

以服务留客户，以规模盈利润

——卓翼科技（002369）调研简报

公司介绍：

公司以 ODM/EMS 模式，为国内外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，客户主要是华为和中兴。产品包括 DSL、无线路由、网卡、音视频产品和手机等终端产品。公司 2010 年营收 8.7 亿，同比增长 68.4%，归属于母公司净利润 7395 万，每股收益 0.79 元。

要点：

- **公司下游品牌商具备较强竞争力：**公司主要客户为华为中兴，两者占公司 10 年收入 86%（08，09 年分别为 56%和 76%），公司对华为 DSL 出货量 07-10 年为 128 万台，408 万台，680 万台和 850 万台（估算），CAGR 为 88%。10 年公司占据华为总体 DSL 采购额的 40%多，预计将上升至 60%，今年高毛利的多口 DSL 将占比过半（09 年仅占比 30%）。华为目前占据国际 DSL 市场份额第一，约为 35%。公司 10 年主要为中兴供应 DSL 及进行手机主板加工。公司 10 年供货只占中兴年 DSL 采购额 8%（公司目标 30%）。预计今年公司在中兴的订单比例将上升；另外伴随公司 3000 平无尘车间 5 月建成，公司拟为中兴进行手机整机设计，预计今年公司对中兴的终端营收将上升为对中兴销售首位。
- **公司代工产品在较长时间内市场稳定：**公司 DSL 及无线路由约占公司收入的 90%（DSL 约 60%，无线路由约 30%），根据 OECD 10 年 6 月公布数据，DSL 接入仍占据目前宽带接入方式的 58%，随着 FTTx 的发展，该比率会逐渐下降，但在 5 年内，非洲，东欧，南美及南亚等地区还将维持较高比例，折旧市场将长期存在。无线路由是公司 11 年工作重点，也是业界趋势，随着 IEEE802.11（最新 n，300Mbps）的不断演进，以及家庭无线网络建设需求提升，无线路由市场仍将快速增长。
- **公司具备 ODM/EMS 厂家两大生存要素——快速响应和规模化：**1. 快速响应及定制化服务确保企业能持续获得品牌商的订单，公司大客户华为与中兴 09 年就派人驻厂，参与产品的生产与质量管理，确保产品满足需求；2. 规模化既能保证获得较大规模客户的订单也能保证成本控制下自身应有的利润率，公司截至目前产能得到大幅提高，高速 SMT 生产线达到 24 条（原有 8+募投 4+超募 12），各产品预计产能如表 1（可依据订单随时调整），11-12 年产能还会大幅增加。
- **公司未来盈利探讨：**代工行业向低人力及物流成本地区迁移趋势明显（欧美-中国台湾-内陆-越南），公司未来盈利在于不断贴近用户需求推出新品（华为光猫）和加大 ODM 比例，甚至自主研发，寻求转型。
- **市场盈利预期及估值：**预计公司今年在品牌商采购占比上升，毛利下降换取市场，综合预测公司 11-13 年 EPS 为 1.14 元，1.4 元及 1.61 元，对应目前股价 PE 为 35 倍，28 倍及 25 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**国际投资放缓，华为中兴终端竞争加剧要求公司二选一。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011 年 05 月 12 日

分析师

靳雪翔

☎(86-10) 88366060-8739

✉ jxx@cgws.com

执业证书编号：S1070511010001

联系人

金炜

☎(86-10) 88366060-8876

✉ jinw@cgws.com

从业证书编号：S1070111040040

投资评级： 推荐(首次)

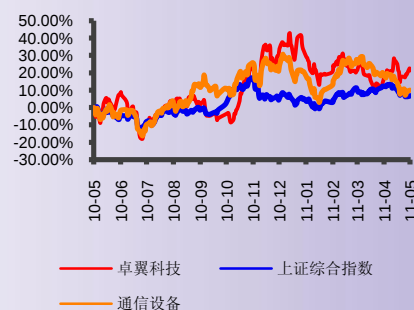
市场数据 股价：39.80 元

总市值(百万元)	3,985.000
流通市值(百万元)	1,279.455
总股本(百万股)	100.000
流通股本(百万股)	32.107
12 个月最高/最低	46.60/25.98
十大流通股占总股本比	73.23%
大股东	田昱

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1340	1871	2290
(+/- %)	53.9%	39.6%	22.4%
净利润(百万元)	114	140	161
(+/- %)	54.3%	22.8%	15.0%
摊薄 EPS(元)	1.141	1.401	1.611
市盈率(倍)	34.9	28.4	24.7

公司股价表现图



相关报告

表格 1、公司产品历年产能及预测

产能（万台）		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
网络通讯终端类	终端接入	260	458	754	874	1748	1898	2048
	无线路由	30	74	46	96	192	222	272
便携式消费电子产 品	音视频产品	40	5	38	63	126	146	176
	GPS 及手持终 端	8	9	135	155	310	330	370

资料来源：公司招股说明书，长城证券整理

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	871	1340	1871	2290	成长性				
营业成本	752	1127	1571	1925	营业收入增长	68.4%	53.9%	39.6%	22.4%
销售费用	10	15	21	25	营业成本增长	73.0%	49.9%	39.4%	22.6%
管理费用	36	61	89	109	营业利润增长	72.1%	55.5%	22.9%	14.9%
财务费用	-7	10	32	49	利润总额增长	58.6%	54.3%	22.8%	15.0%
投资净收益	0	0	0	-1	净利润增长	48.8%	54.3%	22.8%	15.0%
营业利润	84	131	161	185	盈利能力				
营业外收支	2	2	2	2	毛利率	13.7%	15.9%	16.0%	15.9%
利润总额	86	132	162	187	销售净利率	8.5%	8.5%	7.5%	7.0%
所得税	12	18	22	26	ROE	10.0%	13.4%	14.1%	13.9%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	11.5%	11.9%	11.0%	10.3%
净利润	74	114	140	161	营运效率				
资产负债表 (百万元)					销售费用/营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
流动资产	838	1254	1750	2143	管理费用/营业收入	4.1%	4.5%	4.8%	4.8%
货币资金	368	536	748	916	财务费用/营业收入	-0.8%	0.8%	1.7%	2.1%
应收帐款	292	450	628	769	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%
应收票据	43	67	93	114	所得税/利润总额	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
存货	118	177	246	302	应收帐款周转率	3.7377	3.6091	3.4687	3.2773
非流动资产	270	468	656	834	存货周转率	9.3335	7.6495	7.4265	7.0222
固定资产	237	430	614	788	流动资产周转率	1.3838	1.2814	1.2452	1.1765
资产总计	1108	1722	2406	2977	总资产周转率	1.0678	0.9469	0.9061	0.8508
流动负债	359	860	1404	1813	偿债能力				
短期借款	27	-164	-259	-354	资产负债率	33.2%	50.4%	58.7%	61.2%
应付款项	313	470	655	802	流动比率	2.33	1.46	1.25	1.18
非流动负债	9	9	9	9	速动比率	2.00	1.25	1.07	1.02
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	368	868	1412	1822	EPS	0.74	1.14	1.40	1.61
股东权益	740	854	994	1155	每股净资产	7.40	8.54	9.94	11.55
股本	100	100	100	100	每股经营现金流	0.43	0.54	0.85	1.36
留存收益	640	754	894	1055	每股经营现金/EPS	0.6	0.5	0.6	0.8
少数股东权益	0	0	0	0	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	1108	1722	2406	2977	PE	53.9	34.9	28.4	24.7
现金流量表 (百万元)					PEG	1.43	1.53	-	-
经营活动现金流	43	54	85	136	PB	5.4	4.7	4.0	3.4
其中营运资本减少	-112	-82	-87	-68	EV/EBITDA	45.06	27.40	21.33	18.28
投资活动现金流	-204	-221	-221	-221	EV/SALES	8.64	30.57	40.46	44.09
其中资本支出	-209	-221	-221	-221	EV/IC	5.32	3.56	2.75	2.33
融资活动现金流	327	-190	-95	-95	ROIC/WACC	1.31	1.35	1.26	1.17
净现金总变化	166	-356	-230	-180	REP	4.06	2.63	2.18	1.99

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

靳雪翔: 清华大学工学博士, 2010年9月加入长城证券研究所, 从事有色、TMT行业研究, 三年证券从业经验。

金炜: 通信专业硕士, 2010年6月加入长城证券, 4年华为工作经验。

王林: 厦门大学工商管理硕士, 通信行业工作经验十五年, 曾任省级电信运营商市场及销售部门经理四年, 2010年加入长城证券研究所, 从事通信行业研究。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>