

评级：审慎推荐

电子元器件

公司年报点评报告

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：黄进

电 话：0755-25832407

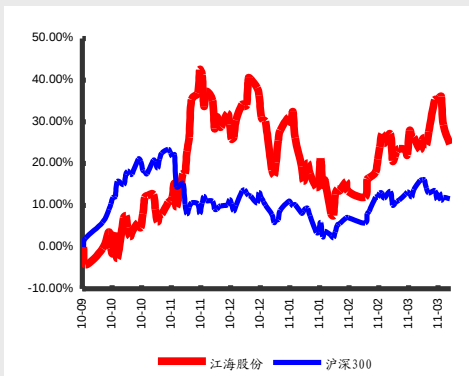
邮 件：huangjin2@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间 (元)	25.98-46.60
总市值 (百万元)	3,822.00
流通股本 (百万股)	32.11
流通股比率 (%)	32.1%

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	740.01
每股净资产	7.40
市净率	5.16
资产负债率	33.2%



卓翼科技 (002369) 10 年年报点评

——与“大象”共舞，向千亿产值迈进

事件：公司 4 月 12 日公布年报，年报显示全年实现营业收入 8.7 亿元，比上年同期增长 68.40%，归属于母公司股东的净利润 0.74 亿元，比上年增长 48.78%。同时公布了 10 年利润分配预案，以 2010 年 12 月 31 日的总股本为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 5 元（含税），并向全体股东每 10 股转增 10 股。

点评

- **营业收入大幅增长，综合毛利率有所下滑。**2010 年公司营业收入 8.7 亿，同比大幅增长 68.4%。实现净利润 7395 万，同比增长 48.78%。公司综合毛利率下降 2.55%，主要原因是主营收入占比达 92% 的网络通讯终端的类产品的代工毛利率同比下降了 2.04%，这一方面是受国内劳动力成本提高，原材料上涨的影响，另一方面也是这部分代工产品价格逐年下降的趋势形成的必然结果。另外，公司第四季度营业收入环比上涨 18.95%，保持了今年逐季走高的趋势，显示出公司规模、营收迅速扩大的态势不变。三项费用的销售收入占比从 2009 年的 5.1% 下降到 2010 年的 4.4%，反映出随着销售收入大幅增长，公司的规模优势开始显现，单位产品成本降低。
- **国内 EMS 代工业已成气候，公司迎来跨越式发展的春天。**EMS 代工这一行业最早兴起于欧美，盛行于台湾，目前又有加速向大陆进行产业转移的趋势。世界前十大电子产品代工厂厂商如 Foxconn、Flextronics、Jabil 等都纷纷在国内设厂，提供全球服务。iSuppli 公司预测，中国的整体电子 OEM 营业收入将继续增长，到 2013 年将达到 2,140 亿美元，复合年增长率为 8.2%，高于世界整体，进一步反映出全球电子未来 3 年外包代工业务稳定增长，而全球整个电子供应链近年来将持续转向内地的趋势。
- **积极寻找与“大象共舞”的机会，打造 EMS 领域的航空母舰。**公司去年的高速发展得益于与国内两大通信业巨头华为、中兴的合作，同时公司还透过美国的 bestbuy 公司为苹果公司代工部分 ipod、iphone 附属的音响产品。公司目前的主要任务是积极开拓更多的大客户，若能争取到和更多国际品牌大公司的合作机会，将有望助力公司迅速成长为代工业界的新星，实现业绩的爆发式增长。我们认为，代工行业的性质决定了代工企

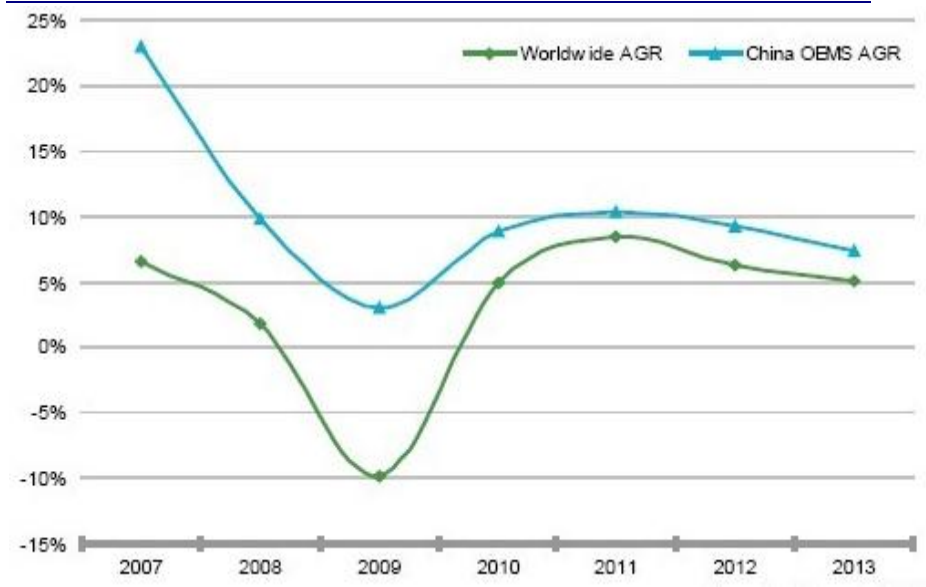


业的经营业绩有高度的弹性，虽然公司的营收距离鸿海还很遥远，但正是这样，卓翼才可以承接被大代工厂忽视的订单。另外，借助大哥们的品牌效应，卓翼代工将获得快速茁壮的成长的机遇。但是，站在巨人的肩上通常也不是一件容易的事，赢得信任的关键还在于公司自身的实力，如快速反应能力、服务意识、代工规模这些都将成为公司前进必须跨越的门槛。我们期待卓翼能迅速成长为业界翘楚、又一个年产过千亿的 EMS 航空母舰。

- **专注 ODM/EMS，在行业洗牌中立于不败之地。**一般来说，OEM 厂商的毛利率会低于做品牌的企业，而且在充分竞争的电子产品市场，行业洗牌时往往是那些有核心竞争力的品牌厂商和规模较大的 OEM 厂商能够幸免。公司投资 5000 万增资下属子公司深圳市卓大精密模具有限公司，以研发和生产公司产品所需的精密模具件，我们相信公司这一产业链整合的举动将提升公司的技术水平、竞争力和产品毛利率。我们认为，目前卓翼科技专注于 ODM/EMS，不断扩大规模，只有如此才能依靠强大的规模优势在竞争中立于不败之地。公司目前不做自己的品牌，而是把主要资源放在产线扩张和抓生产、控成本上，只有苦练内功才能赢得大客户的信任和青睐。同时，公司将利用目前自身规模不大但船小好掉头的优势，积极优化代工的产品结构，抓住 IT 产业的热点产品，收获高收益，当时机成熟时，再逐步过渡到像宏达电那样规模大、ODM/OBM 并重的品牌商。据我们了解，公司未来发展的重点是继续扩大网络通讯产品代工，提升在华为、中兴 DSL 产品代工中的占比（去年仅占中兴 DSL 产品的 8% 的出货量），并积极发展手持终端设备的代工业务，打造新的增长极。
- **首次给予公司“审慎推荐”评级。**公司已经逐渐成长为国内知名的电子制造外包服务领导企业，伴随 ODM/EMS 产业往国内加速转移的趋势，预计未来三年公司将获得平均高于 50% 的增长速度，远高于全球同行业不到 7% 的复合增长率。同时，据我们了解，目前公司主要生产基地已经搬迁至深圳松岗，公司近期采购的高速 SMT 设备已经安装调试到位，现共有 8 条原有的中速 SMT 生产线和 16 条高速 SMT 生产线，目前产能利用率已达 70%，随着下半年销售旺季的到来，产能将逐步开出。预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 1.12 元、1.78 元、2.58，对应 PE33.5 倍、21.1 倍、14.5 倍，首次给予“审慎推荐”评级。



图 1、中国电子外包服务业和世界电子外包服务业对比



资料来源: isuppli, 第一创业证券研究所整理

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	51,694	87,054	138,590	211,627	307,494
同比 (%)	37.4%	68.4%	59.2%	52.7%	45.3%
营业毛利	8,244	11,893	18,482	27,862	39,197
同比 (%)	41.4%	44.3%	55.4%	50.8%	40.7%
归属母公司净利润	4,971	7,395	11,233	17,803	25,785
同比 (%)	63.1%	48.8%	51.9%	58.5%	44.8%
总股本 (万股)	10,000.0	10,000.0	10,000.0	10,000.0	10,000.0
每股收益 (元)	0.50	0.74	1.12	1.78	2.58
ROE	27.9%	10.0%	13.2%	17.3%	20.0%
P/E (倍)	76.9	51.7	34.0	21.5	14.8

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120