

卓翼科技 002369.SZ

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

电子合约制造外包服务领先企业

本报告导读： ➤ 网络通讯终端类产品是主要收入来源，伴随大客户成长

投资要点： ➤ 继续受益于本土通讯设备商崛起和订单国内转移

● **以ODM为主的电子合约制造外包服务商。**公司主要为通讯和网络设备商提供电子合约制造外包服务，业务模式为ODM+EMS。09年公司ODM（设计+制造）服务收入占比96%，EMS收入占比4%，全年营收5.17亿元，净利润4970.5万元，分别同比增长37.4%和63.1%。

● **网络通讯终端类产品是主要收入来源，伴随大客户成长。**公司08、09年网络通讯终端类产品的制造外包服务收入分别为3.19亿和4.44亿元，占比84.72%和85.97%；来自便携式消费电子产品服务收入占比13.18%和11.7%左右。通讯终端产品中的ADSL产品保持快速增长，并成为公司收入的主要来源，09年占比74.9%。这主要是因为公司已发展成为全球领先通信设备商深圳华为的战略客户，在其ADSL供应量中居第二位，公司营收67%以上来自华为。公司伴随大客户发展而较快成长，预计未来光网络终端发展将给公司带来新的机会。

● **公司继续受益于本土通讯设备商崛起和订单国内转移。**公司大客户华为、中兴以其研发和成本优势正迅速崛起于国际通讯设备市场，这将带动国内通讯终端制造配套厂商快速成长。国内电子制造产业发展迅速，电子制造外包订单继续出现向国内转移的趋势。预计到2010年，公司在全球电子制造外包市场份额升至0.3%。

● **募投项目。**本次募集资金主要投向深圳生产基地技改项目、天津的网络通讯产品和消费电子产品生产基地建设等三个项目。项目建成将提升公司产能提高公司接单能力，并完善公司产业布局。

● **盈利预测。**我们预计公司未来几年保持较快成长，预计10-12年公司营收约为7.9亿、10.6亿和14.4亿元，净利润复合增长32%左右，每股收益分别为0.72元、0.85元和1.13元左右。

● **估值与建议。**目前，可比同行业公司09-11年的平均PE水平为52.8X，34.1X和25.4X，10年PEG均值为0.78X左右。近期上市中小板科技类公司09-11年的平均PE水平为62X，47X和36.5X，10年PEG均值为1.6X左右。综合考虑，我们给予公司10年PE34倍为估值上限，11年PE25.4倍为估值下限，对应合理价格在21.5~24.5元左右。预计上市首日交易价格区间为30~34元左右，建议投资者关注公司的申购及投资机会。

电子及信息设备

2010.02.26

发行上市

建议询价区间	21.5~24.5 元
发行方式	网下询价+网上申购
发行日期	2010.03.03
保荐机构	申银万国
预计上市日期	2010.03

发行数据

发行股本（百万股）	25
发行后总股本（百万股）	100
流通股比例（%）	25
主要股东	田昱
主要股东持股（%）	38.63

基础数据（2009 年度）

每股收益（元）	0.66
每股净资产（元）	2.37
毛利率（%）	15.95
ROE（%）	27.8
资产负债率（%）	65.97

发行后股本结构

股东	百万股	%
田昱	28.97	28.97
夏传武	18.75	18.75
王杏才	5.55	5.55
程文	4.13	4.13
公众股东	25	25

万阳松 朱志勇

行业研究员

电话 021-32229888*3501

邮箱 wanyangsong@ajzq.com

相关报告

图表 1：可比同行业公司估值水平比较

公司	收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	10PEG	Growth: 2Y
拓邦股份	14.23	0.263	0.387	0.570	0.797	54.13	36.81	24.96	17.85	0.57	43.6%
得润电子	15.29	0.197	0.220	0.381	0.488	77.57	69.59	40.11	31.36	0.79	50.7%
歌尔声学	30.10	0.511	0.476	0.785	1.068	58.92	63.29	38.36	28.18	0.76	50.6%
广州国光	16.34	0.345	0.439	0.605	0.761	47.32	37.25	26.99	21.46	0.85	31.9%
同洲电子	15.82	0.317	0.275	0.396	0.564	49.89	57.44	39.93	28.05	0.93	43.1%
中值	15.82	0.317	0.387	0.570	0.761	54.13	57.44	38.36	28.05	0.79	43.6%
均值	18.36	0.327	0.359	0.547	0.736	57.57	52.88	34.07	25.38	0.78	44.0%

来源：Wind，朝阳永续，爱建证券研究部（收盘价日期：2010-02-25）

图表 2：近期上市中小板科技类公司估值水平比较

公司	收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	10PEG	Growth: 2Y
久其软件	50.55	0.7958	0.9486	1.239	1.6337	63.52	53.29	40.80	30.94	1.31	31.2%
新世纪	40.72	0.6751	0.7659	0.9248	1.1106	60.32	53.17	44.03	36.66	2.16	20.4%
光迅科技	36.36	0.4751	0.6298	0.7753	0.9785	76.53	57.73	46.90	37.16	1.90	24.7%
超华科技	25.68	0.3563	0.4427	0.5429	0.6907	72.07	58.01	47.30	37.18	1.90	24.9%
辉煌科技	75.1	0.7088	0.9068	1.2427	1.6667	105.95	82.82	60.43	45.06	1.70	35.6%
威创股份	33.95	0.5262	0.591	0.7477	0.9938	64.52	57.45	45.41	34.16	1.53	29.7%
中利科技	68.98	1.1204	1.3838	1.9455	2.5385	61.57	49.85	35.46	27.17	1.00	35.5%
皖通科技	42	0.4782	0.5959	0.7713	0.9558	87.83	70.48	54.45	43.94	2.04	26.7%
漫步者	35.25	0.4764	0.7819	1.0412	1.3788	73.99	45.08	33.86	25.57	1.03	32.8%
三泰电子	46.09	0.6105	0.7785	1.0302	1.3093	75.50	59.20	44.74	35.20	1.51	29.7%
日海通讯	42.29	0.3551	0.6918	0.9053	1.1908	119.09	61.13	46.71	35.51	1.50	31.2%
积成电子	35.02	0.4271	0.659	0.8599	1.1211	81.99	53.14	40.73	31.24	1.34	30.4%
键桥通讯	28.78	0.3168	0.368	0.4785	0.61	90.85	78.21	60.15	47.18	2.09	28.8%
焦点科技	69.01	0.6404	0.7841	1.1862	1.5708	107.76	88.01	58.18	43.93	1.39	41.9%
中值	41.36	0.502	0.729	0.915	1.156	76.01	57.87	46.06	36.09	1.52	30.07%
均值	44.98	0.569	0.738	0.978	1.268	81.54	61.97	47.08	36.49	1.60	30.25%

来源：Wind，爱建证券研究部（收盘价日期：2010-02-25）

图表3：公司利润表预测

单位：百万元	07A	08A	09A	10E	11E	12E	09Vs08	10Vs09	11Vs10	12Vs11
主营业务收入	333.21	376.20	516.94	790	1060	1440	37.4%	52.8%	34.2%	35.8%
增长率(%)	2.32%	12.90%	37.41%	52.82%	34.18%	35.85%	24.5%	15.4%	-18.6%	1.7%
毛利	61.58	58.30	82.44	135	175	235	41.4%	63.8%	29.6%	34.3%
综合毛利率(%)	18.48%	15.50%	15.95%	17.09%	16.51%	16.32%	0.5%	1.1%	-0.6%	-0.2%
主营业务成本	271.63	317.90	434.50	655	885	1205	36.7%	50.7%	35.1%	36.2%
营业税金及附加	0.34	0.35	0.79	1.21	1.63	2.21	130.2%	52.8%	34.2%	35.8%
占收入比率(%)	0.10%	0.09%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	61.24	57.96	81.65	133.79	173.37	232.79	40.9%	63.9%	29.6%	34.3%
期间费用	22.17	26.17	26.23	48.98	60.42	82.08	0.2%	86.8%	23.4%	35.8%
期间费用率(%)	6.65%	6.96%	5.07%	6.20%	5.70%	5.70%	-1.9%	1.1%	-0.5%	0.0%
销售费用	4.05	3.91	6.24	9.48	12.72	17.28	59.5%	51.8%	34.2%	35.8%
销售费用率(%)	1.22%	1.04%	1.21%	1.20%	1.20%	1.20%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	16.12	18.29	18.15	37.92	49.82	66.24	-0.8%	109.0%	31.4%	33.0%
管理费用率(%)	4.84%	4.86%	3.51%	4.80%	4.70%	4.60%	-1.4%	1.3%	-0.1%	-0.1%
财务费用	2.00	3.97	1.83	1.58	-2.12	-1.44	-53.8%	-13.9%	-234.2%	32.1%
财务费用率(%)	0.60%	1.05%	0.35%	0.20%	-0.20%	-0.10%	-0.7%	-0.2%	-0.4%	0.1%
资产减值损失	2.37	0.89	6.55	3.95	4.24	4.32	633.2%	-39.7%	7.3%	1.9%
减值损失率(%)	0.71%	0.24%	1.27%	0.50%	0.40%	0.30%	1.0%	-0.8%	-0.1%	-0.1%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
投资净收益	0.73	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
营业利润	37.43	30.89	48.87	80.86	108.71	146.39	58.2%	65.4%	34.5%	34.7%
增长率(%)	19.37%	-17.48%	58.22%	65.44%	34.45%	34.66%	75.7%	7.2%	-31.0%	0.2%
营业利润率(%)	11.23%	8.21%	9.45%	10.23%	10.26%	10.17%	1.2%	0.8%	0.0%	-0.1%
营业外收支净额	0.82	2.57	5.18	3.95	4.24	4.32	101.1%	-23.7%	7.3%	1.9%
占收入比率(%)	0.25%	0.68%	1.00%	0.50%	0.40%	0.30%	0.3%	-0.5%	-0.1%	-0.1%
利润总额	38.25	33.46	54.05	84.81	112.95	150.71	61.5%	56.9%	33.2%	33.4%
减：所得税	2.24	2.99	4.34	12.72	28.24	37.68	45.4%	192.9%	122.0%	33.4%
实际所得税率(%)	5.86%	8.93%	8.04%	15.00%	25.00%	25.00%	-0.9%	7.0%	10.0%	0.0%
净利润	36.01	30.48	49.71	72.08	84.71	113.03	63.1%	45.0%	17.5%	33.4%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
占净利润比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润	36.01	30.48	49.71	72.08	84.71	113.03	63.1%	45.0%	17.5%	33.4%
增长率(%)	12.20%	-15.37%	63.10%	45.02%	17.52%	33.43%	78.5%	-18.1%	-27.5%	15.9%
净利润率(%)	10.81%	8.10%	9.62%	9.12%	7.99%	7.85%	1.5%	-0.5%	-1.1%	-0.1%
期末每股收益（元）	0.480	0.406	0.663	0.721	0.847	1.130	63.1%	8.8%	17.5%	33.4%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.360	0.305	0.497	0.721	0.847	1.130	63.1%	45.0%	17.5%	33.4%

来源：爱建证券研究部预测（模型更新日期：2010-02-25）

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。