户。

**图表 21：我国宽带接入用户 2016 年将达 2.6 亿户**



数据来源：工信部，东莞证券研究所

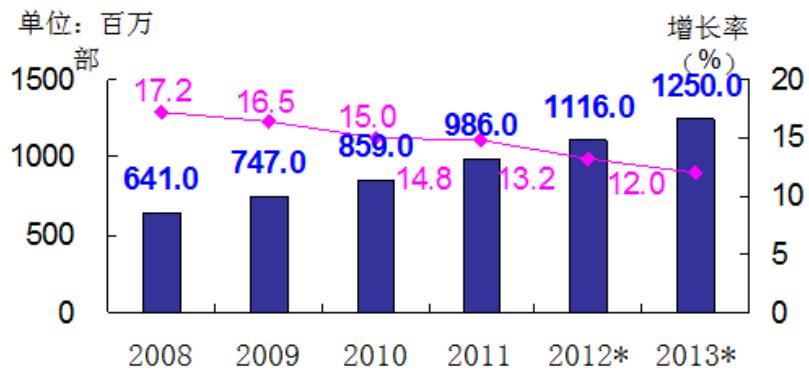
#### 4.3 便携类消费电子产品将迎来高速增长

手机将继续推动便携类消费电子产品增长

**存量手机用户 2013 年可达 12.5 亿：**2012 年 1-11 月份，全国移动电话用户累计净增 11796.1 万户，达到 11.04 亿户。移动电话用户中，3G 用户净增 9206.2 万户，达到 22048.6 万户，移动用户渗透率由上年末的 13% 提升至 20%。预计到 2013 年存量手机用户可达 12.5 亿户。

**图表 22：我国手机用户 2013 年有望达到 12.5 亿户**

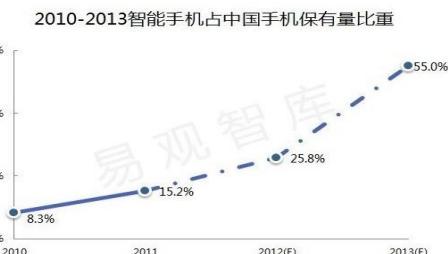
### 中国大陆手机用户数量增长与预测



数据来源: 中国电子信息产业经济运行月报, 东莞证券研究所

**手机增量来自智能手机对存量手机的替换:** 据 TomiAhonen 咨询公司 2011 年底发布的一份的研究报告显示, 从全球范围来看, 智能手机的渗透率正在接近 10%; 从各个主要国家和地区来看, 中国内地排在全球第 40 名, 远低于通信发达国家, 国内智能机增长空间巨大。另外随着出货量的提升和运营商的大规模补贴, 智能手机的价格不断下调, 进一步驱动智能手机替代功能手机, 据易观智库预测, 2013 年我国智能手机用户可达 5 亿户。

图表 23: 我国智能手机平均价格将不断下调 图表 24: 我国智能手机用户将大幅增长



数据来源: 易观智库, 东莞证券研究所

### 人手一部平板电脑不再遥远

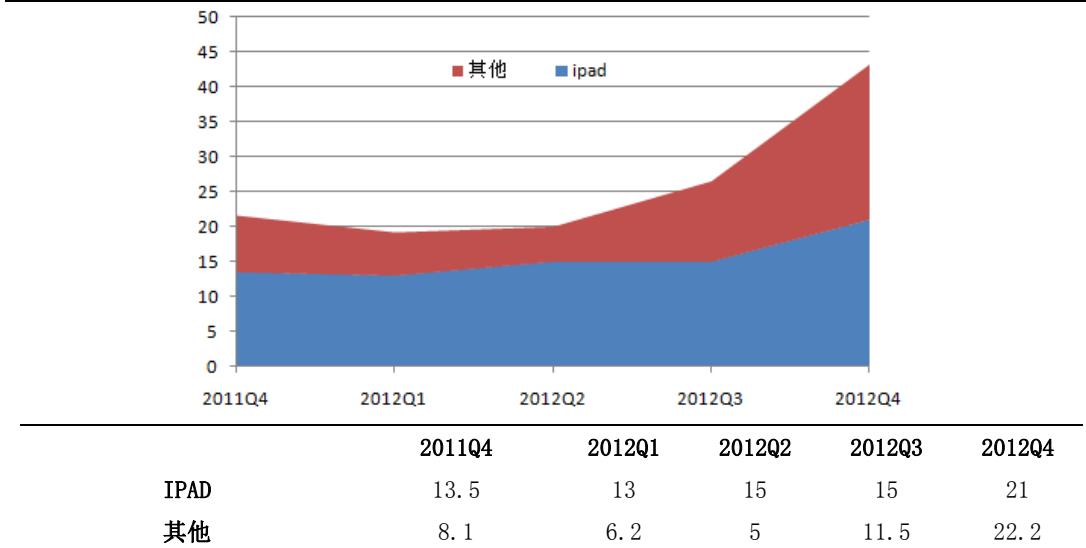
**全球各大 IT 巨头纷纷推出平板电脑:** 2010 年苹果公司推出的 iPad 大获成功, 随后各大 IT 巨头纷纷推出自己的平板产品, 为消费类电子产品注入新的活力。

图表 25: 各大 IT 巨头纷纷推出平板产品



数据来源: 东莞证券研究所整理

**全球平板出货量增长迅猛:** DIGITIMES Research 预测 2012 年第四季度全球主要品牌平板计算机总出量达 4,322 万台, 较前 1 季增长 63.0%, 年增长率则为 100.3%, 其中全系列 iPad 出货约 2,100 万台, 较前 1 季增长 40.0%。非 iPad 出货约 2,222 万台, 较前 1 季增长 93.0%, 年增长 175.0%。

**图表 26：全球平板出货量增长迅猛（百万）（2011Q4-2012Q4）**


数据来源：DIGITIMES，东莞证券研究所

## 5 公司拓展大客户取得重大进展

### 5.1 坚定不移的执行大客户拓展战略

公司一直秉承“大客户拓展”战略：立足自身产品和服务优势的基础，深度精选和挖掘客户，与客户共同成长。

**图表 27：公司坚定不移的执行大客户拓展战略**


数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

### 5.2 公司已成功拓展下游主要大客户

**网络通讯终端产品已拓展下游 TOP3 客户：**公司在传统优势网络通讯终端产品上已经成功拓展三大主要客户华为、中兴和上海贝尔（阿尔卡特朗讯）。据易观智库统计，这三家公司2012年上半年分别占据全球宽带接入设备市场的前三甲。

**图表 28：华为、中兴和阿郎占据全球宽带网络接入设备的前三**

| 全球宽带网络接入设备市场占有率为<br>名 | 2012年第1季  | 2012年第2季  |
|-----------------------|-----------|-----------|
|                       | 1. 华为     | 1. 华为     |
|                       | 2. 中兴     | 2. 阿尔卡特朗讯 |
|                       | 3. 阿尔卡特朗讯 | 3. 中兴     |

数据来源：易观智库，东莞证券研究所

公司一直秉承“大客户拓展”战略，分别与上述三家客户建立了良好的合作关系。

**图表 29：公司与华为、中兴和上海贝尔建立了良好合作关系**


数据来源：易观智库，东莞证券研究所

**通过三星认证，迈入智能电视 WIFI 模块等新领域：**2012 年 10 月公司通过韩国三星认证，正式纳入韩国三星的供应商体系。公司为韩国三星设计并试生产智能电视 WIFI 模块，第四季度已经有批量试单。三星近期在其“全球策略会议”透露：2012 年三星电视 2013 年的销售目标较 2012 年增加 10%，为 5500 万台。

**图表 30：三星电视出货量将持续上升**


数据来源：公司网站，东莞证券研究所

三星是韩国最大的电子工业公司。是美国《财富》杂志评选为世界 500 强企业之列，三星电子是旗下最大的子公司，目前已是全球第二大手机生产商、全球营收最大的电子企业，在 2011 年的全球企业市值中为 1500 亿美元。我们认为公司和三星之间拥有广阔的合作空间，未来的合作不仅仅局限在 WIFI 模块，2013 年和 2014 年导入新的合作产品概率较大。

**图表 31：三星拥有庞大的电子产品线，和公司有进一步合作空间**

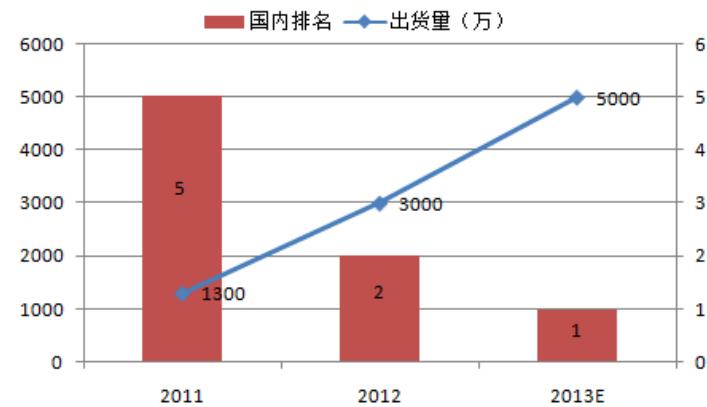
| 手机产品        | 电视产品        | 电脑/办公 | 数码/影音 | 配件   |
|-------------|-------------|-------|-------|------|
| 智能手机        | Smart TV    | 个人电脑  | 智能相机  | 手机配件 |
| Galaxy Note | 纤薄 LED 液晶电视 | 办公产品  | 数码相机  | 电视配件 |

|               |          |         |             |        |
|---------------|----------|---------|-------------|--------|
| 时尚手机          | LED 液晶电视 | 显示器     | 数码摄像机       | 个人电脑配件 |
| 双卡/双待         | 等离子电视    | 投影机     | MP3/MP4 播放器 | 便携相机配件 |
| 智能平板电脑        | 电视配件     | SD 卡/内存 | 家庭影院        | NX 配件  |
| 智能迷你本         |          | SSD     | 录音笔         | NX 镜头  |
| Galaxy Camera |          | 光存储/硬盘  | 底座音响        | 打印机耗材  |

数据来源：公司网站，东莞证券研究所

**与联想达成战略合作关系，有望驱动智能终端业务放量：**2012 年 7 月 13 日公司与联想移动通讯科技有限公司签署了《战略合作备忘录》，手机方面公司已与联想签订 500 万整机代加工订单，据调研公司 2012 下半年已经开始持续出货。联想 2012 年手机终端国内出货量位居三甲，预计 2013 年联想终端出货量将上新台阶，公司作为联想移动的战略合作伙伴将是最大的受益方。与联想的战略合作有望驱动公司智能终端业务的高速增长。

图表 32：联想手机出货量和排名有望创新高



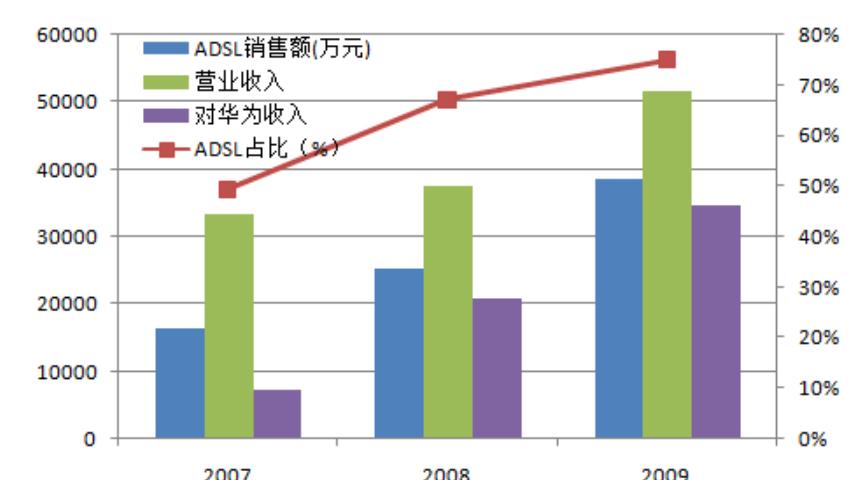
数据来源：东莞证券研究所

### 5.3 重复昨日的故事：站上巨人的肩膀获得高成长

公司于2005年通过华为的ADSL产品供应商认证，2007 年与华为发展成为战略关系，随后一跃成为华为ADSL 调制解调器产品的第一大供应商。公司2009 年收入增长了37.4%，、利润增长63%，这与拓展华为这个巨人密不可分。

对公司2009年的收入结构进行分析可以看到：ADSL 调制解调器产品销量的快速增长驱动公司收入增长，来自华为的收入快速增长驱动公司收入增长。

图表 33：成功拓展华为后公司收入快速增长



数据来源：东莞证券研究所预测

公司长期坚持大客户拓展战略，公司与华为的故事有望在其他客户上重演。在去年成功拓展三星和联想之后，公司有望再次站上巨人的肩膀取得快速成长。

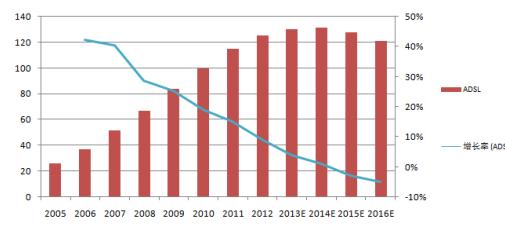
## 6 财务分析和盈利预测

### 6.1 经营预测

基于前文得出的基本预测

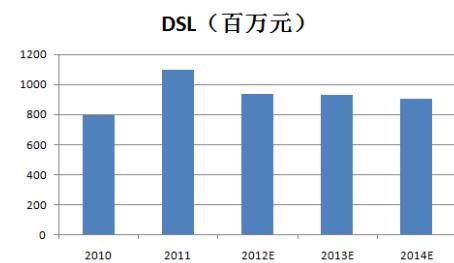
#### (一) 传统 xDSL 业务将保持平稳

图表 34: ADSL 在 2015 年前继续保持增长



数据来源：工信部、东莞证券研究所

图表 35: 公司 xDSL 业务将保持平稳

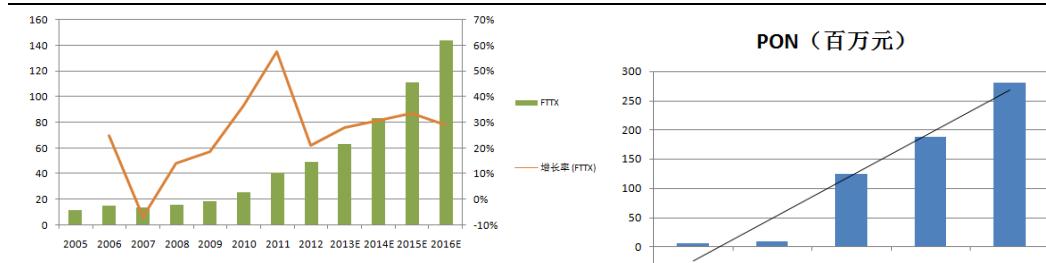


数据来源：东莞证券研究所

光进铜退是一个长期趋势，但国内地域广阔、经济发展水平不均衡，因此 xDSL 的接入需求仍将长期存在，预计 2015 年前将继续保持增长。

#### (二) PON 业务年均增长超过 50%

图表 36: FTTx 用户 2013-2016 年保持高速增长    图表 37: PON 业务保持 50% 的增速



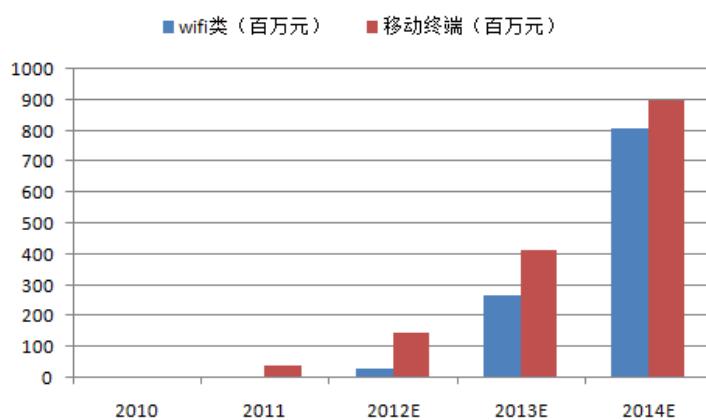
数据来源：工信部，东莞证券研究所

数据来源：东莞证券研究所

宽带接入将逐步转向 FTTx，未来 4 年 FTTx 用户年均复合增长率有望达到 30%，网络通讯终端是公司的传统优势项目，倚靠下游三大客户（华为、中兴和上海贝尔）的强大需求，公司的 PON 业务年均复合增长率有望超过行业平均水平达到 50%。

### （三）WIFI 模块及智能终端业务是未来主要增长点

图表 38：wifi 模块和智能终端是未来主要增长点



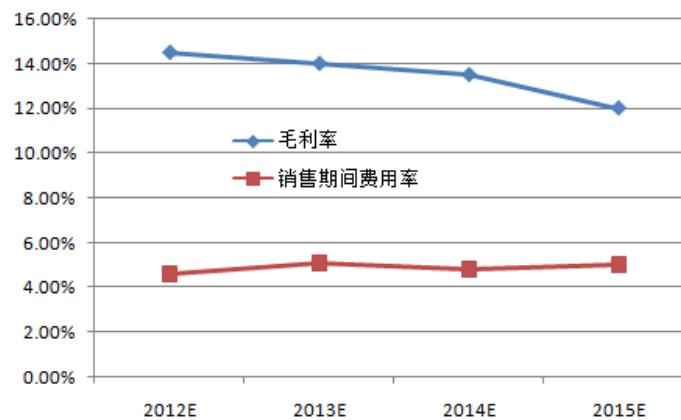
数据来源：东莞证券研究所

公司在 2012 度过与三星的磨合期后，2013 年订单有望规模增长，达到三星电视 WIFI 模块 20%以上的份额，一个 WIFI 模块预计贡献 18-22 元人民币收入，2013 年电视 WIFI 模块可创收 1.98-2.42 亿元，2014 年有望达到 40%的份额，另外公司与三星的合作范围可能进一步扩大，2013 导入新的产品并在 2014 年产生规模收入，假设新导入的产品收入与 2013 年的 wifi 模块相当，则 2014 年来自三星的收入有望超过 6 亿。

公司为联想代工的手机毛利率有望达到 20%，随着 OEM 智能终端放量及 ODM 智能终端市场拓展的推进，公司智能终端业务也将快速增长，2013 和 14 年营收有望达到 4 亿和 9 亿元。

### （四）毛利率和期间费用率保持在合理水平

图表 39：毛利率和期间费用率未来 3 年保持在合理水平



数据来源：公司公告、东莞证券研究所

随着公司产品结构的优化，毛利率有望继续保持在 10%以上，公司将继续发挥成本控制的优势，期间费用率将稳定在 5%左右。

### 主要财务指标预测

图表 40：收入按产品分类预测（百万元）

|        | 2010  | 2011   | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| DSL    | 796.4 | 1095.5 | 940   | 930.6 | 902.6 |
| PON    | 0     | 0      | 125   | 187.5 | 281.2 |
| 数据卡    | 0     | 0      | 95    | 133   | 186.2 |
| Wifi 类 | 0     | 0      | 30    | 270   | 675.0 |
| 音频类    | 42.1  | 41.4   | 45    | 49.5  | 54.4  |
| 移动终端   | 0     | 40     | 145   | 412.4 | 900.8 |
| 合计     | 843   | 1185   | 1380  | 1983  | 3000  |

数据来源：wind、东莞证券研究所

图表 41：主要财务指标预测

|               | 2010A  | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|---------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 870.54 | 1,237.60 | 1,444.89 | 2,048.28 | 3,000.73 |
| 同比%           | 0.68   | 42.16    | 16.75    | 41.76    | 46.50    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 73.95  | 98.50    | 109.09   | 143.03   | 204.80   |
| 同比%           | 0.49   | 33.19    | 10.76    | 31.11    | 43.18    |
| 毛利率%          | 13.66  | 13.22    | 14.50    | 14.00    | 13.50    |
| ROE%          | 12.82  | 12.82    | 8.25     | 10.26    | 13.69    |
| 每股收益(元)       | 0.74   | 0.49     | 0.45     | 0.60     | 0.85     |
| 每股净资产(元)      | 7.40   | 3.84     | 5.51     | 5.81     | 6.23     |
| 市盈率(倍)        | 20.92  | 31.41    | 34.03    | 25.96    | 18.13    |
| 市净率(倍)        | 2.09   | 4.03     | 2.81     | 2.66     | 2.48     |

数据来源：wind、东莞证券研究所

## 6.2 估值及投资评级

预测公司 2012、2013、2014 年营业收入为 14.4 亿、20.5 亿和 30 亿元，每股收益 0.45、0.60 和 0.85 元，对应 2 月 18 日收盘价市盈率分别为 34、26 和 18 倍，基于公司未来业绩高速增长的确定性，维持“推荐”评级。

## 7 风险提示

- (1) 宏观经济不景气导致智能终端出货低于预期；
- (2) 传统 xDSL 业务收入下滑超预期；
- (3) 人力及管理费用提升导致成本失控。

**财务报表预测及估值指标 (单位: 百万元)**

| 利润表      | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 现金流量表     | 2011A   | 2012E   | 2013E  | 2014E   |
|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|---------|--------|---------|
| 营业总收入    | 1,237.60 | 1,444.89 | 2,048.28 | 3,000.73 | 净利润       | 98.50   | 109.09  | 143.03 | 204.80  |
| 营业成本     | 1,073.93 | 1,235.38 | 1,761.52 | 2,595.64 | 折旧与摊销     | 38.58   | 58.56   | 62.11  | 72.07   |
| 营业税金及附加  | 1.54     | 1.73     | 2.46     | 3.60     | 财务支出      | -2.95   | 0.82    | 11.26  | 9.00    |
| 销售费用     | 10.94    | 14.16    | 20.07    | 29.41    | 投资损失      | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00    |
| 管理费用     | 43.92    | 51.73    | 73.33    | 107.43   | 净营运资本变动   | -41.47  | -120.76 | -83.07 | -123.53 |
| 财务费用     | -7.17    | 0.82     | 11.26    | 9.00     | 经营活动现金流   | 92.66   | 47.71   | 133.33 | 162.33  |
| 资产减值损失   | 1.17     | 17.05    | 16.39    | 21.01    | 资本支出      | -225.74 | -226.84 | -87.96 | -190.95 |
| 其他经营收益   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 其它投资      | 2.18    | 0.00    | 0.00   | 0.00    |
| 营业利润     | 113.27   | 124.02   | 163.26   | 234.66   | 投资活动现金流   | -223.56 | -226.84 | -87.96 | -190.95 |
| 利润总额     | 113.28   | 126.12   | 165.36   | 236.76   | 股权融资      | 0.00    | 498.91  | 0.00   | 0.00    |
| 减 所得税    | 14.78    | 17.03    | 22.32    | 31.96    | 债券融资      | 194.83  | 186.36  | 120.68 | 190.49  |
| 净利润      | 98.50    | 109.09   | 143.03   | 204.80   | 股利分配及其它   | -71.18  | -55.37  | -82.77 | -111.40 |
| 减 少数股东损益 | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 筹资活动现金流   | 123.65  | 629.90  | 37.90  | 79.09   |
| 归母公司净利润  | 98.50    | 109.09   | 143.03   | 204.80   | 货币资金净变动   | -7.26   | 450.77  | 83.28  | 50.48   |
| 资产负债表    | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 主要财务比率    | 2011A   | 2012E   | 2013E  | 2014E   |
| 货币资金     | 271.34   | 722.12   | 805.39   | 855.87   | 成长能力(YOY) |         |         |        |         |
| 应收账款     | 347.29   | 433.47   | 614.48   | 900.22   | 营业收入      | 42.16%  | 16.75%  | 41.76% | 46.50%  |
| 预付账款     | 38.84    | 44.47    | 63.41    | 93.44    | 营业利润      | 34.66%  | 9.49%   | 31.64% | 43.74%  |
| 存货       | 131.05   | 184.92   | 263.90   | 387.25   | 归母公司净利润   | 33.19%  | 10.76%  | 31.11% | 43.18%  |
| 其它       | 148.63   | 189.98   | 222.65   | 270.03   | 盈利能力      |         |         |        |         |
| 流动资产合计   | 937.16   | 1,574.96 | 1,969.84 | 2,506.82 | 销售毛利率     | 13.22%  | 14.50%  | 14.00% | 13.50%  |
| 长期股权投资   | 0.00     | 10.00    | 10.00    | 10.00    | 销售净利率     | 7.96%   | 7.55%   | 6.98%  | 6.82%   |
| 固定资产合计   | 255.08   | 348.99   | 411.68   | 499.03   | ROE       | 12.82%  | 8.25%   | 10.26% | 13.69%  |
| 长期待摊费用   | 14.94    | 8.97     | 5.38     | 3.23     | ROIC      | 8.09%   | 10.72%  | 7.76%  | 9.28%   |
| 其它       | 143.86   | 215.56   | 186.25   | 226.13   | 偿债能力      |         |         |        |         |
| 非流动资产合计  | 413.88   | 583.52   | 613.30   | 738.39   | 资产负债率     | 10.72%  | 7.76%   | 9.28%  | 11.06%  |
| 资产总计     | 1,351.04 | 2,158.48 | 2,583.15 | 3,245.21 | 流动比率      | 1.63    | 1.90    | 1.67   | 1.45    |
| 短期借款     | 102.62   | 288.98   | 409.66   | 600.15   | 速动比率      | 1.40    | 1.68    | 1.45   | 1.23    |
| 应付账款     | 370.59   | 420.03   | 598.92   | 882.52   | 营运能力      |         |         |        |         |
| 预收款项     | 2.56     | 2.96     | 4.23     | 6.23     | 资产周转率     | 1.01    | 0.82    | 0.86   | 1.03    |
| 其它       | 98.70    | 115.16   | 163.55   | 240.91   | 存货周转率     | 8.63    | 7.82    | 7.85   | 7.97    |
| 流动负债合计   | 574.47   | 827.13   | 1,176.35 | 1,729.80 | 应收账款周转率   | 3.87    | 3.70    | 3.91   | 3.96    |
| 长期借款     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 每股指标      |         |         |        |         |
| 其它       | 8.68     | 8.08     | 9.43     | 13.36    | 每股收益      | 0.49    | 0.45    | 0.60   | 0.85    |
| 非流动负债合计  | 8.68     | 8.08     | 9.43     | 13.36    | 每股经营现金流   | 46.33   | 19.88   | 55.56  | 67.64   |
| 负债合计     | 582.54   | 836.56   | 1,189.71 | 1,749.38 | 每股净资产     | 3.84    | 5.51    | 5.81   | 6.23    |
| 实收资本     | 200.00   | 240.00   | 240.00   | 240.00   | 每股股利      | 0.20    | 0.23    | 0.30   | 0.43    |
| 资本公积     | 413.26   | 872.17   | 872.17   | 872.17   | 估值指标      |         |         |        |         |
| 留存收益及其它  | 155.24   | 209.79   | 281.31   | 383.70   | PE        | 31.41   | 34.03   | 25.96  | 18.13   |
| 所有者权益合计  | 768.50   | 1,321.96 | 1,393.48 | 1,495.87 | PB        | 4.03    | 2.81    | 2.66   | 2.48    |
| 负债和权益总计  | 1,351.04 | 2,158.52 | 2,583.19 | 3,245.25 | EV/EBITDA | 24.30   | 17.68   | 14.01  | 10.52   |

资料来源: 东莞证券研究所、Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

| 公司投资评级 |                                |
|--------|--------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上    |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间     |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上     |

| 行业投资评级 |                                  |
|--------|----------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上    |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间     |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上     |

| 风险偏好评级 |   |
|--------|---|
| 高风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上         |
| 较高风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间 |
| 一般风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间  |
| 低风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内      |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn

