

卓翼科技(002369)调研报告

——网络通讯终端稳健增长，便携式终端值得期待

信息技术/电子元器件

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2012 年 03 月 12 日

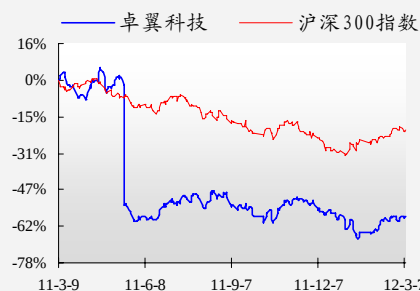
投资要点：

- 全球宽带接入市场和手机出货量稳步增长：**Point Topic 数据显示，截至 2010 年年底，全球宽带用户数达 5.23 亿户，年增长率为 12%。DSL 仍是主流技术，截至 2010 年年底，全球 DSL 用户份额为 63.4%。拓璞产业研究所数据显示，2011 年全球手机（不含白牌）出货量为 16.1 亿部，年增长率为 21.1%，其中智能手机出货量为 4.5 亿部，年增长率为 60.7%，预计 2012 年智能手机出货量将达 6 亿部。
- 公司是国内电子外包服务行业先进厂商：**多领域的技术积累使得公司在通讯、视频及音频三领域融合的产品研发方面确立了显著的优势，通过多项认证，产品品质可靠是国内电子外包服务行业先进厂商。
- 网络通讯终端稳健增长，便携式终端值得期待：**公司数据网卡业务是新亮点，DSL 产品稳健增长，PON 产品前景广阔；智能手机渐入佳境，今年将有跨越式发展，平板电脑等终端产品另辟蹊径，出货量将逐步提升。
- 投资建议：**我们对公司未来的营业收入持谨慎态度。网络通讯终端与便携式终端是公司营业收入的主要来源，暂不考虑增发摊薄。我们预测公司 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.48 元，0.75 元，1.18 元，当前股价对应动态 PE 分别为 35 倍、23 倍和 14 倍，首次给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**业绩低于预期，原材料成本风险，新领域波动较大订单低于预期等。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010A	870	68.40	74	48.80	0.37	10.01	46.0	
2011E	1238	42.28	97	30.54	0.48	13.03	35.4	
2012E	1933	56.12	150	55.33	0.75	17.38	22.7	
2013E	3103	60.53	235	56.81	1.18	22.66	14.4	

走势图



市场数据 2012-3-9

收盘价：	17.01 元
52 周最高价：	41.82 元
52 周最低价：	12.40 元
平均持仓成本：	16.02 元

基本数据 2011Q3

总股本（万股）：	20,000
流通 A 股（万股）：	20,000
每股收益（元）：	0.34
每股净资产（元）：	3.69
每股经营现金流（元）：	0.30
市净率：	4.61

分析师：周思立；联系人：黄浩

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)2036 1175

FAX: (8621)2036 1159

Email: huangh@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

目录

一、公司介绍	3
1.公司主营业务介绍	3
2.公司股权结构	4
二、全球宽带接入市场和手机出货量稳步增长	5
1.宽带接入市场稳健增长，DSL 仍是主流	5
2.全球手机出货量稳步提升，智能手机一枝独秀	6
三、国内电子外包服务行业先进厂商	8
1.技术优势显著	8
2.通过多项认证，产品品质可靠	8
四、网络通讯终端稳健增长	8
1. 数据网卡业务是新亮点	8
2. DSL 产品稳健增长，PON 产品前景广阔	8
五、便携式终端值得期待	9
1. 智能手机渐入佳境	9
2. 平板电脑等终端产品另辟蹊径	9
六、结论	9
七、投资建议	9

一、公司介绍

1. 公司主营业务介绍

公司前身是深圳市卓翼科技发展有限公司，主营业务是以ODM/EMS模式为国内外的品牌渠道商提供合约制造服务。主要产品包括两大类：网络通讯类产品和消费电子类产品。其中网络通讯类产品包括：DSL、PON、数据网卡、WIFI无线产品、以太网产品等；消费电子类包括：智能手机、平板电脑、无线音箱、GPS等。

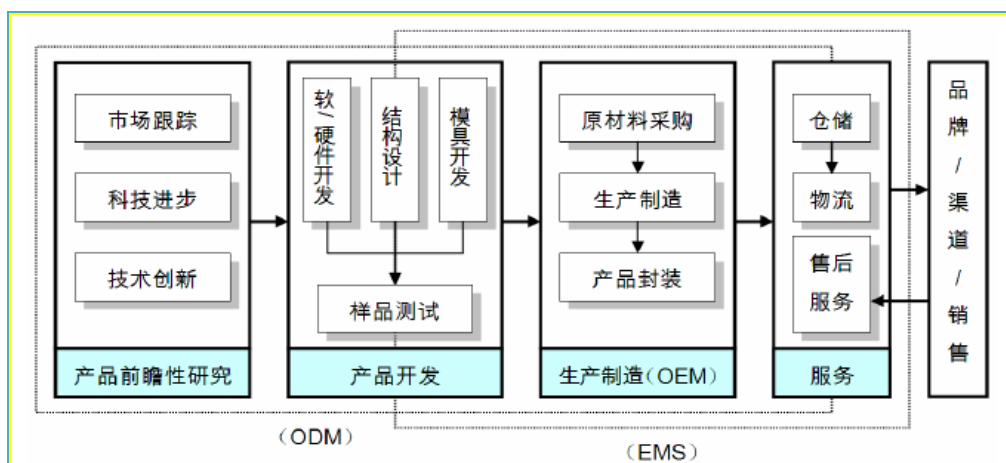
图表1：公司主要产品类型



资料来源：东北证券整理

目前，ODM模式和EMS模式是电子制造外包业务的两种主流业务模式。ODM模式下，公司为品牌商提供的服务包括从市场研究、产品设计开发、原材料采购一直到产品制造；EMS模式下，公司为品牌商提供的服务包括原材料的采购、产品的制造和相关的物流配送、售后服务等环节。公司业务经营模式为ODM+EMS，主要从产品开发设计环节和产品制造服务环节获取利润。

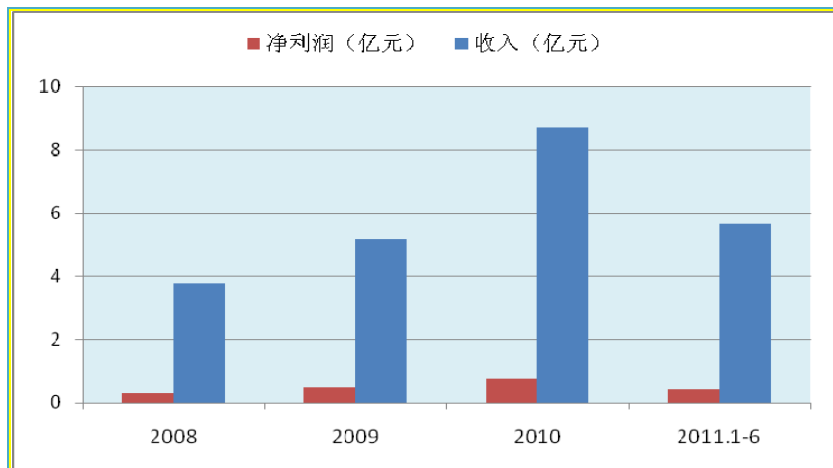
图表2：ODM与EMS模式流程图



资料来源：公司公告，东北证券

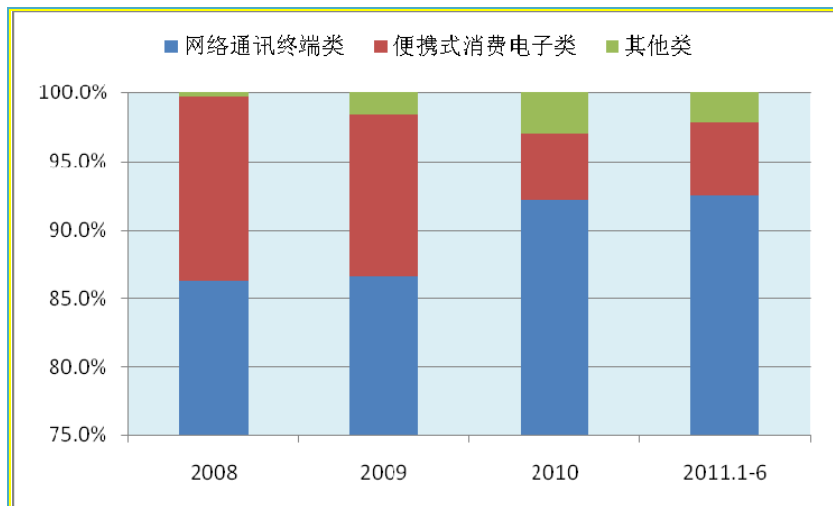
公司营业收入从2008年3.76亿提升到2010年8.7亿，年均复合增长率为52%。随着华为、中兴等客户的网络通讯终端类产品的采购量大幅提升，公司网络通讯终端类产品销售收入大幅增加。网络通讯终端类产品的收入占比从2008年的84.72%逐步提升到2011年年中的93%。

图表 3: 历年收入和净利润增长情况



数据来源：公司公告，东北证券整理

图表 4: 公司营业收入结构

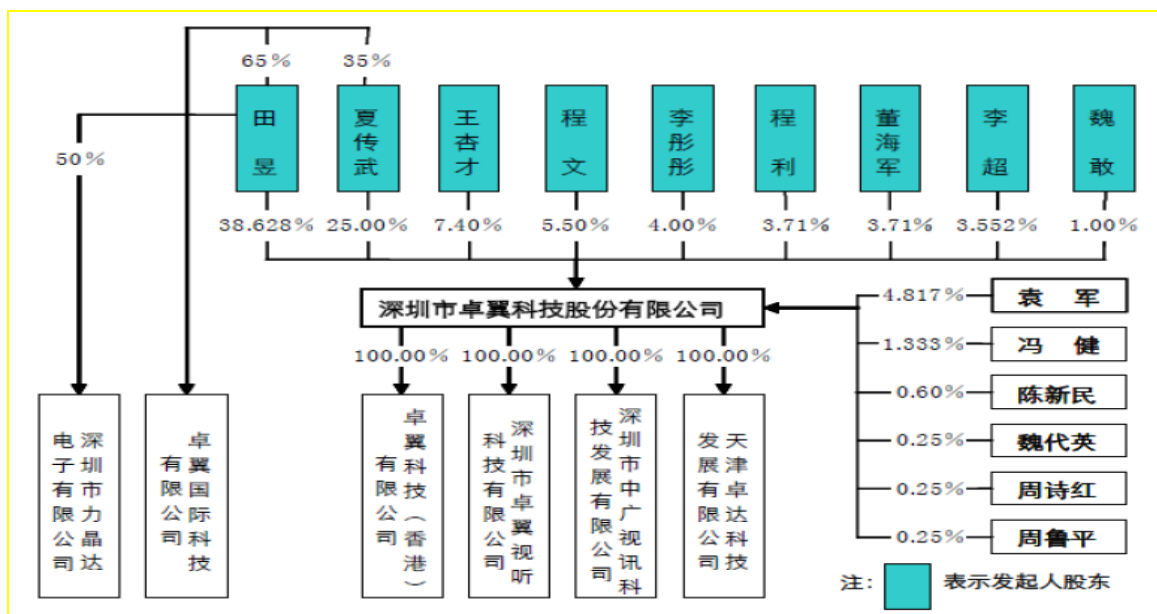


数据来源：公司公告，东北证券整理

2.公司股权结构

公司发起人为田昱、夏传武、王杏才、程文、袁军、李彤彤、董海军等 9 位自然人。田昱、夏传武是前两大股东，发行前分别持有公司 38.63%和 25%的股份，根据双方签订的《共同控制协议》，公司由其共同控制。发行后，两人仍持有 47.21%的股份，处于相对控股地位。

图表 5: 公司发行前股东结构



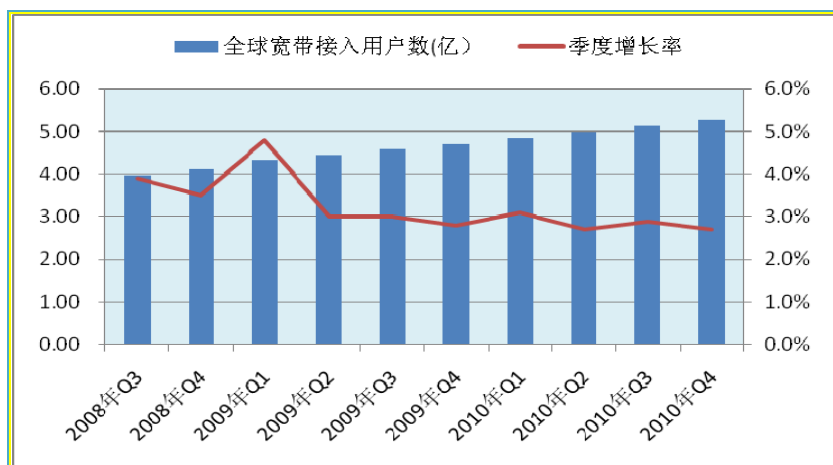
资料来源: 公司公告, 东北证券

二、全球宽带接入市场和手机出货量稳步增长

1. 宽带接入市场稳健增长, DSL 仍是主流

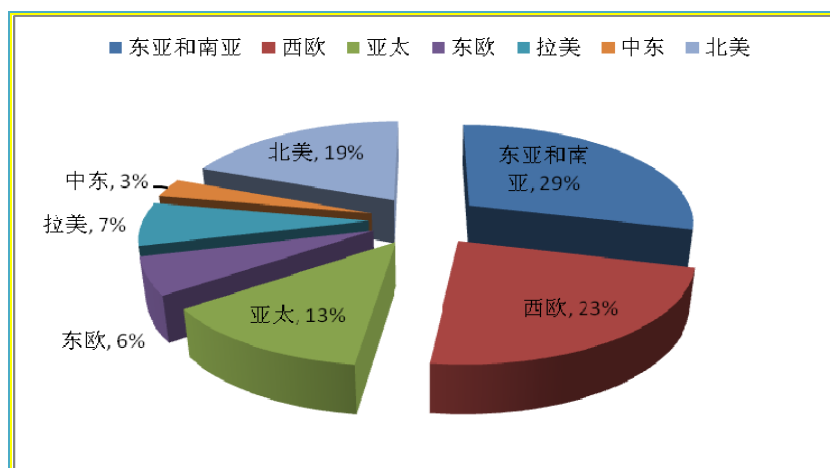
英国宽带研究机构Point Topic数据显示, 截至2010年年底, 全球宽带用户数达5.23亿, 比2009年年底4.67亿新增0.56亿用户, 年增长率12%。东亚和南亚地区是固定宽带接入用户增长最快的地区, 不仅新增用户量远超其他地区, 增长率也居各地区之首。2010 年全年, 东亚和南亚地区共新增用户2561 万, 占新增用户总数的48%, 增长率高达21.22%。在这2561 万新增用户中, 有2381万户来自中国, 则可得, 中国对东亚和南亚新增固定宽带接入用户的贡献率为93%, 对全球新增固定宽带接入用户的贡献率为44%。

图表6: 全球宽带接入用户数与季度增长率



数据来源: Point topic, 东北证券整理

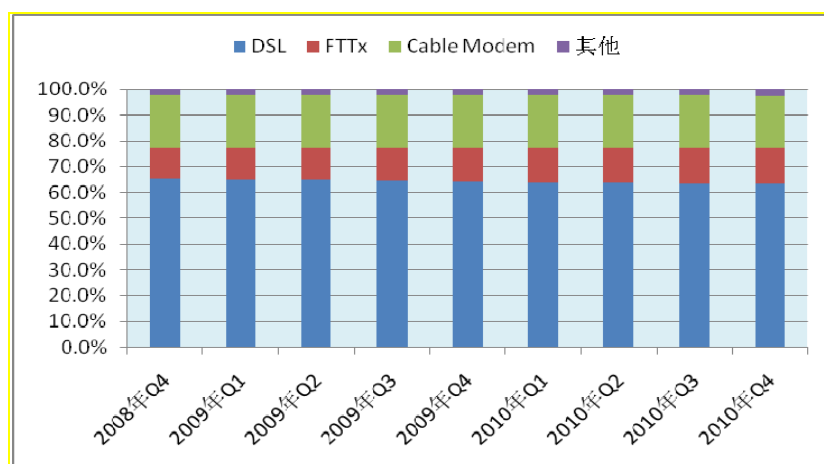
图表 7: 2008-2010 年新增固定宽带接入用户



数据来源: Point topic, 东北证券整理

DSL仍是当前主流的宽带接入技术,应用范围也最广。Point Topic数据显示,截至2010年年底,全球DSL用户达到3.31亿,同比增长10.6%; Cable Modem用户超过1亿,为1.06亿,同比增长11.4%; 光纤宽带增长最快,用户达到7229万,同比增长18.3%。截至2010年年底,全球DSL用户份额为63.4%, Cable Modem用户占20.3%, 光纤宽带用户占13.8%。与2009年底相比, DSL用户份额有所下降, 光纤宽带用户份额上升。

图表 8: 各类宽带接入技术的用户份额



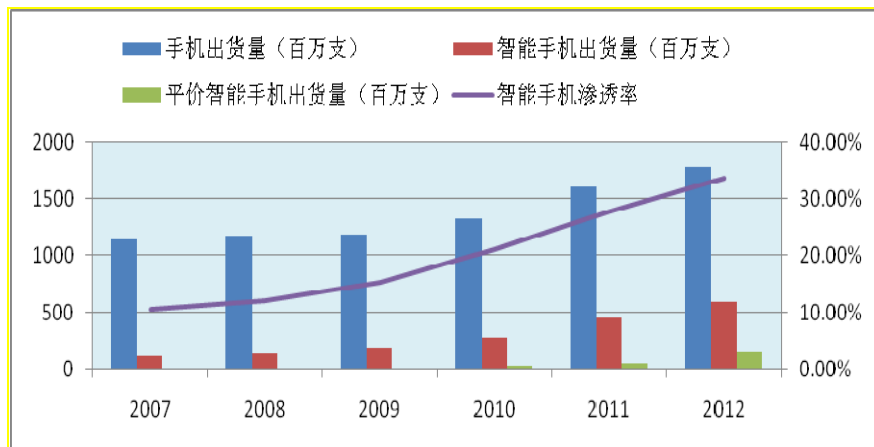
数据来源: Point topic, 东北证券整理

2.全球手机出货量稳步提升, 智能手机一枝独秀

台湾拓璞产业研究所数据显示, 2011 年全球手机 (不含白牌) 出货量为 16.1 亿部, 比 2010 年新增 2.8 亿部, 年增长率为 21.1%, 预计 2012 年出货量将达 17.8 亿部, 全球手机出货量稳步提升。随着三星、苹果、HTC 等国际知名厂商陆续推出智能手机新品, 智能手机出货量迅速提升。2011 年全球智能手机出货量为 4.5 亿部, 比 2010 年新增 1.7

亿部，年增长率为 60.7%，预计 2012 年出货量将达 6 亿部。其中以千元机为代表的平价智能手机增速更为抢眼，2012 年全球平价智能手机出货量将达 1.47 亿部，比 2011 年新增 0.94 亿部，年增长率为 177%，远高于全球智能手机和手机的增速。

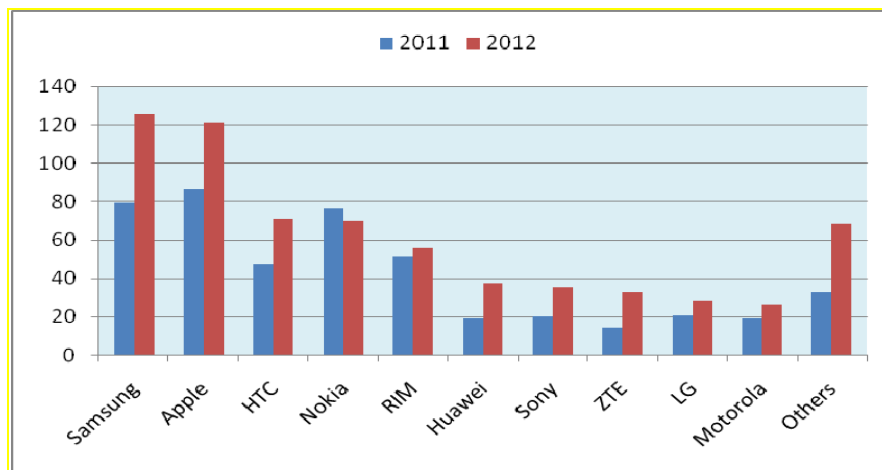
图表9：全球手机出货量(百万台)



数据来源：拓璞产业研究所,东北证券整理

Digitimes 数据显示，2011 年苹果、三星、HTC 在全球智能手机厂商出货排名中位居前三名，三家公司的出货量分别为 8640 万部、7930 万部、4720 万部。2012 年三家公司均大幅调高了出货量目标，预计苹果出货量将达 1.21 亿部，三星出货量将达 1.25 亿部将超越苹果智能手机的出货量，HTC 出货量将达 0.7 亿部。三家智能手机领军厂商大幅提高出货量目标，将有力带动全球智能手机出货量的攀升。国内厂商华为和中兴也入围 2011 年全球智能手机厂商出货排名前十名，分别位居第六名和第八名。2012 年华为和中兴也调高了出货量目标，其中华为出货量将达 3700 万部，中兴出货量将达 3300 万部。作为国内智能手机的领导厂商，华为和中兴调高 2012 年出货量，将有力推动国内智能手机出货量的快速增长。

图表 10：全球智能手机出货量排名



数据来源：Digitimes，东北证券整理

三、国内电子外包服务行业先进厂商

1. 技术优势显著

公司在宽带接入、无线数据传输、音视频播放等多个领域的应用技术方面都有较深的积累，具有明显的技术优势，截止2010年公司共有专利技术14项。公司作为CMMB终端标准组成员，参与制定了手持移动多媒体终端产品的行业标准，并成功开发出了国内首款符合CMMB标准的移动电视接收终端样机。多领域的技术积累使得公司在通讯、视频及音频三领域融合的产品研发方面确立了显著的优势，公司已成为国内电子外包服务行业先进厂商。

2. 通过多项认证，产品品质可靠

公司通过了ISO9001: 2000质量管理体系，建立了完善的质量控制制度。公司严格遵照国家、国际相关产品质量标准进行产品生产活动，产品获得中国强制性产品认证(CCC)、欧盟CE产品认证、美国安全检测实验室(UL)认证、FCC(美国联邦通信委员会)认证，同时还满足欧盟RoHS指令的要求。产品品质可靠，并得到下游客户的认可。

四、网络通讯终端稳健增长

1. 数据网卡业务是新亮点

公司2011年进入华为数据网卡供应链，成为其合格供应商，并进一步丰富了公司终端产品线。华为2011年数据网卡出货量为8000万只，今年仍将维持这一出货量，随着公司配套产能的提升，估计今年公司出货量将占华为年出货量约1/3份额。数据网卡的加工模式目前为来料加工，公司预计年底前将过渡到EMS模式，产品毛利率将进一步提升。

2. DSL产品稳健增长，PON产品前景广阔

公司2005年进入华为DSL产品供应链，产品份额逐年提升，目前在华为DSL产品份额中超过50%。同时，公司还进入了中兴DSL产品供应链，目前约占中兴DSL产品份额的12%。未来公司在华为的份额可以保持平稳，而在中兴的份额将进一步提升至30%。在不断提升份额的同时，DSL产品结构也逐步优化，早期以单口DSL产品为主，单价较低约60-70元，目前逐步提升高端DSL产品比例，单价可提升到100-200元，逐步形成高端DSL产品和单口DSL产品各占一半的并存局面。

公司PON产品目前已经切入中兴和烽火的供应商体系，2011年四季度开始批量生产PON终端产品。同时，公司还与华为和阿尔卡特联系，有望2012年开始供货。随着国内GPON/EPON建设规模扩大，对PON终端的需求增大，公司PON终端产品在2012年将有爆发式增长。

公司PON产品的推出在国内中大型城市将会替代已有的DSL产品，但公司下游客户华为与中兴是面向全球的通信设备制造商，其DSL产品在亚洲其他国家仍有强劲的需求，因此PON产品的推出并不会对公司收入增长产生负面影响。

五、便携式终端值得期待

1. 智能手机渐入佳境

目前公司手机业务主要客户是联想和中兴。公司2011年四季度切入联想手机供应商体系，处于前期拓展阶段，每月供联想手机的出货量为50-60万部，后续出货量将逐步提升。公司承接的联想手机业务目前主要为整机组装，属于来料加工，产品包含有功能型手机和智能手机，智能手机比例逐步增大。公司2011年11月切入中兴手机供应商体系，目前以贴片业务为主，前期已功能机为主，后续将延伸至智能手机。

公司重视手机领域业务的拓展。目前已建立研发团队专注于智能手机研发，并积极推进模具项目的实施，提升公司的综合实力，使得手机业务由目前来料加工模式为主，逐步过渡到手机ODM加工模式。

2. 平板电脑等终端产品另辟蹊径

公司便携式终端产品线丰富，除了智能手机，公司还涉及了平板电脑、无线音箱等产品。公司平板电脑产品目前已切入北京亿道公司供应商体系，前期采用代工代料模式，后续将转变为ODM模式，产品毛利将大幅提升。公司无线音箱产品目前已切入苹果公司供应商体系，成为其合格供应商，采用ODM模式代工，毛利率高，去年出货量已达几十万部，后续将逐步提升出货量。

六、结论

1.全球宽带接入市场和手机出货量稳步增长：Point Topic 数据显示，截至2010年年底，全球宽带用户数达5.23亿户，年增长率为12%。DSL仍是主流技术，截至2010年年底，全球DSL用户份额为63.4%。拓璞产业研究所数据显示，2011年全球手机（不含白牌）出货量为16.1亿部，年增长率为21.1%，其中智能手机出货量为4.5亿部，年增长率为60.7%，预计2012年智能手机出货量将达6亿部。

2.公司是国内电子外包服务行业先进厂商：多领域的技术积累使得公司在通讯、视频及音频三领域融合的产品研发方面确立了显著的优势，通过多项认证，产品品质可靠是国内电子外包服务行业先进厂商。

3.网络通讯终端稳健增长，便携式终端值得期待：公司数据网卡业务是新亮点，DSL产品稳健增长，PON产品前景广阔；智能手机渐入佳境，今年将有跨越式发展，平板电脑等终端产品另辟蹊径，出货量将逐步提升。

七、投资建议

我们认为公司处于电子外包服务行业与下游行业关联度高，下游行业需求的增加为电子外包服务行业的高速发展提供保障，公司深耕网络通讯终端与便携式终端两大领域，行业优势明显，但是目前市场竞争激烈，公司在新领域市场推广仍面临较大的压力，我们对公司未来营业状况保持谨慎态度。

综上，网络通讯终端与便携式终端是公司营业收入的主要来源。我们预测公司2011-2013年公司EPS分别为0.48元，0.75元，1.18元，当前股价对应动态PE分别为35倍、23

倍和14倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：业绩低于预期，原材料成本风险，新领域波动较大订单低于预期等。

图表11：公司营收预测

利润表(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	870	1238	1933	3103
营业成本	752	1069	1670	2680
营业税金及附加	1	1	2	3
销售费用	10	14	21	34
管理费用	36	51	80	128
财务费用	-7	-10	-15	-19
资产减值损失	-4	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	84	112	175	275
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	175	130	150	172
所得税费用	12	17	27	42
归属于母公司净利润	74	97	150	235
少数股东损益	0	0	0	0
EPS(元/股)	0.37	0.48	0.75	1.18

数据来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。