

日期: 2013 年 3 月 18 日

行业: 电子元器件



张涛
021-53519888-1967
zhangtao@shzq.com
执业证书编号: S0870510120023

单佩伟
021-53519888-1950
shanpeiwei@shzq.com
从业证书编号: S0870112020002

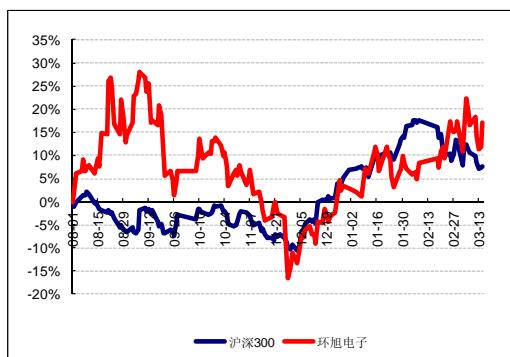
基础数据 (13 年 3 月 15 日)

报告日股价 (元)	13.49
12mthA 股价格区间 (元)	18.49/9.30
总股本 (百万股)	1,011.72
无限售 A 股/总股本	10.56%
流通市值 (百万元)	1,440.73
每股净资产	3.18
PB(X)	3.96

主要股东 (Y2012Q3)

环诚科技有限公司	88.55%
日月光半导体(上海)股份有限公司	0.89%
中国平安人寿保险股份有限公司	0.42%
中国银行-景顺长城优选股票证券投资基金	0.17%
全国社保基金-零四组合	0.17%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告日期: 2013 年 3 月 18 日

相关报告

环旭电子(601231)三季报点评: 毛利率提升, 募投产能释放——2012 年 10 月 29 日

产品结构优化提升盈利能力

无线模组+固态硬盘双驱动

■ 主要观点:

国际领先的电子制造服务台商

公司是国际领先的 ODM/EMS 厂商, 背靠全球封测排名第一的日月光, 主要产品涉及通讯类、工业类、消费电子类、电脑类、汽车电子类和存储类。11 年在全球电子制造服务业营收排名中位列 17, 毛利率水平在前 20 位中排名第 1。

竞争优势显著, 盈利能力不断提升

公司拥有白金级的客户群, 包括苹果、Intel、联想等多家国际一流厂商, 已建立长期稳定的合作, 并实行精选产品线战略。公司具有突出的成本控制和快速产品响应能力, 在库存修正和产能弹性管理上具备近 20 年的经验。公司在模组化领域的优势明显, 拥有行业领先的封装制程能力和研发能力。凭借核心大客户的订单保证, 公司积极优化产品结构, 高附加值产品比重不断增加, 费用控制卓有成效, 盈利能力持续提升, 12 年净利润增速远超营收增速, 高达 43.28%。

两大投资亮点助力业绩增长

亮点一: 无线通讯模组。公司无线通讯模组产品的全球份额位居第二, 在苹果产品中的占比接近 45%, 未来苹果推行的多层级产品市场战略有助于加速对无线通讯模组的需求。模组化在体积、散热、占板空间等方面的优势明显, 有望对其他厂商原有的分立式解决方案形成替代, 公司正努力发展对新客户的订单开拓, 一旦被其他智能手机和平板电脑厂商所接受, 将迎来 380 亿的市场空间。预计无线通讯模组业绩增速将在 20% 左右。

亮点二: 存储类产品。公司的 SSD 固态硬盘主要向 Intel 供货 (17% 市占率, 居第二), 份额占到 50%, Ultrabook 作为 Intel 的主推产品, 其关键零组件成本下滑效应已开发酵, 13 年渗透率有望大幅提高, 带动 SSD 放量。另外在云计算+大数据概念爆发下, 公司的 NAS 存储产品也将迎来需求成长。预计存储类产品业绩增速 25% 以上。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持“跑赢大市”的评级

公司 12 年业绩快报预计 EPS 为 0.64 元, 我们预测 2013~2014 年

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

的 EPS 分别为 0.76 元、0.87 元，对应当前股价 PE 为 21.09X、17.69X 和 15.50X，维持“跑赢大市”评级，六个月目标价 15.20 元。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	12,707.59	13,352.95	15,373.18	17,466.72
年增长率	-7.30%	5.08%	15.13%	13.62%
归属于母公司的净利润	451.76	647.33	771.23	880.11
年增长率	-16.13%	43.28%	19.15%	14.12%
每股收益 (元)	0.45	0.64	0.76	0.87
PER (X)	27.41	21.09	17.69	15.50

注：有关指标按最新股本 10.11 亿股摊薄

■ 风险提示

苹果出货低于预期、电子行业景气度复苏缓慢、汇率风险、新客户开拓进度缓慢

目 录

一、公司是国际领先的电子设计制造服务企业	5
1.1 代工模式介绍:	5
1.2 公司概况:	6
1.3 公司竞争优势:	7
二、投资亮点一：无线通信模组产品需求大	11
2.1 移动互联终端热潮催生 Wi-Fi 迅速普及	11
2.2 模组化产品需求持续增长	12
2.3 公司积极开发新产品，新市场拓展空间广阔	13
三、投资亮点二：超级本+云计算为存储类产品成长提供契机 .	14
3.1 Ultrabook 推动 SSD 市占率	14
3.2 云计算、大数据爆发助 NAS 存储崛起	15
四、多项业务扎实发展	17
五、估值与投资建议	18
六、风险提示	18
七、公司盈利预测	19

图 表

图 1 EMS/ODM 模式:	5
图 2 全球 EMS 和 ODM 营收预测:	5
图 3 公司 12 年 Q4 收入快速增长.....	6
图 4 公司盈利能力持续提升.....	6
图 5 公司产品利润构成 (单位: 万元)	6
图 6 各产品毛利率.....	6
图 7 公司三费开支稳中略降: (单位: 百万元)	9
图 8 公司的全球服务网络:	9
图 9 微型化是无线通信模组发展趋势:	10
图 10 13 年全球智能手机增速达 28%.....	11
图 11 13 年全球平板电脑增速达 40.98%.....	11
图 12 Ultrabook 出货预测 (单位: 千台)	14
图 13 SSD 市场规模迅速扩大	14
图 14 NAS 存储的行业应用日益广泛.....	15
图 15 利用 NAS 实现家庭云存储.....	15
图 16 全球 NAS 存储市场容量整体的预测: (单位:百万美元)	16

图 表

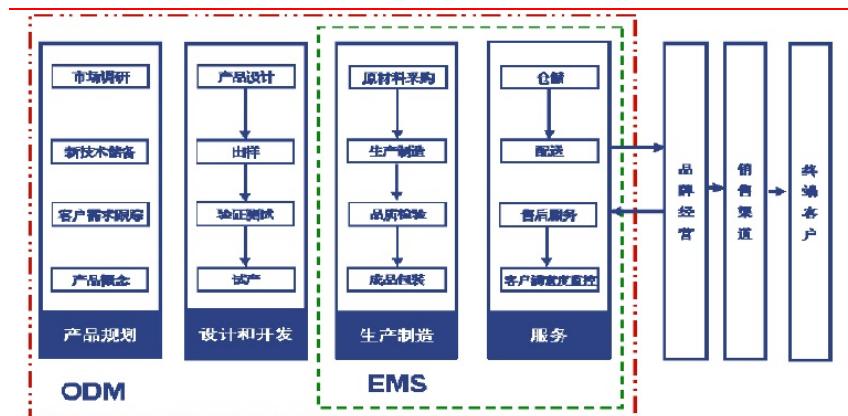
表 1 公司主要产品和客户	7
表 2 公司毛利率远高于同行业厂商	8
表 3 苹果 iPad4、iPad mini、iPhone5 和国产智能手机的 BOM 拆解	12
表 4 公司 Wi-Fi 模组成长空间估算	13
表 5 公司细分业务收入预测 (单位: 亿元)	19

一、公司是国际领先的电子设计制造服务企业

1.1 代工模式介绍：

电子制造服务模式按服务范围可分为 EMS 和 ODM，EMS（电子制造服务）是指为品牌商提供从物料采购、生产制造到售后服务等环节的业务模式，ODM（设计制造服务）是指不仅包含 EMS 所有的服务内容，还涉及前期的市场研究、产品研发设计和产品测试环节。

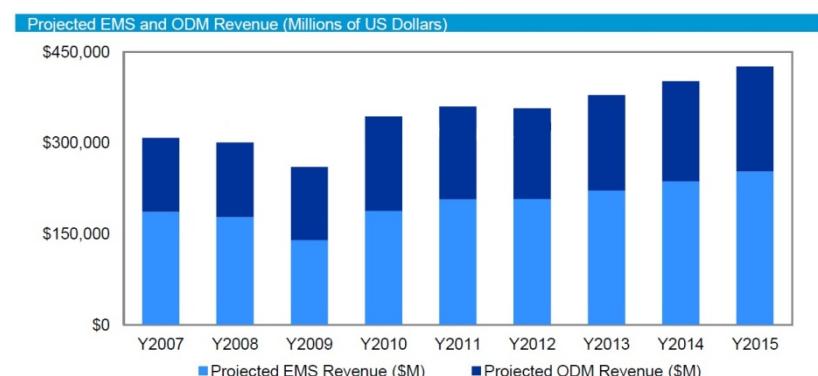
图 1 EMS/ODM 模式：



资料来源：公司招股书；上海证券研究所

全球 EMS/ODM 外包制造业在经历了 2010 年 33% 的大幅增长后，2011 年的增速放缓至 4.7%。2012 年受到欧洲经济危机和美国经济衰退影响，对电子外包需求出现较大冲击，导致 2012 年整体营收下滑 1%。随着电子行业逐渐开始复苏，iSuppli 预计 13 年开始全球电子外包行业将进入稳步增长，2013 年至 2015 年的平均增速达 5%~6%。同时终端市场的日益繁荣将继续促进国际电子外包服务商的产能向中国转移，而中国本土品牌的崛起（中兴、华为、联想等）也会加速对中国电子制造外包业的推动，预计 13 年中国整体电子制造业将成长 8% 以上，高于全球成长增速。

图 2 全球 EMS 和 ODM 营收预测：



资料来源：iSuppli；上海证券研究所

1.2 公司概况：

公司是典型的专业 ODM (设计制造服务) 厂商, 为品牌商提供开发设计、原材料采购、生产制造、装配及售后服务等环节除销售以外的服务, 主要产品涉及通讯类、工业类、消费电子类、电脑类、汽车电子类和存储类。

公司背靠的日月光股份有限公司是全球排名第一的封装测试企业, 2011 年公司营收 127 亿元, 全球排名第 17。公司 12 年 4 季度营收增长快速, 为 43.5 亿元, 创下单季历史新高。公司 12 年全年营收为 133.31 亿元, 前 3 季净利润已达到 4.2 亿元, 接近 11 年全年净利润。

受到 11 年全球经济衰退影响, 公司营收和毛利率等较 10 年都有所下降。此后公司积极优化产品结构, 加强对高毛利率高附加值产品的投入。12 年开始, 高毛利率的电脑及存储类产品、工业类产品和汽车电子类产品的利润占比提升 (三类产品的毛利率都在 15% 以上)。同时公司还加强了成本管控及产能弹性组合, 使得盈利能力不断提升。2012 年所有产品的利润贡献中, 通讯类产品和存储类产品的毛利占比大幅提升, 成为两大主要增长点。

图 3 公司 12 年 Q4 收入快速增长

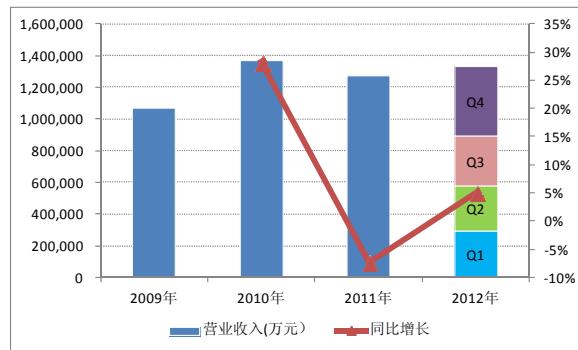
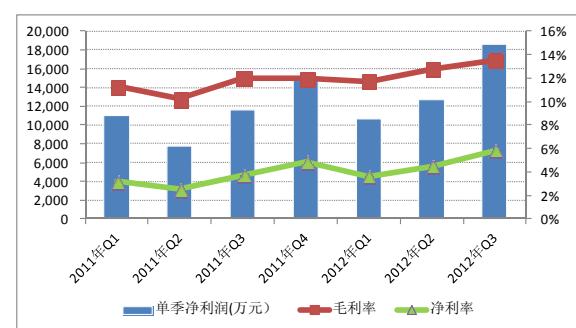


图 4 公司盈利能力持续提升



资料来源：公司公告；上海证券研究所

图 5 公司产品利润构成（单位：万元）

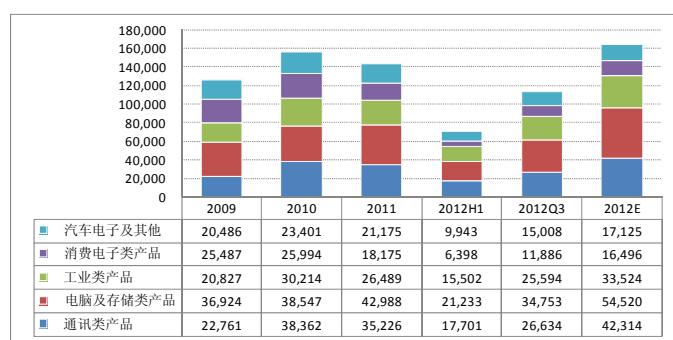
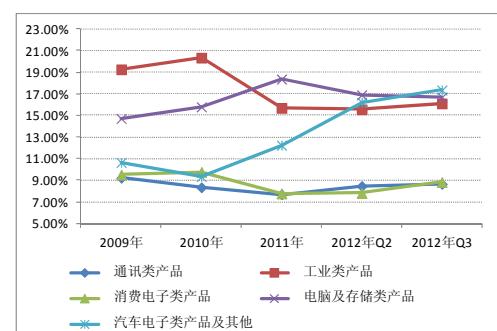


图 6 各产品毛利率



资料来源：公司公告；上海证券研究所

注：为便于和往年比较，我们将 12 年电脑和存储类产品合并，汽车电子和其他类合并。

1.3 公司竞争优势：

白金客户群

公司与多家国际大型品牌商保持了长期稳定的合作关系，由于制造服务商取得品牌客户合格供应商的难度较大，且认证周期长，一般在3年以上。尤其是国际知名的品牌商，对产品品质的要求更为苛刻，而一旦进入合格供应商名单，相互间的合作将更为稳定。借助大客户在产品市场份额、产品规模及产业集中度上的优势，公司未来的业绩增长将获得充足保证。

12H1公司前五大客户营收占比达到53.16%，鸿海(苹果供应商)自2010年起一跃成为公司第一大客户，是公司无线通信模组产品的主要客户，公司与友达光电、联想、Intel、Motorola、EMC、Honeywell、IBM等也保持了长期良好的合作关系。

表1 公司主要产品和客户

产品分类	12H3 营收占比	产品名称	直接销售客户	终端客户
通信类产品	34.32%	无线通讯模组	鸿海(富士康)、Apple、Amazon、	
		NIC 无线网卡	达功(广达)	Intel
工业类产品	17.72%	无线网络客户端 (Wi-Fi AP/RT)	Meru、Ruckus	
		智能手持终端 (SHD)	Motorola、Honeywell	
消费电子产品	15.01%	销售终端设备 (POS)	Toshiba、IBM、Panasonic、NCR	
		液晶面板控制板 (VPD)	友达光电、华星光电	
电脑类产品	14.54%	LED 背光源模块控制板		
		台式电脑主板		
汽车电子产品	8.98%	笔记本电脑主板	联想	
		服务器主板		
存储类产品	9.23%	LED 车灯模块	法雷奥(Valeo)、伟世通(Visteon Corp.)	
		车用 PCBA 产品		
		电压调节器	德科瑞美(Delco Remy)	
		SSD 固态硬盘	Intel	
		磁盘阵列系统 (Array)	EMC、NETAPP、Mellanox、SMC	
		网络存储设备 (NAS)	DRI、CISCO、BUFFALO、NETGEAR、LACIE	

资料来源：公司招股说明书；公开资料；上海证券研究所

成本管控、快速响应

电子制造服务企业的增长动力来自于供应链下游的国际大型品牌商，而专业化分工和全球化布局的行业特性也决定了制造服务企业必须在整个供应链中展现出突出的成本控制和快速的产品响应能力，才能取得稳定订单并持续盈利。

SMT 贴装工艺的盈利模式主要在于成本控制和良率，其中芯片成本占比就高达 6 成，若一颗模组加工失败，那整个模组中的 IC 芯片也会同时报废。对于无法保证高良率的加工厂商而言，如此高昂的失败成本显然是难以承受的。公司目前拥有 SMT 线大概在 117 条左右，后段的测试也基本由 SMT 线完成，生产良率接近 100%，而同行业厂商的良率仅在 80%~90% 左右，产品制程能力行业领先，这也是公司毛利率高于同行 ODM/EMS 企业的核心竞争力。

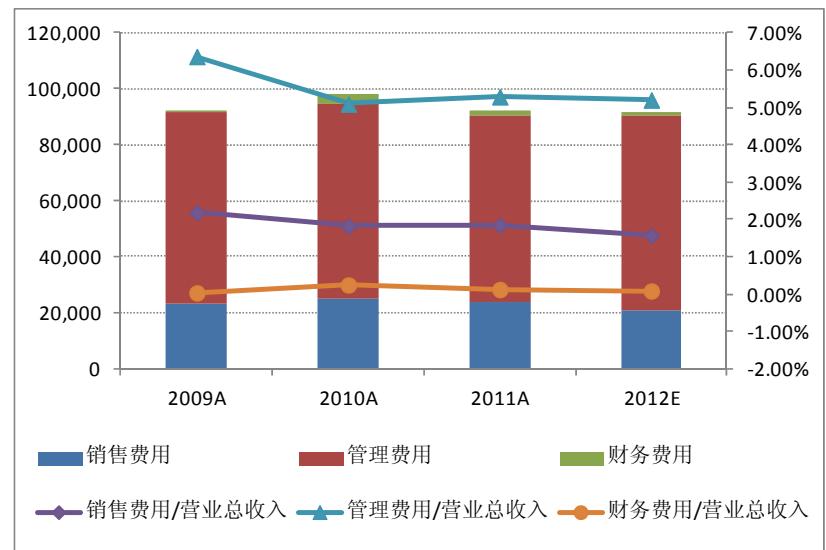
据 iSuppli 统计，全球电子制造服务行业的毛利率水平在 5%~10%，其中 EMS 行业的毛利率基本稳定在 5%~8%，ODM 行业的毛利率在 5%~11%，台湾五大 PC 代工厂的毛利率则基本在 5% 左右，公司历年来毛利率都超过 11.5%，12 年 Q3 甚至高达 12.8%，远超同行业平均水平。公司近年来在费用开支上的管理卓有成效，在营业收入和净利润不断成长的同时，三费总额趋于稳定，三费率呈下降趋势。

表 2 公司毛利率远高于同行业厂商

排名	厂商名称	地区	模式	毛利率 (%)		
				2012 年 Q3	2011 年	2010 年
1	富士康 (鸿海)	台湾	EMS/ODM	7.97%	7.72%	8.15%
2	广达	台湾	ODM	3.98%	3.83%	3.45%
3	和硕联合	台湾	ODM/EMS	4.88%	4.5%	5.69%
4	伟创力	新加坡	EMS/ODM	5.63%	5.5%	5.5%
5	仁宝	台湾	ODM	4.49%	4.85%	5.08%
6	纬创	台湾	ODM/EMS	4.83%	4.91%	5.61%
7	捷普	美国	EMS	7.56%	7.73%	7.58%
8	英业达	台湾	ODM	4.79%	3.11%	4.64%
9	冠捷	台湾	ODM	7.27%	5.96%	5.37%
10	Celestica.	加拿大	EMS	6.67%	6.63%	6.49%
14	长城开发	中国大陆	EMS/ODM	1.95%	2.73%	2.44%
17	环旭电子	中国大陆	ODM/EMS	12.8%	11.52%	11.46%
...	卓翼科技	中国大陆	OEM/EMS	14.31%	13.22%	13.66

资料来源：MMI；Wind；Bloomberg；上海证券研究所

图 7 公司三费开支稳中略降: (单位: 百万元)



资料来源: Wind; 上海证券研究所

公司凭借近 20 年的电子制造业大规模生产管理经验，在产品开发、物料管理和产线布局上都制定了详细的体系和规划，使公司在成本方面拥有明显的优势。为满足国际大品牌商对产品及服务的快速响应要求，公司以环旭上海为经营中心，全球构建了多个生产、研发、采购和销售服务网点。

图 8 公司的全球服务网络:



资料来源: 公司网站; 上海证券研究所

模组化优势明显，制造研发能力突出

随着移动设计越来越小、越来越便宜，每个组件的尺寸和成本成了关键因素。无线芯片模组不仅比多种独立芯片小，而且它们组成系统所需要的外部组件更少。例如，分立的 Wi-Fi 和蓝牙系统(Bluetooth)

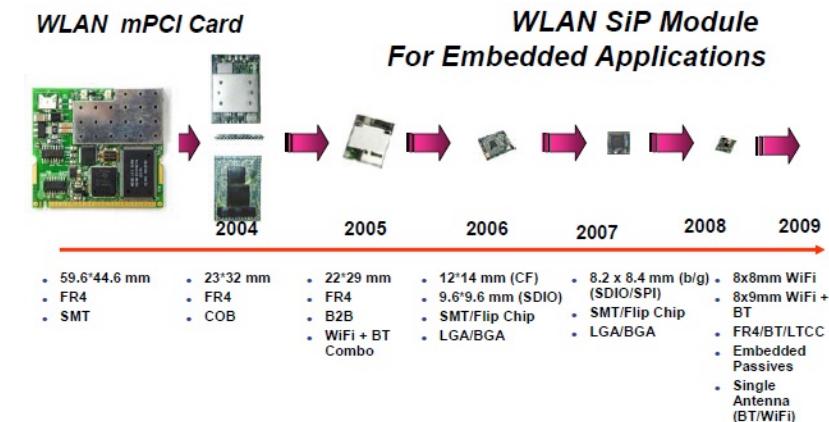
一般需要约 200 个组件，包括功率放大器 (PA)、平衡转换器 (Balun)、低噪声放大器 (LNA) 等等。通过在蓝牙和 Wi-Fi 系统之间共享多个重复组件，并将其他组件整合到芯片上，模组化解决方案可以将组件数量削减到 40 个。分立解决方案的占板面积大约为 200mm^2 ，而模组化芯片仅为 64mm^2 。除了节省电路板空间，更少的组件显然降低了制造商的物料成本。

目前的移动数码设备如：手机、平板电脑、数码相机等都要求模组产品具有高集成度、小尺寸、低功耗、多介面等特性，并可支援多种作业系统。而使用模组的好处还在于，客户可以直接将 Wi-Fi、蓝牙、FM 应用植入其产品，省去了大量的研发成本，缩短了开发周期，加速产品面向市场。

公司在无线通信模块领域的技术优势突出，其 SMT 贴装生产线拥有行业领先的封装制程能力，贴装速度可达 10 万点/小时，贴片精度可达 $\pm 0.035\text{mm}$ ，具备强大的模组化功能，能适应各种规格、尺寸和材质的贴装需求。被动元器件的尺寸从 90 年代末的 0805 ($2.0\text{mm} \times 1.2\text{mm}$)、0603 ($1.6\text{mm} \times 0.8\text{mm}$) 和 0402 ($1.0\text{mm} \times 0.5\text{mm}$)，已进一步缩小至目前的 0201 ($0.6\text{mm} \times 0.3\text{mm}$) 甚至 01005 ($0.4\text{mm} \times 0.2\text{mm}$)，而公司的贴片零件最小尺寸可达 $0.25 \times 0.125\text{mm}$ 。公司无论是技术工艺还是生产经验都处在行业领先水平，在工艺布局和产线组合弹性上的优势为提高 SMT 生产效率和质量提供了夯实基础。在电子消费终端的轻薄化趋势下，公司采用的三维堆栈封装技术保证了模组产品的小尺寸、多功能和高性价比。

公司在 ODM 领域的研发能力位居前列，研发团队超过 1300 人，硕士以上学历人数接近 30%。以无线通讯模块的集成化和微小化为研发重点，公司结合先进的嵌入技术，不断对微小化制程进行投资和改造，已完成 Wi-Fi+GPS+FM+Bluetooth 四合一模组的新品研发，并在解决电磁兼容性/电磁干扰及散热等问题上，具备领先的技术水平。

图 9 微型化是无线通信模组发展趋势：



资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所

二、投资亮点一：无线通信模组产品需求大

2.1 移动互联终端热潮催生 Wi-Fi 迅速普及

自 1990 年 IEEE802.11 (Wi-Fi) 技术标准诞生至今，其应用领域已从传统的台式机、笔记本电脑扩展至各类移动数码产品上，尤其是智能手机、平板电脑、数码相机、打印机等设备。随着 Wi-Fi 技术势力愈来愈壮大，移动智能终端及物联网市场越加蓬勃，将带动更多 Wi-Fi 应用需求。

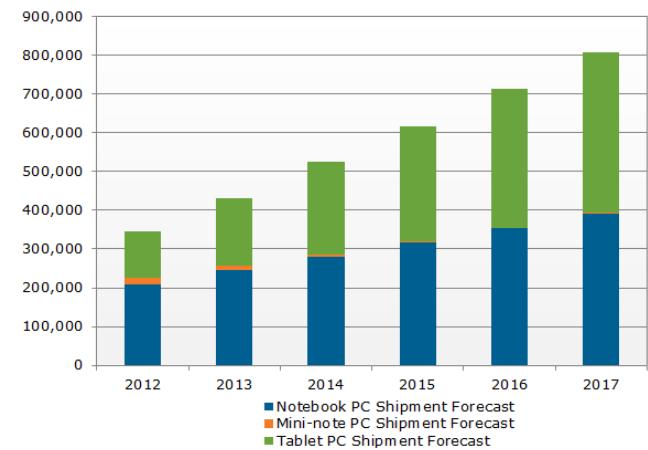
全球无线联网生态系统已愈发完备，使得 Wi-Fi 装置出货量自 2009 年以来连年剧增，特别是手机、消费性电子应用的年平均成长率分别高达 63% 和 92%，足见市场需求强劲。ABI Research 数据显示，2012 年全球 Wi-Fi 设备累计出货量达 50 亿台，至 2017 年全球 Wi-Fi 设备出货量将达到 200 亿台，年复合增速为 31.95%。随着传输效能增加，功耗、价格持续下滑，相关厂商逐渐将原先相互独立的设备接入网络，Wi-Fi 将进一步抢进电信、汽车、工业、定位和无线扩充基座等应用领域。

智能手机和平板电脑如今已是 Wi-Fi 设备最主要的应用市场，而前两者现亦俨然成为消费电子中增速最快的两大领域。伴随着智能手机和平板电脑的高速增长，对 Wi-Fi 设备的需求也将水涨船高。IDC 预测，2012 年全球智能手机出货量预计为 7.17 亿部，同比增长 45.1%，13 年出货有望达到 9.17 亿部，同比增速为 28%。平板电脑则是唯一有望增速超过智能手机的终端产品，市场未来仍有非常大空间。IDC 预计 2012 年全球平板电脑销量将达到 1.223 亿台，2013 年增至 1.724 亿台，同比增速为 40.98%，2016 年可达 2.827 亿台。NPD Display Search 甚至预计 13 年全球平板电脑出货可达 2.4 亿台，年成长 64%。

图 10 13 年全球智能手机增速达 28%



图 11 13 年全球平板电脑增速达 40.98%



资料来源：IDC；上海证券研究所

2.2 模组化产品需求持续增长

无线通信模组可集成 Wi-Fi、蓝牙 (Bluetooth)、导航 (GPS)、调频广播 (FM) 等功能模块。公司的无线通信模组产品主要通过鸿海提供给 Apple，应用于 iPhone、iPad/iPad mini 和 iTV 等产品，目前整体份额大概在 45% 左右。除此之外，公司近期还开拓了 Amazon 的订单 (Kindle Fire HD 的份额占到 50%)。苹果未来将会进一步使产品线多样化，由高端标杆型定位转向低价大众型来保持市场份额，实行以价换量的策略，而此举也为公司的无线通信模组产品的需求提供了充足的成长空间。公司借助 Apple 和 Amazon 等顶级品牌商的供货优势，未来也将更易打开其他厂商的订单。

为方便分析公司无线通讯模组的业务，我们整理了苹果 iPad 4、iPad mini、iPhone 5 和国产智能手机的 BOM 表，一颗 Wi-Fi+BT(Bluetooth)+FM 的芯片模组在 iPad 4 和 iPad mini 中的成本大约在 \$6，在 iPhone 5 中大约是 \$5~\$6。根据 IDC 估算，13 年全球智能手机出货将超过 9 亿部，增速为 27.89%，平板电脑超过 1.7 亿部，增速为 40.98%。根据估算，如果全部采用 Wi-Fi 模组，市场空间高达 380 亿。13 年苹果 iPhone 和 iPad 的市场份额预计分别为 19% 和 50%，Kindle Fire HD 的出货有望达到 1200 万部。公司之前募投扩产 1200 万片/月的无线通信模组项目的产线全部满产，今年计划将产线迁至昆山，若订单需求旺盛，可快速进行扩产。按目前公司在上述产品中的份额占比估算，13 年公司 Wi-Fi 模组营收可达 45.97 亿元，增速为 22.12%。

表 3 苹果 iPad4、iPad mini、iPhone5 和国产智能手机的 BOM 拆解

零组件	iPad4 (16GWi-Fi 版)		iPad mini (16GWi-Fi 版)		iPhone5 (16G 版)		国产智能手机	
	成本	占比	成本	占比	成本	占比	成本	占比
NAND Flash	\$16.8	5.32%	\$15.5	7.85%	\$10.4	5.03%	\$6	6.52%
DRAM	\$13.9	4.40%			\$10.45	5.05%	\$6	6.52%
触控显示屏	\$127	40.18%	\$80	40.51%	\$44	21.27%	\$24	26.09%
CPU	\$23	7.28%	\$13	6.58%	\$17.5	8.46%	\$0	集成在 BB 中
摄像头	\$12.35	3.91%	\$11	5.57%	\$18	8.70%	\$6	6.52%
移动通信模块 (BB/RF/PA)	-	-	-	-	\$34	16.44%	\$14	15.22%
Wi-Fi+BT+FM 模组	\$6	1.90%	\$6	3.04%	\$5~\$6	2.42%	\$5	5.43% (非模组)
用户界面 &传感器	\$9	2.85%	\$9	4.56%	\$6.5	3.14%	\$3	3.26%
电源管理模块	\$10	3.16%	\$7.5	3.80%	\$8.5	4.11%	\$4	4.35%
电池	\$32	10.12%	\$13.5	6.84%	\$4.5	2.18%	\$3	3.26%
制造部分 (机壳&按钮等)	\$50.5	15.98%	\$26	13.16%	\$33	15.95%	\$8	8.70%

附件 (USB 线 &电源适配器等)	\$5.5	1.74%	\$6	3.04%	\$7	3.38%	\$6	6.52%
EMS 成本	\$10	3.16%	\$10	5.06%	\$8	3.87%	\$7	7.61%
合计	\$316	100%	\$198	100%	\$207	100%	\$92	100%
售价	\$499		\$329		\$649			

资料来源: iSuppli; 上海证券研究所

表4 公司 Wi-Fi 模组成长空间估算

	2012	2013E	增速
全球智能手机出货量 (百万部)	717	917	27.89%
iPhone 出货量 (百万部)	135.79	174	28.31%
全球平板电脑出货量 (百万部)	122	172	40.98%
iPad 出货量 (iPad mini) (百万部)	65.74(12)	86(43)	30.82%
苹果 Wi-Fi 模组需求 (百万片)	202	260	28.71%
Kindle Fire HD 出货量 (百万部)	5	12	140%
公司 Wi-Fi 模组营收估算 (百万元)	3,765.88	4,597.74	22.12%
(按苹果整体份额 45%, Kindle Fire HD 份额 50% 测算)			
市场规模 (百万元)	29,128.37	37,850.37	29.94%

资料来源: IDC; DigiTimes; 上海证券研究所测算

2.3 公司积极开发新产品，新市场拓展空间广阔

依靠公司在微小化模组方面的研发优势和领先技术，公司正加速对原有大客户的新产品开发，已投资 2.65 亿元用于 3G、4G/LTE 的移动宽带系统级芯片技术的研发改造，为未来通讯类产品的结构升级和产品多样化提前布局。

在消费电子热潮的带动下，国内智能终端放量态势已显露无疑。12 年国产智能机的市场份额已跃居全球第一，加上 MTK 的低价四核芯片发布，13 年国产智能机出货有望达到 1.65 亿台，而国产平板电脑出货则将由 12 年的 4000 万台增长至 6500 万台。

目前国产智能手机和平板电脑尚未采用模组化芯片，而分立方案的成本也大约在 \$5 左右，与模组化的成本差异不大。由于公司的 Wi-Fi 模组产品主要客户是苹果，后者对零组件供应商的每一个加工环节和后段测试都有极为严格的要求，且模组中采用的 Broadcom 芯片的成本也较高。对国产智能手机而言，若采用更低价格的 MTK 芯片进行模组化，其 BOM 的成本占比会有明显降低。对一些在 PCBA 制程的研发和设计能力上比较薄弱，但又迫切想要快速切入市场的手机厂商来讲，可以省去重新设计 PCB 板布局的工序和 PCB 的板料，直接使

用模组化芯片，这对要求保证产品快速推出的手机品牌商无疑极具吸引力。

公司正努力开拓中兴、华为及联想等国内品牌厂商，Gartner 预计 13 年联想有望成为国内最大的智能手机厂商，公司作为联想的长期合作伙伴，一旦模组化被国产智能手机厂商所认同，对公司无线通讯模组业务的裨益巨大。

三、投资亮点二：超级本+云计算为存储类产品成长提供契机

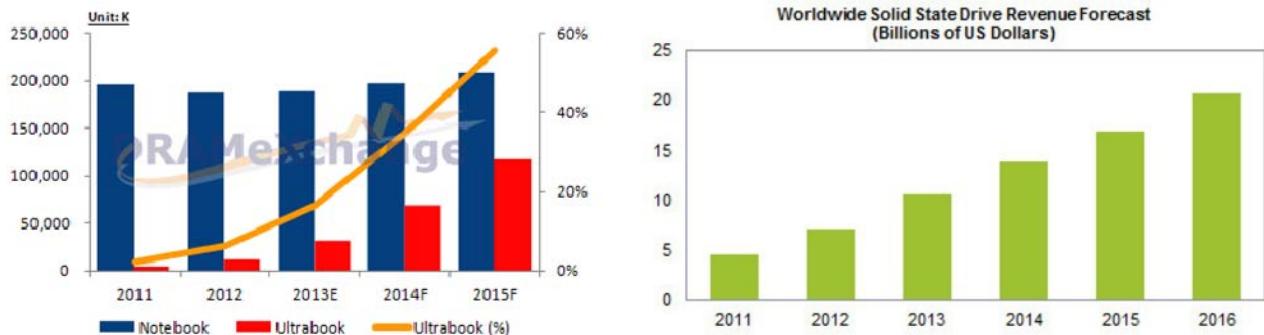
3.1 Ultrabook 推动 SSD 市占率

SSD 固态硬盘具备读写速度快、低功耗，抗震、无噪音、轻薄等优点，广泛应用于高端笔记本电脑。公司的 SSD 存储产品主要通过外购 NAND Flash 和控制芯片，完成设计和加工制造后供给 Intel，份额占比在 50% 左右，而后者目前是全球第二大的 SSD 厂商（市占率在 17%，三星第一）。

Ultrabook 是 Intel 力推的一种全新品类的笔记本产品，以超轻薄、高性能、低功耗等为主打概念。为满足技术响应的要求，SSD 固态硬盘将是 Ultrabook 的主要部件。受高昂成本制肘，12 年 Ultrabook 渗透率不及预期，但随着关键零部件的成本下滑效应开始发酵，如铝镁压铸及玻纤外壳取代 Unibody 金属机壳的方案提出，SSD 核心部件 NAND Flash 的平均售价快速下降，Ultrabook 的售价将下探至 \$599~\$699 美元区间。同时第三代“Haswell”处理器和增强触控体验的 Win8 系统也将陆续开始搭载，Ultrabook 有望于 13 年实现 15% 的渗透率，出货达到 3160 万台，年增 89%，为 SSD 带来巨大的市场需求。

图 12 Ultrabook 出货预测（单位：千台）

图 13 SSD 市场规模迅速扩大



资料来源: DRAMeXchange; iSuppli; 上海证券研究所

SSD 单位成本的下降也将会促使更多的 PC 产品搭载 SSD 作为存储装置, iSuppli 预计 13 年 SSD 的出货量将从原有的 3900 万增加至 8300 万, 增长 112.82%。到 2016 年, 销售量可增至 2.39 亿, 占据近 40% 的存储市场。12 年 SSD 市场产值已一路攀升到 70 亿美元, 年增 52%; 预计 13 年固态硬盘市场可望持续高成长, 产值将突破 100 亿美元大关, 达 107 亿美元规模, 预期至 2016 年 SSD 市场产值将达 207 亿美元规模。

公司 SSD 产品的毛利率较高, 可达 18%~20% 左右, SSD 出货放量有助于公司利润结构的优化。同时由于 SSD 的 NAND Flash 芯片是由 Intel 向公司提供, 而后公司再进行 SSD 产品设计和加工制造来获利, 因此 NAND Flash 的价格下降问题对公司不会构成较大影响, 预计未来将会有 20%~25% 的成长。

3.2 云计算、大数据爆发助 NAS 存储崛起

NAS (网络附加存储) 设备是一种特殊的专用数据存储服务器, 通过内嵌的操作系统和软件, 为用户提供跨平台稳健共享功能。NAS 存储为存储设备与服务器彻底分离提供了便捷, 更易于集中管理数据, 有效释放带宽, 提高网络整体性能, 可大幅降低总拥有成本, 适用于中小企业及家庭用户。

随着近年大数据和云存储等概念浮出水面, 数据呈现爆发式增长, 中小企业对存储设备的需求日益增加, 家庭用户对娱乐影音等文件的存储需求也不断提升。NAS 本身具有成本低廉、使用便捷等特点, 且其固有的可扩展性和共享功能定位无疑是云存储平台的首选。

图 14 NAS 存储的行业应用日益广泛

图 15 利用 NAS 实现家庭云存储

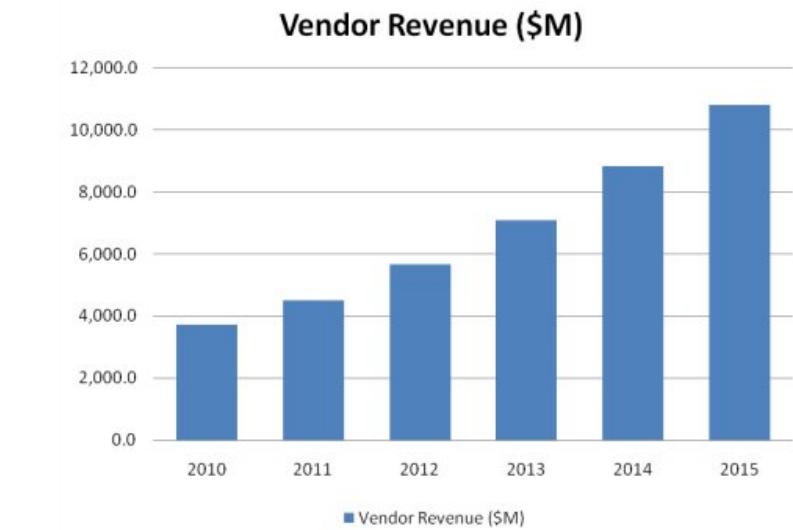


资料来源：互联网；上海证券研究所

Gartner 预测,2013 年全球 NAS 产品销售收入将达到 70 亿美元,预计 2015 年将突破 110 亿美元, 年均增长率为 28.57%。

公司是数据存储与服务器设计制造服务领域的全球领导厂商之一,现 NAS 产品的主要销售客户有 DRI、CISCO、BUFFALO、NETGEAR、LACIE 等全球知名品牌商。公司还投资 6500 万元进行 Ipstorage 存储服务系统改造项目, 预期 2014 年 6 月可完成建设。未来受益于云存储和大数据的快速发展, 公司的存储产品将年成长 15%~20%。

图 16 全球 NAS 存储市场容量整体的预测: (单位:百万美元)



资料来源：Gartner；上海证券研究所

四、多项业务扎实发展

公司的消费电子产品主要为视讯产品，涵盖各类电脑液晶显示器控制板、液晶电视控制板及背光源模块控制板。公司的液晶面板控制板可配套用于大尺寸（32 英寸、46 英寸、55 英寸、65 英寸）高世代液晶面板，产品良率及制程能力均处于行业领先水平。目前主要客户为友达和华星光电，12 年上半年由于奇美并入鸿海后订单大幅下降导致消费电子产品的营收下滑，但之后公司顺利开出华星光电的订单（目前 32 英寸以上产品的占比达到 60%），产能迅速打满，毛利率快速提升。国产面板在政策扶持下，国产化率会不断提高，预计未来公司消费电子产品将维持稳步发展。

公司的工业类产品主要包括阿智能手持终端（SHD）和销售终端设备（POS），由于工业类产品的毛利率较高（15%~17%），未来公司将进一步提升 SHD 和 POS 产品的市场份额（SHD 为 35%~40%、POS 为 10%），优化公司盈利结构，预计可获得 15% 的成长增速。

公司电脑类产品的包括台式电脑、服务器和平板电脑主机板，主要客户为联想。12 年 3 季度公司开始为联想 IdeaPad 系列平板供应主机板，在 IdeaPad 热卖拉动下，电脑类产品营收迅速攀升，Q3 和 Q4 单季营收分别达到 5.8 亿元和 8.9 亿元。根据联想公布的第 3 财季业绩报告显示，联想全球电脑销量达到 1410 万部，全球市场份额已达 15.9%，双双创下历史新高，仅次于惠普的 16.7%。在全球整体市场销量同步下降 7.8% 的环境下，联想全球个人电脑销量增幅达到 7.9%，连续 15 个季度高于行业平均水平增长。伴随联想的不断成长和市场份额的快速提升，公司电脑类产品预计未来可保持 7%~8% 的成长。

公司汽车电子产品主要包括 LED 车灯模块、电压调节器和其他车用电子 PCBA 产品。目前客户以欧美市场为主，包括 Valeo、Visteon、Delco Remy 等一流供应商，前述客户的认证周期很长，一般需要 3~5 年，一旦获得认证资格后会保持长期稳定的合作。公司的 LED 车灯模块具备较高成长潜力，2011 年全球车灯市场规模为 149 亿美元，其中 LED 外部照明为 5.2 亿美元，LED 内部照明为 6.6 亿美元，汽车 LED 车灯渗透率仅为 7.9%。随着 LED 芯片成本逐渐降低，未来汽车 LED 车灯的渗透率有望大幅提高，对传统车灯形成加速替代，预期公司汽车电子产品增速可达 15% 以上。

五、估值与投资建议

结合公司 12 年的业绩快报，我们预计公司 2012~2014 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.76 元、0.87 元，对应当前股价 PE 为 21.09X、17.69X 和 15.50X。

公司的无线通信模组和存储类产品是未来的两大看点，智能移动终端产品的日益轻薄化将使芯片模组化趋势加速，苹果、亚马逊等大客户具有较高成长动力，若成功开拓国内客户订单，无线通信模组产品将迎来放量。13 年 Ultrabook 渗透率提升将加速 SSD 出货，云计算 + 大数据概念孕育 NAS 巨大需求空间，存储类产品业绩表现值得期待。

公司最新公布 13 年 1 月营收达到 13.27 亿元，2 月淡季营收为 9.99 亿元，我们预估 13 年 1 季度营收有望超过 33 亿元，同比增长 12.24%，按 3.8%~4.2% 的净利率估算，归属母公司净利润可达 1.25~1.38 亿元，同比增长 18.17%~30.61%，全年净利润增速可达 19.15%，维持公司“跑赢大市”评级。

六、风险提示

- 苹果产品出货可能低于预期，具体可能会在 Q2 有所表现。
- 电子行业景气度复苏缓慢，欧洲经济疲软致使需求下滑
- 公司产品销售采购以美元为主，存在一定汇率风险
- 新客户拓展进度低于预期

七、公司盈利预测

表5 公司细分业务收入预测（单位：亿元）

		2012E	2013E	2014E
通讯类产品	营业收入预测	49.61	59.53	70.24
	收入增速	8.32%	20.00%	18.00%
	毛利率	8.53%	8.46%	8.40%
工业类产品	营业收入预测	21.10	24.26	27.17
	收入增速	25.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	15.89%	15.85%	15.80%
消费电子类产品	营业收入预测	18.96	19.91	20.71
	收入增速	-18.98%	5.00%	4.00%
	毛利率	8.70%	8.60%	8.55%
电脑类产品	营业收入预测	22.03	23.79	25.46
	收入增速	-	8.00%	7.00%
	毛利率	15.54%	15.45%	15.40%
汽车电子类产品	营业收入预测	10.01	11.62	13.24
	收入增速	-	16.00%	14.00%
	毛利率	12.00%	12.00%	12.00%
存储类产品	营业收入预测	11.08	13.85	17.04
	收入增速	-	25.00%	23.00%
	毛利率	18.30%	18.25%	18.20%
其他	营业收入预测	0.60	0.63	0.66
	收入增速	-	5.00%	5.00%
	毛利率	85.00%	80.00%	70.00%
其他业务	营业收入预测	0.13	0.14	0.14
	收入增速	-	2.00%	2.00%
	毛利率	99.00%	80.00%	80.00%
合计	营业收入预测	133.53	153.73	174.67
	收入增速	5.08%	15.13%	13.62%
	净利润预测	6.47	7.71	8.80
	净利润增速	43.28%	19.15%	14.12%
	毛利率	12.38%	12.23%	12.11%

数据来源：上海证券研究所

财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5,241	7,142	7,691	9,523	经营活动现金流	913	718	953	599
现金	1,275	1,989	2,676	2,974	净利润	452	647	771	880
应收账款	2,496	3,599	3,232	4,546	折旧摊销	212	172	203	235
存货	1,382	1,484	1,708	1,926	财务费用	16	12	16	19
其他	88	70	75	78	投资损失	-2	-15	-22	-25
非流动资产	962	869	845	790	营运资金变动	-168	-91	-19	-510
长期投资	-	-	-	-	其它	403	-8	3	-0
固定资产	874	767	738	679	投资活动现金流	-982	-59	-160	-155
无形资产	28	28	31	33	资本支出	-311	-112	-19	-52
其他	59	74	77	78	长期投资	-	-	-	-
资产总计	6,202	8,011	8,536	10,314	其他	-1,293	-171	-179	-207
流动负债	3,673	4,969	4,816	5,818	筹资活动现金流	-360	55	-106	-147
短期借款	897	1,025	1,029	1,006	短期借款	-410	128	4	-24
应付账款	2,414	3,335	3,209	4,272	长期借款	161	-107	-91	-102
其他	362	609	578	541	其他	-111	34	-20	-21
非流动负债	470	375	282	178	现金净增加额	-429	714	687	298
长期借款	421	314	224	122					
其他	49	61	58	56	主要财务比率	2011	2012E	2013E	2014E
负债合计	4,142	5,345	5,098	5,996	成长能力				
少数股东权益	-	-	-	-	营业收入增长率	-7.30%	5.08%	15.13%	13.62%
归属母公司股东权益	2,060	3,478	4,250	5,130	归属于母公司净利润增长率	-16.13%	43.29%	19.14%	14.12%
负债和股东权益	6,202	8,823	9,348	11,125	获利能力				
					毛利率	11.52%	12.38%	12.23%	12.11%
					净利率	3.56%	4.85%	5.02%	5.04%
					ROE	20.29%	23.38%	19.96%	18.77%
					ROIC	14.36%	13.56%	13.80%	13.63%
					偿债能力				
					资产负债率	66.79%	66.71%	59.73%	58.13%
					流动比率	1.43	1.44	1.60	1.64
					速动比率	1.05	1.14	1.24	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	1.82	1.88	1.86	1.85
					应收账款周转率	4.59	4.38	4.50	4.49
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.64	0.76	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.71	0.94	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	2.04	3.44	4.20	5.07
					估值比率				
					P/E	0.00	21.09	17.69	15.50
					P/B	0.00	3.75	3.07	2.54
					EV/EBITDA	0.08	14.49	11.77	10.11

数据来源: 港澳资讯; 上海证券研究所预测

分析师承诺

分析师 张涛 单佩韦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。