

未来的富士康在他们中诞生



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **华为、中兴国际化战略升级，带动上游精密制造业协同发展。**作为中国企业国际化的成功代表，中兴和华为等龙头企业的国际化战略已经从“走出去”阶段发展到了以进入发达国家市场为标志的“走上去”阶段。该阶段对中兴、华为的产品品质提出了更高和近乎苛刻的要求，从而带动了其相关上游精密制造业的萌芽和发展。
- **发展以精密制造为代表的先进制造业是我国制造强国之路的起步。**中国已经是无可争议的制造业大国，“中国制造”的品牌已深入人心。中国政府在鼓励产业走向“中国研发”转型之路的同时，也不放弃鼓励制造业向先进制造业的升级和发展，制造强国在相当长一段时间内将是我国产业政策的现实方向。从产业来看，由于华为、中兴的相对优势的国际地位，我国通过发展精密制造业实现制造强国的战略，通信行业将是一个非常理想的突破口。
- **制造业外包作为先进制造业的主流商业模式极具投资价值。**在该领域中，诞生了包括富士康、伟创力等世界 500 强企业在内的众多优质企业。在 2008 年金融危机之前，富士康的毛利率水平维持在 9%-10% 之间，净利率水平维持在 6% 左右；ROE 始终维持在 25% 以上的高位。区别于一般制造业，先进制造业尤其是制造业外包公司由于其提供的产业附加值较高，只要公司处于高增长阶段，依然可以享有较高的估值。
- **投资建议：**我们认为，由于华为、中兴有一批上游供应商已经具备了精密制造业的特征，并受益于华为、中兴的高成长拉动和当前的低基数效应，目前正处于高增长的发展阶段，未来的富士康最有希望在他们中诞生。梳理 A 股市场，我们认为相关个股可能受益：**卓翼科技、光迅科技、宇顺电子、中利科技、中航光电、日海通讯。**
- **风险因素：**经济走势二次探底导致制造业盈利能力整体性下滑；新股、次新股效应使得股价估值处于高位；许多公司主要客户以华为中兴为主，有客户集中度风险。

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

张杰伟

通信行业助理分析师

63325888

zhangjiawei@orientsec.com.cn

陈刚

军工电子行业首席分析师

63326775

chengang@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

通信

报告日期

2010 年 3 月 15 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、走出去、走上去：龙头企业升级带动精密制造业协同发展.....	4
二、精密制造：中国制造业强国转型的第一步	5
1、制造业强国转型：以通信产业的精密制造为突破口.....	5
2、国家相关产业政策.....	7
3、精密制造的特点与我国固有优势相吻合	8
三、制造业也有春天：借鉴“鸿海模式”，辩证看待“微笑曲线”	9
1、富士康发展历程	10
2、快速、廉价、质优：富士康的关键成功因素	11
3、辩证看待微笑曲线.....	13
四、相关个股	15
五、风险因素	17

图表目录

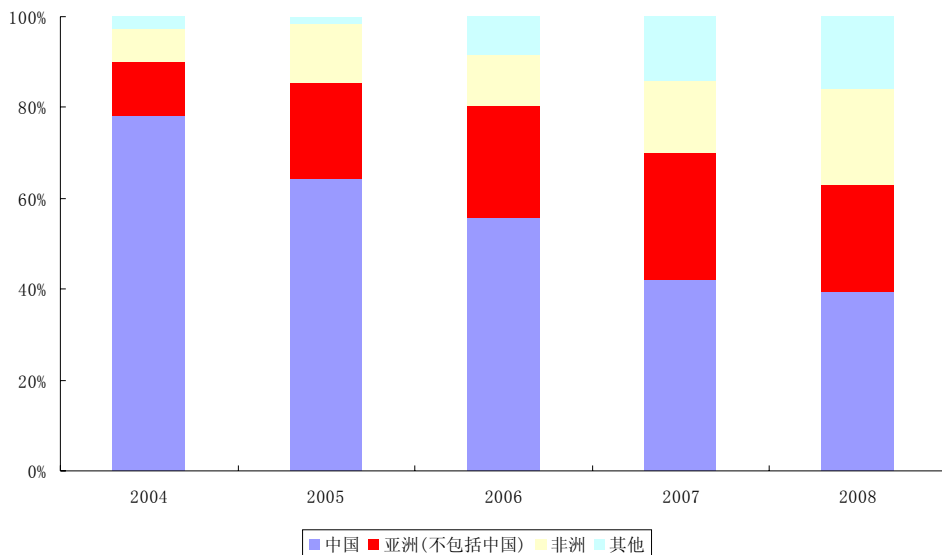
图 1：中兴通讯的海外销售占比逐年上升	4
图 2：华为国际市场销售额已占绝对优势，占比逐年提升	5
图 3：先进制造业与传统制造业的主要区别	6
图 4：富士康全球顶尖的模具生产能力保证了其前导时间业内最短	12
图 5：富士康（鸿海）“快速”、“廉价”和“质优” 五个原因	13
图 6：微笑曲线	13
图 7：2008 年金融危机之前，富士康的销售额和净利润水平都在高速增长	14
图 8：2008 年金融危机之前，富士康的毛利率和净利率都维持在一定的水平之上	14
图 9：富士康的估值水平与其增长率相一致	15
表 1：精密制造业及其相关行业受国家产业政策扶持，前景明朗	7
表 2：精密制造的行业特点与我国的固有优势相吻合	8
表 3：富士康发展历程	10
表 4：相关个股	16

一、走出去、走上去：龙头企业升级带动精密制造业协同发展

华为和中兴作为我国的电信设备龙头，已经实施了“走出去”的战略。2009 年 2 月，温家宝总理在英国访问时，就曾视察在华为和中兴的英国分公司，勉励他们：“电信行业是我国优势产业，‘走出去’方兴未艾，要边干边学，总会闯出一条路来”。

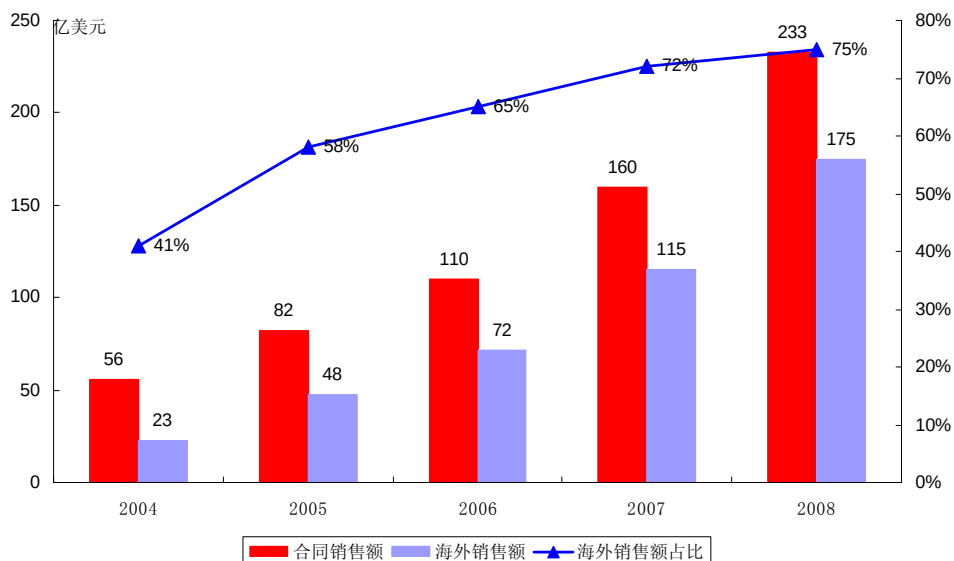
我们认为，作为中国企业国际化的成功代表，中兴和华为等龙头企业的国际化战略已经从“走出去”阶段发展到了以进入发达国家市场为标志的“走上去”阶段。该阶段对中兴、华为的产品品质提出了更高和近乎苛刻的要求，从而带动了其相关上游精密制造业的萌芽和发展。

图 1：中兴通讯的海外销售占比逐年上升



资料来源：WIND，东方证券研究所

华为也在实行全球化的经营战略，国际市场已成为华为销售的主要来源。其海外销售额已占到合同销售额绝对优势，占比逐年提升，其产品与解决方案已经应用于全球 100 多个国家和地区；在海外设立了 22 个地区部，100 多个分支机构；在美国、印度、瑞典、俄罗斯及中国等地设立了 17 个研究所，采用国际化的全球同步研发体系；在全球设立了 36 个培训中心，大力推行员工的本地化。

图 2：华为国际市场销售额已占绝对优势，占比逐年提升


资料来源：公司网站，东方证券研究所

我们认为，华为、中兴的国际化战略必将带动其上游的精密制造业协同发展。电信运营商对电信设备的需求高速变化。行业龙头如华为、中兴等为了进一步提升企业竞争能力，将更加注重其核心业务，如产品的研发设计、品牌管理、营销网络建设等，而将自身非核心业务或者非核心零部件外包给专业制造商或服务商。这就为华为、中兴等通信主设备商的上游——精密制造业带来了机遇。华为、中兴等企业将这些专业的精密设备制造商结成稳定的上下游关系，获得良好的协同效应。放眼全球市场，在制造业外包领域中，诞生了包括富士康、伟创力等世界 500 强企业在内的众多优质企业。

二、精密制造：中国制造业强国转型的第一步

发展以精密制造为代表的先进制造业是我国制造强国之路的起步。随着中兴和华为等龙头企业进入发达国家，将带动相关先进制造业的技术改革和进步。我国从制造大国向制造强国的转型，这并不是一句空洞的口号。我们认为，向制造强国转型的第一步就是先进制造业的发展。

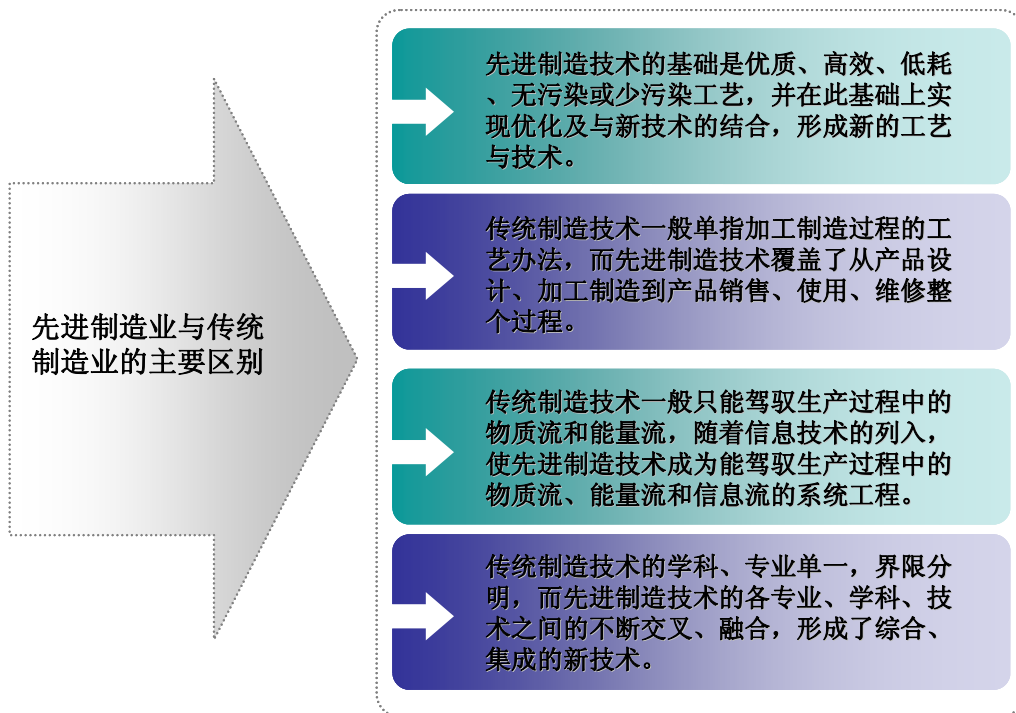
中国已经是无可争议的制造业大国，“中国制造”的品牌已深入人心。中国政府在鼓励产业走向“中国研发”转型之路的同时，也不放弃鼓励制造业向先进制造业的升级和发展，制造强国在相当长一段时间内将是我国产业政策的现实方向。从产业来看，由于华为、中兴的相对优势的国际地位，我国通过发展精密制造业实现制造强国的战略，通信行业将是一个非常理想的突破口。

1、制造业强国转型：以通信产业的精密制造为突破口

精密制造技术是指零件毛坯成形后余量小或无余量、零件毛坯加工后精度达亚微米级的生产技术总称，是近净成形与近无缺陷成形技术、超精密加工技术与超高速加工技术的综合集成。精密制造业

隶属于先进制造业。先进制造业是相对于传统制造业而言，指制造业不断吸收电子信息、计算机、机械、材料以及现代管理技术等方面的高新技术成果，并将这些先进制造技术综合应用于制造业产品的研发设计、生产制造、在线检测、营销服务和管理的全过程，实现优质、高效、低耗、清洁、灵活生产，即实现信息化、自动化、智能化、柔性化、生态化生产，从而取得很好经济社会和 market 效果。

图 3：先进制造业与传统制造业的主要区别



资料来源：东方证券研究所

在第三次科技革命中，我国逐渐成为了世界性的制造大国。第三次科技革命是人类文明史上继蒸汽技术革命和电力技术革命之后科技领域里的又一次重大飞跃，以原子能、电子计算机、空间技术和生物工程的发明和应用为主要标志，涉及信息技术、新能源技术、新材料技术、生物技术、空间技术和海洋技术等诸多领域的一场信息控制技术革命。在第三次科技革命的过程中，发达国家“工厂外迁”，跨国公司兴起，多边贸易体制建立，发达国家占据了这次科技革命的主要地位，我国根据自身的特点与优势，也逐渐形成了制造大国的地位，“世界产品，中国制造”已成不争的事实。

从国际竞争地位角度来看，我国世界制造大国地位的取得很大程度上是依赖廉价的劳动力，技术含量低、利润率低。但是，随着我国制造业的发展，发达国家的先进制造技术和理念逐渐引进到国内。

- 在制造理念上，先进制造业中的柔性制造、服务外包、精益管理等理念已获得充分认同；
- 在技术能力上，我国的自动化、和信息管理等技术也获得了快速发展，与国际差距不断减小；
- 在基础设施上，高、精、尖的数控加工设备也逐渐获得了普及。

随着装备制造业要求的不断提高，以及国外投资在我国的不断增加，国内制造业市场将对精密制造业提出更多、更高的要求。以通讯行业为例，世界著名的通讯设备商如阿尔卡特朗讯、诺基亚西门子、爱立信、华为等都在国内建立了通讯产品加工基地，他们外包的精密钣金制造业务量每年有上百亿元，中国的制造业大国地位无疑增加了对精密制造业的需求。

此外，精密制造行业具有外包服务行业的特征。服务业比重每提高 1 个百分点、第二产业每降低 1 个百分点，就可以降低能耗 1 个百分点。发展本行业可提高服务业的整体比重，有效降低社会整体能耗，实现我国整体的集约化经营，满足国家走资源节约型和效益型发展道路的需要。

我们认为，精密制造将是我国实现向制造业强国的转型的第一步。在未来的一段时间内，只有拥有先进的管理理念，掌握先进的行业技术，且拥有一定规模的企业才能最后胜出，成长为新的龙头。

精密制造业与下游行业的相关性较大。一般通讯、新能源等行业对于产品精度的要求更高，加工工艺更为复杂，在产品中精密制造和服务的附加值更高，毛利水平也相对更高，使得服务该行业客户的厂商能获得相对更高的利润。此外，由于行业具有柔性制造的特征，如果能选择合适的研发技术、工艺流程、配送方式等，可以节约制造时间，降低生产成本，为企业贡献更大的利润率。

我们认为，从我国中兴、华为等通信龙头企业的国际地位来看，已经具备了带动上游精密制造业协同发展的能力，我国通过发展精密制造业实现工业强国的战略，通信行业将是一个非常理想的突破口。

2、国家相关产业政策

在 2005 年的《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》中就将“大型、精密、专用铸锻件技术开发及设备制造”列入重点鼓励的发展产业，表明精密制造技术开发有助于我国制造业由世界制造大国向世界制造强国的转变，同时也是我们发展现代制造业的重要组成部分。“十一五”期间为加快发展先进制造业，提高重大装备国产化水平，国家积极鼓励发展高端、精密、专用精密制造技术开发和制造，提高精密制造业的整体发展水平，更好地参与国际分工，逐步提高我国制造业在世界制造业的地位。

表 1：精密制造业及其相关行业受国家产业政策扶持，前景明朗

政策文件	发布时间	相关内容
《十一届全国人大三次会议的政府工作报告》	2010.3	稳定劳动密集型产品出口，扩大机电产品和高技术产品出口，大力发展服务贸易和服务外包，努力培育出口品牌和营销网络。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	2006.3	提高研发设计、核心元器件配套、加工制造和系统集成的整体水平 大力发展主要面向生产者的服务业，细化深化专业化分工，降低社会交易成本，提高资源配置效率

《装备制造业调整和振兴规划》	2009.5	包括基础部件行业在内的配套产品制造行业的发展，达到通用零部件基本满足国内市场需求、关键零部件填补国内空白的较高水平。
《关于加快发展服务业的若干意见》	2007.3	大力发展面向生产的服务业，促进现代制造业与服务业有机融合、互动发展。细化深化专业分工，鼓励生产制造企业改造现有业务流程，推进业务外包，加强核心竞争力……提高产品的附加值
《广东省装备制造业调整和振兴规划》	2009.9	建设顺德锻压机床生产基地，重点发展重型精密机械压力机等产品
《杭州市装备制造业调整和振兴三年行动计划》	2009.9	重点发展机电一体化产品、大型机电成套设备、精密模具等机械制造业

资料来源：东方证券研究所整理

3、精密制造的特点与我国固有优势相吻合

精密制造的柔性制造、服务导向、客户稳定、节约资源等特点，与我国的固有优势，如贴近客户、需求旺盛、政策鼓励等优势相吻合。

表 2：精密制造的行业特点与我国的固有优势相吻合

精密制造的特点	我国的固有优势
柔性化制造，产品品种多、批次多、批量小	更加贴近客户，了解客户的具体需求
产品制造中服务比重更高	成本优势，包括原材料成本和人力资源成本； 成本控制优势
与下游行业景气度密切相关	需求旺盛使得供应商之间直接竞争压力较小； 我国制造业分工细化，客户群体增加
提高资源利用率，有效节约社会资源	国家政策的导向和鼓励

资料来源：东方证券研究所

精密制造特征一：柔性化制造，产品品种多、批次多、批量小

由于市场竞争的压力，精密制造的各下游企业更加注重产品功能的差异化、外观的个性化，单批次产品生产也呈现小规模特征。精密制造商与下游企业的合作模式主要是“合约制造”模式，企业需要根据客户的订单要求，提供的产品品种多、批次多但是单批次规模较小。

我国企业在地缘上与下游客户联接更加紧密，更加了解客户的具体需求，从而有利于提升企业的响应时间，满足精密制造的柔性要求。

精密制造特征二：产品制造中服务比重更高

在精密制造的过程中，企业往往只是根据一个产品的构想或者一个功能，从而完成一个产品从研发、采购、制造、运输等全部运营活动。下游客户对供应商的选择，不仅仅是对产品的选择，更是对供应商运营体制、研发服务能力等全方位的综合比较。

由于下游企业更加关注供应商的全业务流程，我国的企业的成本优势已经从原材料成本拓展到业务上的各个环节。企业的成本控制优势也能从产品扩展到运营的整个流程上，体现为整体成本优势。

精密制造特征之三：与下游行业景气度密切相关

精密制造企业所服务的客户行业有一定的稳定性。客户对供应商的选择需要一个长期的过程，而供应商由于受制于其本身的服务能力，往往也是对某一特定行业关注更多。因此，精密制造业与下游客户的发展密切相关。

在我国，由于下游制造业的高速发展、壮大，对于上游的精密制造业来说提供了坚实的后盾。例如2009年我国通信主设备商的需求带动了一大批通信部件厂商的发展。旺盛的需求使得供应商之间的直接竞争压力较小。此外，全球跨国企业的产能向中国转移也进一步夯实了中国的制造业，增加的下游客户群体使得精密制造业迎来高速发展。

精密制造业特征之四：提高资源利用率，有效节约社会资源

精密制造业的发展可以更加有效地促进产业精细化分工，充分利用柔性制造能力提升产能利用率，通过多产品不同订单的组合提高原材料利用率，行业的发展可以有效节约社会资源。

由于精密制造业的发展可以有效地提升资源的利用效率，走社会节约化发展的道路，精密制造业收到了各级政府的政策扶持，前景明朗。

三、制造业也有春天：借鉴“鸿海模式”，辩证看待“微笑曲线”

制造业外包作为先进制造业的主流商业模式极具投资价值。在该领域中，诞生了包括富士康、伟创力等世界500强企业在内的众多优质企业。区别于一般制造业，先进制造业尤其是制造业外包公

司由于其提供的产业附加值较高，只要公司处于高增长阶段，依然可以享有较高的估值。我们以富士康的“鸿海”模式为例，探讨我们对“微笑曲线”观点。

1、富士康发展历程

表 3：富士康发展历程

时间节点	标志性事件
1998 年	首次入列美国商业周刊全球信息百强；
1999 年	首次 GDR 募资，以 10%溢价，创下台湾企业海外筹资历史记录； 荣获亚元杂志评选为当年度台湾最佳管理公司；
2000 年	宣示开启机光电整合计划；
2001 年	首次荣获天下杂志评鉴为台湾第一大民营制造业 荣获 S&P 标准普尔 BBB 评等；
2002 年	荣获远东经济评论为亚太区 200 大企业排名第 2； 荣获亚元(Asian Money)杂志评鉴为最佳企业策略； 入列福布斯(Forbes)杂志全球最佳 400 大企业；
2003 年	收购芬兰艺模及摩托罗拉奇瓦瓦厂奠定手机 eCMMS 垂直整合； 首次成为大中华地区最大出口商； 荣获 IR Magazine 评鉴为当年度台湾区最佳投资人关系公司；
2004 年	获国碁电子团队加盟，强化集团网通垂直整合能力； 以 172 亿美元营收首次成为全球第一大 3C 代工厂； 应客户要求，开启包括主机板等产品的自有品牌零组件事业；
2005 年	成为全球第一大手机代工厂； 成为全球唯一连续五年入列美国商业周刊全球信息百强前十名； 获奇美通讯团队加盟，强化集团 RF 及手机共同设计/开发(JDSM/JDVM)； 获安泰电业团队加盟，集团正式进军汽车产业，迈向 6C 大道； 首次荣获天下杂志评鉴为台湾第一大企业； 荣获美国财富杂志评鉴入选为全球最佳声望(Most Admired)标杆电子企业 15 强； 成为电子产业行为规范(EICC)成员，致力于推广企业社会及环保责任(SER)；
2006 年	FIH(富士康国际控股集团)成为香港蓝筹——恒生指数成分股；

	获普立尔科技团队加盟，强化集团机光电整合，并成为全球第一大数字相机代工工厂； 荣获 Cheers 杂志调查票选为台湾上班族最向往公司； 再次荣获 IR Magazine 当年度台湾区最佳投资人关系公司提名； 荣获 104 人力银行问卷调查票选为台湾最幸福企业； 成为全球唯一连续六年入列美国商业周刊全球信息百强前十名；
2007 年	扩大招集所有志同道合之优质企业，共同建立全球创业平台，经由“构建平台、并肩作战”的理念，共同成就使全人类皆能享有计算机、通讯、消费性电子(3C)产品成为便利生活一部份之宏愿； 扩大布局越南、印度及巴西； 布局南京，建立集团软件中心，更完善集团一站式垂直整合服务； 与全球最大企业间电子商务平台阿里巴巴结盟； 获韩国德铃集团加盟，强化集团于轴承、玻璃镜面、按键及微型马达等关键技术，更完善集团一站式垂直整合服务；
2008 年	更积极扩大大中华地区布局，进一步拉开与业界的竞争优势，持续以提升。

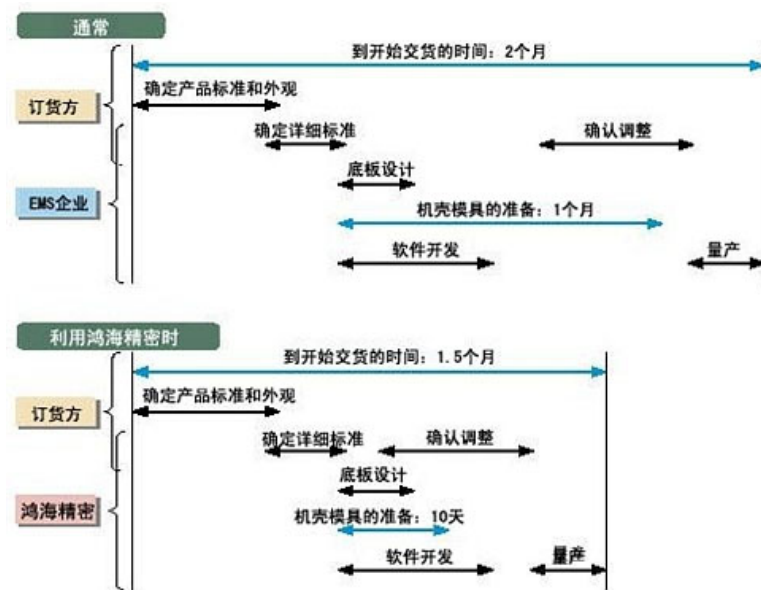
资料来源：东方证券研究所

2、快速、廉价、质优：富士康的关键成功因素

富士康的电子制造服务“快速”、“廉价”和“质优”。

快速指从接到订单到最终商品交到订货者手中这段生产前导时间。对富士康（鸿海）而言，这一时间特别短。富士康全球顶尖的模具生产能力保证了其前导时间业内最短。

图 4：富士康全球顶尖的模具生产能力保证了其前导时间业内最短



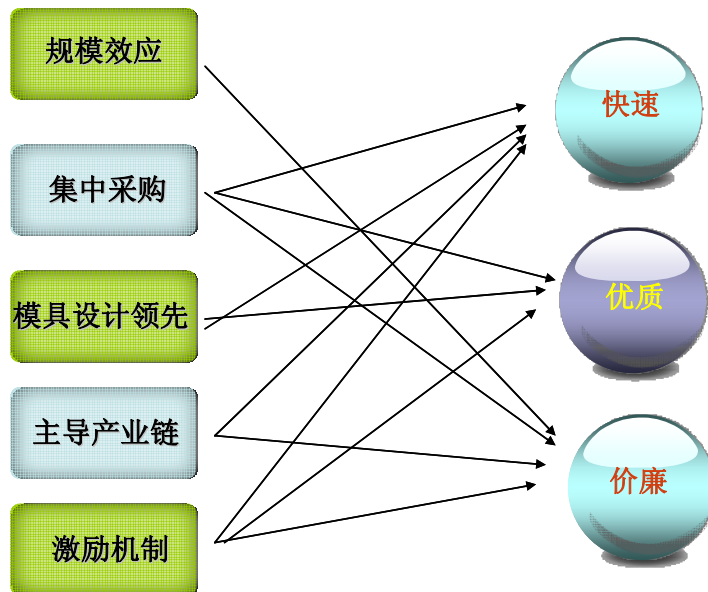
资料来源：东方证券研究所

廉价则是说明富士康的成本控制能力。富士康（鸿海）的大规模生产的规模效应，集中化的采购，以及内部的费用控制，为其降低成本提供了保障。另外，企业的一体化生产模式，各类零部件的高自产率也进一步降低了成本。

质优则是说明富士康的高精密性的制造水平。以产量为依托，大量导入先进生产设备等，是产品质量的保证。

总的来说，富士康（鸿海）实现“快速”、“廉价”和“质优”主要有五个方面的原因：生产的规模效应、零部件的集中采购、顶尖的模具设计能力、产业链主导效应、及其赏罚分明的激励机制。

图 5：富士康（鸿海）“快速”、“廉价”和“质优”的五个原因



资料来源：东方证券研究所

3、辩证看待微笑曲线

“微笑曲线”宏碁电脑董事长施振荣提出的企业竞争战略：分成左、中、右三段。左段为研发（技术、专利），中段为组装、制造，右段为品牌、服务，而曲线代表的是附加值（增值率）。微笑曲线在中段位置为获利低位，而在左右两段位置则为获利高位，如此整个曲线看起来像是个微笑符号。

图 6：微笑曲线

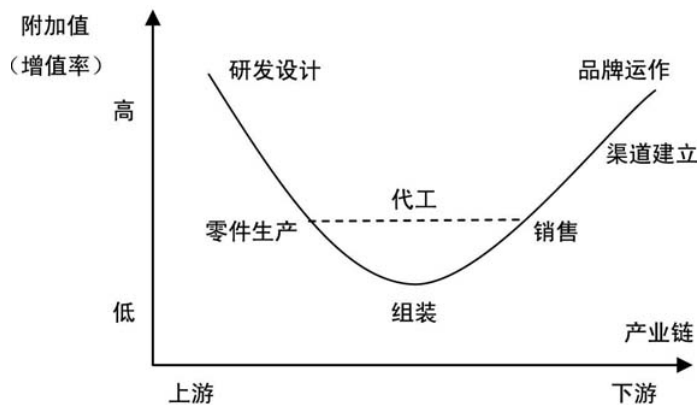


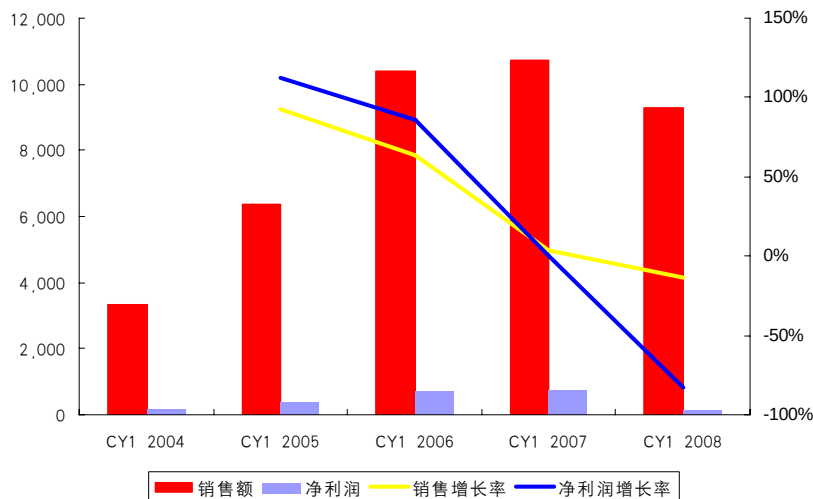
图 1：微笑曲线的定义

资料来源：东方证券研究所

虽然富士康所从事的是被认为最没有技术含量和附加值的制造业务，却颠覆了人们传统的偏见，取得了巨大的成功。这表明，即使在制造业，也蕴藏着巨大的机会。富士康之所以能成为制造业的“代工霸王”，正是由于其强调自主创新的科学理念、极具竞争力的成本优势，以及其强大的规模优势。

在 2008 年金融危机之前，富士康的销售额和净利润水平都在高速增长，即使在 2008 年的金融危机之时，其销售水平也未显著下降，表明了富士康在电子制造服务领域不可动摇的龙头地位。

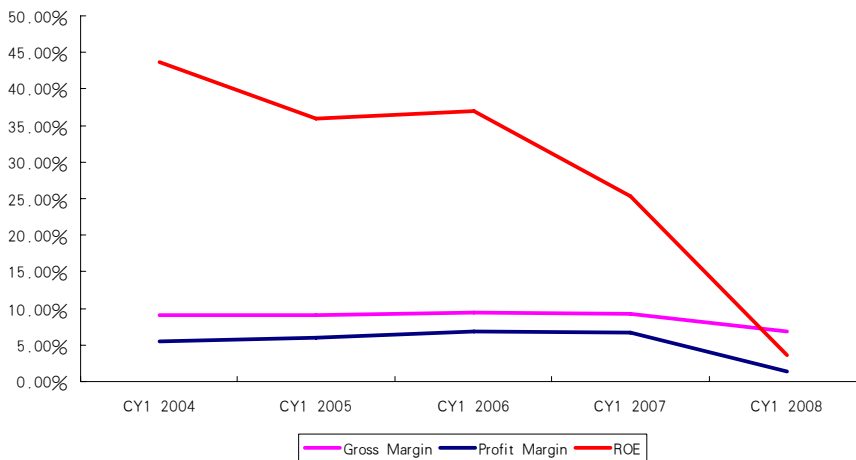
图 7：2008 年金融危机之前，富士康的销售额和净利润水平都在高速增长



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

在 2008 年金融位置之前，富士康的毛利率水平维持在 9%-10%之间，净利率水平维持在 6%左右；ROE 始终维持在 25%以上的高位。即使是在 2008 年金融危机爆发之时，其毛利率水平依然有 7%左右，表明富士康的盈利能力相当稳定。

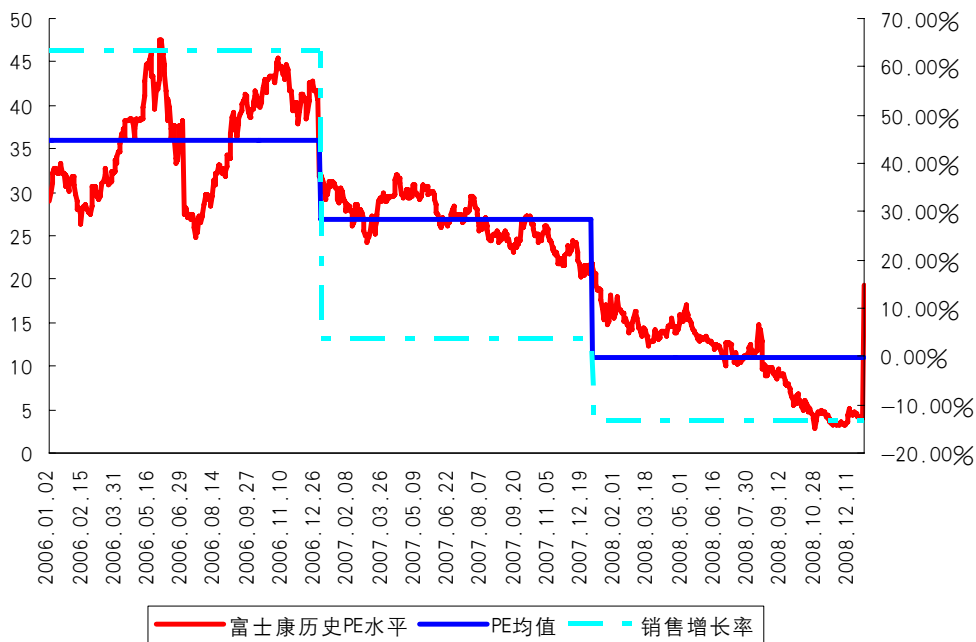
图 8：2008 年金融危机之前，富士康的毛利率和净利率都维持在一定的水平之上



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

有的投资者可能会质疑富士康在历史上的高 PE 水平。我们认为，对于富士康这类制造业公司来说，其 PE 水平与其增长率是相一致的。我们从可得的 2006 年到 2008 年的富士康市盈率数据来看，2006 年的平均市盈率为 36 倍，但是 2006 年相对于 2005 年的增长率达到了 63%，足以消化其高估值。2007 年之后的估值水平也大致与其增长率相匹配。

图 9：富士康的估值水平与其增长率相匹配



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

从以上对富士康的分析可以看出，表明对于先进制造业公司来说，即使其 PE 较高，只要有高增长性能支撑其估值，依然有投资的价值。微笑曲线理论与富士康模式并不矛盾，微笑曲线理论强调研发设计阶段和品牌建设两个阶段，但这并不否认加工制造环节的重要性。恰恰相反，微笑曲线理论的基石正是制造环节。加工制造是微笑曲线的基础和支撑点。

四、相关个股

有富士康珠玉在前，为国内其他制造企业的发展指明了一条道路。以通讯行业为例，我们认为，华为、中兴的国际化战略必将带动其上游的精密制造业协同发展。梳理 A 股市场，我们认为相关个股可能受益：

表 4：相关个股

股票名称	股票代码	最近一期 毛利率	近三年复合 增长率 (06-08)	主营业务
卓翼科技	002369	15.95%	13.7% (07-09 年)	以 ODM/EMS 模式为国内外的品牌厂商提供网络通讯终端类和便携式消费电子类产品的合约制造服务
光迅科技	002281	29.99%	40.46%	光通信领域内光电子器件的开发及制造
宇顺电子	002289	17.03%	49.01%	中小尺寸液晶显示器的研发、生产与销售，提供中小尺寸的液晶显示解决方案及产品
中利科技	002309	20.47%	36.08%	以“阻燃耐火软电缆”为主的特种电缆的研发、生产和销售，主要应用于通信电源领域
中航光电	002179	31.37%	29.96%	电连接器、光器件和线缆组件的研制开发、生产和销售
日海通讯	002313	30.47%	24.36%	国内最大的通信网络物理连接设备供应商，提供通信网络连接、分配和保护产品及整体解决方案。

资料来源：东方证券研究所

这些个股的特征比较明显：

1. 所处行业为通信制造业上游，与华为、中兴等龙头企业关系较为紧密，能够分享华为、中兴“走出去、走上去”发展的收益；
2. 盈利能力较高，毛利率都在 15%以上，对于成本变化的承受能力较强；
3. 成长性较好，虽然有的公司 09 年年报未出，但是以 06-08 年的增长来看，基本上都为 20%以上，有的甚至达到了近 50%。唯一例外是卓翼科技，这主要是由于公司 07 年基数较大，实际的 08-09 年增长率达到了 61%。

我们认为高成长的股票应当享受高估值。虽然这些股票可能目前的估值优势不明显，但是其高成长性已为估值打开了空间。以成长性的眼光来看估值，依然具备投资的吸引力。

五、风险因素

- 1、经济走势二次探底导致制造业盈利能力整体性下滑。
- 2、新股、次新股效应使得股价估值处于高位。
- 3、许多公司主要客户以华为中兴为主，有客户集中度风险。

分析师承诺

周军：通信行业资深分析师

张杰伟：通信行业助理分析师

陈刚：军工电子行业首席分析师

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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn