

短看手机产品产能释放，长看复制富士康快速成长之路

研究结论

- **短看卓翼科技手机产品产能释放。**随着全球电子产业转移和升级，以华为、中兴、联想为代表的本土手机品牌公司在高速成长。华为、中兴、联想的崛起，更倾向于扶植国内能干的代工厂商，具备垂直整合能力的手机部件及组装的国内厂商拥有较强的综合竞争优势。卓翼科技凭借垂直整合的业务模式和突出的性价比优势，切入中兴、联想手机产业链。预期随着手机产品生产模式由来料加工阶段过渡至代料加工阶段，手机整机终端出货量有望达到 50 万台/月，毛利率在 10% 左右，预计将成为公司新的利润增长点。
- **长看卓翼科技复制富士康快速成长之路。**纵观富士康的成长历史，在 2000—2005 年期间，代工巨头富士康成长速度令人惊讶，营业收入年复合增长 87%。这是与其快速响应能力、成本控制能力、强大的规模优势、大客户战略和新产业契机（手机+笔记本电脑）这五个因素密不可分。目前卓翼科技正处于快速增长的初始阶段，作为华为、中兴、联想的战略合作伙伴，来自客户的订单正处于快速增长期，公司的成本优势和竞争实力在不断增强；同时公司产能迅速扩张，新增产能将有望奠定公司未来的快速发展。与富士康相比，卓翼科技未来发展空间广阔，有望复制代工巨头富士康的快速成长之路。
- 我们维持公司 2011 年 EPS 0.55 元的预测，上调 2012、2013 年盈利预测分别为 0.95 元、1.37 元（原预测为 0.83、1.14 元）。如果增发完成后，预测 EPS 摊薄为 0.44 元、0.76 元、1.10 元。未来 3 年将是公司规模迅速增长的关键时期，扩产能→高增长→再融资的循环，预期将给公司带来持续高增长，年复合增长率达 50% 以上，维持公司“买入”评级，目标价 22.0 元。
- 风险因素：公司可能存在大客户集中的风险和业务规模扩大导致的管理风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2011 年 11 月 14 日）

19.23 元

目标价格

22.00 元

总股本/A 股（万股）

20,000/20,000

A 股市值（百万元）

3846

国家/地区

中国

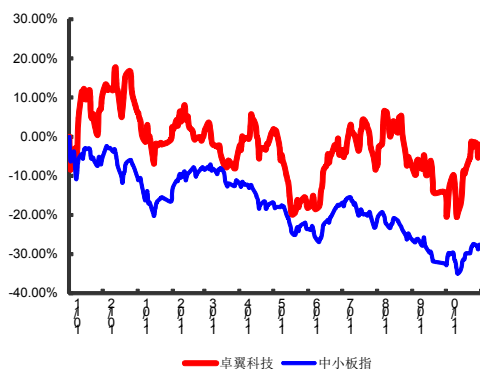
行业

电子行业

报告发布日期

2011 年 11 月 15 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	871	1379	2628	4035
同比(%)	68%	58%	91%	54%
净利润	74	109	190	275
同比(%)	49%	47%	75%	44%
毛利率(%)	13.7%	13.9%	12.0%	11.6%
ROE(%)	10.0%	13.6%	20.0%	23.9%
每股收益(元)	0.37	0.55	0.95	1.37
P/E(X)	52.01	35.27	20.20	13.99
P/B(X)	5.20	4.81	4.04	3.34

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一、短看手机产品产能释放

随着全球电子产业转移和升级，以华为、中兴、联想为代表的本土手机品牌公司在高速成长。中兴去年全球终端出货量达 9000 万台，其中手机 6000 万台，今年 2 季度手机出货量超过 RIM，跻身全球五强，并计划未来 3-5 年保持约 40% 增长。联想手机在去年产能跨过 3000 万台之后，今年乐 Phone 系列手机产品成为联想手机抢占国内智能手机产品的先锋，尤其是在千元智能手机方面，联想手机成功吸引住了消费者的眼球。

图 1：中兴 V880 智能手机在京东商城上热卖



资料来源：京东商城，东方证券研究所

图 2：联想 A60 智能手机在京东商城热卖



资料来源：京东商城，东方证券研究所

一般而言，手机品牌厂商不生产手机部件，并将一定比例手机的设计及制造采取 EMS、ODM 的方式进行外包。外包可使手机品牌厂商利用手机组装厂商在生产及供应链管理方面的专业技术优势，增加其自身经营的灵活性，降低资本性投资和生产成本，缩短产品上市周期，加速资金周转时间。华为、中兴、联想的崛起，更倾向于扶植国内能干的代工厂商，具备垂直整合能力的手机部件及组装的国内厂商拥有较强的综合竞争优势。

卓翼科技凭借垂直整合的业务模式和突出的性价比优势，切入中兴手机产业链，目前与中兴的合作以 PCBA 加工为主（月产量 100 万台），也有有几款配套产品在做批量整机生产工作。与此同时，公司也与联想公司达成了合作关系，联想已经有两三款手机在公司进行批量生产。今年 7 月公司在深圳建成一个 4000 平米、10 万等级的车间，主要用来进行手机、平板电脑的整机组装，未来公司将有望通过与核心客户的深入合作，产品数量稳步提升，最终达成手机终端产品生产模式由来料加工阶段过渡至代料加工阶段，预期手机整机终端出货量有望达到 50 万台/月，毛利率在 10% 左右，预计将成为公司新的利润增长点。

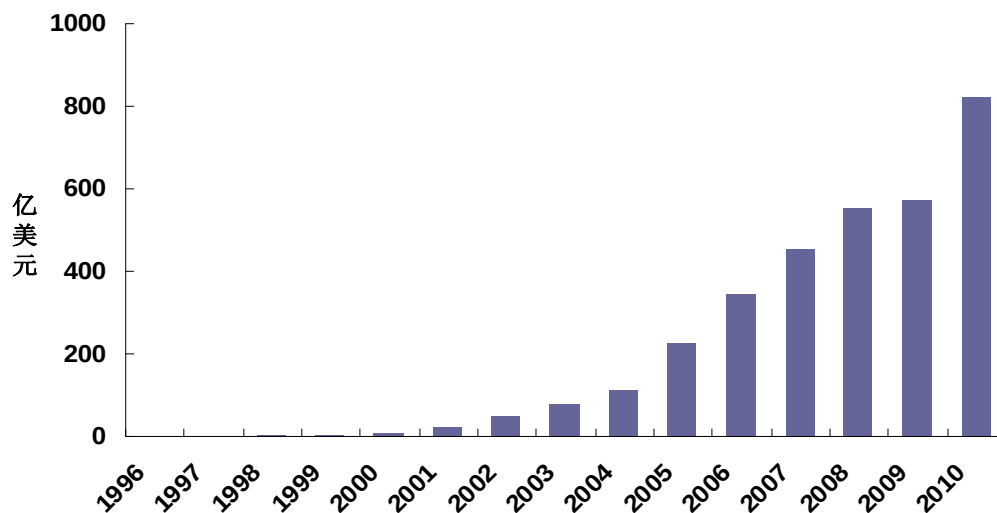
表 1：2011-2013 年公司手机终端收入、毛利率预测

	2011E	2012E	2013E
销售数量（百万台）	6.0	6.0	9.0
增长率（YOY）		0.0%	50.0%
单价（元）	15.0	150.0	200.0
增长率（YOY）		900.0%	33.3%
销售收入（百万元）	90.0	900.0	1,800.0
增长率（YOY）		900.0%	100.0%
毛利率（%）	25.0%	10.0%	10.0%

资料来源：东方证券研究所

二、长看复制富士康快速成长之路

富士康是专业从事电脑、通讯、消费电子、数位内容、汽车零组件、通路等 6C 产业的高科技企业，为全球最大的电子产业专业制造商。纵观富士康的成长历史，在 2000-2005 年期间，代工巨头富士康成长速度令人惊讶，营业收入年复合增长 87%。

图 3：富士康 1996-2010 年出口额


资料来源：富士康公司主页，东方证券研究所

虽然富士康所从事的是被认为最没有技术含量和附加值的制造业务，却颠覆了人们传统的偏见，取得了巨大的成功，是与其快速响应能力、成本控制能力、强大的规模优势、大客户战略和新产业契机（手机+笔记本电脑）这五个因素密不可分。

表 2：2000 年富士康和 2011 年卓翼科技的竞争优势比较

	2000年富士康	2011年卓翼科技
快速响应能力	全球顶尖的模具生产能力保证了其前导时间业内最短,从接到订单到最终商品交到订货者的时间控制在1个半月	具备较强的生产弹性,能够快速组织原材料采购、实施生产并及时交付,从接到订单到最终商品交到订货者的时间控制在20天
成本控制能力	大规模生产的规模效应,集中化的采购,以及内部的费用控制,降低了其成本。另外,企业的一体化生产模式,各类零部件的高自产率也进一步降低了成本	在原材料设计选用、供应商资源优化、物料的计划控制、生产效率提升、品质提升及维修费用降低等各方面均已具备较强的优势
规模优势	2000年收入规模约10亿美金	2011年收入规模约13亿人民币
大客户战略	个人电脑领域:戴尔、惠普、联想和索尼等;消费电子领域:索尼、苹果、任天堂和微软等;移动终端领域:诺基亚、摩托罗拉和苹果等。	网络通讯终端领域:华为、中兴;移动终端领域:中兴、联想;消费电子领域:苹果
新产业契机	手机、笔记本电脑	智能手机、平板电脑

资料来源：东方证券研究所

我们分析认为，卓翼科技正处于快速增长的初始阶段，作为华为、中兴、联想的战略合作伙伴，来自客户的订单正处于快速增长期，公司的成本优势和竞争实力在不断增强；同时公司产能迅速扩张，新增产能将奠定公司未来的快速发展。与富士康相比，卓翼科技未来发展空间广阔，未来 3 年将是公司规模迅速增长的关键时期，扩产能→高增长→再融资的循环，预期将给公司带来持续高增长，年复合增长率达 50% 以上，有望复制代工巨头富士康的快速成长之路。

三、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 13.79 亿元、26.28 亿元、40.35 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.09 亿元、1.90 亿元、2.75 亿元；对应预测 EPS 分别为 0.55 元、0.95 元、1.37 元。

表 3：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	871	1379	2628	4035
营业成本	752	1187	2313	3566
营业税金及附加	1	2	3	5
营业费用	10	17	21	32
管理费用	36	52	71	109
财务费用	-7	-1	5	12
资产减值损失	-4	0	-0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	84	122	215	312
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	86	125	218	314
所得税	12	16	27	39
净利润	74	109	190	275
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	74	109	190	275
EBITA	93	150	263	381
EPS（元）	0.37	0.55	0.95	1.37

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 4：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
网络通讯终端					
销售收入（百万元）	444.4	796.5	1,234.5	1,666.6	2,166.6
增长率（YOY）	39.4%	79.2%	55.0%	35.0%	30.0%
毛利率（%）	14.2%	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%
便携消费电子					
销售收入（百万元）	60.8	42.1	46.3	50.9	56.0
增长率（YOY）	22.5%	-30.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率（%）	27.2%	28.6%	28.0%	27.0%	26.0%
手机终端					
销售收入（百万元）			90.0	900.0	1,800.0
增长率（YOY）				900.0%	100.0%
毛利率（%）			25.0%	10.0%	10.0%
其他					
销售收入（百万元）	3.6	25.9	8.0	10.0	12.0
增长率（YOY）	-46.5%	622.9%	-69.1%	25.0%	20.0%
毛利率（%）	25.9%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
合计（百万元）	516.9	870.5	1378.8	2627.6	4034.6
增长率（YOY）	37.4%	68.4%	58.4%	90.6%	53.6%

资料来源：Wind，东方证券研究所

2、估值分析

未来 3 年将是公司规模迅速增长的关键时期，扩产能->高增长->再融资的循环，预期将给公司带来持续高增长，年复合增长率有望达 50% 以上，所以结合公司的成长性和所属行业的平均水平，维持公司“买入”评级，目标价 22.0 元。同时我们用 DCF 估值模型计算出的合理股价为 23.48 元，对应 2012 年 PE 为 25 倍。

表 5：DCF 估值模型

永续增长率(%)	2%	
项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.100	1.100
无风险利率 (%)	4.00%	4.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%	10.00%
规模风险因子 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (K_e)	12.60%	12.60%
债务成本 K_d (%)	6.35%	6.35%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	10.00%	10.00%
WACC	11.97%	11.97%

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
9.97%	27.06	29.08	31.61	34.86	39.20	45.29
10.97%	23.67	25.19	27.06	29.38	32.38	36.38
11.97%	20.90	22.07	23.48	25.20	27.35	30.11
12.97%	18.62	19.53	20.61	21.91	23.49	25.48
13.97%	16.70	17.42	18.27	19.26	20.46	21.93

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	838	1053	2071	3213	营业收入	871	1379	2628	4035
现金	368	426	851	1347	营业成本	752	1187	2313	3566
应收账款	292	422	844	1285	营业税金及附加	1	2	3	5
其它应收款	2	4	6	10	营业费用	10	17	21	32
预付账款	10	15	27	43	管理费用	36	52	71	109
存货	118	160	316	497	财务费用	-7	-1	5	12
其他	47	26	28	30	资产减值损失	-4	0	-0	-1
非流动资产	270	415	540	662	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	224	374	501	624	营业利润	84	122	215	312
无形资产	21	21	20	19	营业外收入	2	3	3	3
其他	25	20	19	19	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1108	1468	2611	3875	利润总额	86	125	218	314
流动负债	359	662	1652	2717	所得税	12	16	27	39
短期借款	27	155	657	1203	净利润	74	109	190	275
应付账款	313	485	966	1478	少数股东损益	0	0	0	0
其他	19	23	29	35	归属于母公司净利润	74	109	190	275
非流动负债	9	6	6	6	EBITDA	93	150	263	381
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.55	0.95	1.37
其他	9	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	368	669	1658	2723	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	100	200	200	200	营业收入	68.4%	58.4%	90.6%	53.6%
资本公积	513	413	413	413	营业利润	72.1%	44.6%	76.5%	45.1%
留存收益	127	186	339	539	归属于母公司净利润	48.8%	47.5%	74.6%	44.4%
归属母公司股东权益合计	740	799	953	1152	获利能力				
负债和股东权益	1108	1468	2611	3875	毛利率	13.7%	13.9%	12.0%	11.6%
现金流量表					净利率	8.5%	7.9%	7.2%	6.8%
单位:百万元					ROE	10.0%	13.6%	20.0%	23.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	8.7%	11.1%	12.0%	12.0%
经营活动现金流	43	145	132	216	偿债能力				
净利润	74	109	190	275	资产负债率	33.2%	45.6%	63.5%	70.3%
折旧摊销	16	29	43	57	净负债比率				
财务费用	-7	-1	5	12	流动比率	2.33	1.59	1.25	1.18
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.00	1.35	1.06	1.00
营运资金变动	-45	3	-117	-135	营运能力				
其它	5	5	10	7	总资产周转率	1.07	1.07	1.29	1.24
投资活动现金流	-204	-172	-168	-179	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	-209	-171	-164	-176	应付账款周转率	2.96	2.97	3.19	2.92
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	5	-1	-3	-4	每股收益	0.37	0.55	0.95	1.37
筹资活动现金流	327	85	460	459	每股经营现金流	0.21	0.73	0.66	1.08
短期借款	-95	128	502	546	每股净资产	3.70	4.00	4.76	5.76
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	25	100	0	0	P/E	52.01	35.27	20.20	13.99
资本公积增加	513	-100	0	0	P/B	5.20	4.81	4.04	3.34
其他	-116	-43	-42	-87	EV/EBITDA	38	23	13	9
现金净增加额	166	58	425	496					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn