

受益下游优质客户的电子外包商

卓翼科技（002369） 合理估值：24.3 元

新股报告

2010 年 2 月 26 日 星期五

TMT 小组

袁 琤

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

发行股份(万) 2500

发行后总股本(万) 10000

投资要点

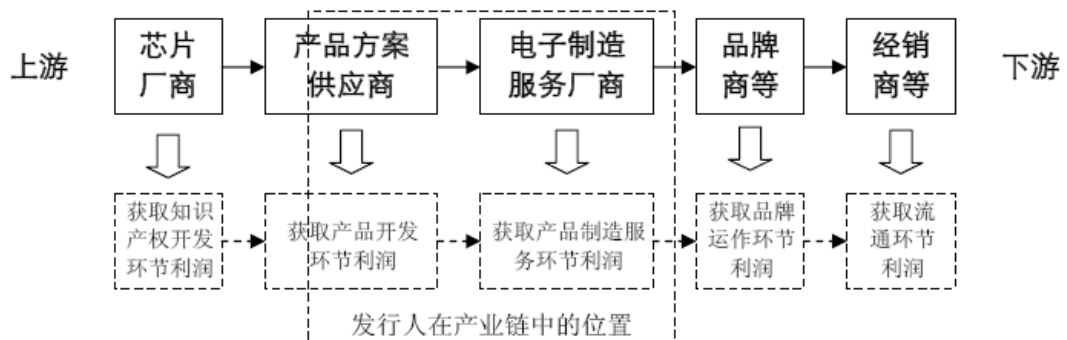
- **公司是 ODM/EMS 外包商。**公司主要业务是以 ODM/EMS 模式为国内外的品牌商提供合约制造服务，主要产品包括两大类：网络通讯类和消费电子类。
- **ADSL 为占比最大为 75%。**目前公司两大类占比最大的还是网络通讯终端类，2009 年占到 86%。而其中 ADSL 为网络通讯终端类中最大的单项产品，从 2007 年的 1.65 亿增长到 2009 年的 3.87 亿，增长率 50%多，占公司的总收入比例从 49%提高到 75%，此业务目前对公司影响最大。
- **DSL 是目前主要宽带接入方式，未来还看光纤接入。**2008 年全球的 DSL 宽带接入占到宽带的 65%左右，用户 3.96 亿。预计未来几年 DSL 方式仍是国内宽带接入的主流方式。不过 ADSL 产品已进入充分竞争阶段，以 EPON 和 GPON 为标准的光纤接入是继 DSL 下一代产品，公司也正在布局。2008 年公司以 EMS 模式向华为提供 GPON 光纤接入设备的 PCBA 产品。未来光纤接入产品是否放量非常重要。
- **For iPod 等消费电子类的发展。**公司是首家将 for iPod 音视频产品以“便携式包体”的形式推出的 ODM 厂商。其 for iPod 音视频产品进入了北美地区的苹果公司店（Apple Store）、Best Buy、Circuit City 等主流电子产品大卖场。公司的产品线丰富，具备竞争力。公司的 for iPod 音频产品 2009 年的收入为 4926 万，占总收入的 9.5%，未来要看其 ODM 的发展情况。
- **募投项目。**本次发行计划发行数量为 2500 万股。募集资金主要投资三个项目：深圳生产基地技术改造项目、网络通信产品生产基地项目和消费电子产品生产基地项目。共需投入资金 19004 万元。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司在 2009、2010 和 2011 年的 EPS 分别为 0.81、1.02 和 1.3 元。给予 2010 年 30 倍的 PE，合理估值为 24.3 元。未来最需要关注的是跟随下游主要客户如华为等增长情况。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	376	517	734	954	1,241
增长率	12.9%	37.4%	42.0%	30.0%	30.0%
营业利润(百万元)	31	49	81	102	129
增长率	-17.5%	58.2%	65.6%	25.8%	27.0%
净利润(百万元)	30	50	81	102	130
增长率	-15.4%	63.1%	62.5%	26.5%	27.1%
每股净资产(元)	1.71	2.37	8.63	9.51	10.55
每股收益(元)	0.41	0.66	0.81	1.02	1.30
市盈率(P/E)	70.5	43.2	35.5	28.0	22.0
市净率(P/B)	16.8	12.1	2.5	2.3	2.0
ROE(%)	23.8	27.9	7.0	8.1	9.2
EV/EBITDA	2.9	4.7	30.0	23.7	19.2
息率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	1.0%	0.7%	1.2%

1. 公司业务主要情况

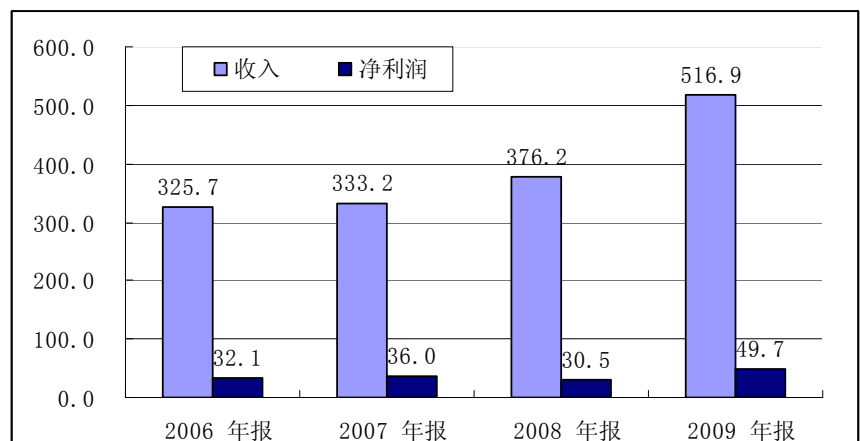
公司主要业务是以 ODM/EMS 模式为国内外的品牌渠道商提供合约制造服务，获取产品开发设计和产品制造服务环节的利润。主要产品包括两大类：网络通讯类和消费电子类。其中网络通讯类包括：ADSL 调制解调器、WIFI 无线产品、以太网产品、数字电视机顶盒等；消费电子类包括：便携式音视频产品、GPS 等。

图 1. 电子产品产业链专业化分工示意图



公司的收入从 2006 年的 3.26 亿增长到 2009 年的 5.17 亿，复合增长率为 16.7%；净利润从 2006 年的 3200 万增长到 2009 年的 4970 万，复合增长率为 15.7%。其中以 2008 年度的营业收入 3.76 亿计算，在全球制造外包市场总额的占比在 0.2%左右，在中国制造外包市场总额的占比在 0.47%左右。

图 2. 2006-2009 年公司收入和净利润（百万）

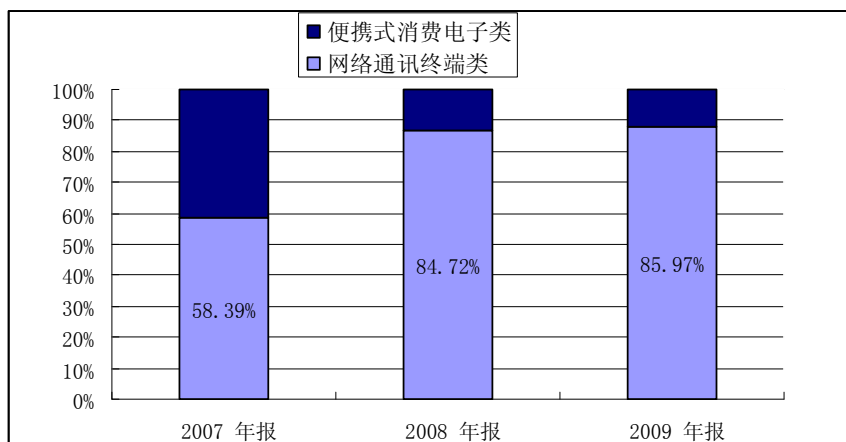


资料来源：招股说明书

ADSL 为收入占比最大产品，达到 75%。目前公司两大类占比最大的还是网络通讯终端类，2009 年占到 86%。其中 ADSL 调制解调器为网络通讯终端类中最大的单项产品，2009 年的收入达到 3.87 亿，占总收入的 75%左右，这块业务目前对公司影响最大。便携式消费电子 2009 年占比

为 14%左右，其中最大的单项为 for iPod 音频产品为 4926 万，占总收入的 9.5%。

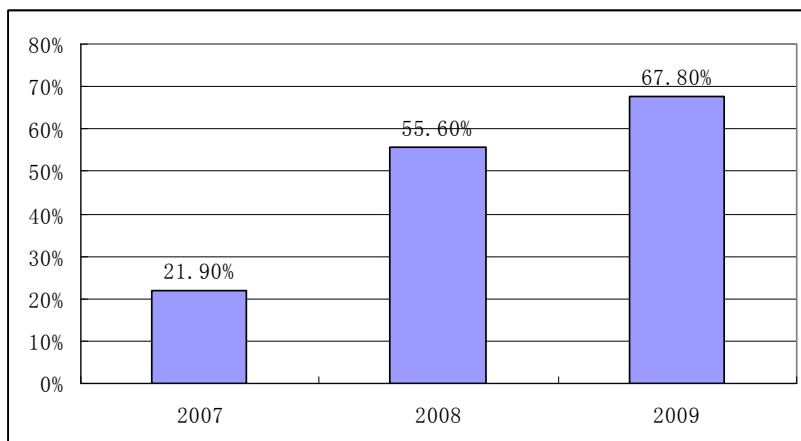
图 3. 2007-2009 年公司细分业务占比情况



资料来源：招股说明书

华为为最大客户。公司来自华为的收入从 2007 年的 7300 万增长到 2009 年的 3.48 亿，目前华为占公司总收入的 67.8%，是公司最大的客户，而主要是 ADSL 产品。因此为了华为在这块业务的增长以及公司在华为的份额都对公司的业绩影响很大。

图 4. 2007-2009 年华为占公司收入比重

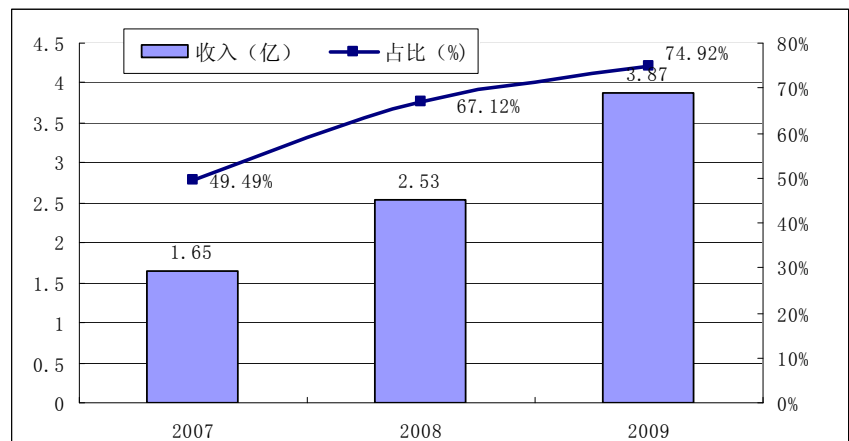


资料来源：招股说明书

2. ADSL 产品情况

公司的 ADSL 产品从 2007 年的 1.65 亿增长到 2009 年的 3.87 亿，这两年的增长率都达到 50%多，占公司的总收入比例也从 49%提高到 75%，因此我们对此进行重点关注。

图 5. 2007-2009 年公司 ADSL 产品的收入情况和占比

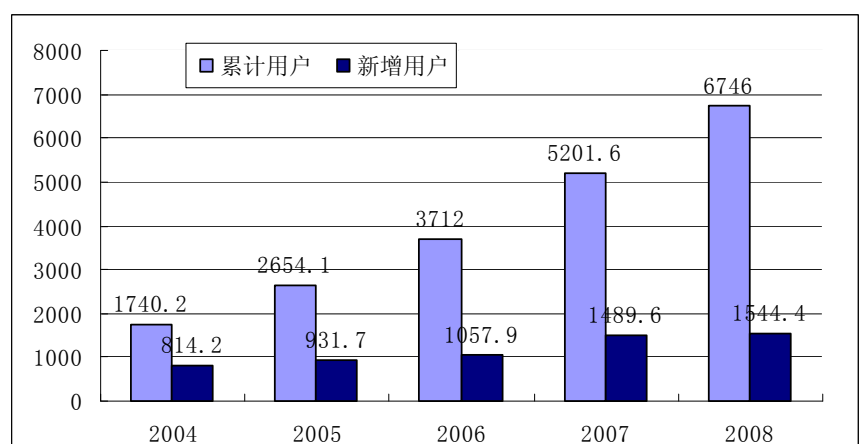


资料来源：招股说明书

DSL 目前为主要宽带接入方式。2008 年全球的 DSL 宽带接入方式占到宽带接入的 65%左右，宽带用户达到 3.96 亿。而 2008 年，中国 DSL 用户也保持了较快的增速，新增用户 1544.4 万户，同比 2005 年增长 29.7%，累计 DSL 用户数达 6746 万户。而宽带接入设备市场也稳定增长，2008 年市场规模为 58.63 亿，市场容量 4005 万线，其中：DSLAM（局端设备）的市场规模为 33.95 亿，容量为 1990.5 万线，DSL Modem（终端设备）的市场规模为 24.69 亿，容量 2014.5 万线。DSL Modem（终端设备）就是公司的 ADSL 产品所在的领域。

预计未来几年 DSL 方式仍是国内宽带接入的主流方式，至 2011 年，国内 DSL 设备市场的容量和市场规模将分别保持在 3000 万线以上和 42 亿元以上的水平。

图 6. 中国 ADSL 用户数增长情况



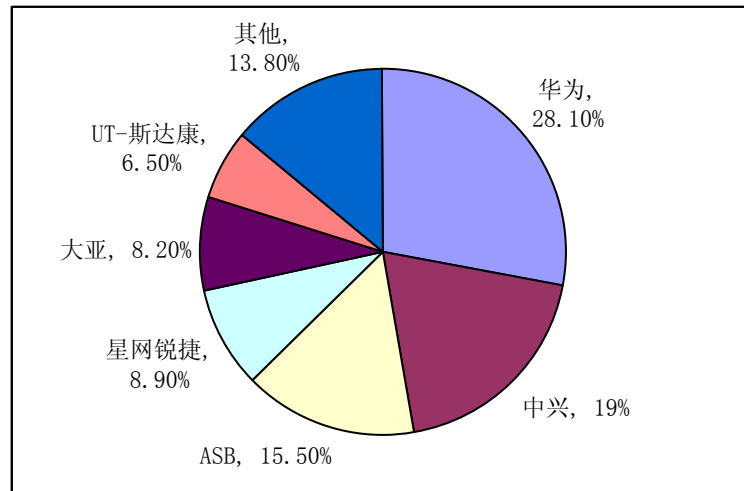
资料来源：招股说明书

ADSL 调制解调器产品已经进入充分竞争阶段。全球制造基地集中在中国大陆和台湾地区，规模型厂商不超过 20 家。在新产品及新技术推动下以及运营商的压力下，DSLAM 和 DSL Modem 平均价格呈持续下降趋

势，而毛利率趋于稳定。

主要竞争者：华为、中兴等。国内 DSL 接入设备的市场主要竞争者为：华为、中兴以及 ASB（上海贝尔阿尔卡特），2008 年的市场占有率分别为 28.1%、19.0%以及 15.5%。

图 7. 2008 年中国 DSL 接入设备竞争格局



资料来源：招股说明书

ADSL 中来自华为的收入占比最大，数量上占到 ADSL 的 90%。公司 ADSL 的主要客户包括华为、华硕、STERLITE（印度电信主要供应商之一）以及中兴。华硕由于终端接入设备本身失去竞争力而总体向外采购减少。STERLITE 经过 2007 年的认证和小批量供货后 2008 年开始放量。2005 年公司才通过华为的 ADSL 产品供应商资质认证，处于小批量供货阶段。而 2007、2008 年度对华为的供货量大幅上涨，分别达到 128 万台和 408 万台。目前华为在中国 DSL 市场的占有率已经有 30%左右。而公司 DSL 产品占到华为同类产品的 41.64%，公司也是华为 ADSL 最大的外包商。中期内公司的发展很大程度上取决于 ADSL 整个市场的增速，以及华为在这块业务上的增速和市场占有率。当然公司也在积极拓展中兴等用户。

表 1. 2006-2008 年公司的 ADSL 产品对主要客户销量和占客户同类产品对外采购量占比

客户名字	2006		2007		2008	
	销量（万）	占比（%）	销量（万）	占比（%）	销量（万）	占比（%）
华为	0.51	0.102	127.98	16.03	408.05	41.64
华硕	71.59	100	70.57	100	5.69	100
STERLITE	0	0	3.92	11.2	28.86	75
中兴	2.33	0.58	9.67	1.61	3.63	0.73

资料来源：招股说明书

光纤接入是继 DSL 下一代产品，公司正在布局。虽然目前 DSL 宽带还是全球范围内宽带接入的主流模式，但以 EPON 和 GPON 为标准的光纤接入技术正飞速发展，其技术决定了是替代 DSL 的下一代产品。公司近年来也在光纤接入领域加大研发。2008 年，华为在 GPON 光纤宽带接入终端设备的市场与公司合作，公司以 EMS 模式向华为提供 GPON 光纤接入设备的 PCBA 产品。2008 年公司向华为供货 6300 多台，是华为该类产品的首张对外商用定单。华为是公司占比最大的客户，而公司的 75% 的产品是 ADSL，未来是否能迎来持续增长，光纤接入产品是否能放量是非常重要的。

3. for iPod 产品情况

苹果产品如 iPod 与 iPhone 的流行，带动了 for iPod 外设产品市场。苹果公司估计全球有 30% 左右的 iPod 用户会购买 iPod 的周边外设产品，其中最大的是皮套和外设音箱。

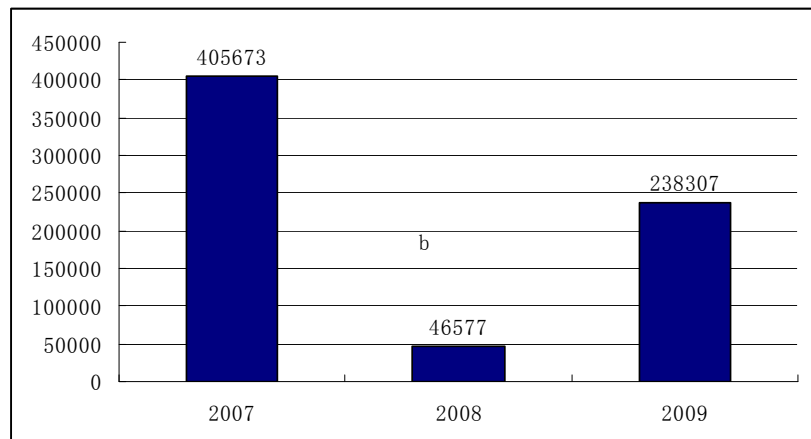
公司是首家将 for iPod 音视频产品以“便携式包体”的形式推出的 ODM 厂商。公司之前向美国消费电子品牌商 SI 公司提供 ODM 服务，而 SI 在 2005 年导入全球 for iPod 外设产品最主要的北美市场，以“Sonic Impact”的品牌对外销售。2009 年公司产品主要为 SDI 和 Best Buy 提供 ODM 服务，并以“iHome”和“Best Buy”的品牌在北美市场销售。2005 年以来，公司的 for iPod 音视频产品进入了北美地区的苹果公司店 (Apple Store)、Best Buy、Circuit City、Target、Costco、Sam's Club 等主流电子产品大卖场。其中 Best Buy 的导入，表示公司的产品可以直接进入终端零售市场，以获得更高的利润率。

公司的产品线丰富。目前公司陆续开发了 iFusion、iPax、P5、iP9、iP22、iP23、iF2、iF3 等系列 for iPod 包体式音箱产品。价格也覆盖了从 49.99 美元到 179.99 美元的各档次，丰富的产品系列满足了北美各大卖场的细分市场定位。

竞争主要来自国内代工商。不过随着苹果的热销，外设产品竞争激烈。除了新厂商，原有的厂商如 Logitech 和 Altec Lansing 等都在扩大产品线。而在音响方面，由于中国已经是全球音响最大的代工区，如 JBL、BOSE 等全球知名音响品牌商的制造基地都在中国 ODM 代工。公司面临的竞争可能来自国内其他电子制造厂商。如 A 股市场的广州国光也是为这些知名音响厂商提供 ODM 服务。

不过公司的 for iPod 音频产品在 2009 年的收入为 4926 万，占总收入的 9.5%，而在 2007、2008 年的收入分别为 8946 万、1015 万。相对应的 for iPod 产品数量在 2007-2009 年分别为 40.6 万、4.7 万和 23.8 万台。可见其接单的情况相对还不是很稳定，该产品目前占总收入的比重还比较小，未来要看其 ODM 的发展情况。

图 8. 2007-2009 年公司 for iPod 音频产品销售数量



资料来源：招股说明书

4. 募投项目

本次发行计划发行数量为 2500 万股。募集资金主要投资三个项目：深圳生产基地技术改造项目、网络通讯产品生产基地项目和消费电子产品生产基地项目。共需投入资金 19004 万元。

表 2. 募投项目计划（单位：万）

	项目名称	地点	总投资额	第一年投资	第二年投资
1	深圳生产基地技术改造项目	深圳	4524	4524	0
2	网络通讯产品生产基地建设项目	天津	7570	2637	4933
3	消费电子产品生产基地建设项目	天津	6910	3149	3761
	合计		19004	10310	8694

资料来源：招股说明书

公司目标成为国内最大的网络通讯终端设备供应商，以及国际（国内）著名品牌的重要合作伙伴。目前公司面临的主要问题是生产规模无法跟上市场需求的持续增长，发行募集资金后能解决该问题。其中深圳地区主要是解决产品制造产能不够的问题以及提升技术研发能力，而天津为龙头的环渤海地区是新经济的热点，在于产业地域布局的战略，顺应该地区为了客户发展的需求。三个项目主要的针对产品如下图。

表 3. 募投项目主要产品

项目名称	主要产品
深圳生产基地技术改造项目	终端接入设备、无线路由器/便携式音视频产品、GPS 及手持终端
网络通讯产品生产基地建设项目	网络通讯终端接入设备、无线路由器
消费电子产品生产基地建设项目	便携式音视频产品、GPS 及手持终端

资料来源：招股说明书

5. 盈利预测与估值

我们预测公司在 2009、2010 和 2011 年的 EPS 分别为 0.81、1.02 和 1.3 元。给予 2010 年 30 倍的 PE，合理估值为 24.3 元。

6. 风险因素

目前公司客户非常集中，如公司失去主要客户，如目前的为其供应 ADSL 产品的华为，将对业绩产生重大影响。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	376	517	734	954	1,241
增长率	12.9%	37.4%	42.0%	30.0%	30.0%
营业利润(百万元)	31	49	81	102	129
增长率	-17.5%	58.2%	65.6%	25.8%	27.0%
净利润(百万元)	30	50	81	102	130
增长率	-15.4%	63.1%	62.5%	26.5%	27.1%
每股净资产(元)	1.71	2.37	8.63	9.51	10.55
每股收益(元)	0.41	0.66	0.81	1.02	1.30
市盈率(P/E)	70.5	43.2	35.5	28.0	22.0
市净率(P/B)	16.8	12.1	2.5	2.3	2.0
ROE(%)	23.8	27.9	7.0	8.1	9.2
EV/EBITDA	2.9	4.7	30.0	23.7	19.2
息率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	1.0%	0.7%	1.2%

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122