

分析师： 陈志坚 (8627) 65799506 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 胡路 (8627) 65799506 hulu@cjsc.com.cn

卓翼科技 2010 年报点评

事件描述

卓翼科技发布了其 2010 年报，主要经营指标如下表所示：

表 1：卓翼科技 2010 年主要经营指标（元）

	2009 年	2010 年	同比增长
营业收入	516,938,135.04	870,540,964.56	68.40%
利润总额	54,048,750.52	85,719,942.92	58.60%
归属上市公司股东的净利润	49,705,281.45	73,951,392.23	48.78%
归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	42,452,230.45	72,578,781.86	70.97%
经营活动产生的现金流量净额	42,093,911.08	42,634,487.92	1.28%
全面摊薄每股收益	0.50	0.74	48.78%

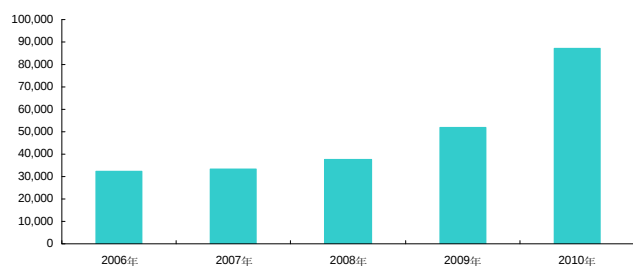
资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

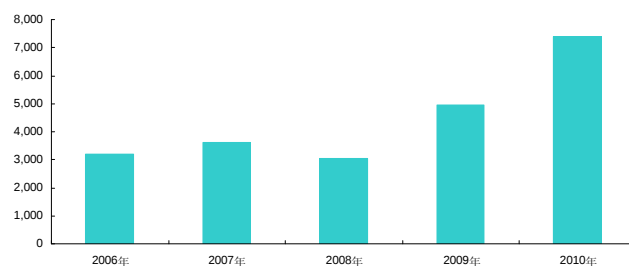
第一，受益于大客户互联网终端采购需求快速增加，公司业绩维持高速增长

2010 年公司实现营业收入 8.71 亿元，同比增长 68.40%；归属于上市公司股东的净利润为 7395.14 万元，同比增长 48.78%；扣除非经常性损益的净利润为 7257.88 万元，同比增长 70.97%。全面摊薄每股收益为 0.74 元。

2010 年公司业绩实现了高速增长，主要原因在于华为、中兴等大客户对公司 ADSL 调制解调器等互联网终端产品的采购需求的快速增长。可以看到，公司 2010 年网络终端类产品收入同比大幅增长 79.23%，而此项产品在公司主营收入中的比重高达 92%，这也成为公司业绩快速增长的主要驱动力。

图 1: 公司历年营业收入情况 (万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 2: 公司历年净利润情况 (万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

另外, 我们注意到公司 2010 年毛利率呈小幅下滑趋势, 2010 年整体毛利率相比 2009 年较明显下滑 2.62 个百分点达到 13.33%。毛利率下滑的主要原因在于低毛利率的网络终端产品收入增长迅速, 与此同时相对较高毛利率的消费电子产品收入有较明显下滑。整体毛利率的下滑也直接造成公司净利润增速要低于营业收入增速。

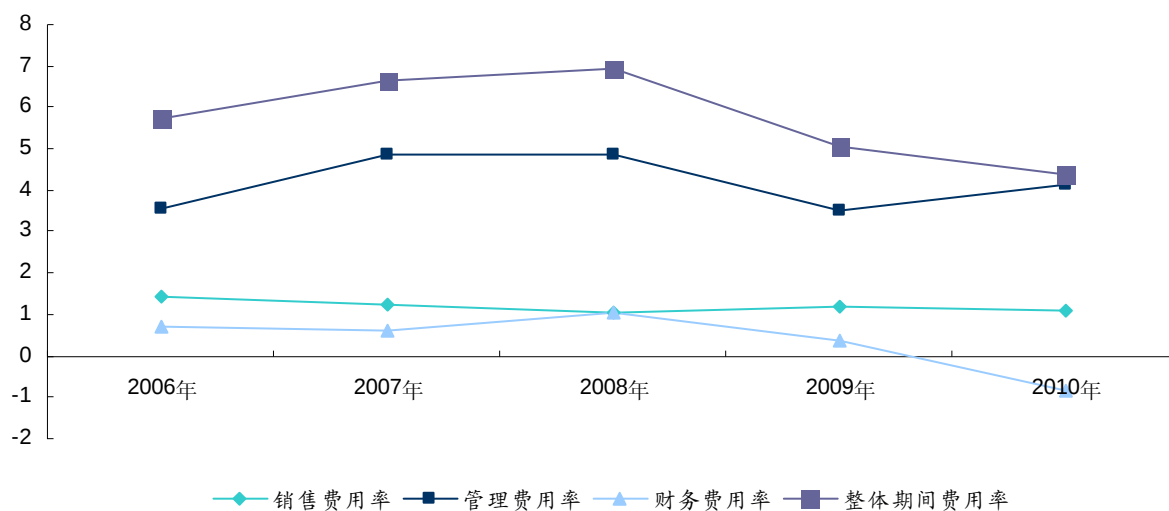
图 3: 公司历年整体毛利率变化情况 (%)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二、成本控制合理, 期间费用率继续下行

可以看到, 公司 2010 年总体期间费用占营业收入比重呈继续下行之势, 其相比 2009 年小幅下降 0.67 个百分点达到 4.4%。具体来说, 销售费用占营业收入比重相比 2009 年下滑 0.1 个百分点达到 1.1%, 管理费用小幅上升 0.62 个百分点达到 4.13%, 而财务费用则因利息收入快速增长而快速下降至 -0.83%, 从而直接推动了总体期间费用率的下降。总体而言, 公司期间费用水平控制合理, 体现了公司在成本费用控制方面取得的积极成果。

图 4：公司历年期间费用率变化情况（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，产能扩张、客户拓展及产品线延伸保障公司持续成长

公司作为典型的 ODM 厂商，其长期成长主要依赖于两条路径：1、大客户的持续拓展；2、产品线的不断延伸及丰富。而对公司而言，其正在沿此路径发展。具体来说：1、客户拓展方面，公司 ADSL 终端产品除供应主要客户华为外，在中兴份额也有望快速提升；2、产品线延伸方面，公司除继续扩大在大客户 ADSL 终端产品份额外，通过成为中兴通讯的手机主板及数字机顶盒供应商。

因此，公司在 2011 年募投达产后产能扩张 3.5--4 倍，而持续的客户拓展及产品线延伸则将保障新增产能得到快速充分消化，从而保障公司持续快速成长。

第四，盈利预测与估值

我们认为，大客户不断拓展及产品线的不断丰富为公司快速的产能扩张及消化提供了保障。因此，我们看好公司未来的发展前景，我们预计公司 2011-2013 年的全面摊薄 EPS 分别为 1.04 元、1.38 元和 1.78 元，并维持对公司的“谨慎推荐”评级。

附：财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	871	1304	1834	2404	货币资金	368	379	385	429
营业成本	752	1121	1586	2081	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	119	183	249	323	应收账款	295	397	558	732
% 营业收入	13.7%	14.0%	13.6%	13.5%	存货	118	153	217	285
营业税金及附加	1	1	2	2	预付账款	10	11	16	21
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	4	5	7	10
销售费用	10	13	18	24	流动资产合计	838	1011	1275	1597
% 营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	36	52	73	96	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-7	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	237	280	335	380
资产减值损失	-4	0	0	0	无形资产	21	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	84	117	157	202	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	9.7%	9.0%	8.5%	8.4%	资产总计	1108	1322	1641	2006
营业外收支	2	2	2	2	短期贷款	27	0	0	0
利润总额	86	119	159	204	应付款项	313	460	651	854
% 营业收入	9.8%	9.1%	8.6%	8.5%	预收账款	1	1	2	2
所得税费用	12	15	21	27	应付职工薪酬	13	17	24	31
净利润	74	104	138	178	应交税费	4	5	7	9
归属于母公司所有者的净利润	74.0	103.6	138.0	177.8	其他流动负债	1	2	3	4
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	359	486	687	901
EPS (元/股)	0.74	1.04	1.38	1.78	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	43	116	104	143	其他非流动负债	9	9	9	9
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	368	494	695	910
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	740	828	945	1096
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-204	-63	-78	-74	股东权益	740	828	945	1096
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1108	1322	1641	2006
投资活动现金流净额	-204	-63	-78	-74	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.740	1.036	1.380	1.778
股权融资	542	0	0	0	BVPS	7.40	8.28	9.45	10.96
银行贷款增加 (减少)	-134	-27	0	0	PE	51.68	36.89	27.69	21.50
筹资成本	51	-15	-19	-25	PEG	1.52	1.09	0.82	0.63
其他	-131	0	0	0	PB	5.16	4.62	4.04	3.49
筹资活动现金流净额	327	-41	-19	-25	EV/EBITDA	39.29	25.14	19.08	14.71
现金净流量	166	11	6	44	ROE	10.0%	12.5%	14.6%	16.2%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。
胡路，北京邮电大学信息管理与信息系统硕士，北京邮电大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。