

卓翼科技 (002369)

未评级

价格区间: RMB22.8-25.1

分析师

龚浩

021-50106003

gonghao@lhqz.com

张熙

021-50106026

zhangxi@lhqz.com

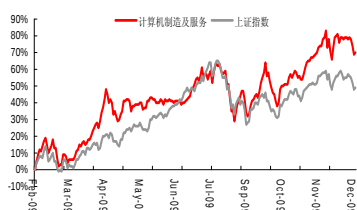
国内领先的电子制造外包服务提供商

- 卓翼科技股份有限公司的前身是深圳市卓翼科技发展有限公司。公司主要以 ODM/EMS 模式为国内外的品牌商提供网络通讯类和消费电子类产品的合约制造服务。发行前公司总股本为 7500 万股, 本次拟发行 2500 万股流通股, 占发行后总股本的 25%。
- 公司属于电子制造外包服务企业, 主要从产品开发设计环节和产品制造服务环节获取利润。公司的上游是芯片厂商, 下游主要是品牌商和经销商
- 公司主要产品分为两大类: 网络通讯终端和便携式消费电子, 其中网络通讯终端产品占收入比重较高, 2009 年该产品收入占比达 88%
- 公司的网络通讯终端产品主要采取 ODM+EMS 模式与华为、中兴等战略客户进行战略合作。宽带接入设备市场平稳增长, 华为、中兴等国产厂商市场份额的不断攀升, 是公司网络终端产品快速增长的主要原因。消费电子市场的持续回暖, 也为公司相关产品的快速增长奠定了基础。我们预计公司的网络设备终端 2010 年或将实现 50% 的增长, 公司消费电子产品或将实现 100% 以上的增长。
- 公司是以“ODM+EMS”为自身业务模式, 通过与战略客户建立良好的互动关系, 分享客户的快速成长从而实现自身增长。公司的竞争优势包括: 稳定的客户关系、快速反应能力、精密制造能力以及成本控制能力。
- 公司募投项目包括深圳生产基地技术改造、网路通信产品生产基地建设和消费电子产品生产基地建设等 3 个项目, 共需资金 1.9 亿元。
- 预计 2010 年-2011 年公司的营业收入将分别为 8.03 亿、12.2 亿元, 同比增长 55.3% 和 51.5%, 净利润分别为 8085 万、1.2 亿元, 同比增长 62.8% 和 48.5%, 每股收益为 0.81、1.20 元。
- 对比行业内可比公司的市盈率水平, 我们给予公司 28—31 倍市盈率, 估计卓翼科技的发行价格预计为 22.7—25.1 元。

基础数据

总股本(百万股)	100.00
流通 A 股(百万股)	25
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	-
流通 A 股市值(百万元)	-

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	333.2	376.2	516.9	802.9	1216.5
(+/-%)	-	12.9	37.4	55.3	51.5
归属母公司净利润(百万元)	36.0	30.5	49.7	80.9	120.4
(+/-%)	-	-15.4	63.1	62.8	48.48
EPS(元)	0.36	0.31	0.5	0.81	1.20
P/E(倍)	-	-	-	-	-

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

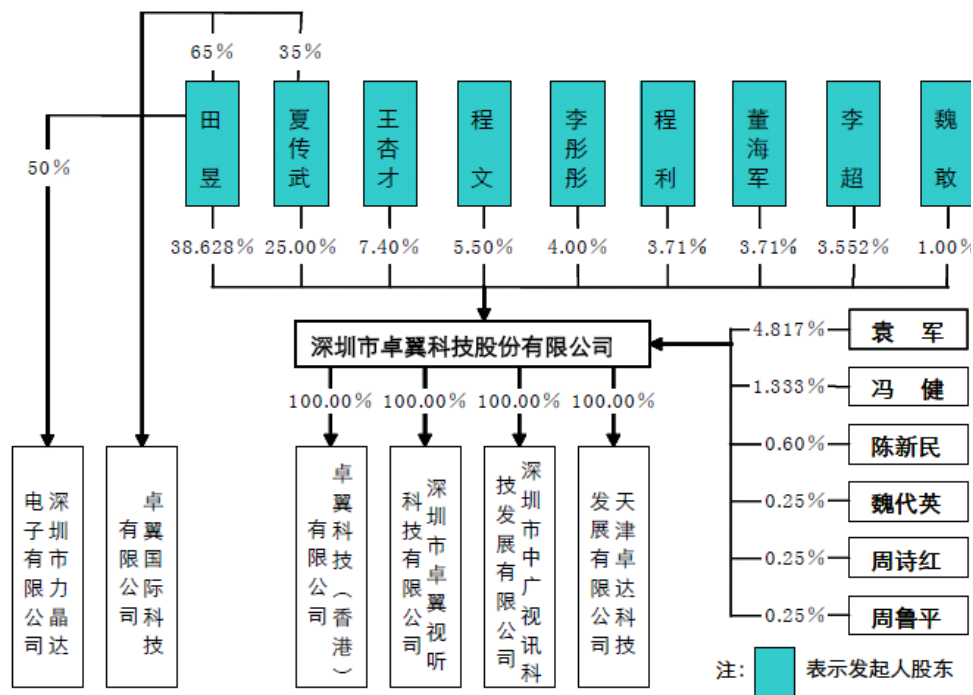
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

公司概况

卓翼科技股份有限公司的前身是深圳市卓翼科技发展有限公司。公司主要以 ODM/EMS 模式为国内外的品牌商提供网络通讯类和消费电子类产品的合约制造服务。发行前公司总股本为 7500 万股，本次拟发行 2500 万股流通股，占发行后总股本的 25%。

公司于 2007 年 7 月进行了股份制改造，改制后公司的股权结构如下图所示（见图 1），公司前两大股东分别为董事长田昱和总经理夏传武，分别持有有公司 38.6%和 25% 的股份。

图 1 卓翼科技股权结构图



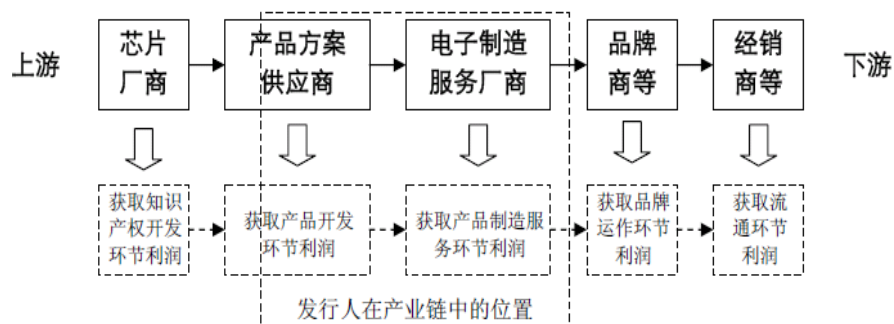
资料来源：公司招股说明书

卓翼科技有四家子公司，分别是卓翼香港、视听科技、中广视讯和卓达科技。其中卓翼香港是方便母公司进行境外原材料采购和产品外销而设立。卓达科技是公司在天津投资建设生产基地的实施主体，将来将成为公司全资的北方生产基地。视听科技和中广视讯目前自身尚未独立开展具体的产品经营业务，未来母公司可能将部分业务移至两家公司。

业务情况

公司属于电子制造外包服务企业，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。公司的上游是芯片厂商，下游主要是品牌商和经销商等（见图 2）。

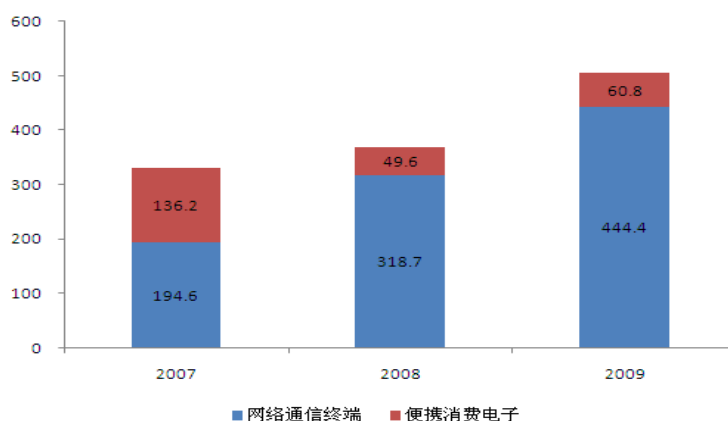
图 2 公司所处产业链位置



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

公司主要产品分为两大类：网络通讯终端和便携式消费电子，其中网络通讯终端产品占收入比重较高，2009 年该产品收入占比达 88%（见图 3）。

图 3 公司分产品收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

不同产品线所包含的具体产品如下表所示（见表 1）：

表 1 公司主要产品

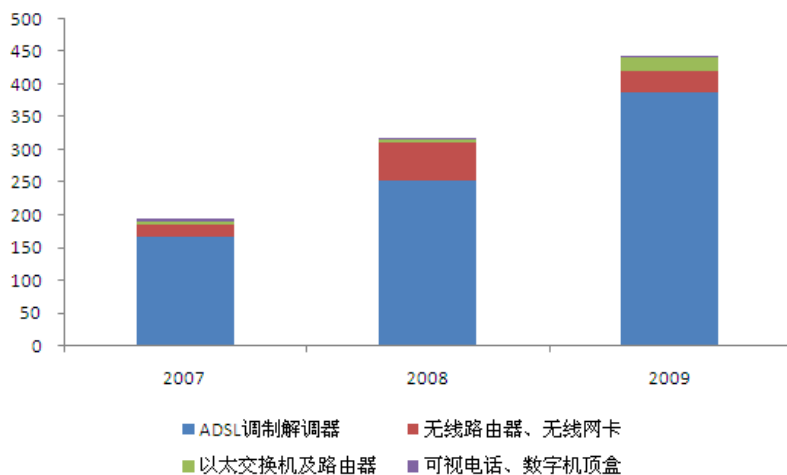
类别	产品	功能
网络通讯终端	ADSL 调制解调器	利用其高频宽带特性高速传送数据，用户接入因特网的工具
	无线路由器、无线网卡	用于以太网设备间采用无线（WIFI）方式进行数据传输和交换
	以太交换机及路由器	用于局域网内数据传输和交换
	可视电话	具有通话双方互相可视功能的电话机
	数字电视机顶盒	有线数字电视节目终端接收设备，有增值及互动服务等功能
便携式消费电子	苹果音视频产品	便于携带，用于 iPod、iPhone 音视频播放外设产品
	手持 GPS 设备	利用 GPS 对移动目标进行定位的手持终端接收设备
	MP3、移动存储产品	用于数字音乐播放、数据存储功能的终端产品
	电子字典	查阅单词、语言翻译等功能的语言学习产品

资料来源：公司招股说明书

网络通讯终端未来增长迅速

公司的网络终端产品增长较快，2007—2009 年收入分别为 1.95 亿、3.19 亿和 4.44 亿元，增速分别为 108%、63.6%和 39.2%。其中 ADSL 调制解调器占份额最多，2009 年来自该业务的收入占比达 74.9%（见图 4）。

图 4 网络通讯终端产品（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

公司采取ODM+EMS模式与华为、中兴等战略客户进行战略合作。宽带接入设备市场平稳增长，华为、中兴等国产厂商市场份额的不断攀升，是公司网络终端产品快速增长的主要原因。

2008 年全球宽带用户数量达3.96 亿，同比增长率达25.3%。其中DSL以64.64%的市场份额成为全球应用最为广泛的宽带接入方式。CCID 的研究报告显示，2008 年，中国DSL用户保持了较快的增速，新增用户1544.4 万户累计DSL 用户数达6746 万户。用户数量的增长带动宽带接入设备市场容量也平稳上升，2008 年度的市场规模达到58.63 亿，市场容量4,005 万线。

国产通信设备制造商凭借出色的成本控制能力及售后服务，在该市场已经站稳了脚跟，并逐步由跟随者向领导者的角色转变。从国内DSL 接入设备的市场竞争格局来看，2008 年华为、中兴以及上海贝尔阿尔卡特分别以28.1%、19.0%以及15.5%的市场份额继续保持前三的地位。同时在海外市场，特别是发展中国家，华为、中兴的圈地步伐不断加快，市场份额持续扩大。2008年华为的全球合同销售额达到233 亿美元，较2007年的160亿美元增长了45.6%。据第三方机构Broadbandtrends 数据显示，华为2008年三季度DSL 的发货量超过660万线，以30.5%的市场份额保持DSL市场第一的领导地位。

华为、中兴的主要资源投入在局端，而对于DSL 终端设备产品，其直接研发生产并不具备优势，且针对终端产品需求量大，定制要求多，品质、价格、交货时间要求较高的特点，与灵活性较高的终端设备制造商合作符合他们利益。

凭借出色的研发、品质控制和快速响应能力，公司成为通信设备厂商的核心合作伙伴，以华为为例，公司目前已经成为华为ADSL 产品的核心供应商，华为近三年的复合增长率超过30%，未来几年业务仍将保持较高的增速，期间对ADSL等终端接入设备的采购量也将保持较快的增长。2007-2009年，公司向华为供应ADSL产品分别为128 万、408万、680万台，在华为对外采购的份额占比超过40%。2007 开始，

公司作为华为策略性扶持的网络通讯终端接入设备核心供应商，正逐步从竞争对手（主要为台湾厂商）手中夺得更多的份额，预计未来在华为的采购份额占比有望进一步的提升，并成为其最大的ADSL 产品供应商。公司同时与中兴、华硕等厂商保持紧密的合作关系，竞争地位见下表所示（见表2）。

表 2 公司主要客户及发展目标

客户	在客户中的供应量排名	主要竞争对手	发展目标
华为	总体排名第二	台湾亚旭（第一）、	份额持续增长力争总体排名第一
	国内市场第一	台湾明泰等	
华硕	国内唯一	—	继续保持
STERLITE	中国唯一	SemIndia Inc.	保持份额增长，排名上升。
中兴	排名位于深圳同维、台湾亚旭之后	深圳同维（第一）、台湾亚旭	争取超越台湾厂商

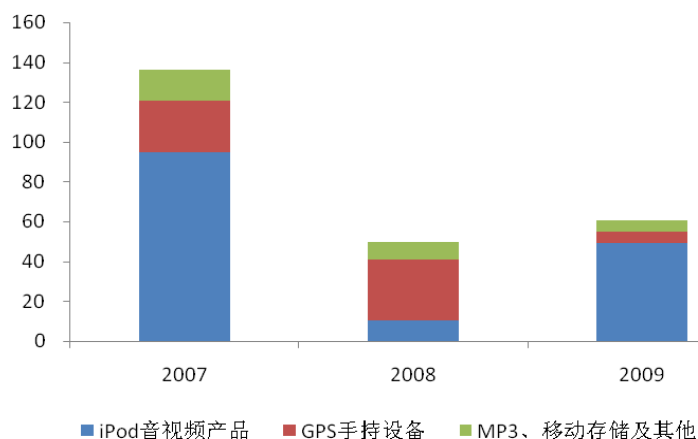
资料来源：公司招股说明书

本次募投项目建成后，公司网络通讯终端的产能2010 年将增加120万台，至2013 年可增加670万台。以目前已有的意向性订单情况及产品的市场总体发展态势来看，公司各年逐步新增的产能基本可以得到消化，我们预计今后两年公司网络终端设备的销售收入将保持30%以上的增长。

需求推动，消费电子产品迎来繁荣

公司消费电子类产品主要包括iPod、iPhone周边产品、手持GPS设备、MP3及移动存储设备等，不同年份各产品收入占比波动较大，iPod、iPhone相关音视频产品在07、09年所占收入比重最大（见图5）。

图 5 消费电子类产品（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

公司产品于2005年进入北美市场，对外贴牌“SI”进行销售。2009 年，公司开始为SDI 和Best Buy 提供ODM服务，并以“iHome”和“Best Buy”的品牌在北美市场销售。根据苹果公司网站公布的数据，公司开发的for iPod 系列音视频产品在for iPod 便携式外设音视频产品的销量排行榜上位居前列。

消费类电子产品与消费者关系更为密切，2008 年度，受金融危机的影响，北美

市场对消费电子产品的整体需求量显著下降，公司相关销售收入出现较大幅度下滑。

公司的应对策略是及时调整经营策略，并开始积极寻找更具实力的合作伙伴。2008年11月，公司先后进入Best Buy 和业界知名的iHome 的品牌商SDI的供应商体系，这意味公司的产品可直接进入终端零售市场，省去了与品牌商合作的中间环节，增强了盈利能力。2009 年初，公司完成了for iPod 产品对iPhone 兼容性上的升级，随着北美市场的整体回暖，2009 年消费电子产品的销量也逐步回升。

作为全球范围内的消费大国，美国市场在消费电子产品领域，尤其是对具有创新概念的产品一直有着强烈的市场需求。根据苹果公司的年报显示，2009年公司共销售iPod 5413万部，iPhone 2073万部，其中第四季度销售数据分别为2097万部和873万部，同比增长8%和100%，苹果公司2009第四季度的净利润同比增长50%。良好的销售数据背后是消费者持续回暖的消费热情，随着2010年二季度新产品iPad的上市，市场有望迎来新一波消费热潮。

本次募集资金投产后，公司音视频产品的产能2010 年将增加25万台，至2013 年将增加105万台。从目前的发展态势来看，市场完全有能力消化新增的产能，我们认为苹果公司电子产品的热销将带动卓翼科技相关周边音视频产品的增长，未来两年该产品的销售增长速度有望达60%以上。

手持式GPS产品是公司另一拳头产品，公司从2007 年开始为客户提供手持式GPS产品的EMS 服务。2007 年度的出货量为6.36 万台，2008 年的出货量近9万台。根据CCID预计，未来几年国内便携式GPS 产品的市场总量将实现高速增长，出货总量将从2007 年的1,020 万台增长至2011 年的5,600 万台左右，产品功能方面会逐步整合照相、多媒体娱乐、通讯、蓝牙、Wifi等功能。

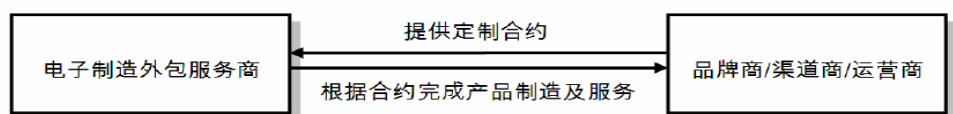
本次募集资金投产后，公司GPS 产品的产能2010 年将增加25 万台，至2013 年将增加105 万台。手持式GPS 终端产品功能一体化的发展趋势正是公司的强项所在，基于目前在通讯终端产品和音视频产品方面深厚的开发制造经验积累，公司未来在融合GPS 功能的手持式多媒体终端产品上具有明显的竞争优势。我们预计公司此类产品的增长速度在未来两年将保持50%以上。

公司经营模式及竞争优势

公司是以“ODM+EMS”为自身业务模式，通过与战略客户建立良好的互动关系，分享客户的快速成长从而实现自身增长。

在传统的电子制造业中，厂商自身完成从产品开发设计、原材料采购到产品的生产制造、品牌销售等环节。随着市场的不断发展和市场竞争激烈程度的提高，生产厂商为了扩大市场份额、有效降低生产成本等目的，逐步将产品的生产制造和开发设计等工作外包给其他企业完成，自身开始将发展重点逐步移向品牌经营与渠道建设。由此，电子制造产业出现了品牌商和电子制造外包服务商的专业分工格局（见图6）。

图 6 电子制造外包服务商

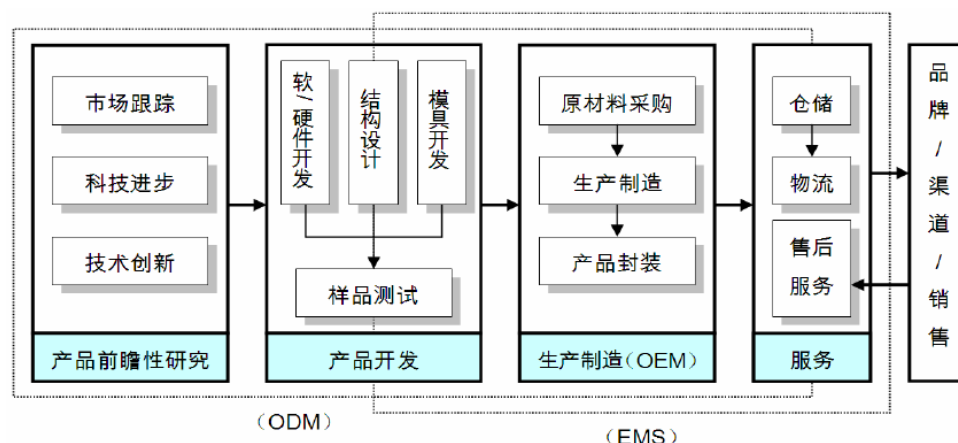


资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

电子制造外包运作模式的日趋成熟，电子制造外包业务涵盖的内容越来越广泛，

从初级的OEM 模式一直发展到除品牌销售以外的所有其他环节。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（见图7）。

图 7 ODM 和 EMS 模式



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

据市场研究机构IDC 统计，全球电子制造和外包领域的市场正在持续增长，2006 年~2008 年全球电子制造外包总量（ODM +EMS）分别为2,288亿美元、2,665亿美元和2,858亿美元，年均增速为11.77%。下表列出了国家上规模较大的前十家电子制造外包企业。

表 3 国际上规模较大的电子制造外包企业

年 度			2008	2007	年度 增长率 (%)
排 名	厂商名称/地区	业务 模式	收入 (亿美元)	收入 (亿美元)	
1	Foxconn (Hon Hai Precision Industries) 富士康（鸿海精密制造工业）/台湾	EMS	466.1	376.8	23.7
2	Flextronics International 伟创力/新加坡	EMS	333.2	339.8	(1.9)
3	Quanta Computer 广达/台湾	ODM	249.0	223.1	11.6
4	ASUSTeK Computer 华硕/台湾	ODM	235.1	221.0	6.4
5	Inventec Corp 英华达/台湾	ODM	153.7	70.8	117.0
6	Wistron Corp 纬创资通/台湾	ODM	133.3	84.3	58.1
7	Compal Electronics 仁宝/台湾	ODM	128.3	130.1	(1.4)
8	Jabil Circuit 捷普/美国	EMS	127.8	124.7	2.4
9	Foxconn International Holdings 富士康国际控股/台湾	EMS	92.7	108.7	(14.7)
10	Sanmina-SCI 四海/美国	EMS	78.7	101.4	(22.3)

资料来源：公司招股说明书

国内从事电子制造外包服务的内资厂商规模普遍偏小，只有少数企业有较大的经营规模，规模较大的内资企业主要包括：实益达、苏州胜利、北京柏瑞安、上海广联、杭州金陵等几家公司。

卓翼科技的业务模式包括ODM+EMS两种，其中ADSL 调制解调器、便携式音视频产品等产品的开发设计工作全部由公司完成，并负责相应的原材料采购、产品制造

与配送服务，具有明显的ODM 业务模式特征；其他产品如手持式GPS卫星导航设备、数字电视机顶盒等，公司目前提供的服务除生产制造外还包括部分设计及验证、原材料采购和配送服务等，具有明显的EMS 业务模式特征。

公司的竞争优势主要体现在以下几点：

(1) 稳定的客户关系。大型商家对供应商的资质认定要求非常严格，仅对单类产品，服务商就需要经历产品评审、产线整改、小批量试供货、批量供货等多个环节后，才能获得大批量的订单。一般而言，整个资质认定的周期需要一年半到两年左右的时间。一旦确定合作关系，大型商家通常不会轻易改变供应商。这种严格的供应商资质认定机制以及长期的战略合作关系，对拟进入行业的企业形成了较强的壁垒。

(2) 快速响应能力。与大型制造外包服务商相比，公司在针对中小批量订单时具有快速响应和灵活生产的优势。国际大型的电子制造外包服务企业在为客户提供“大规模定制服务”时具有较强的优势。在相对批量较小、响应要求快的中低端电子产品领域，则并不占太多优势。公司依托自身的研发能力和较为灵活的生产组织管理体系，能够快速响应客户需求，根据订单快速组织生产并实现及时交货，大大缩短了不同产品下线生产的切换时间，增强了对各类订单的适应能力。

(3) 精密制造能力。公司目前拥有从德国、日本和韩国进口的SMT设备共45台，其中，公司拥有的24台德国西门子D系列SMT设备是目前全球SM 贴片设备中较为先进、精密度最高的SMT设备之一，贴装的导航采用无磨损的磁悬浮方式，可以承接各类高精密度电子产品的生产制造需求，与国内企业相比具有较为明显的优势。

(4) 成本控制能力。电子产品价格的下降趋势明显，对外包服务厂商而言，这便决定了成本控制对于公司盈利能力乃至生存能力的重要性。公司在这方面积累了丰富的经验：首先，在开发过程中通过产品方案的合理设计，使产品在先天上就具备一定的成本优势；其次，公司通过经营积累，在保证产品质量的前提下，通过对原材料的合理选择与配备，有效控制成本；其三，公司已形成完善的产品供应商体系，随着业务规模的扩张，对供应商的议价能力不断增强；其四、通过对产线的合理布局、对产线员工的严格培训与管理、公司目前具备了很高的生产效率，能有效控制产品的生产成本。通过种种举措，公司目前的生产成本较竞争对手低15%。

募集资金投入项目

本次发行新股所募集的资金将投入 3 个项目，共需资金 1.9 亿元（见表 4）。

表 4 公司募集资金投入项目（单位：百万元）

项目名称	计划投资总额
深圳生产基地技术改造项目	45.2
网络通信产品生产基地建设项目	75.7
消费电子产品生产基地建设项目	69.1
总计	190.0

资料来源：公司招股说明书

“深圳生产基地技术改造项目”项目实施地点位于深圳南山区西丽平山民企科技工业园内公司现厂址。目前，公司深圳生产基地的产品制造能力已不能满足网络通信终端产品及消费类电子产品的市场发展预期，迫切需要拓展生产规模和提升技术研发能力。深圳生产基地技术改造项目计划投资4524万元，募集资金到位后4~5个月内完成设备安装，在生产线的运营调试完毕后，预计可于募集资金到位后6个月内投产。税

后静态投资回收期为2.64年，税后动态投资回收期为3.32年。

“网络通信产品生产基地建设”项目和“消费电子产品生产基地建设”项目的实施地点都在天津经济技术开发区。天津地区作为经济新热点，在自然资源、人力资源、社会管理、基础设施、政策法规等多方面拥有显著的优势。深圳近年土地价格涨幅迅速，人力资源成本较高；而环渤海地区正处于经济发展上升阶段，招商引资的条件如土地、人力资源的配置及基础设施的建设等都非常具有吸引力。因此，公司将部分募集资金投向天津建设产品生产与研发基地，一方面顺应下游客户的市场需求，另一方面可以降低固定资产投资成本、减少人力及物流等运营成本，符合公司发展战略。

“网络通信产品生产基地建设”项目计划投资 7570 万元，在利用原有的生产技术的基础上，新建网络通讯类电子产品装配生产厂房、研究开发与办公综合楼，以及相应的配套设施；新增 SMT 生产线、插件生产线，并配备产品规模化生产所需要的设备仪器；新增网络通讯类电子产品研发所需的开发与测试设备。本项目施工及设备安装期为 18 个月。工程竣工后进行生产线的运营调试，预计于募集资金到位 20 个月后投产。根据公司招股意向书中披露，该项目税后静态投资回收期为 4.01 年，税后动态投资回收期为 4.38 年。

“消费电子产品生产基地建设”项目计划投资6910万元，本项目施工及设备安装期为18个月。工程竣工后进行生产线的运营调试，预计于募集资金到位20个月后投产。税后静态投资回收期为4.89年，税后动态投资回收期为5.3年。

财务分析

表 5 是行业公司的杜邦分析。我们可以看出就 2008 年数据而言，卓翼科技较高的净资产收益率主要得益于其较高的总资产周转率及财务杠杆。

表 5 行业杜邦分析（2008 年末）

公司名称	净资产收益率 (%)	主营利润率 (%)	总资产周转率	应收帐款周转 率	存货周转率	权益乘数
拓邦股份	12.43	6.09	1.26	5.37	13.13	1.62
实益达	6.61	3.13	0.83	3.65	9.09	2.07
得润电子	9.22	4.35	0.90	4.13	6.02	2.80
歌尔声学	25.32	13.43	0.97	6.27	5.34	2.15
广州国光	11.90	9.14	0.66	3.07	3.85	2.01
卓翼科技	23.78	8.10	1.45	5.91	7.84	2.03

资料来源：wind, 公司招股说明书

与同行业其他公司相比，公司的存货周转率、应收账款周转率都处于较高水平，反映出公司运营效率较高。

表 6 将行业内可比公司的费用情况进行了对比。我们发现公司营业费用率较低，这主要与公司所采取的与大客户进行战略合作业务模式有关，一旦与大客户建立合作关系并开始出货，公司在不需要投入过多营销费用的基础上可实现较多收益，因此降低了营业费用率。管理费用主要包括人员工资、技术开发等开支，较低的管理费用率反映出公司良好的费用控制能力。虽然毛利率水平在行业内并不高，出色的费用控制能力使得公司净利润水平在可比公司中处于高位。

表 6 行业内相关公司三项费用表

公司名称	营业费用率	管理费用率	期间费用率	毛利率
拓邦股份	3.27%	8.22%	11.65%	18.25%
实益达	0.51%	4.57%	5.50%	7.77%
得润电子	1.91%	5.90%	9.83%	14.84%
歌尔声学	2.27%	9.15%	13.80%	23.40%
广州国光	3.97%	8.13%	15.26%	26.28%
卓翼科技	1.06%	4.79%	6.91%	15.50%

资料来源：公司招股说明书

据第三方机构iSuppli的分析，全球电子制造外包服务行业的毛利率水平在5%到10%左右，其中EMS 行业的毛利率目前基本稳定在5%到8%，ODM 行业的毛利率在5%---11%之间。公司个产品毛利率均高于行业平均值，且保持稳定（见表7），反映出公司的竞争优势。

公司 ADSL 调制解调器产品的毛利率已基本处于底部，未来将稳定在这一水平，而随着公司高毛利产品——for iPod 音视频产品在北美进一步打开市场，该业务所占比重也会进一步攀升，我们预计公司综合毛利率有进一步提升的空间。

表 7 公司分产品收入占比及毛利率（单位：%）

		2007		2008		2009	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
网络通讯 终端类	ADSL 调制解调器	49.49%	12.16%	67.12%	12.37%	74.93%	14.22%
	无线网卡、无线路由器	5.61%	13.69%	15.39%	13.21%	6.36%	13.10%
	可视电话、机顶盒	1.32%	25.95%	0.24%	25.77%	0.37%	23.86%
	网络通讯其他（DSL、VDSL、交换等）	1.98%	12.58%	1.99%	12.12%	4.31%	14.53%
便携式消 费电子类	for ipod 音视频产品	28.42%	27.38%	2.68%	27.28%	9.54%	29.02%
	手持式 GPS 产品	7.77%	24.98%	8.21%	25.75%	1.06%	21.24%
	MP3 播放器	0.36%	11.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	电子词典、移动存储	3.93%	19.63%	0.82%	19.55%	0.02%	20.05%
	便携式消费其他	0.42%	18.40%	1.46%	18.17%	1.12%	17.60%
其他主营	其他主营业务收入	0.18%	18.36%	0.32%	27.80%	1.59%	23.30%
其他	其他业务收入	0.54%	84.62%	1.78%	84.26%	0.70%	25.89%

资料来源：公司招股说明书

盈利预测

未来两年公司将迎来高速发展。宽带设备市场增长平稳，国产厂商的份额将进一步提升，公司将以“ODM+EMS”模式参与其中，分享合作伙伴快速成长所带来的机遇，我们预计公司的网络设备终端 2010--2011 年或将实现 50%的复合增长。不断复

苏的消费电子市场将为公司相关产品的高速增长提供基础，我们预计公司消费电子产品或将实现 100%以上的增长。

公司费用控制较佳，预计未来三年公司的管理费用率会保持相对稳定，其中管理费用绝对数额将有较大增长，主要是由于公司规模扩大将为增加公司的相关费用开支。由于公司与大客户间特别的合作关系，我们认为公司销售费用将呈现稳中有降的态势，2010 年销售费用率约在 1.2%。

此外，考虑到国家对软件行业增值税收政策的相对稳定性，我们认为公司未来三年的有效所得税率维持在 10%左右。

预计 2010 年-2011 年公司的营业收入将分别为 8.03 亿、12.2 亿元，同比增长 55.3%和 51.5%，净利润分别为 8085 万、1.2 亿元，同比增长 62.8%和 48.5%，每股收益为 0.81、1.20 元。

对比行业内可比公司的市盈率水平，我们给予公司 28—31 倍市盈率，估计卓翼科技的发行价格预计为 22.7—25.1 元。

表 8 公司利润表（单位：百万元，元）

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	333.2	376.2	516.9	802.9	1216.5
营业成本	271.6	317.9	434.5	674.4	1021.8
营业税金及附加	0.3	0.4	0.8	1.2	1.8
销售费用	4.1	3.9	6.2	9.5	14.0
管理费用	16.1	18.3	18.2	29.7	47.4
财务费用	2.0	4.0	1.8	4.0	6.1
资产减值损失	2.4	0.9	6.6	4.0	6.1
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	37.4	30.9	48.9	80.0	119.2
投资收益	0.7	0.0	0.0	1.2	1.8
营业外收入净额	0.8	2.6	5.2	6.0	9.1
利润总额	38.3	33.5	54.1	87.3	130.2
所得税	2.2	3.0	4.3	6.4	9.7
净利润	36.0	30.5	49.7	80.9	120.4
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	36.0	30.5	49.7	80.9	120.4
EPS	0.36	0.31	0.5	0.81	1.20

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com