

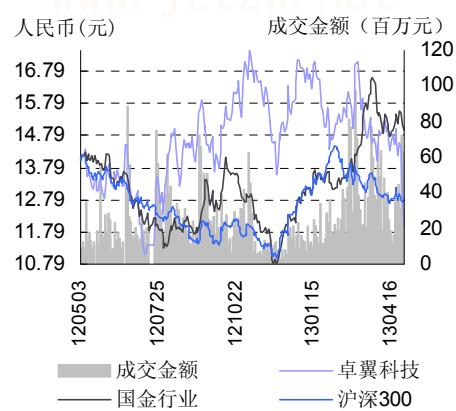
市价 (人民币): 12.00 元

## 借助大客户平台, 转型 EMS/ODM

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	91.64
总市值(百万元)	28.80
年内股价最高最低(元)	17.44/11.10
沪深 300 指数	2492.91
中小板指数	5220.03



## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.492	0.354	0.446	0.557	0.616
每股净资产(元)	3.84	5.47	5.78	6.21	6.70
每股经营性现金流(元)	0.46	0.26	0.68	0.66	0.84
市盈率(倍)	33.81	47.55	26.90	21.55	19.49
行业优化市盈率(倍)	76.67	55.07	73.32	73.32	73.32
净利润增长率(%)	33.19%	-13.76%	26.06%	24.83%	10.56%
净资产收益率(%)	12.82%	6.47%	7.71%	8.97%	9.19%
总股本(百万股)	200.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 电子合同制造行业持续稳定增长, 向 EMS+ODM 转型: 1) EMS/ODM 公司的景气度主要由全球 GDP, 电子行业景气度和外包市场的增长决定。2013 电子合同制造行业整体增长为 4%-5% 左右, 较 2012 年的 5% 增长率略低或持平。2) 具有 ODM/EMS 模式的厂商可以既有 ODM 的技术研发附加值, 同时还有 EMS 的规模效应, 行业趋势是这种鸿海模式。
- 公司扩大产能, 拥有先进 SMT 产线技术, 依靠大客户转型 EMS+ODM: 1) 公司 2013 年新增 20 条产线, 消费电子产能增加约 70%。2) 公司 2013 年产线达到 63 条, 产线规模在国内处于领先地位, 其他公司产线规模不及公司一半。SMT 技术精度可以达到 01005, 处于行业前列。3) 公司的主要客户华为, 中兴, 三星和联想都是在网通业务和消费电子业务的龙头, 背靠大客户稳定的终端市场, 公司可以从代工切入逐渐转型 ODM/EMS, 形成竞争优势。
- 网通业务保持稳定, 消费电子将会爆发: 1) 随着 2011-2012 年整体 FTTx 建设的高速增长, PON 设备的出货量的前期需求已经饱和, 从 2013 年开始设备需求量逐渐降低, 公司网通业务将保持稳定。2) 消费电子是未来的爆发点, 非苹果智能机和智能电视在 2013-2014 年将会有爆发式增长。

## 公司增大消费电子比例, 盈利能力上升, 给予“增持”评级

- 公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.446 元, 0.557 元, 0.616 元, 同比增长 26.06%, 24.83% 和 10.56%。公司历史 PE 都在 25 倍以上, 同类可比公司的市盈率平均在 40 倍左右。鉴于公司未来两年的转型爆发力和消费电子业务盈利能力的增加, 我们给予公司 30-35 倍的估值, 目标价为 13.38-15.61 元。给予增持评级。

## 风险

- 网通业务下降超预期, 消费电子增长受经济影响不达预期, 公司业务转型受阻。

邵洁

联系人  
(8621)61038220  
shaojie@gjzq.com.cn

马鹏清

联系人  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

## 内容目录

电子合同制造行业持续稳定增长，向 EMS+ODM 转型 .....	4
全球 GDP+电子行业增长+外包市场增长，电子合同制造行业稳定增长 .....	4
把握经济优势+核心技术，ODM+EMS 走鸿海路线 .....	5
公司扩大产能，拥有先进 SMT 产线技术 .....	7
公司增加 20 条双轨线，产能提升约 60%， .....	7
SMT 产线规模大，贴片技术精度高，居国内领先水平 .....	8
依靠大客户战略，积极转型消费电子 ODM+EMS .....	9
依靠大客户，保持行业领先增速 .....	9
深度开发大客户资源优势，转型 ODM/EMS .....	10
传统网络通讯业务市场持平发展，消费电子业务是未来爆发点 .....	11
传统网络通讯业务已过高增长期，未来持平发展 .....	11
切入联想，消费电子业务将是未来爆发点 .....	13
盈利预测 .....	14
公司增大消费电子比例，盈利能力上升，给予“增持”评级 .....	14
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：全球宏观环境（除日本外）企稳回升 .....	4
图表 2：半导体行业今年景气度好于 2012 年 .....	4
图表 3：EMS/ODM 行业增长在 5% 左右 .....	4
图表 4：主要电子制造厂商盈利能力对比 .....	5
图表 5：鸿海集团近几年增速 .....	5
图表 6：鸿海的 3T 战略——快速响应 .....	6
图表 7：ODM 与 EMS 比较 .....	6
图表 8：电子合同制造行业发展路径图 .....	7
图表 9：公司现有产能和新增产能一览 .....	8
图表 10：国内主要封装厂商产线规模对比 .....	8
图表 11：同行业竞争对手比较 .....	9
图表 12：2012 年 PON 品牌商出货量份额 .....	10
图表 13：2012 年 GPON 各品牌销售收入 .....	10
图表 14：联想移动手持终端在国内份额第一 .....	10
图表 15：三星电视市场份额第一 .....	10
图表 16：FTTx 示意图 .....	12
图表 17：OLT 端口出货量测算 .....	12
图表 18：不同 PON 技术的差异 .....	12

图表 19: FTTx 用户增长 .....	13
图表 20: 中国山寨平板市场预估 .....	14
图表 21: 1000 元以下的品牌和白牌机将占最大市场份额 .....	14
图表 22: Smart TV 出货量 .....	14
图表 23: 公司的历史 PE .....	15
图表 24: 同类可比公司 PE .....	15
图表 25: 销售盈利预测 .....	16

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

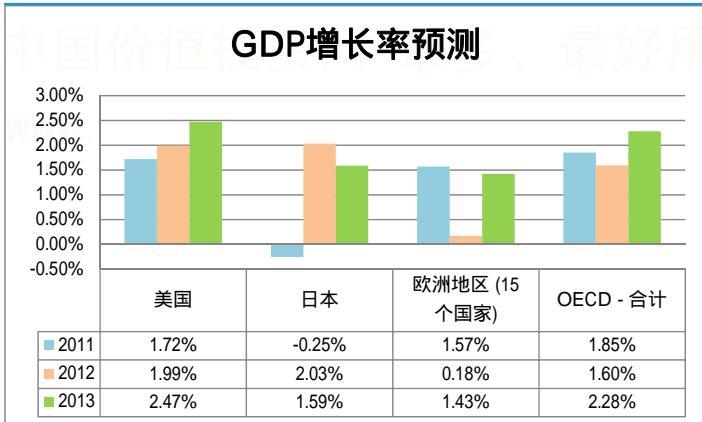
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 电子合同制造行业持续稳定增长，向 EMS+ODM 转型

### 全球 GDP+电子行业增长+外包市场增长，电子合同制造行业稳定增长

- 2013 年电子合同制造行业的整体平稳增长，预计今年电子合同制造行业整体增长为 4%-5% 左右，较 2012 年的 5% 增长率略低或持平。EMS/ODM 公司的景气度主要由全球 GDP，电子行业景气度和外包市场的增长决定。
- EMS/ODM 供的景气度由宏观经济环境，电子行业和外包市场的景气度共同决定。目前全球宏观经济环境较 2012 年欧债危机之后企稳好转，电子行业在今年开年的时候的景气度也有所显现，外包市场虽然有部分向拉美地区转移的倾向，但总体来说还主要在大陆地区。

图表1：全球宏观经济（除日本外）企稳回升



来源：OECD 国金证券研究所

图表2：半导体行业今年景气度好于 2012 年

#### 同比销售额

市场区域 (十亿美元)	Jan-12	Jan-13	同比增长率
美洲	4.32	4.77	10.50%
欧洲	2.77	2.64	-4.90%
日本	3.44	3.02	-12.30%
亚洲及太平洋地区	12.63	13.62	7.80%
合计	23.16	24.05	3.80%
北美BB值	0.95	1.14	
日本BB值	1.06	1.18	

- EMS 和 ODM 合总起来的电子代工制造业务在 2008 年金融危机之后，收到经济形势和整体电子行业的影响，在 2009 年大幅下滑 16% 左右。之后随着国际经济形势和电子行业的逐渐复苏，电子代工行业也在小幅稳步增长，预期在 2013 年仍将保持 5% 左右的增长。

图表3：EMS/ODM 行业增长在 5% 左右



来源：iSuppli 国金证券研究所

- 中国大陆电子代工承包占比逐渐增多，这主要是和中国的人口红利和政府的税收优惠政策相关。相较于欧美国家，台湾人口成本比较低，但是大陆相比台湾的人口成本和管理费用更低。但是这种人口红利和政策优惠的吸

引力正在逐渐消失。短期大陆仍将是代工企业的主要制造加工场地，长期将迁向人力成本更低的东南亚和拉美地区。

### 把握经济优势+核心技术，ODM+EMS 走鸿海路线

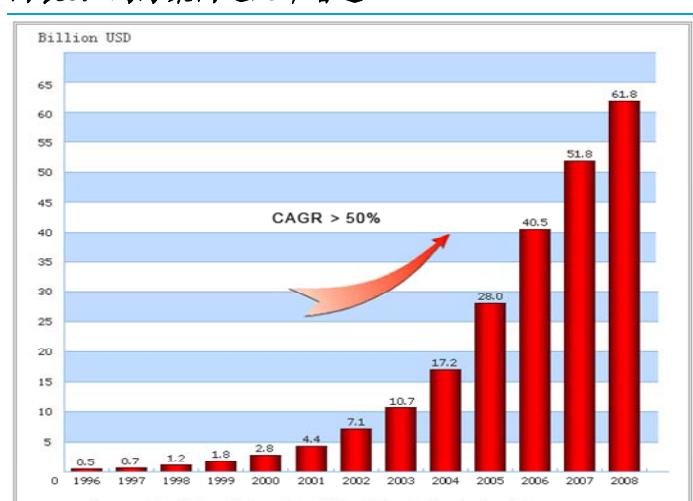
- 拥有自身研发核心技术的 ODM 厂商的盈利能力好于传统的 EMS 厂商，因为技术研发给予了产业链较高的附加值。而采用 ODM/EMS 模式的厂商可以既有 ODM 的技术研发附加值，同时还有 EMS 的规模效应，鸿海就是采用了这样的商业模式。
- 从电子代工厂商的整体盈利能力对比来看，能够实现较高毛利率和净利润率的都是拥有 ODM 能力的厂商。据 iSuppli 的分析，全球电子制造外包服务行业的毛利率水平在 5% 到 10% 左右，其中 EMS 行业的毛利率目前基本稳定在 5% 到 8%，ODM 行业的毛利率在 5% 到 11% 水平上，且在未来几年内仍将保持上述毛利率水平。

图表4：主要电子制造厂商盈利能力对比

	毛利率	净利率	代工属性
Hon Hai Precision Industry (富士康)	4.63%	2.59%	EMS/ODM
Flextronics (伟创力)	5.70%	2.42%	EMS
Jabil (捷普)	7.60%	2.30%	EMS
Celestica	6.74%	1.80%	EMS
Compal Electronics (仁宝)	2.88%	1.15%	OEM
ASUSTeK Computer(华硕)	7.16%	6.14%	ODM
Inventec Corp (英业达)	4.49%	1.11%	OEM
Wistron Corp (纬创资通)	4.10%	1.09%	OEM
Sanmina-SCI	6.48%	1.62%	EMS
长城开发	7.41%	2.41%	EMS
Benchmark Electronics	7.16%	2.29%	EMS
Quanta Computer (广达)	3.23%	2.49%	OEM
环旭电子	12.80%	4.68%	EMS/ODM
卓翼科技	14.31%	5.78%	EMS/ODM

来源：国金证券研究所

图表5：鸿海集团近几年增速



- 鸿海集团作为 EMS\ODM 行业龙头，其发展成功的原因是核心竞争力和抓住 PC 向移动市场的切换的时机。其核心竞争力有二：一是快速响应的能力，二是独创的 CMMS (即 EMS+ODM) 模式。通过多年的规模扩张和自身的模具开发实力，鸿海集团成为代工行业的龙头老大。
- 作为电子代工业企业，根本竞争核心是快速响应的能力。即在同等技术和同等品质之下能否以最低的价格和最快的速度将产品提供给客户，实现快速上市、快速扩产、快速周转。鸿海集团的 3T 策略就明确了公司快速响应的重心。
- 抓住大客户，占领移动智能终端先机。在苹果引领智能终端热潮的时候，鸿海适时的傍上苹果大客户，同时避开和 PC 代工龙头伟创力的直接竞争。在之后移动智能终端爆发式发展和 PC 相对来说缓慢的增长的行业背景下，鸿海打败了伟创力成为代工行业的龙头第一。

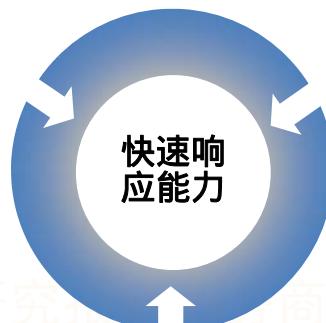
图表6: 鸿海的3T战略——快速响应

## Time to volume

是指在新产品获得客户认可之后,鸿海集团能够在最短的时间之内,在亚洲、北美和欧洲三个主要的制造基地,布置生产所需的采购、制造、工程和品管等各项能力,并能根据客户市场需求的增加,快速扩充产能。

## Time to market

就是在重要的策略客户的附近设立能够进行研发设计、工程测试和快速样品制作的机构,以方便与客户同步开发新产品,使新产品能够尽快量产上市。例如,只要英特尔Intel推出新一代CPU,鸿海集团能够立即与之配合,共同开发出与新一代CPU相匹配的连接器架构。



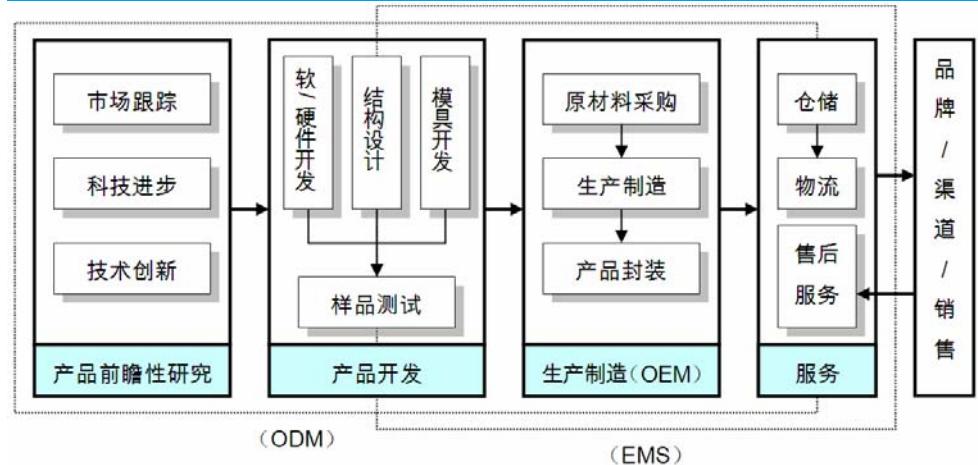
## Time to money

就是指能够以最快的速度把货交给客户,把钱收回来。减少存货负担,实现收益。

来源: 国金证券研究所

- 从OEM和EMS/ODM历史发展进程来看,EMS/ODM在产品的整个生产流程中所占的比例和附加值都在提升。而对于代工行业来说,想要提高自身竞争力:即将服务内容扩大到元器件采购,在研发阶段与客户合作(ODM)还有提供灵活性的服务

图表7: ODM与EMS比较

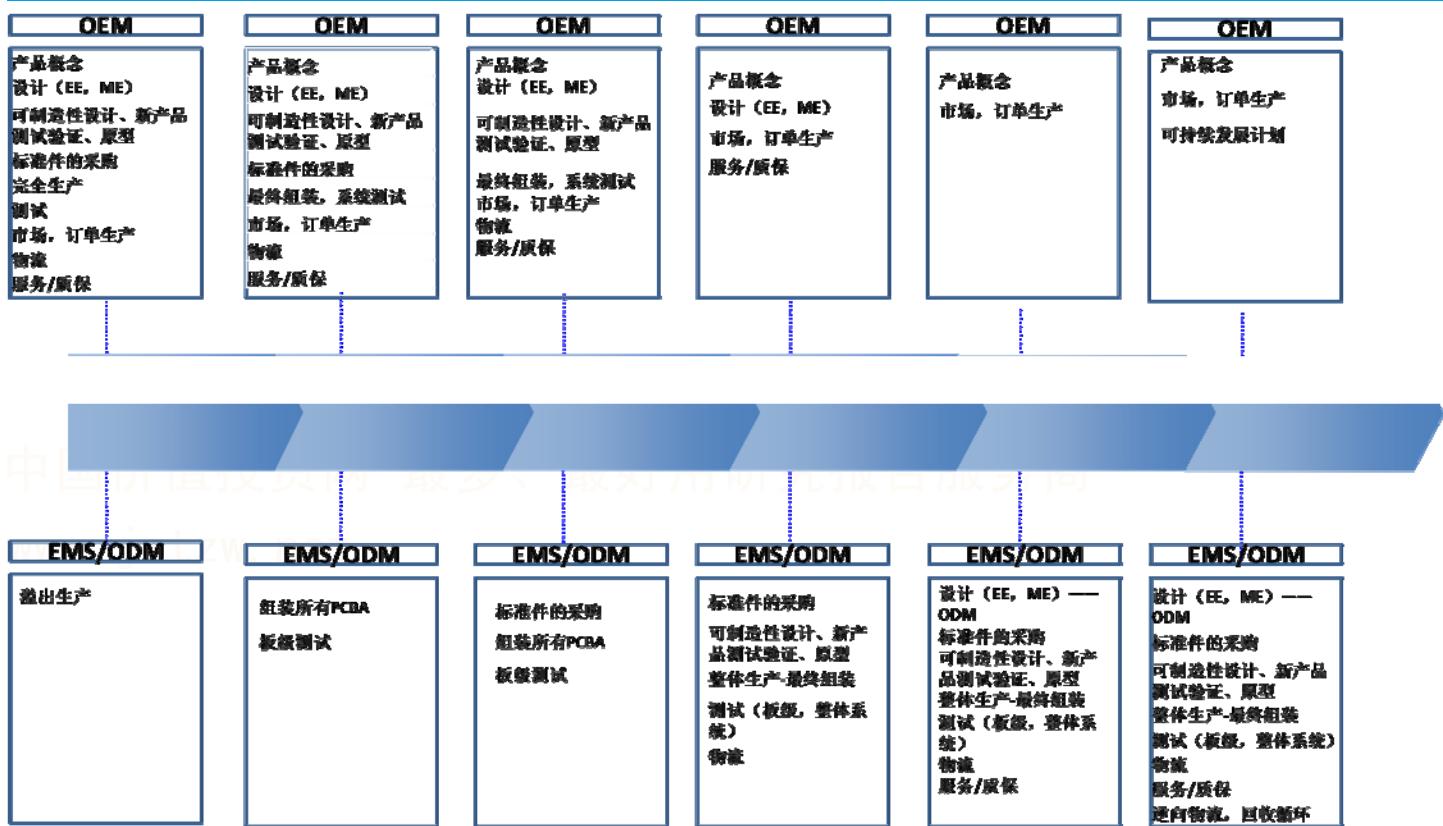


来源: 公司公告 国金证券研究所整理

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表8：电子合同制造行业发展路径图



来源：国金证券研究所

## 公司扩大产能，拥有先进 SMT 产线技术

### 公司增加 20 条双轨线，产能提升约 60%，

- 公司今年总体产能提升约 60%左右，缓解 2012 年末订单无法满足的情况。公司 2012 年拥有 SMT 贴装产线 43 条，2013 年将新增 20 条 SMT 产线。由于新增的 20 条产线都是双轨线，总体产能提升 60%。
- 公司注重新增产能向消费电子倾斜，消费电子产能提升 70%左右。公司在 2013 年借助新增双轨 SMT 贴装产线，并将新增产能的一半用于盈利水平较好的消费电子。鉴于 2012 年天津的 5 条产线尚未真正对消费电子提供产量，2013 年公司消费电子产能增量达到 70%左右。
- 公司新增消费电子产能主要面向手机和平板。今年为新客户联想提供手机 OEM 代工服务，在 2012 年公司已经在厦门建生产线配合联想进行代工业务的调试，联想 10%以上的订单份额交给公司生产。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

图表9: 公司现有产能和新增产能一览

公司产能核算	2012		2013	
	单轨	双轨	单轨	双轨
深圳	24	10	24	20
天津		5		15
厦门		4		4
合计	24	19	24	39
产能提升			57.20%	
消费电子产能提升			70%	

来源: 公司公告 国金证券研究所整理

中国价值投资网  
www. jztzw. net**SMT 产线规模大, 贴片技术精度高, 居国内领先水平**

- 公司在国内主要封装厂商的 SMT 产线产能规模中属于领先地位。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前列。
- 现阶段国内从事电子制造外包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。公司的 SMT 封装产线在 2013 年将达到 63 条, 而国内其他主要封装厂商的 SMT 封装产线的规模尚未达到公司一半。公司产线的自动化和加工水平也远在国内前列。

图表10: 国内主要封装厂商产线规模对比

公司	地址	产线
实益达	深圳市	37条SMT生产线
胜利科技	苏州市	拥有25条中、高速SMT身长先, 还配22条后续组装、调试、检测生产线和1万级、一千级的净化车间。
柏瑞安科技	北京市	18条SMT生产线
广联电子	上海市	拥有SMT自动贴片生产线9条, SMT的贴装能力为每日700万点, 还有4条手插生产线和2条总装生产线。
金陵科技	杭州市	8条SMT生产线

来源: 国金证券研究所

- 公司 SMT 贴片技术达到行业领先水平, 可以达到 01005 的精度, 这是行业内许多具有大规模 SMT 产线的公司难以达到的技术精度。随着 3G 智能手机中越来越多的使用 01005 元件, 公司的大规模, 高精度 SMT 产能和技术奠定了手机封装的行业地位。
- 01005 ( 0.2mm×0.4mm ) ( 是目前世界上体积最小的贴片元件与 0402 及 0201 尺寸的芯片电容相比, 01005 芯片电容的尺寸为  $0.4 \times 0.2 \times 0.2\text{mm}$ , 面积仅分别为前两者的 16%、44%, 体积则仅为前两者的 6%、30%, 能有效提升小尺寸装置生产材料的利用率, 同时降低废料对环境造成的影响。 )
- 目前一台 iPhone 约需要 1 百多颗 01005 晶片电容, 而 iPad 更需要 2、3 百颗, 目前多数智慧手机已经使用 01005 晶片电容, 包括台系、韩系、美系; 而去除了苹果外, 多数平板电脑品牌对 01005 的使用不

中国价值投资网  
www. jztzw. net

多,但随着市场对平板电脑的轻、薄要求,未来也会有更多的品牌厂加入使用 01005, 预估未来 01005 需求会继续扩大。

- 公司和贴片封装行业其他上市企业相比,无论在 SMT 产线产能,技术水平和盈利水平方面都处于较为优势地位。一般大规模的 SMT 工厂一般无法达到高精度的技术实力,公司属于特例,具有大规模和高技术精度的行业竞争力。
- 把品牌厂商的 SMT 工厂和专业的 SMT 工厂都计算在内,珠三角的 SMT 工厂(5 条生产线以上)大约有 500 家,有一定规模的大约有 300 家以上(10 条生产线以上)。这些大规模的 SMT 厂可以承接普通 2G 手机订单,但高端通信例如 3G 手机主板涉及很多 0201 元件和 01005 等小型元件,使得能承接的厂商数量有限。
- 公司拥有 24 台西门子 SMT 设备,是目前全球 SMT 贴片设备中最为先进精度最高的 SMT 设备之一。生产元件谱可以达到 01005(0.2mmX0.4mm) 的精度。
- 公司毛利率在贴片封装行业属于较高水平,未来随着消费电子如三星、联想出货比例增大,毛利率有望进一步提高。公司的产线规模目前在国内已经处于领先地位,其 01005 技术精度也是行业前列,仅次于环旭电子。
- A 股中同为 EMS 厂商的实益达生产产品的附加值不高,盈利能力没有公司强。其主营产品为家庭影院,可录 DVD 等消费电子和 LED 照明、医疗和安防等其他领域。并不涉及手机平板等移动设备的 EMS 服务。而同行业的环旭电子也主营消费电子移动设备的 SMT 封装,其中包括苹果的设备,其产能较大,但是盈利能力与公司相比略弱。

图表11: 同行业竞争对手比较

证券代码	证券名称	毛利率	净利率	净资产收益率	SMT 产线数量	技术精度
002137.SZ	实益达	7.69%	2.33%	4.48%	37	0.6mm*0.3mm
002369.SZ	卓翼科技	14.31%	6.48%	6.16%	63	0.4mm*0.2mm
601231.SH	环旭电子	12.80%	4.68%	15.91%	>100	0.25mm*0.125mm

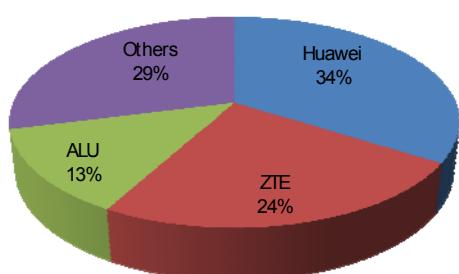
来源: 国金证券研究所整理

### 依靠大客户战略, 积极转型消费电子 ODM+EMS

#### 依靠大客户, 保持行业领先增速

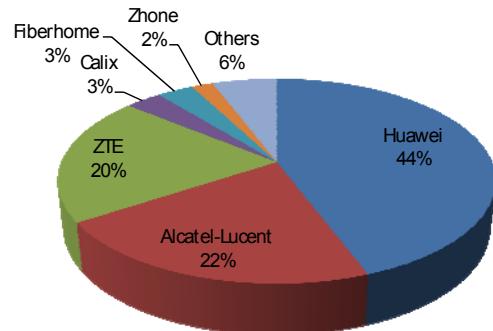
- 公司抓住网络通讯行业和消费电子行业的龙头客户,与之建立策略性的合作机会,电子代工业务可以跟随龙头客户的发展保持较高的增速,同时品牌厂商供应链一旦进入未来订单稳定性比较高。
- 公司网络通讯业务客户华为和中兴在世界网通设备出货量排名前五。公司和龙头公司建立起合作信任关系后,由 ADSL 接入设备切入华为和中兴,之后逐渐拓展到数字电视机顶盒,无线路由器、GPON/EPON 光纤接入终端产品和 3G 数据卡产品等品种。
- 品牌厂商对于质量、交货能力和价格都有严格的资质认定要求。除考察供应商的产品质量、研发能力和产能供给以及流程控制和经营能力都有严格要求。资质认证时间较长,为保证产品品质和供货的稳定,通常不会轻易改变供应商。

图表12: 2012年PON品牌商出货量份额

**PON设备品牌出货量份额**


来源: OVUM, BBT 国金证券研究所整理

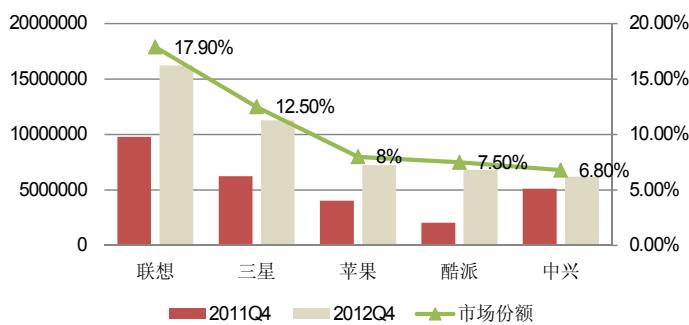
图表13: 2012年GPON各品牌销售收入

**2012年32亿美元GPON收入**


中国价值投资网 www.jztzw.net

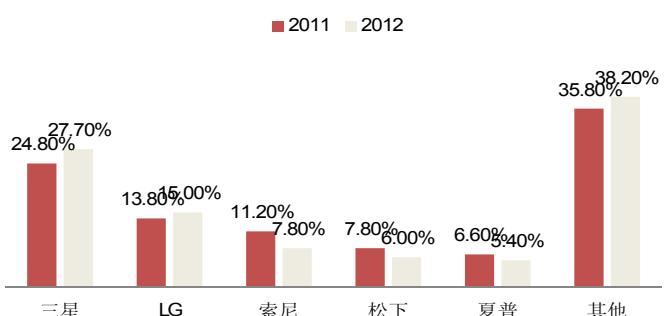
- 三星和联想分别是全球和国内消费电子的龙头。三星的出货量在 2012 年已经超越苹果成为第一大品牌，旗下产品从消费电子到智能家电。联想则是国内手持智能终端和笔记本电脑的龙头老大。
- 根据 DisplaySearch 调查，三星为全球电视销售冠军，在 2011 年全球平面电视的占有率达到 26.3%，年增长 18%，三星 2012 年液晶电视总体出货目标为 4500 万台。
- 联想正在加速智能手机的全球推广力度，除中国内地外，联想手机已经进入了海外五个国家，以及中国的台湾地区。联想今年目标在台湾的销售量年增两位数，市占率突破一成。2012 年联想手机出货量突破 3000 万部，其海外市场份额达到 50 万部。市场研究公司 IDC 的数据显示，去年第四季度联想集团凭借 900 多万部的智能手机出货量，跻身全球第五大智能手机厂商，排在三星、苹果、华为、中兴之后。

图表14: 联想移动手持终端在国内份额第一

**2012年第四季度中国智能终端前五名**


来源: IDC iSuppli 国金证券研究所

图表15: 三星电视市场份额第一

**2011-2012年电视品牌份额**


- 公司的战略规划是切入大客户的供应链，在建立起双方互相合作信任和公司资金实力提高的基础上，转向 EMS 合作方式，甚至未来有 ODM 服务的可能。
- 公司的长期愿景是走向 ODM/EMS 的代工模式，公司具有设计开发、产品测试、生产制造、原材料采购、配送及售后服务等各项能力。公司目前是三星供应链中唯一一个由大陆背景的企业，未来将努力导入三星其他代工业中去，逐渐转向 ODM/EMS。

- 公司在网络通讯业务方面切入华为、中兴两个行业内的主要供应商，在消费电子方面，切入了联想和三星。大客户具有成熟的终端市场和完整的供应链体系。
- 公司目前进入三星和联想代工，未来将借助现有大客户平台，将业务从代工延伸到 EMS/ODM。形成多产品的导入认证，
- 公司和三星目前只是合作智能电视无线模块，未来将做持续导入更多合作，公司愿景是切入智能终端的代工合作。三星目前主要合作的是三星电机和台湾 WNC，公司是唯一一个大陆背景的企业，具有先发切入优势。
- 公司加大移动终端的研发投入比例。市场开拓方面参加境外展会，增加与潜在客户直接的接触安排。公司和联想目前以 OEM 形式来合作，是联想智能手机的唯一外界代工公司。公司针对强势产品使用 OEM 形式，对于弱势产品采取 ODM 的代工方式；同时海外客户倾向于采用 ODM 形式，国内品牌倾向于 OEM 形式。。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www. jztzw. net

传统网络通讯业务市场持平发展，消费电子业务是未来爆发点

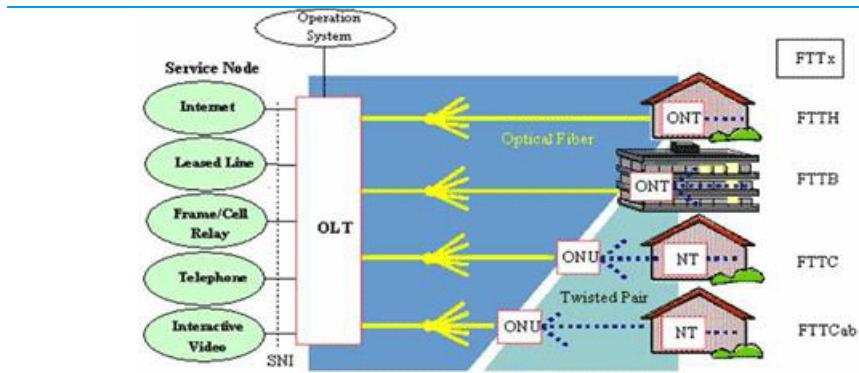
传统网络通讯业务已过高增长期，未来持平发展

- 2012 年全球 PON 市场格局及趋势逐渐清晰。在设备供应商中，华为保持了全球 PON 及宽带接入整体市场份额第一的位置，继续引领全球固定宽带市场。由于 2012 年以前 PON 设备的高速发展，预计 2013 年全球 PON 设备市场将会略有下滑。
- 2012 年全球固定宽领域 GPON 投资明显增长，而同期 EPON 投资显著下滑；全球整体 ADSL 持续下滑，但 VDSL 增长迅速，得益于 Vectoring 等新技术驱动，北美、欧洲等地均有明显的 VDSL 投资增长。
- 分地区来看，北美、欧洲、中东和非洲地区收入下降了 12%，亚太地区增长了 5%。分企业来看，华为、中兴和阿尔卡特朗讯位居三甲，三家共获得了近 50% 的市场份额。
- 光纤入户在中国的普及度已经展开，未来 PON 的推动是不可逆转的趋势。国务院提出了“加快宽带中国建设”、“加快普及光纤入户”的要求，推进光纤到户建设，同时工业和信息化部通信发展司提出了《住宅区和住宅建筑内光纤到户通信设施工程设计规范》和《住宅区和住宅建筑内光纤到户通信设施工程施工及验收规范》。
- FTTx 技术主要用于接入网络光纤化，范围从区域电信机房的局端设备到用户终端设备，局端设备为光线路终端(Optical Line Terminal; OLT)、用户端设备为光网络单元(Optical Network Unit; ONU)或光网络终端(Optical Network Terminal; ONT)。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www. jztzw. net

图表16: FTTx 示意图



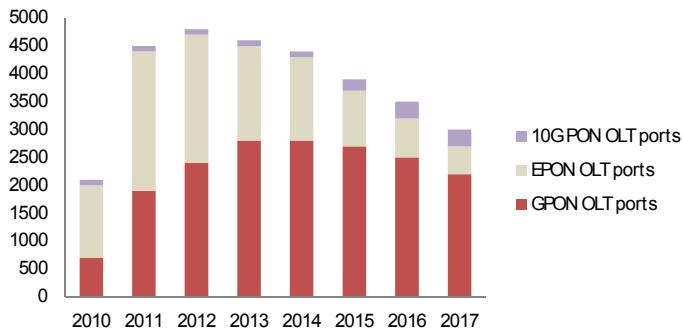
来源: 公开资料 国金证券研究所整理

## 中国价值投资网 最多 www. jztzw. net

- 光纤连接 ONU 主要有两种方式, 一种是点对点形式拓扑(Point to Point; P2P), 从中心局到每个用户都用一根光纤; 另外一种是使用点对多点形式拓扑方式(Point to Multi-Point; P2MP)的无源光网络(Passive Optical Network; PON)。在光接入网中, 如果光配线网(ODN)全部由无源器件组成, 不包括任何有源节点, 则这种光接入网就是 PON。
- PON 作为一种接入网技术, 定位在常说的“最后一公里”, 也就是在服务提供商、电信局端和商业用户或家庭用户之间的解决方案。目前市场上的 PON 产品按照其采用的技术, 主要分为 APON / BPON(ATM PON/宽带 PON)、EPON(以太网 PON)和 GPON(千兆比特 PON), 其中, GPON 是最新标准化和产品化的技术。

图表17: OLT 端口出货量测算

### OLT端口出货量——按类型(千台)



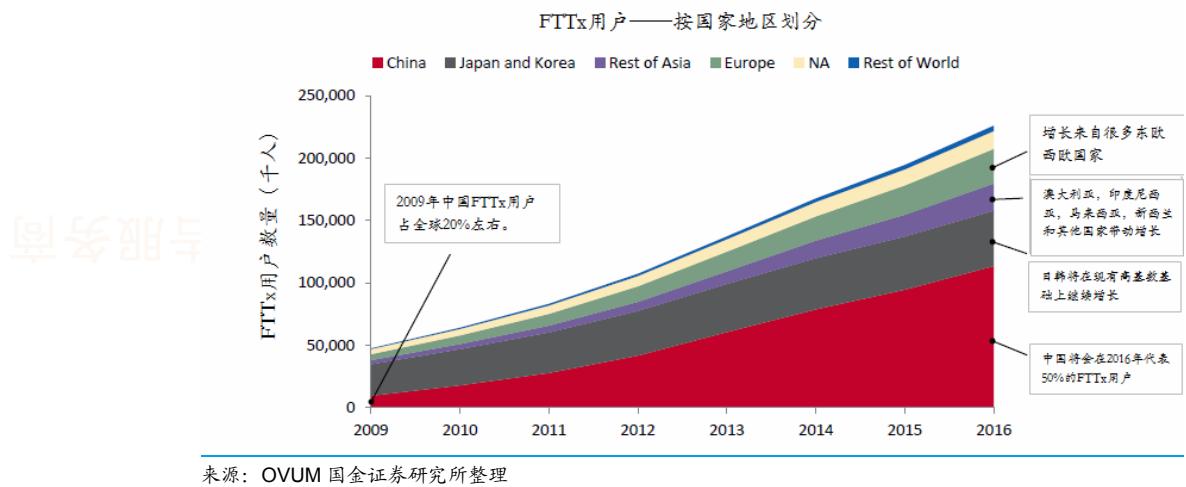
来源: Ovum 国金证券研究所

图表18: 不同 PON 技术的差异

	EPON	A/BPON	GPON
标准体	IEEE	TU-T (FSAN)	ITU-T 5G15 (FSAN)
标准建立时间	2004.07	1998	2003.01
标准设立者	设备提供商	运营服务商	运营服务商
最高速度	1 Gbps	155/622 Mbps	Up to 2.488 Gbps
基本协议	Ethernet	ATM	ATM
线路编码	8B/10B	NRZ	NRZ
分流比	1:16	1:32	0.086111111
安全保密	否	是	是
保护	否	是	是
支持语音	差	好	好
支持QoS	差	好	好
WDM 覆盖	否	是	是

- 中国的 FTTx 的用户复合增长率为 42% 高于亚洲剩下的地区 (31% 复合增长率) 和欧洲 (28% 的复合增长率)。在 2010 到 2011 年 PON OLT 设备的出货量有非常大的增长, 超过 80% 左右的 OLT 出货量的需求来自中国。2012 年的 OLT 出货量仍然很高, 但是之后将逐年减少。

图表19: FTTx 用户增长



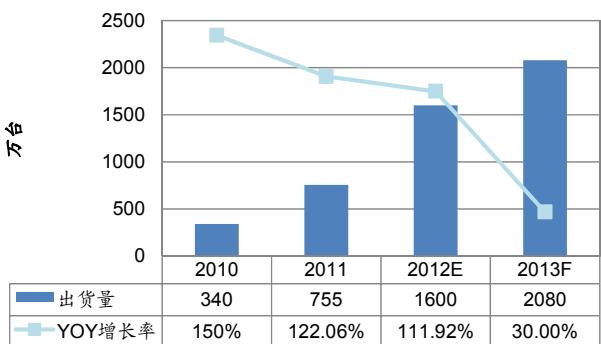
来源: OVUM 国金证券研究所整理

### 切入联想，消费电子业务将是未来爆发点

- 苹果创新力下降为非苹果阵营反击带来契机，2013年智能机，非苹果阵营成为推动市场增长的主要动力。而在中国大陆，山寨机比重下行，品牌机崛起成为主要趋势，联想、华为和中兴将成为中国智能机市场最主要供给者。公司新切入联想手机平板 SMT 代工，预计订单可达 1 亿元左右，同时手机客户还有龙旗、华勤等。
- 通过智能手机品牌调研，我们发现今年国产智能手机将会全力出击，相较于 2012 年的出货量增长都至少翻倍。在最近的手机销量排行榜上，华为联想中兴和 TCL 都登上全球智能手机前十位。
- 非苹果阵营百花齐放，成为市场增长的驱动力。CES 大展上，联想、华为和中兴的新款智能手机全都以大屏示人，硬件表现完全不输于新智能手机旗舰索尼，LG 和 HTC。
- 国产手机的 SMT 产业一方面由 OEM 自己的 SMT 产线来完成，一方面就是放给像公司这样的专业代工厂商。今年是非苹果阵营国产机爆发的一年，联想手 2013 年预估可达到出货量为 5000 万台。公司占联想的代工比例预估可以达到 10%以上，保守估计为 500 万台，以每台 20 元的代工费计算，可增加营收 1 亿元。公司还给手机方案设计公司如龙旗、华勤等供货。

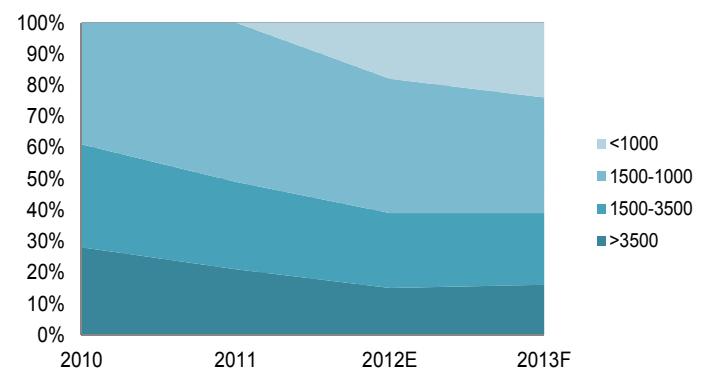
图表20：中国山寨平板市场预估

## 中国山寨平板市场预估



图表21：1000元以下的品牌和白牌机将占最大市场份额

## 中国智能手机市场价格分析

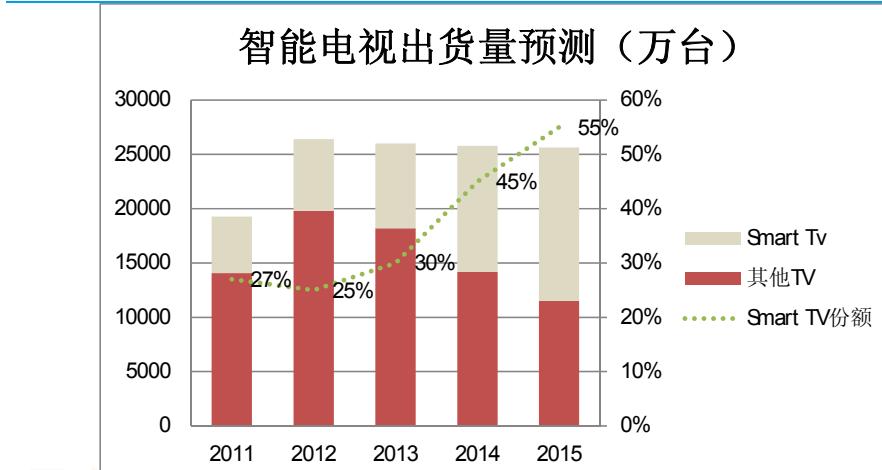


来源：拓墣研究所 国金证券研究所

www.jztzw.net

- 智能电视未来将是替代现有电视增量的方向。尽管 2012 年全球电视出货量下降，但是消费者对网络互联电视的需求量飙升，包括 LG、三星和索尼在内的公司都专注于研发自己的智能电视平台。这些制造商正在寻求有别于竞争者的途径，包括添加新的硬件和软件功能来提高用户体验，以及内容发现、个性化的主屏幕、推荐引擎、先进的控制设备——包括手势、动作和声音——多点触控功能等性能。
- 根据市调机构 DisplaySearch 报告，智能电视 2012 年的出货比去年成长 1.5 倍，到 2015 年，智能电视机的出货量将升至 1.41 亿台，占到全球电视出货量的 55%，届时这也标志智能电视机将占据电视机市场的半壁江山。HIS 认为，随后智能电视机的出货量将扩大到 1.73 亿台，其数量将接近全球电视机数量的三分之二。

图表22：Smart TV 出货量



来源：iSuppli 国金证券研究所

中国价值投资网 www.jztzw.net

## 盈利预测

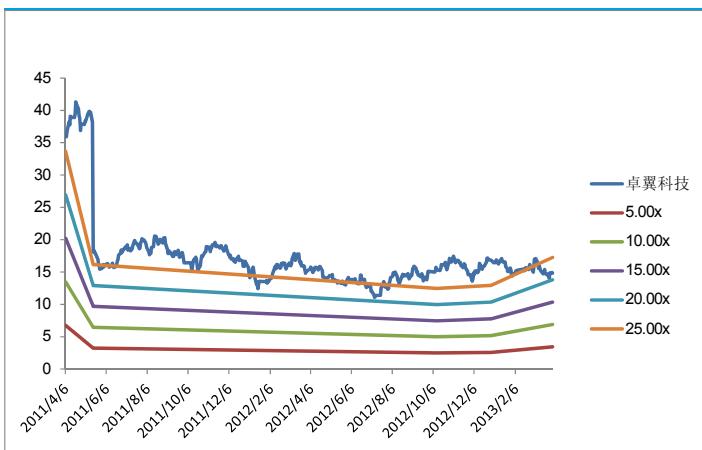
公司增大消费电子比例，盈利能力上升，给予“增持”评级

- 公司未来增大消费电子在业务中占比，毛利率和盈利能力将会上升，同时公司在现有大客户平台上积极从 OEM 转型为 EMS/ODM，这将会带来盈

利能力的又一提升。公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.446 元, 0.557 元, 0.616 元, 同比增长 26.06%, 24.83% 和 10.56%。

- 公司历史 PE 都在 25 倍以上, 同类可比公司的市盈率平均在 44 倍左右。鉴于公司未来两年的转型爆发力和消费电子业务盈利能力的增加, 我们给予公司 30-35 倍的估值, 目标价为 13.38-15.61 元。给予增持评级。

图表23: 公司的历史 PE



来源: 国金证券研究所

图表24: 同类可比公司 PE

证券代码	证券名称	PE	PB
601231.SH	环旭电子	22.26	4.18
000021.SZ	长城开发	61.9	1.46
002137.SZ	实益达	50.16	3
	平均	44.77	2.88
002369.SZ	卓翼科技	42.17	2.76

4月3日数据

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

图表25: 销售盈利预测

项 目	2012	2013E	2014E	2015E
<b>网络通讯产品</b>				
销售收入 (百万元)	1,077.83	1,174.83	1,257.07	1,319.93
增长率 (YOY)	-1.62%	9.00%	7.00%	5.00%
毛利率	11.45%	10.95%	10.45%	9.95%
毛利 (百万元)	123.41	128.64	131.36	131.33
增长率 (YOY)	-7.59%	4.24%	2.11%	-0.02%
占总销售额比重	74.26%	69.48%	62.62%	55.83%
占主营业务利润比重	68.81%	59.58%	51.10%	43.05%
<b>消费电子产品</b>				
销售收入 (百万元)	293.69	413.05	623.71	891.91
增长率 (YOY)	260.62%	40.65%	51.00%	43.00%
毛利率	16.96%	16.46%	16.46%	16.46%
毛利 (百万元)	49.81	67.99	102.66	146.81
增长率 (YOY)	208.34%	36.50%	51.00%	43.00%
占总销售额比重	20.23%	24.43%	31.07%	37.73%
占主营业务利润比重	27.77%	31.49%	39.93%	48.12%
<b>其他产品和服务</b>				
销售收入 (百万元)	79.87	103.03	126.73	152.07
增长率 (YOY)	64.31%	29.00%	23.00%	20.00%
毛利率	7.66%	18.68%	18.18%	17.68%
毛利 (百万元)	6.12	19.25	23.04	26.89
增长率 (YOY)	-46.83%	214.61%	19.71%	16.70%
占总销售额比重	5.50%	6.09%	6.31%	6.43%
占主营业务利润比重	3.41%	8.91%	8.96%	8.81%
<b>综合数据</b>				
销售总收入 (百万元)	1451.45	1691.01	2007.60	2363.99
销售总成本 (百万元)	1272.09	1475.10	1750.50	2058.94
毛利 (百万元)	179.36	215.91	257.10	305.06
平均毛利率	12.36%	12.77%	12.81%	12.90%

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>871</b>	<b>1,238</b>	<b>1,470</b>	<b>1,691</b>	<b>2,008</b>	<b>2,364</b>
增长率	42.2%	18.8%	15.0%	18.7%	17.8%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-752</b>	<b>-1,074</b>	<b>-1,286</b>	<b>-1,475</b>	<b>-1,751</b>	<b>-2,059</b>
% 销售收入	86.3%	86.8%	87.5%	87.2%	87.2%	87.1%
<b>毛利</b>	<b>119</b>	<b>164</b>	<b>183</b>	<b>216</b>	<b>257</b>	<b>305</b>
% 销售收入	13.7%	13.2%	12.5%	12.8%	12.8%	12.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>
% 销售收入	1.1%	0.9%	1.3%	1.4%	1.2%	1.3%
<b>管理费用</b>	<b>-36</b>	<b>-44</b>	<b>-54</b>	<b>-64</b>	<b>-74</b>	<b>-88</b>
% 销售收入	4.1%	3.5%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>73</b>	<b>107</b>	<b>106</b>	<b>123</b>	<b>149</b>	<b>174</b>
% 销售收入	8.3%	8.7%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%
<b>财务费用</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>-5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>
% 销售收入	-0.8%	-0.6%	0.3%	-0.3%	-0.2%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>84</b>	<b>113</b>	<b>92</b>	<b>123</b>	<b>152</b>	<b>168</b>
<b>营业利润率</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.1%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>税前利润</b>	<b>86</b>	<b>113</b>	<b>98</b>	<b>126</b>	<b>155</b>	<b>172</b>
利润率	9.8%	9.2%	6.7%	7.4%	7.7%	7.3%
<b>所得税</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>
所得税率	13.7%	13.1%	13.1%	15.0%	13.7%	13.9%
<b>净利润</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>85</b>	<b>107</b>	<b>134</b>	<b>148</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净：</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>85</b>	<b>107</b>	<b>134</b>	<b>148</b>
<b>净利率</b>	8.5%	8.0%	5.8%	6.3%	6.7%	6.3%

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>368</b>	<b>271</b>	<b>394</b>	<b>349</b>	<b>344</b>	<b>344</b>
<b>应收款项</b>	<b>338</b>	<b>484</b>	<b>445</b>	<b>577</b>	<b>701</b>	<b>812</b>
<b>存货</b>	<b>118</b>	<b>131</b>	<b>203</b>	<b>174</b>	<b>212</b>	<b>253</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>14</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>30</b>
<b>流动资产</b>	<b>838</b>	<b>937</b>	<b>1,082</b>	<b>1,128</b>	<b>1,293</b>	<b>1,439</b>
% <b>总资产</b>	<b>75.6%</b>	<b>69.4%</b>	<b>56.4%</b>	<b>56.6%</b>	<b>55.6%</b>	<b>52.7%</b>
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>237</b>	<b>375</b>	<b>729</b>	<b>831</b>	<b>994</b>	<b>1,247</b>
% <b>总资产</b>	<b>21.4%</b>	<b>27.8%</b>	<b>37.9%</b>	<b>41.7%</b>	<b>42.8%</b>	<b>45.7%</b>
<b>无形资产</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>51</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>40</b>
<b>非流动资产</b>	<b>270</b>	<b>414</b>	<b>838</b>	<b>865</b>	<b>1,032</b>	<b>1,289</b>
% <b>总资产</b>	<b>24.4%</b>	<b>30.6%</b>	<b>43.6%</b>	<b>43.4%</b>	<b>44.4%</b>	<b>47.3%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,108</b>	<b>1,351</b>	<b>1,920</b>	<b>1,993</b>	<b>2,325</b>	<b>2,729</b>
<b>短期借款</b>	<b>27</b>	<b>103</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>108</b>	<b>282</b>
<b>应付款项</b>	<b>316</b>	<b>453</b>	<b>468</b>	<b>544</b>	<b>662</b>	<b>767</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>72</b>
<b>流动负债</b>	<b>359</b>	<b>574</b>	<b>599</b>	<b>604</b>	<b>835</b>	<b>1,121</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>368</b>	<b>583</b>	<b>608</b>	<b>604</b>	<b>835</b>	<b>1,122</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>740</b>	<b>769</b>	<b>1,312</b>	<b>1,388</b>	<b>1,491</b>	<b>1,607</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,108</b>	<b>1,351</b>	<b>1,920</b>	<b>1,993</b>	<b>2,325</b>	<b>2,729</b>

**比率分析**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.740	0.492	0.354	0.446	0.557	0.616
每股净资产	7.400	3.843	5.468	5.784	6.211	6.697
每股经营现金流	0.426	0.463	0.260	0.678	0.658	0.838
每股股利	1.000	0.300	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.99%	12.82%	6.47%	7.71%	8.97%	9.19%
总资产收益率	6.67%	7.29%	4.42%	5.37%	5.75%	5.42%
投入资本收益率	8.16%	10.71%	6.48%	7.55%	8.04%	7.93%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	68.40%	42.16%	18.76%	15.05%	18.72%	17.75%
EBIT增长率	26.71%	47.86%	-1.42%	16.55%	20.91%	16.93%
净利润增长率	48.78%	33.19%	-13.76%	26.06%	24.83%	10.56%
总资产增长率	111.99%	21.94%	42.14%	3.76%	16.70%	17.35%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	97.7	94.3	72.2	88.1	84.9	81.7
存货周转天数	39.1	42.3	47.4	42.9	44.2	44.9
应付账款周转天数	123.1	116.2	102.6	114.0	110.9	109.2
固定资产周转天数	94.1	75.2	134.5	117.3	92.0	86.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-46.09%	-21.95%	-22.04%	-25.14%	-15.84%	-3.84%
EBIT利息保障倍数	-10.1	-15.0	21.2	-29.0	-41.2	30.5
资产负债率	33.21%	43.12%	31.66%	30.33%	35.90%	41.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	7	7
增持	0	4	5	11	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>1.67</b>	<b>1.69</b>	<b>1.65</b>	<b>1.68</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商**
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)
**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商**
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)