

业绩符合预期，期待今年高增长

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

18.8 元

期限： 3 个月 上次预测： 18.40 元

现价（2012 年 02 月 01 日）： 13.33 元

报告日期：

2012-02-02

报告关键点：

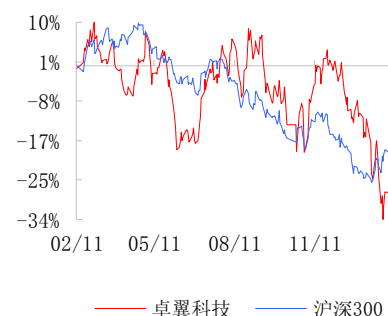
- 业绩符合预期，维持增持-A投资评级
- 数据网卡成为今年又一业绩增长点

报告摘要：

- 业绩符合预期** 公司发布业绩修正公告预计公司2011年归属母公司所有者的净利润由此前的同比40%-60%下调到30%-50%，盈利9613.68万元-11092.71万元。修正后的业绩符合我们之前的盈利预测，我们维持“增持-A”的投资评级不变，目标价18.8元。
- 移动终端产品阵营进一步丰富** 继进入联想和中兴手机后，公司今年进入了华为数据网卡供应链，在其深入挖掘移动终端产品线的路径上又进了一步。华为每年数据网卡出货量8000万只，估计公司年出货量约占华为约1/4份额。该业务如果顺利进行，假设都是贴片形式，估计为公司贡献4亿的收入。
- DSL稳定增长，PON市场悄然启动** 据Point Topic的数据，到2010年底，全球DSL占60%以上的市场份额。未来PON在部分地区逐步替代DSL成为趋势。中兴华为在DSL和PON市场占据主导地位。公司目前在华为DSL产品份额超过50%，在中兴份额约12%，预计未来华为份额可以基本保持稳定，中兴份额有进一步提升的空间。公司已经开始为中兴和烽火提供PON终端设备，2012年有望为华为供货。
- 募投项目计划调整** 此次调整下调发行价格和发行数量，去掉了研发中心及公司总部项目的建设，缩减了补充公司流动资金的金额。但并未缩减围绕公司两大核心产品（网络通讯终端和手机终端）的扩产项目金额。预计三个扩产项目完全达产后，将增加600万台套网络通讯终端生产规模，350万台套手持终端设备生产规模，500万台套塑胶组件生产规模，同时，提高上游塑胶结构件和模具的自产能力，从而增加公司议价权，保证毛利率水平，提升公司响应速度和短期产能爬升能力。
- 风险提示** 个别大客户合作进展不达预期，管理水平不能适应业务，人力成本增长过快，

总市值(百万元)	2,666.00
流通市值(百万元)	855.97
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	64.21
12个月最低/最高	12.40/42.58 元
十大流通股东(%)	40.44%
股东户数	7,402

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(23.48)	(18.14)	(8.01)
绝对收益	(19.93)	(29.57)	(29.08)

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

李奇颖

021-68763692
liqy1@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	516.9	870.5	1,333.0	3,101.7	4,899.4
Growth(%)	37.4%	68.4%	53.1%	132.7%	58.0%
净利润	49.7	74.0	102.7	225.2	379.8
Growth(%)	63.1%	48.8%	38.9%	119.3%	68.6%
毛利率(%)	15.9%	13.7%	13.2%	12.8%	13.3%
净利润率(%)	9.6%	8.5%	7.7%	7.3%	7.8%
每股收益(元)	(¥0.25)	(¥0.37)	(¥0.51)	(¥0.94)	(¥1.58)
每股净资产(元)	(¥0.89)	(¥3.70)	(¥3.87)	(¥5.72)	(¥6.23)
市盈率	53.6	36.1	26.0	14.2	8.4
市净率	15.0	3.6	3.4	2.3	2.1
净资产收益率(%)	27.9%	10.0%	13.3%	16.4%	25.4%
ROIC(%)	66.5%	56.2%	25.5%	37.7%	25.2%
EV/EBITDA	-	47.1	16.4	10.2	6.5
股息收益率	0.0%	1.9%	2.6%	4.8%	8.0%

前期研究成果

卓翼科技：关注新业务带动明年业绩高速增长

2011-12-29

1. 移动终端产品：产品阵营进一步丰富，

华为数据网卡业务成为新增长点 公司今年进入了华为数据网卡供应链，进一步丰富了公司的移动终端产品线。

华为每年数据网卡出货量 8000 万只，预计公司年出货量约占华为年出货量的约 1/4。数据网卡的加工模式预计将类似于手机的加工模式，即从贴片开始逐步过渡到整机代工。预计数据网卡的整机代工毛利率同 DSL 的毛利率差不多。该业务如果顺利进行，假设都是贴片形式，估计将为公司贡献 4 亿的收入。

进入国产智能手机前 4 位中 3 家厂商的供应链，受益低端智能手机市场崛起 艾媒咨询发布报告指出，针对今年中国安卓系统智能手机用户使用品牌的调查显示，华为、中兴、酷派占比分别为 11.4%、9.8% 和 9.2%，三家深企在国内安卓手机市场占有率合计超过 30%。排名第四位的是联想。公司现已经进入中兴和联想的手机供应链，虽然没有进入华为手机供应链，但以公司同华为的长期合作关系，公司进入华为手机供应链是有可能性的。

据 IHS iSuppli 公司的中国研究专题报告，中国手机厂商的 2012 年智能手机出货量将增长近一倍，超过 1 亿部。公司占据国产手机优质客户，将较大程度受益于这个机遇。

2. 通信终端产品：DSL 稳定增长，PON 市场悄然启动

DSL 仍占主导地位 据 Point Topic 的数据，到 2010 年底，全球 DSL 宽带用户数为 3.31 亿户，占 60% 以上的市场份额；Cable 宽带用户为 1.06 亿户，占超过 13% 的市场份额。光纤宽带 7200 万户。在我国，根据工信部统计，DSL 用户在互联网宽带接入用户中占 73.96%。

PON 市场悄然启动 2010 年 4 月 8 日，国家七部委联合发布了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，计划在未来三年内投资 1500 亿建设光纤宽带网络，为用户提供 20M~100M 超宽带接入。未来 PON 在部分地区逐步替代 DSL 成为趋势。

中兴华为在 DSL 和 PON 市场占据主导地位 根据 Ovum 的数据华为、中兴在 PON OLT 和 OPN ONT/ONU 以及 DSL 的市场份额都占据前 2 位的地位。

表 1 FTTX PON 和 DSL 宽带接入市场份额前 3 的厂商

排名	PON OLT	PON ONT/ONU	DSL
1	华为	华为	华为
2	中兴	中兴	中兴
3	烽火通信	富士通	阿尔卡特朗讯

数据来源：Ovum, 安信证券研究中心

公司在中兴华为的采购地位有望稳中有升 公司是通信设备巨头华为和中兴的 DSL 设备主要供应商之一，目前 DSL 在华为份额超过 50%，在中兴份额约 12%，预计未来华为份额可以基本保持稳定，中兴份额有进一步提升的空间。公司已经开始为中兴和烽火提供 PON 终端设备，2012 年有望为华为供货。

3. 募投项目计划调整突出产能扩张主线

此次募投项目计划调整主要包含以下内容：(1) 下调整发行价格和发行数量（从非公开发行不超过5,000万股调整至4,000万股，发行价格不低于每股17.27元调整至13.15元）；(2) 去掉了研发中心及公司总部项目的建设(3) 缩减了补充公司流动资金的金额。

但此次调整并未缩减围绕公司两大核心产品（网络通讯终端和手机终端）的扩产项目金额。预计三个扩产项目完全达产后，公司产能将进一步大幅提升：

- 天津网络通信产品生产建设项目（二期）建成后将实现网络终端设备年产 400 万台，手持终端设备年产 150 万台，塑胶组件每年产 500 万套的生产规模。
- 深圳松岗网络通信产品项目将新增 10 条 SMT 生产线以及配套的插件生产线、并配备产品规模化生产所需的测试设备仪器。
- 深圳松岗精密模具生产项目将新增注塑和模具生产加工设备，预计投产后将形成年产塑胶组件 300 万套的规模。

目前松岗基地有 24 条 SMT 线，每条线 3 条贴片机，共 72 台贴片机。天津基地第一期 2011 年底结束基本建设，预计今年 2 季度投产。非公开增发深圳如果再买 10 条 SMT 线，加上天津共买的 8 到 10 条，则公司将有近 40 条 SMT 生产线。如果 40 条 SMT 生产线全用来做手机，按照平均每个手机 300 个点计算，预计每个月能有 1149.86 万部的产能。

此次非公开增发有天津的 500 万套塑胶件的生产规模，以及深圳模具生产项目。这是公司开展纵向一体化的开端，因为除了贴片，手机组装还涉及到其他组件的生产技术，包括塑料件、背光模组、五金件等，如果采用外购方式，会导致利润率的下降。具有自产能力能增加公司议价权，一定程度保证毛利率水平。另外，提升模具开发能力能大大提升公司响应速度和短期产能爬升能力。

根据可行性报告预测，定增项目将新增收入28.10亿元，新增净利润2.30亿元，相当于公司2010年收入和净利润规模的3.2倍和3.1倍。

表 2 公司定增项目投资规模计划及收益预计

序号	项目名称	实施主体	预计投资金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	达产后新增年 营业收入 (万元)	达产后新增年税 后利润 (万元)
1	天津网络通信产品生产建设项目（二期）	卓达科技	53,000	53,000	165,000	14,155
2	深圳松岗网络通信产品扩产项目	卓翼科技	13,500	13,500	110,000	7,886
3	深圳松岗精密模具生产项目	卓大精密	4,500	4,500	6,000	1,007
4	补充公司流动资金	卓翼科技	9000	9000		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3 公司定增项目投资规模计划及收益预计

序号	项目名称	开工时间	估计投产时间	网络通讯终端生产规模（万台套）	手持终端设备（万台套）	塑胶组件生产规模（万台套）
1	天津网络通信产品生产建设项目（二期）	2012.4	2013.12	400	150	500
2	深圳松岗网络通信产品扩	2012.3	2013.3	200	200	

	产项目					
3	深圳松岗精密模具生产项目	2012. 3	2013. 9			300

数据来源：公司公告, 安信证券研究中心

4. 2011 年业绩符合预期

公司近期公告了修正后的业绩预增公告，将之前预计的 2011 年年度净利润同比增幅从 40%-60% 下调到 30%-50%，预计 2011 年实现归属于上市公司股东的净利润约 9613.9-11092.7 万元。我们之前预计公司 2011 年实现净利润 102.7 万元，同比增幅 39%，因此公司的业绩基本符合预期。因此我们维持之前的盈利预测，预计公司 2012 年收入 3.1 亿，EPS0.94 元，对应 2012 年 PE14.2 倍。如果按照 20 倍 PE，给予公司目标价 18.8 元，维持“增持-A”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-2-2		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	516.9	870.5	1,333.0	3,101.7	4,899.4	成长性					
减: 营业成本	434.5	751.6	1,157.4	2,705.7	4,245.5	营业收入增长率	37.4%	68.4%	53.1%	132.7%	58.0%
营业税费	0.8	0.9	1.5	3.8	5.5	营业利润增长率	58.2%	72.1%	44.0%	118.2%	69.0%
销售费用	6.2	9.6	12.0	27.9	44.1	净利润增长率	63.1%	48.8%	38.9%	119.3%	68.6%
管理费用	18.1	35.9	40.0	86.8	132.3	EBITDA 增长率	37.5%	49.7%	71.1%	117.1%	67.1%
财务费用	1.8	-7.2	-4.3	0.8	5.9	EBIT 增长率	45.5%	51.6%	51.9%	127.0%	70.7%
资产减值损失	6.5	-4.3	5.3	12.4	19.6	NOPLAT 增长率	49.6%	29.5%	48.4%	128.1%	70.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.3%	226.4%	54.6%	155.2%	24.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	38.8%	316.1%	4.5%	77.5%	9.0%
营业利润	48.9	84.1	121.1	264.3	446.6	利润率					
加: 营业外净收支	5.2	1.6	-0.3	0.7	0.2	毛利率	15.9%	13.7%	13.2%	12.8%	13.3%
利润总额	54.0	85.7	120.8	265.0	446.8	营业利润率	9.5%	9.7%	9.1%	8.5%	9.1%
减: 所得税	4.3	11.8	18.1	39.7	67.0	净利润率	9.6%	8.5%	7.7%	7.3%	7.8%
净利润	49.7	74.0	102.7	225.2	379.8	EBITDA/营业收入	11.4%	10.2%	11.4%	10.6%	11.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.8%	8.8%	8.8%	8.5%	9.2%
货币资金	182.5	367.7	274.9	248.1	392.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	44	61	65	42	42
应收账款	174.1	294.9	453.1	1,061.1	1,691.1	流动营业资本周转天数	14	35	53	49	61
应收票据	18.3	43.5	44.6	95.3	183.2	流动资产周转天数	210	260	240	159	173
预付账款	2.5	9.7	11.2	9.6	24.2	应收账款周转天数	81	96	100	87	100
存货	43.2	117.9	154.0	366.6	587.5	存货周转天数	32	34	38	31	36
其他流动资产	-	3.9	5.6	14.2	26.0	总资产周转天数	272	337	328	237	241
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	68	105	133	124	126
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.9%	10.0%	13.3%	16.4%	25.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	6.7%	7.8%	8.1%	10.0%
固定资产	72.4	224.3	258.6	460.3	681.4	ROIC	66.5%	56.2%	25.5%	37.7%	25.2%
在建工程	1.4	12.3	73.7	396.0	79.2	费用率					
无形资产	22.0	21.4	21.0	94.0	92.2	销售费用率	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	6.1	12.4	21.7	26.7	22.5	管理费用率	3.5%	4.1%	3.0%	2.8%	2.7%
资产总额	522.6	1,107.9	1,318.5	2,772.2	3,779.2	财务费用率	0.4%	-0.8%	-0.3%	0.0%	0.1%
短期债务	121.8	26.7	10.0	177.4	418.5	三费/营业收入	5.1%	4.4%	3.6%	3.7%	3.7%
应付账款	194.5	314.7	501.2	1,171.9	1,810.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	66.0%	33.2%	41.4%	50.5%	60.4%
其他流动负债	12.3	17.8	22.2	24.5	22.3	负债权益比	193.9%	49.7%	70.5%	102.0%	152.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	(¥1.26)	(¥2.33)	(¥1.77)	(¥1.31)	(¥1.29)
其他非流动负债	10.0	8.7	11.7	26.1	32.7	速动比率	(¥1.12)	(¥1.99)	(¥1.47)	(¥1.03)	(¥1.02)
负债总额	344.8	367.9	545.2	1,400.0	2,284.0	利息保障倍数	(¥27.64)	(¥10.66)	(¥27.04)	(¥347.43)	(¥76.54)
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	75.0	100.0	200.0	240.0	240.0	DPS(元)	(¥-)	(¥0.25)	(¥0.35)	(¥0.63)	(¥1.07)
留存收益	102.9	640.0	573.3	1,132.2	1,255.2	分红比率	0.0%	67.6%	67.6%	67.6%	67.6%
股东权益	177.9	740.0	773.3	1,372.2	1,495.2	股息收益率	0.0%	1.9%	2.6%	4.8%	8.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	49.7	74.0	102.7	225.2	379.8	EPS(元)	(¥0.25)	(¥0.37)	(¥0.51)	(¥0.94)	(¥1.58)
加: 折旧和摊销	10.8	16.2	34.8	64.2	97.6	BVPS(元)	(¥0.89)	(¥3.70)	(¥3.87)	(¥5.72)	(¥6.23)
资产减值准备	6.5	-4.3	5.3	12.4	19.6	PE(X)	53.6	36.1	26.0	14.2	8.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.0	3.6	3.4	2.3	2.1
财务费用	1.2	1.0	-4.3	0.8	5.9	P/FCF	22.7	-9.0	-21.2	-6.0	12.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.2	3.1	2.0	1.0	0.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	47.1	16.4	10.2	6.5
营运资金的变动	-23.2	-49.7	-10.4	-203.0	-323.7	CAGR(%)	65.5%	72.5%			
经营活动产生现金流量	42.1	42.6	128.2	99.5	179.1	PEG	0.8	0.5			
投资活动产生现金流量	-35.3	-203.8	-135.1	-661.2	-	ROIC/WACC	6.7	5.6	2.6	3.8	2.5
融资活动产生现金流量	97.7	327.3	-81.8	540.4	-21.6	REP	-	1.9	1.6	0.6	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034