

3G 用户破三亿，引爆千元智能机

——“千元智能机”系列报告之一

研究结论

- **运营商发力 3G 用户，是移动互联网的根基。**随着 3G 网络布网的成熟、终端技术的提升，以及运营商内生性盈利能力和现金流的好转，运营商发展 3G 用户的各种瓶颈已经得到有效改善，因此，运营商有能力（技术进步、资金改善）、有动力（收入增长的需求）推动发展 3G 用户。我们预计，截止 2012 年年末，3G 用户数有望突破三亿大关。
- **3G 用户破三亿，引爆千元智能机。**根据 GFK 的统计报告，中国 9 亿手机用户当中，使用 1000 块钱以下的手机用户占到了 63.3%，这部分用户是 3G 最大的潜在市场。因此，运营商 3G 用户数的大规模发展，将极大推动 3G 向中低端用户的渗透，从而拉动千元智能机的爆发式发展。
- **千元智能机：低价、智能、体验，刷新移动互联网的版图。**千元智能机以其平民化的价格面对最广阔的用户市场；独立的操作系统保证了手机的智能性，方便用户扩充新的功能与应用；高频、大屏的配置保证了用户的体验。正是由于千元智能机市场的启动，中国厂商参与千元智能机市场的程度明显提升，从而带动相关制造厂商的迅速成长；而随着用户基数的扩大，众多软件应用和内容开发者的盈利也将成为可能。
- **投资主线：**
 - ✓ **运营商：**收入进入快速增长长期，首推 3G 弹性最大的中国联通（买入）。
 - ✓ **设备商：**网络优化行业有望直接受益于千元智能机带来的网络流量提升。
 - ✓ **电子：**国内品牌在千元智能机中份额更高，利好相关产业链公司。
 - ✓ **软件：**基础设施、应用基础平台和成熟的内容应用是前期主要受益板块。
 - ✓ **互联网：**看好综合服务提供商，以及在娱乐/媒体行业的“渠道整合者”和具有差异化竞争力的“内容提供商”。
- **重点推荐：**
 - ✓ **华星创业：**公司已初步布局网优全产业链，千元智能机的启动将催化 3G 网优和 WLAN 的爆发。预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.90 元，给予 2012 年 28xPE，目标价 18.2 元，首次给予“买入”评级。
 - ✓ **卓翼科技：**短期看本土手机品牌厂商成长带动的公司手机产品产能释放；长期看卓翼科技复制富士康快速成长之路。预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.95 元、1.37 元，维持“买入”评级，目标价 22.0 元。
 - ✓ **科大讯飞：**Siri 带动手机厂商在智能机中内置语音识别技术，公司是中文语音识别的龙头，直接受益于智能手机的放量。预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.60、0.88、1.45 元，维持“买入”评级，目标价 68 元。
 - ✓ **新国都：**随着智能手机的上量，手机现场支付、特定行业小额支付应用等将成为公司新的增长点。预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.67、1.07 和 1.56 元，维持买入评级，目标价 28.88 元。
- 其他受益公司包括：拓维信息（未评级）、北纬通信（未评级）、星星科技（未评级）、长盈精密（未评级）、长信科技（未评级）
- **风险因素：**3G 用户发展低于预期，企业利润率波动、系统性风险。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

吴友文

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

联系人

张杰伟

zhangjiawei@orientsec.com.cn

张乐

zhangle@orientsec.com.cn

施敏佳

shiminjia@orientsec.com.cn

孟玮

mengwei@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

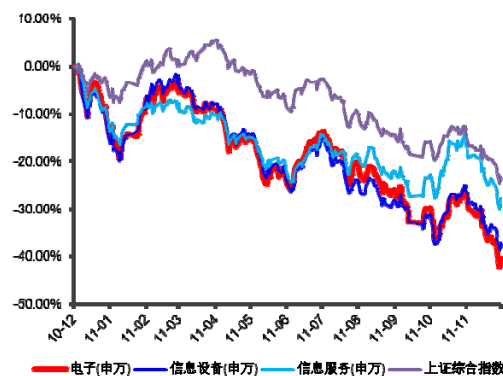
行业

通信

报告发布日期

2011 年 12 月 19 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

名称	EPS				评级
	2010A	2011E	2012E	2013E	
华星创业	0.33	0.42	0.65	0.90	买入
卓翼科技	0.37	0.55	0.95	1.37	买入
科大讯飞	0.40	0.60	0.88	1.45	买入
新国都	0.51	0.67	1.07	1.56	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1. 3G 用户破三亿，引领移动互联发展新纪元	4
1.1 移动互联网：一种新的生存状态	4
1.2 中低端用户是移动互联网最大的潜在市场	7
1.3 运营商强力推动，明年 3G 用户有望突破三亿大关	9
2. 千元智能机：刷新移动互联的版图	10
2.1 千元智能机：大屏、低价、高频	10
2.2 低价、智能、体验：千元智能机引领移动互联新趋势	11
2.3 刷新移动互联网的版图：新趋势，新玩家	13
3. 投资主线	15
4. 投资标的	16
4.1 华星创业：小公司，大机遇	16
4.2 卓翼科技：短看手机产品产能释放，长看复制富士康快速成长之路	21
4.3 科大讯飞：语音交互时代的翘楚	22
4.4 新国都：POS 机与手机支付刷出未来高成长	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：一号店虚拟超市	4
图 2：移动互联网掀起 IT 第五次浪潮	5
图 3：iPad vs.iPod vs.iPhone 推出后前 3 季度全球累计出货量	5
图 4：iTunes 和 App Store 推出后前 10 个季度音乐/视频/电影 vs.应用累计下载量	6
图 5：2011 3Q 移动互联网市场整体规模	6
图 6：中国移动互联网用户个人月收入统计	7
图 7：中国移动互联网用户家庭月收入统计	7
图 8：中国移动互联网用户月手机费用分布	8
图 9：Android 用户地理位置分部	8
图 10：我国 3G 用户市场份额及预测	9
图 11：数据业务的快速增长为 3G 业务上收入增长的主要动因	9
图 12：中国联通千元智能机的定义	10
图 13：中国联通千元智能机的只要机型	10
图 14：中国联通新发展用户中，千元智能机占比逐月提升	11
图 15：智能手机需求价格分布	11
图 16：中国移动互联网用户现有手机价格分布	12
图 17：Android 终端价格分布	12
图 18：不同价位手机的上网制约因素分布	13
图 19：苹果供应链的获利结构	14
图 20：2012 年中国智能手机出货量增长几乎翻番	14
图 21：Android 手机应用下载渠道	15
表 22：日本各运营商 3G 业务推出时间和业务	17
图 23：华星创业上市前股权结构和子公司结构	18
表 24：华星创业目前控股和参股子公司情况（粉红色为 IPO 前已存在的）	18
图 25：网络优化产业模块划分示意图	19
图 26：华星创业当前业务所处移动网络建设链条位置示意图	19
图 27：华星创业营收规模和增速预测	20
图 28：网优服务与产品类互相转型门槛分析	21

1. 3G 用户破三亿，引领移动互联发展新纪元

1.1 移动互联网：一种新的生存状态

移动互联网以其移动性、便捷性、位置感知、交互性等特性，日渐影响人们的生存状态。移动互联网改变了人们接触世界的方式，也改变了人们的思维模式、审美观念和价值取向。正如尼葛洛庞帝所言：计算不再只和计算机有关，它决定我们的生存。

从手机阅读、移动上网、手机邮件等互联网传统应用的平行移植，到虚拟超市、“街旁”签到、手机微博等移动互联的创新应用，移动互联不是单纯的换一个上网屏幕，也不是桌面互联网的简单复制，它催生出新的产业形态、业务形态和商业模式，并最终改变人们的生存状态。

移动终端成为了人与世界的接口，移动网络成为了人与人之间交流的媒介——移动互联网使得人们进入一种新的生存状态。GFK Group 的一项调查显示，在同时拥有 iPad 和 iPhone 的人群中，有 1/5 的人表示，相比于银行帐户，他们更不容易更换新的智能手机。

图 1：一号店虚拟超市

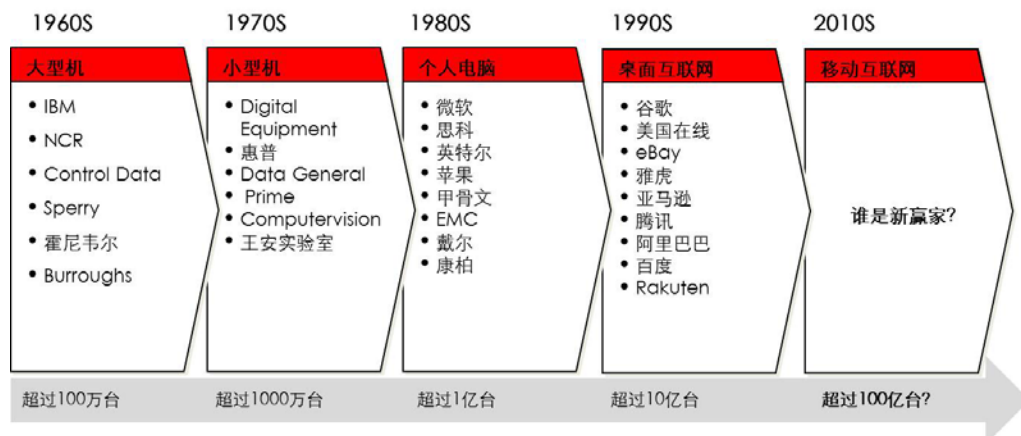


资料来源：东方证券研究所

移动互联网不是移动通信技术和互联网的简单叠加，移动互联的发展速度将远远高于桌面互联网，其“创造（以及销毁）的财富或许超过以往任何一个周期”。

IT 发展的每一个周期，都是在旧世界的塌缩中塑造新世界的过程，在这个过程中，旧世界的财富消亡，但更大的新世界的财富被创造，作为第五个发展周期的移动互联网，其创造和销毁的财富，将远远大于之前的各个周期。价值增长的主要原因就是设备的几何级增长，以及因此带来的应用更快速的爆发——根据有关研究，从一个周期到另一个周期，用户/设备台数往往以十倍增长（10 倍用户乘数效应）。

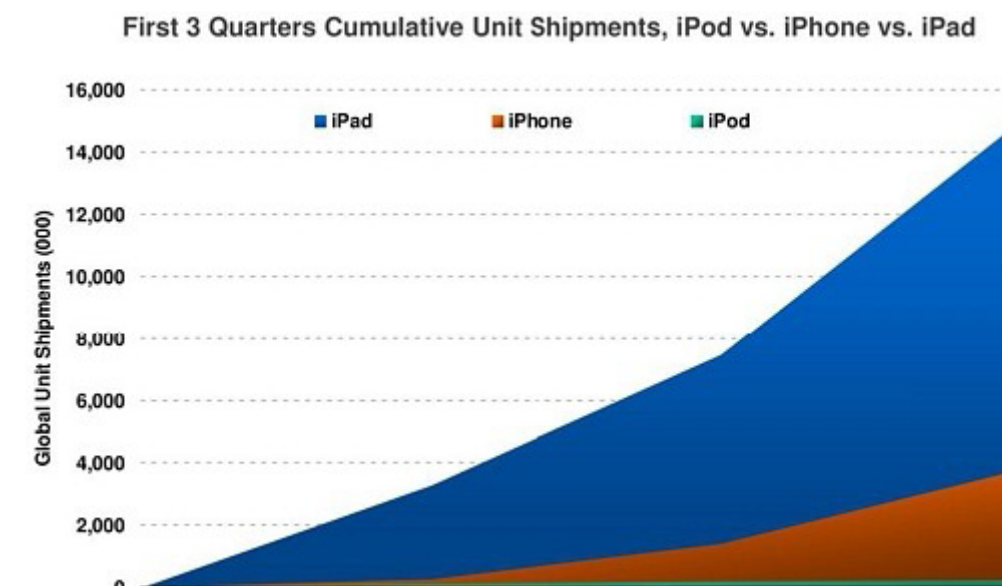
图 2：移动互联网掀起 IT 第五次浪潮



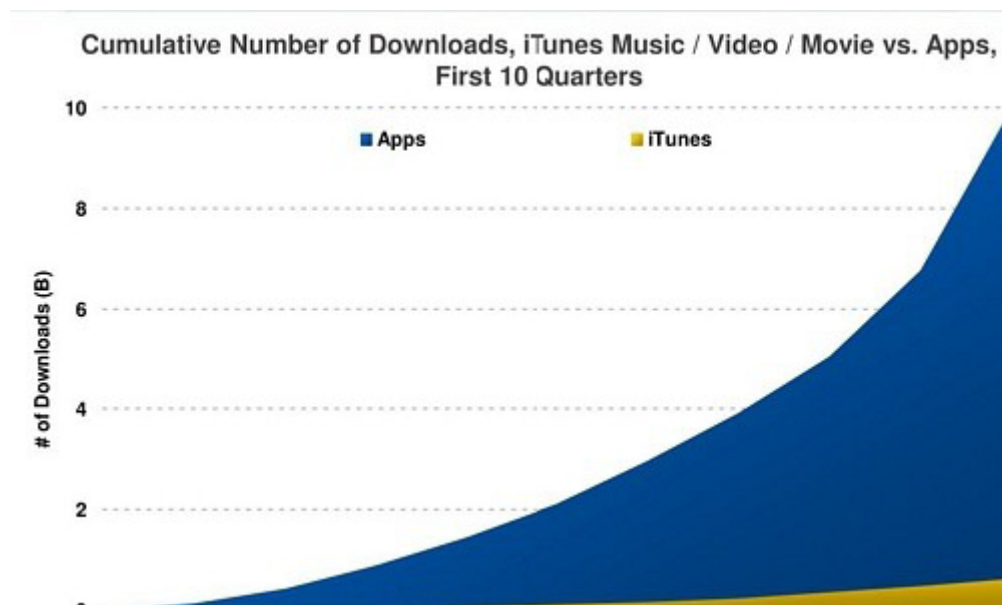
资料来源：MS，东方证券研究所

从苹果公司的例子来看，iPod 改变了媒体行业，iPhone 进一步助力，但 iPad 的快速增长则令前两者望尘莫及，同样是内容应用的业务模式，App Store 的发展速度令 iTunes 都黯然失色。

图 3：iPad vs.iPod vs.iPhone 推出后前 3 季度全球累计出货量

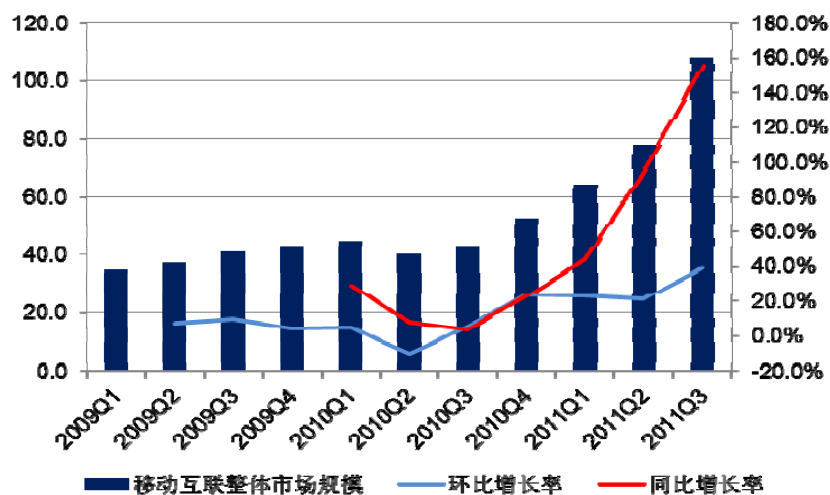


资料来源：KPCB，东方证券研究所

图 4：iTunes 和 App Store 推出后前 10 个季度音乐/视频/电影 vs.应用累计下载量


资料来源：KPCB，东方证券研究所

根据 iResearch 的研究数据，截止到 2011 年三季度，移动互联网的市场规模达到 108.3 亿元，同比增长 154.6%，环比增长 38.9%。2011Q3 移动互联网增速较上个季度增长了近 18 个百分点，整个移动互联网市场爆发之势初显。移动终端和手机操作系统的竞争加剧，进一步加快了智能手机的普及速度，带动了整个移动互联网市场增速再创历史新高。同时，传统互联网企业纷纷加大移动互联网的投入，新应用的不断出现和商业模式的不断创新吸引大量新进入者，也在推动各细分行业的成长。

图 5：2011 3Q 移动互联网市场整体规模


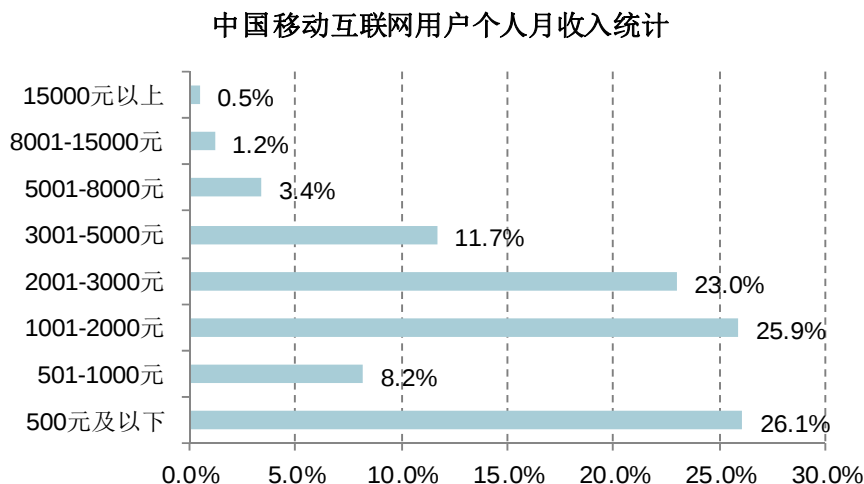
资料来源：iResearch，东方证券研究所

1.2 中低端用户是移动互联网最大的潜在市场

从需求端角度，中低端用户的是我国移动互联网最大的潜在市场。数据显示，符合 1500 元以下智能手机定位的用户群约占总用户群的 82%。根据 GFK 的统计报告，中国 9 亿手机用户当中，使用 1000 块钱以下的手机用户占到了 63.3%，2000 块钱以上的用户只占到 15%到 20%。

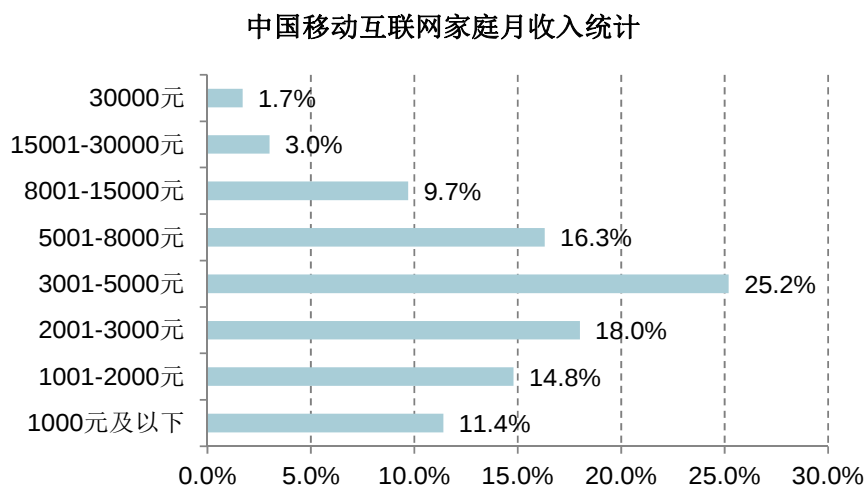
根据 DCCI 2011 年的统计数据，中国移动互联网用户月收入在 2000 元以下的用户比例占 60.2%，家庭月收入 5000 元以下的用户占比为 69.3%。

图 6：中国移动互联网用户个人月收入统计



资料来源：DCCI，东方证券研究所

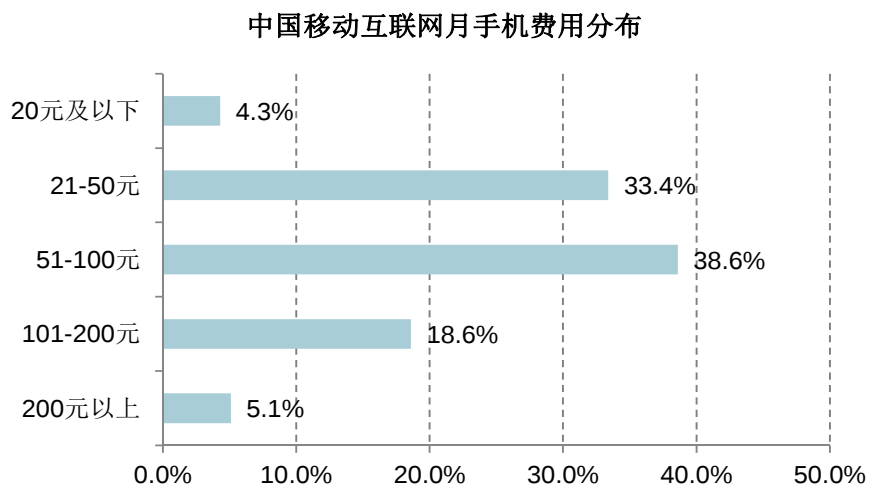
图 7：中国移动互联网用户家庭月收入统计



资料来源：DCCI，东方证券研究所

从受众特征分析，超过七成的用户月手机费用在 100 元以下，50 元以下的占约 40%。

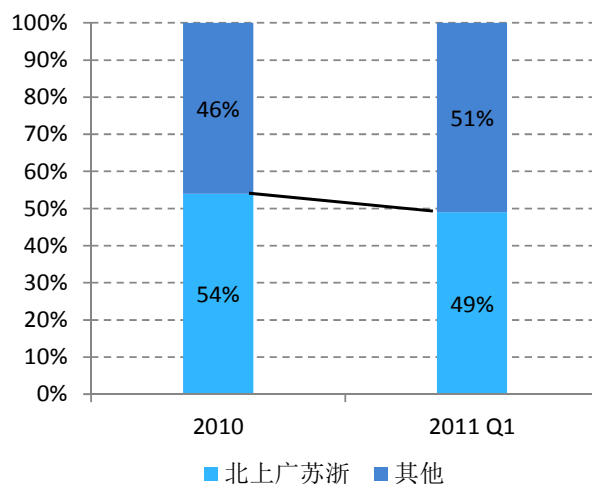
图 8：中国移动互联网用户月手机费用分布



资料来源：DCCI，东方证券研究所

从用户地理分布来看，2010 年北京、上海、广东、江苏、浙江的 Android 用户最多，占了约 50% 的市场份额，但二线城市的用户比例一直在上升，从 2010 年的 46% 上升到了 2011 年第一季度的 51%，表明二线省市移动互联的发展潜力巨大。

图 9：Android 用户地理位置分部

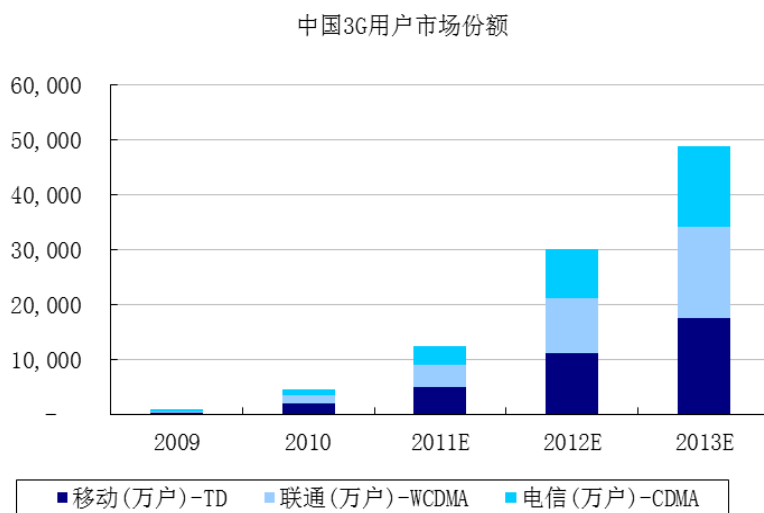


资料来源：友盟，东方证券研究所

1.3 运营商强力推动，明年 3G 用户有望突破三亿大关

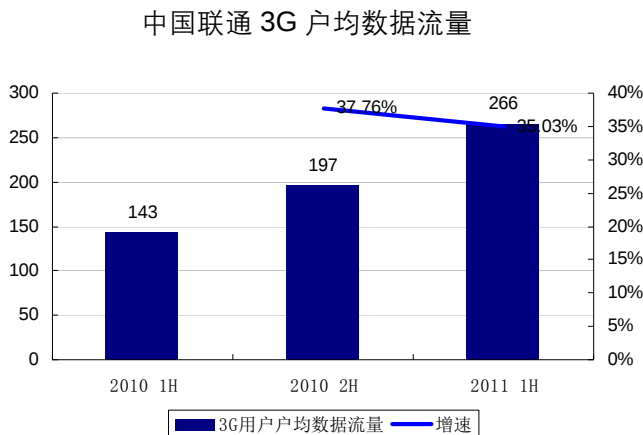
我们认为，随着运营商 3G 网络布网的成熟，终端成本降低和产能的提升，以及运营商内生性盈利能力和现金流的改善，运营商发展 3G 用户的网络瓶颈、终端瓶颈和资金瓶颈已经得到有效改善，移动用户群体由 2G 向 3G 迁移不仅能使得用户改善用户体验，更是运营商提升整体收入的增长点。因此，运营商有能力（技术进步、资金改善）、有动力（收入增长的需求）推动发展 3G 用户，2012 年将是运营商 3G 用户爆发式发展的一年。我们预计，截止 2012 年年末，3G 用户数有望突破三亿大关。

图 10：我国 3G 用户市场份额及预测



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：数据业务的快速增长为 3G 业务上收入增长的主要动因



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 千元智能机：刷新移动互联的版图

从上文对我国移动用户的市场分析来看，中低端用户是 3G 最大的潜在市场，因此，运营商 3G 用户数的大规模发展，将极大推动 3G 向中低端用户的渗透，从而拉动千元智能机的爆发式发展。

2.1 千元智能机：大屏、低价、高频

联通千元智能机的定义是：价格千元左右，屏幕 3.5 英寸以上电容屏，处理器主频至少 600MHz 的智能手机。联通新千元智能机与之前的定义区别：屏幕更大（以前是 2.8 寸以下），电容屏（以前是电阻屏）。这两点最直观的改变，有效改善了用户的体验，也引领了联通新千元智能机爆发式需求。

图 12：中国联通千元智能机的定义



资料来源：中国联通，东方证券研究所

图 13：中国联通千元智能机的只要机型



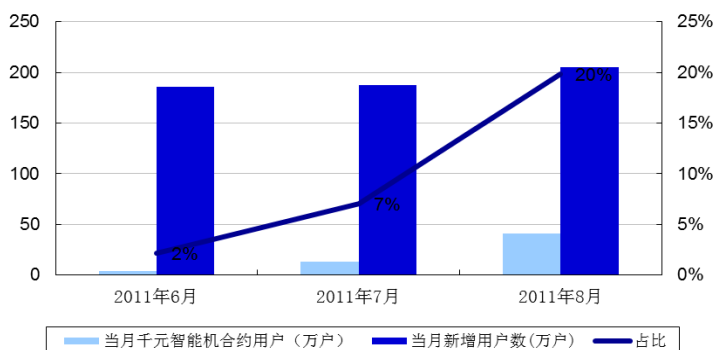
资料来源：中国联通，东方证券研究所

随着上游元器件成本的降低，下游需求爆发带来的出货量暴增，预计千元智能机的配置有望进一步提升，而价格也有望进一步降低。例如，电信携手酷派推出了 4 英寸千元智能手机——酷派 5860，这款采用 Android 2.35 操作系统，屏幕尺寸达到 4 英寸，分辨率为 800*480，CPU 采用的是 800MHz 主频的高通芯片。联通也有望将千元智能机的售价进一步压缩至 800 元左右。

2.2 低价、智能、体验：千元智能机引领移动互联新趋势

千元智能机普及的速度远远超出市场的预期，成为 3G 迅速普及的生力军。从联通数据来看，联通推出千元智能机三个月后，千元智能机用户占净增用户数的比例已经达到 20%。

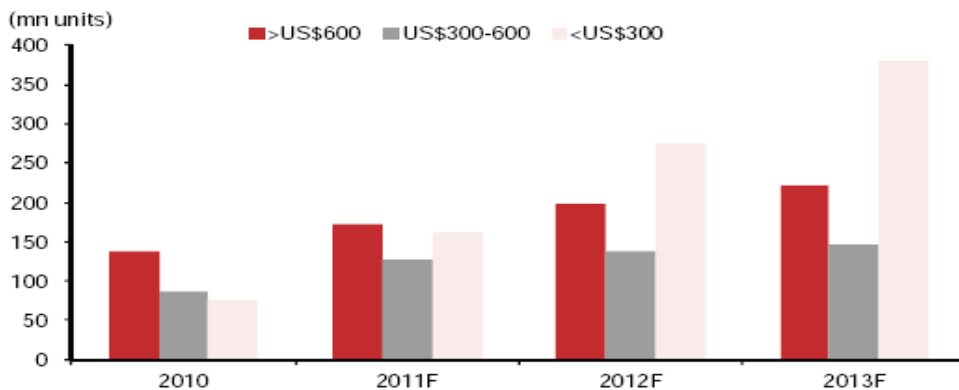
图 14：中国联通新发展用户中，千元智能机占比逐月提升



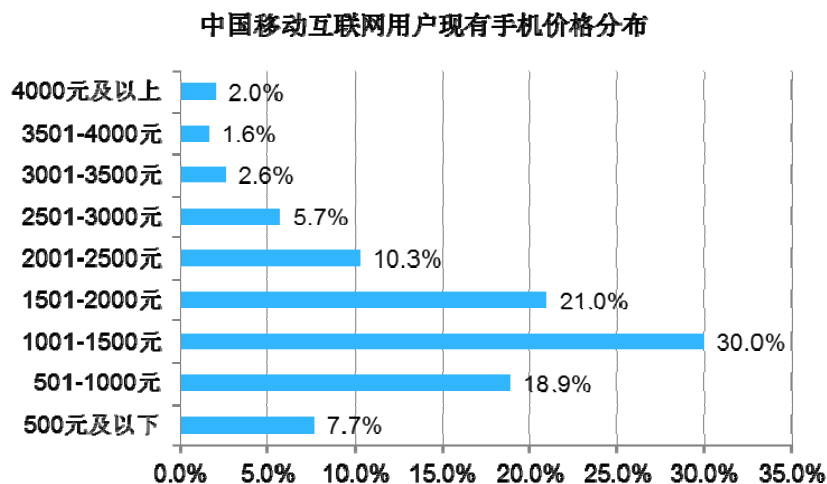
资料来源：中国联通，东方证券研究所

低价是千元智能机普及的关键性因素之一。根据 Gartner 的预测，低端智能机（300 美金以下）增长最快，高端智能机（高于 600 美金）稳定增长，中端智能机（300 美金-600 美金之间）。从中国市场来看，出货量增长最快的也是低端手机市场。根据友盟针对国内的 Android 市场的数据报告，目前市场主流的价格区间还是在 1500 元~2500 元，但是 2500 元以上的手机及 1500 元以下的手机份额在持续的上升，有两极分化的趋势。

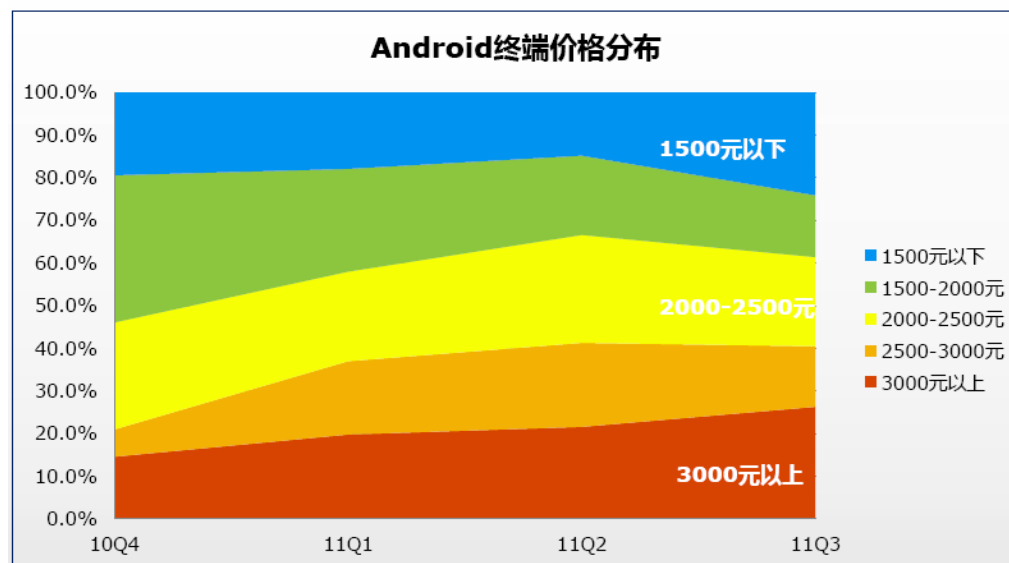
图 15：智能手机需求价格分布



资料来源：Gartner Group，东方证券研究所

图 16：中国移动互联网用户现有手机价格分布


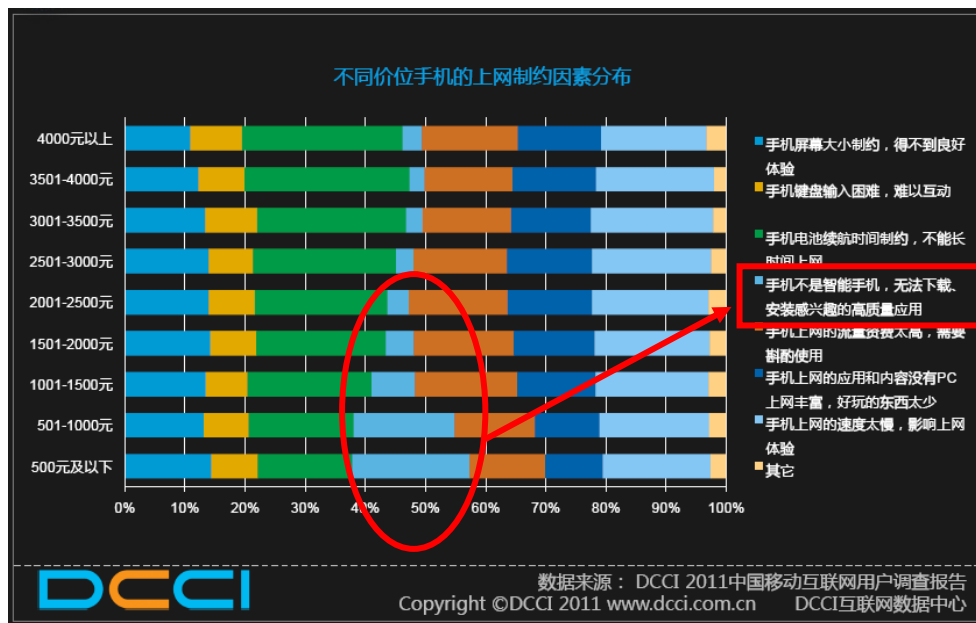
资料来源：DCCI，东方证券研究所

图 17：Android 终端价格分布


资料来源：友盟，东方证券研究所

千元智能机普及第二个因素是“智能”。千元智能机均要求采用独立的操作系统，可以由用户自行安装软件、游戏等第三方服务商提供的程序，从而对手机的功能进行不断扩充。换言之，千元智能机在功能上与智能手机（SmartPhone）没有区别。根据 DCCI 的调研，制约低端手机上网的主要瓶颈就在于“不是智能手机，无法下载、安装感兴趣的高质量应用”，而且手机价格越低，这一瓶颈因素就越明显。一旦这一因素得以解决，更多移动互联网的潜在用户将转化为有效用户，而千元智能机，正好弥补了这一市场的空缺，使得中低端手机用户使用智能手机成为可能。

图 18：不同价位手机的上网制约因素分布



资料来源：DCCI，东方证券研究所

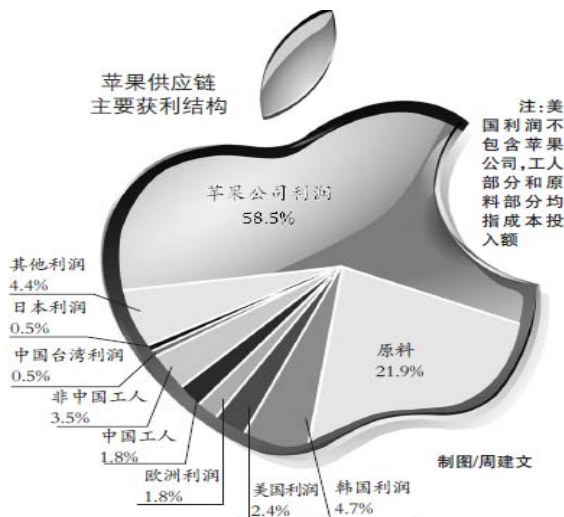
千元智能机普及第三个因素是“体验”。大屏幕、高性能处理器保证了千元智能机用户的体验，正是由于保证了与其他智能机类似的体验，才使得千元智能机在中低端用户中一炮而红。其实早在2010年，三家运营商就有过千元智能机的尝试，但是一直没有做起来，主要原因就是用户体验很不好，当时定义的千元智能机是2.8寸以下的屏幕，而且是电阻屏，用户的体验难以保证。

2.3 刷新移动互联网的版图：新趋势，新玩家

随着千元智能机市场的启动，中国厂商参与千元智能机市场的程度明显提升，预计中国厂商在产业链中占据的收益将得以提升。而移动互联网用户的普及，众多软件应用和内容的盈利也成为可能，移动互联网应用服务市场充分遵循“长尾理论”，应用只有依托于庞大的用户基数，才有可能得到商业变现。

根据加州大学和雪城大学三位教授合写的论文《捕捉苹果全球供应网路利润》分析，2010年苹果每卖出一台iPhone，就独占58.5%的利润。中国工人，即使加上中国台湾的份额，也只占有2.3%的利润。

图 19：苹果供应链的获利结构

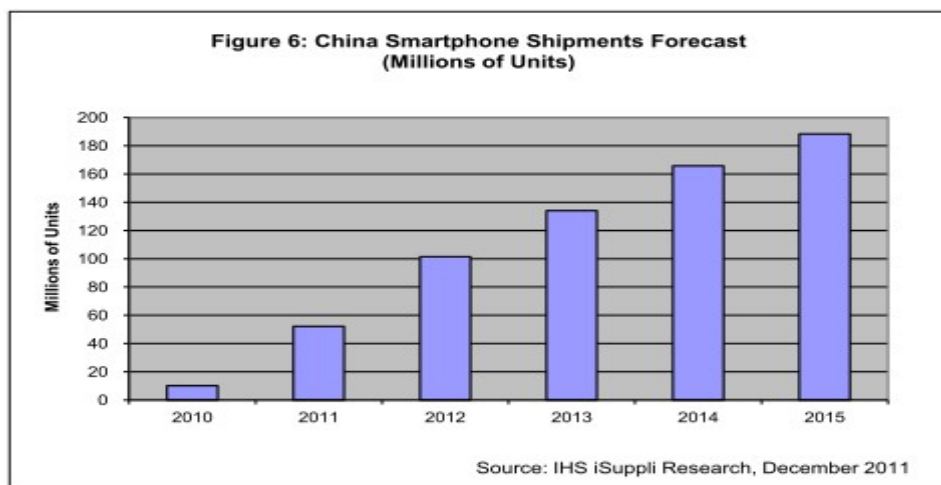


资料来源：《捕捉苹果全球供应网路利润》，东方证券研究所

联通主推的几款千元智能机机型均为我国的自主品牌，如联想、中兴、酷派、华为、夏新等。中国厂商主导的终端制作环节将进一步渗透至上游的元器件，使得中国厂商在中低端的千元智能机市场上，参与程度明显提升。

根据 iSuppli 的预测，2012 年中国手机供应商的智能手机出货量预计将达到 1.014 亿部，比今年的 5200 万部劲增 94%，几乎是 2009 年 1020 万部的 10 倍。虽然从明年开始增长速度将会放缓，但两位数的增长率将至少保持到 2015 年，届时出货量将达到 1.884 亿部。目前多数智能手机都在中国国内市场销售，供消费者在国内使用。但是，将来这种情况将会发生变化，2015 年生产的半数智能手机将面向出口市场。

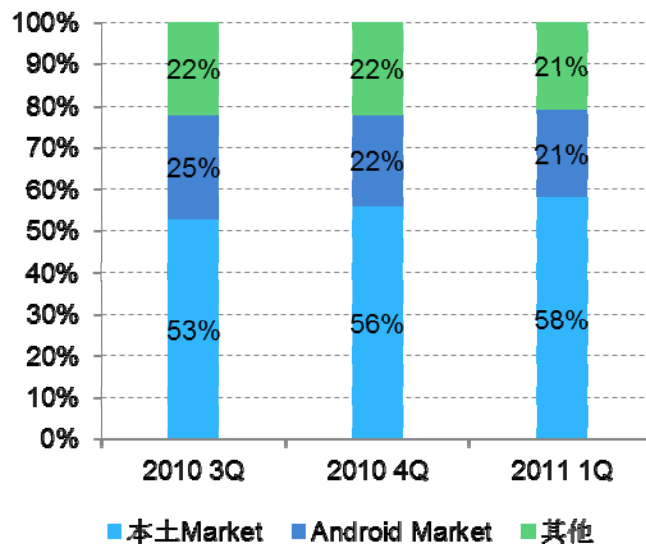
图 20：2012 年中国智能手机出货量增长几乎翻番



资料来源：iSuppli，东方证券研究所

不仅仅是终端制作，在应用领域，本土 Market 的下载比例也维持在高位，并不断提升。资料显示，越来越多的用户选择通过本土 Market 来下载应用。2010 年第三季度，本土 Market 下载比例占比 53%，到 2011 年第一季度，本土 Market 下载比例已经上升到了 58%。

图 21：Android 手机应用下载渠道



资料来源：友盟，东方证券研究所

从盈利模式的角度来说，由于用户基数的提升，不论是收广告费的免费模式，还是最终用户下载付费的模式，其盈利都将得以可能。对 Android 应用开发者来说，由于 Android Market 付费应用比例偏低，开发者很难靠下载收费，广告成为其获得收入的主要方向。而要发展广告模式，就必须拥有庞大的用户基数。

3. 投资主线

随着移动互联网向中低端用户的渗透，运营商、网络优化、电子、软件、互联网等多个子行业均将受益。

用户数的迅速提升，3G 业务量的快速增长，**运营商**收入进入快速增长期，首推 3G 业务弹性最大的中国联通（买入）。千元智能机对于联通净增用户数的提振作用非常明显。公司 6 月份开始千元智能机的推广，截止到 8 月，根据公司披露数据和我们的估算，到 8 月为止千元智能机用户至少占到公司当月新增用户的 20%，9、10 月更是连推新增用户数创新高。根据我们的定量测算，3G 业务对联通业绩的支撑明显，业绩弹性在三大运营商中最为显著。从绝对估值角度来看，联通 3G 业务分部的绝对估值占其整体估值的 48%。

由于千元智能机的普及，移动网络流量的迅速提升，**网络优化**行业有望直接受益。我们预计，到 2015 年中国移动网络产生的总流量将达到 1.845EB/月，相当于 2010 国内 IP 总流量，这将直接推动移动网络优化的需求。随着 3G 基站后端控制和数据流量与语音流量带来的综合差异，使得运营商对基站后端 A 接口、ABIS 接口（2G）、3G 后端接口等优化也加强重视。我们预计从 2012 年

开始，由于 3G 智能机用户大幅普及，市场增速将维持在 20%并持续加速。预期受益公司包括：华星创业（买入）、三维通信（未评级）、三元达（未评级）、世纪鼎利（未评级）、国脉科技（未评级）、中创信测（未评级）等。

千元智能机价格下降、配置提升，是千元智能机普及的重要条件，国内品牌增加确定，利好产业链上**电子行业**相关公司。我们预计 2012 年主流千元智能机性能将提升 60%以上，而售价将大幅下降 26%。中兴华为等本土大客户的手机代工需求增长快速；智能手机的趋势增加了对于电容触摸屏和玻璃防护屏的需求；结构件、连接器和天线行业都向着加工精度更高、体积更小的方向发展；同时智能手机的多种通讯功能要求单个终端装配更多的天线。相关受益的上市公司有切入手机代工领域的卓翼科技（买入）、结构件及连接器领域的长盈精密（未评级）、天线领域的信维通信（未评级）、玻璃防护屏的星星科技（未评级）以及触摸屏领域的长信科技（未评级）。

基础设施、应用基础平台和商业模式成熟的内容应用将是移动互联网爆发带动的**软件产业**前期主要受益板块。基础设施方面，运营商需要升级 OSS 系统，并对海量数据进行更加精确和实时的分析以满足更加多样化的客户需求，运营支撑系统厂商和 BI 厂商将从中受益。应用基础平台方面，语音识别将是智能手机时代重要的人机交互手段，同时地理位置信息的加入是移动互联网区别于传统互联网的根本特征，将受益于智能手机的放量。内容应用方面，商业模式明确、发展基础较好的移动应用如手机阅读、动漫、音乐、视频、移动证券、IM 等业务将率先启动，并将随着用户的增多而进入高速增长期。预期受益公司包括：基础设施优化的东方国信（未评级）、新国都（买入），应用基础平台的科大讯飞（买入），超图软件（未评级），四维图新（增持）。。

互联网方面，由于智能机向中低端消费者的扩散，也使得移动互联网整体用户结构趋于大众化与年轻化，从而引领中国移动互联网进入“应用为王”的时代。产业增长将遵循基础工具—>社交—>泛娱乐化—>内容聚合—>商务的逻辑。其中，基础工具和社交会率先爆发，带来庞大的用户基数；娱乐及媒体应用则伴随着用户结构的年轻化、大众化，迅速成为黏性最强的服务，并产生稳定盈利模式及收入；商务应用发展相对缓慢，但将对社会生活形态产生深远影响。首选在基础工具和社交领域具有竞争优势的综合服务提供商，其次，我们看好在娱乐/媒体行业的“渠道整合者”和具有差异化竞争力的“内容提供商”。建议关注腾讯（700.HK，未评级）百度（NASDAQ:BIDU，未评级）、奇虎 360（NASDAQ:QIHU，未评级）；广电信息（买入）、神州泰岳（买入）。

4. 投资标的

4.1 华星创业：小公司，大机遇

3G 用户激增将推动网优服务行业面临机遇

我们认为，3G 用户的拓展已经过了导入期，在运营商重视程度、中低端智能机降价方面均已时机成熟，2012 年有望成为中国 3G 用户发展的爆发点，推动网络优化和 3G 应用行业的需求。

基于中国网络优化市场主要参与者过去三年的年度规模，我们建立表 1 所示的行业规模预测模型：

- 考虑到 3G 用户数的实际预测规模和对应的基站覆盖规模预测；
- 同时基于我们业内人士的调研访谈得出的，由于 3G 网络数据流量需求较大且较为复杂导致平均网优投入可能超出 2G 约 50%，而我们采纳为 30%左右；

- 主要基于过去三年户均的网优投入水平，来预测未来的网优市场规模；

我们预测认为，受到 3G 用户比例持续上升的影响，网络优化行业有望迎来持续几年 20%以上的行业增速，推动华星创业等相关中小上市公司面临机遇。

表 22：日本各运营商 3G 业务推出时间和业务

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
3G 用户数-存量(万户)		1,022	4,705	11,022	29,402	46,059	71,872	93,724
渗透率		1.37%	5.48%	11.43%	28.30%	41.83%	62.43%	78.71%
3G 用户增加量				6,317	18,380	16,657	25,813	21,852
2G 用户数-存量(万户)	64,125	73,716	81,195	88,535	80,925	68,711	49,181	29,726
2G, 3G 双机用户占新增 3G 用户比例(%)				50%	35%	28%	23%	20%
其中 2G 终端用户数量				3,159	6,433	4,664	5,937	4,370
3G 基站数	30.40	55.10	70.00	82.00	95.00	100.00	105.00	
2G 基站数	70	74.50	88.90	96.23	87.96	74.69	53.46	32.31
合计数	104.90	144.00	166.23	169.96	169.69	153.46	137.31	
户均市场规模(元)	14.91	19.93	20.95	20.95	22.73	26.54	31.51	38.95
户数市场规模预测	95.24	148.65	180.00	208.62	250.81	304.57	381.42	480.81
市场增速		56.08%	21.09%	15.90%	20.23%	21.43%	25.23%	26.06%

资料来源：东方证券研究所

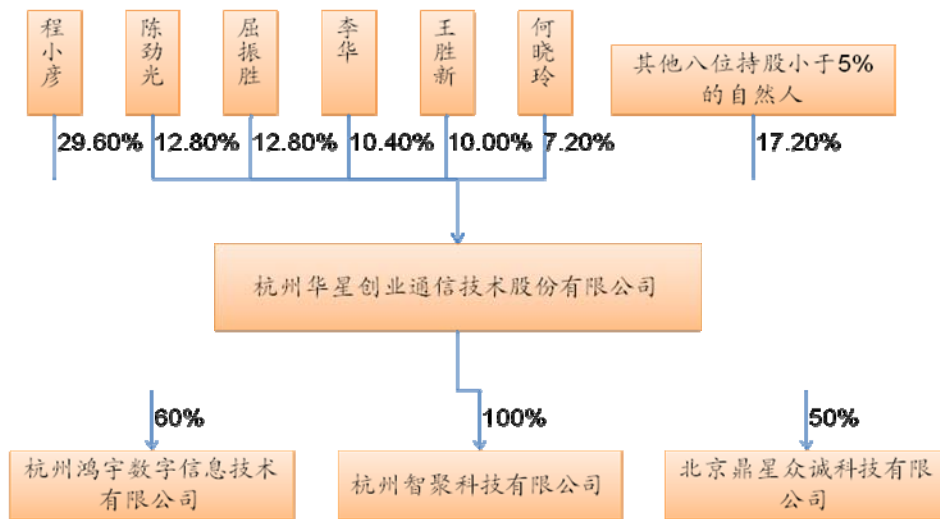
从服务向产品拓展突破显著，有望迎来跨越式大发展

公司业务背景和架构

公司的发起人为 14 位自然人，分别是程小彦、陈劲光、屈振胜、李华、王新胜、何晓玲、周游、叶子奇、商新春、黄波、肖岩、朱剑、刘寒和李海江。在 2009 年底 IPO 发行前，程小彦先生持有公司 888 万股，占总股本 29.60%，是公司的控股股东、实际控制人，现任公司董事长、副总经理。

华星 IPO 前控股或参股的子公司主要为杭州鸿宇、杭州智聚、鼎星众诚三家（如图 1 所示）。上市之后，公司分别通过新设立和收购的方式，将下属参股和控股公司扩展到了 8 家（如表 2 所示），其中对公司盈利影响较大的主要有鼎星众诚、上海鑫众、浙江明讯网络、杭州鸿宇数字。

图 23：华星创业上市前股权结构和子公司结构



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

表 24：华星创业目前控股和参股子公司情况（粉红色为 IPO 前已存在的）

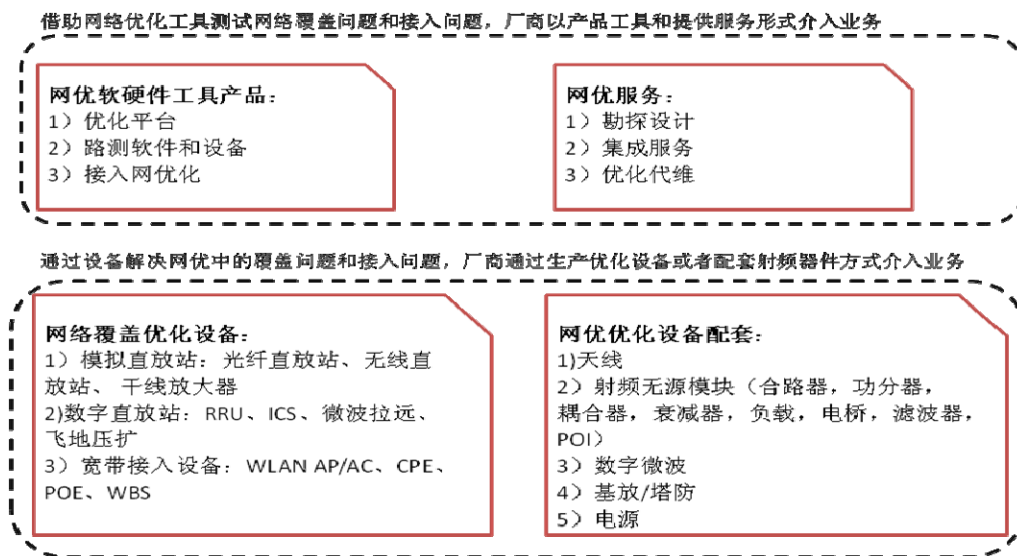
投资单位	持股比例	会计处理	近年营收规模与盈利情况
鼎星众城	50%	联营公司（权益法）	网络优化测试终端，2011 年半年确认 92 万的权益受益，比上年大幅降低
上海鑫众	60%	合并报表	主营室内覆盖系统工程等业务，2010 年营收 9629 万，净利率在 15-20%，对赌协议业绩要求增幅约为 25%左右
浙江明讯网络	60%	合并报表	主营为提供网络优化服务等，明讯网络客户结构主设备商 50%，联通接近 30%，电信 10%，明讯 2009 年营收规模 4861 万，对赌协议业绩增幅约为 25%左右
杭州鸿宇数字	60%	合并报表	N/A
杭州华星博鸿	68%	合并报表	N/A
上海开闻信息科技	60%	合并报表	N/A
上海星东信息科技	70%	合并报表	N/A
杭州智聚科技	100%	合并报表	N/A

资料来源：公司公告，东方证券研究所

业务已突破网优服务初步布局网优全产业链

网优产业可以划分为三块：1、网优软硬件工具类产品提供商；2、利用网优工具提供测试勘查等服务提供商；3、测试结论后进行优化覆盖的设备制造商。从华星创业 IPO 初期的资料来看，业务主要为网优服务以及小部分的网优产品，并未拓展至网优工具和优化赴阿盖设备等领域（如图 2）。

图 25：网络优化产业模块划分示意图

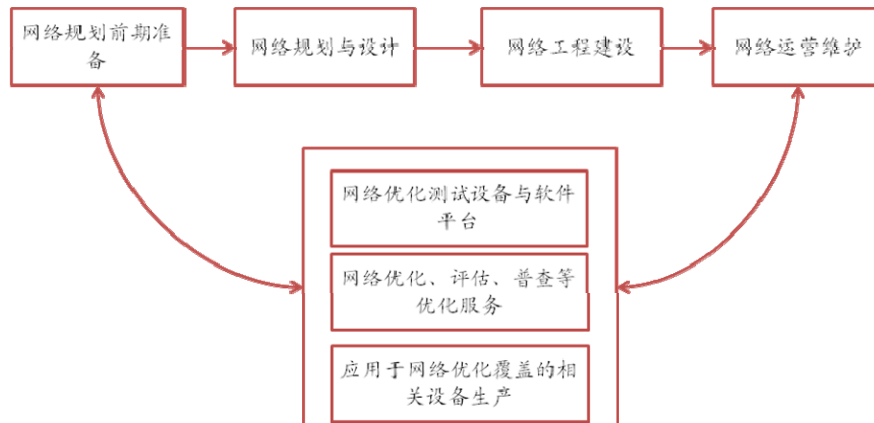


资料来源：东方证券研究所

上市之后，公司通过多种方式将业务从网优服务拓展出去（如图 3 所示）：

- **通过并购强化公司网优服务的全国渠道布局：**特别是通过并购加强了浙江和上海的布局，并优化了在移动、电信、联通三家的客户结构；
- **通过引进高级人才并设立独立事业部拓展 Wlan、路测设备和平台等产品类业务：**公司在 WLAN 接入设备方面抓住运营商规模部署机遇，力图实现规模突破，在移动网络路测设备方面则已顺利入围运营商招标，均有望在未来几年推进公司规模再上台阶；
- **通过并购向室内覆盖工程等网优工程领域拓展：**由于运营商较多资本开支或者运维费用均投资在工程方面，公司抓住机遇收购了有关室内覆盖工程公司，有望进一步利用原有的渠道深入拓展，提升公司盈利能力。

图 26：华星创业当前业务所处移动网络建设链条位置示意图



资料来源：东方证券研究所

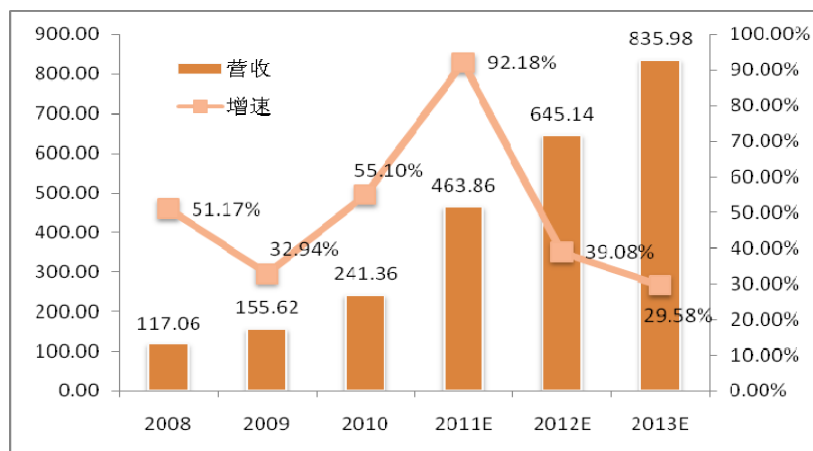
3G 网优机遇与 WLAN 宏大远景有望推动跨越发展

我们认为，随着华星创业对产业链拓展布局并完善全国渠道，公司已经站在了跨越发展的起点上，公司未来的几年的快速增长将来源于：

- 1、随着全国布局的深入 3G 网优爆发推动原有服务业务增长：**公司目前网优服务已遍布全国，是渠道分布最为广泛的网优服务商之一，综合 3G 爆发机会和渠道深入优势，我们预计网优服务将会实现快于行业增速的增长；
- 2、介入覆盖工程将推动规模增长：**覆盖工程是运营商投资的较大模块，介入覆盖工程有望有利推动公司规模的增长，并实现对下游产业链的进一步衍生；
- 3、未来几年运营商 WLAN 规模布局有望迎来机会：**从目前运营商对 WLAN 的规划来看，未来几年运营商有望进一步扩大对 WLAN 的布局，从中移动规划的 100 万热点来看，预计电信和联通将会有同等规模的规划，带来年均 10–20 亿的设备市场和数十亿的工程市场，将促进华星创业规模的快速提升；
- 4、路测设备成功破局有望带来亿元左右稳定规模：**路测设备和软件平台市场规模较小，预计未来可为华星带来亿元左右规模的营收。

我们预计，华星创业营业规模将快速向十亿接近，未来几年有望持续维持在 30% 左右或者更高的增速水平（如图 4 所示）。

图 27：华星创业营收规模和增速预测

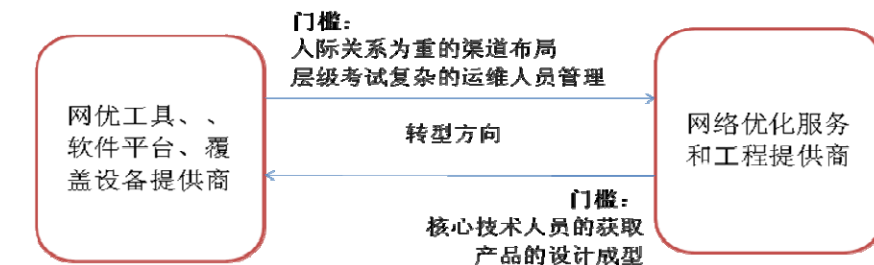


资料来源：东方证券研究所

华星在网优行业对比拓展全产业链优势显著

如果以渠道和产品划分可以将网络优化行业简单的区分为两类，那就是以渠道为重以管理运维人员为重的网优服务业、和以制造与开发为重的网优工具和覆盖设备提供商。目前，网络优化行业受到竞争的驱动，均趋向于向全产业链进行延伸，包括原有产品设备提供商向网络优化服务延伸、以及华星等原网优服务提供商向产品设备提供商延伸。

我们认为，网优服务提供商向产品设备提供商延伸将更具优势，我们对双方转型的门槛分析如图 5 所示，我们预计渠道拓展和对运维人员精细化管理的门槛将高于引进技术人才实现产品成型的门槛，所以我们认为华星创业在行业普遍进行转型的浪潮中具备对比拓展全产业链优势。

图 28：网优服务与产品类互相转型门槛分析


资料来源：东方证券研究所

投资建议

我们对华星创业的盈利预测基于以下重要假设：

- 1、网优服务增速超出行业增速，预计在 30% 以上，毛利率基本稳定；
- 2、路测和 WLAN 设备的收入未来预计将维持在 1 亿以上；
- 3、2011 年开始将上海鑫众合并报表，且收购的明讯和鑫众均能符合对赌协议的合格要求；
- 4、从去年下半年研发费用资本化后，后续会计政策不会再有重大变化。

我们预计华星创业 2011—2013 年 EPS 分别为 0.44、0.66、0.91 元，从 2010—2013 年 CAGR 为 39.71%，参考通信设备板块 30X 的估值中枢水平，同时考虑其高速增长前景和当前市场环境，给予 2012 年 EPS 的 28 倍 PE，对应目标价为 18.2 元，首次给予公司“买入”评级。

风险提示

风险主要包括新产品在运营商入围的风险、中标份额不确定的风险等，以及渠道管理风险；并购公司管理整合风险；新产品研发人才引进失利风险；产品价格和竞争风险等。

预计未来可能的催化剂包括新产品中标超预期、运营商 3G 网络用户发展超预期等。

4.2 卓翼科技：短看手机产品产能释放，长看复制富士康快速成长之路

- **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。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，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。

- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.95 元、1.37 元（如果增发完成后，预计 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。

4.3 科大讯飞：语音交互时代的翘楚

- **语音交互进入应用爆发临界点。**智能语音技术的核心是算法和芯片处理能力。算法方面，以 HMM 为基础的算法模型已经很成熟；芯片方面，以 ARM 为代表的移动处理芯片的计算能力最近几年突飞猛进，两方面合力推动语音技术进入应用爆发临界点。
- **公司是全球中文语音技术的翘楚，三大优势铸就了公司难以逾越的护城河。**第一是国家支持优势，语音数据包含了声纹信息，关系到国家战略安全，未来必然受到国家重点关注和保护，讯飞作为民族企业，在和国外巨头的竞争中会有相应优势。第二是语料库资源优势，科大讯飞在电信、金融、电力、社保、手机、导航等行业的市场份额高达 80%以上，具有全球最全面的中文语音数据资源。第三是中文语音技术资源优势，公司创始人团队本身就是国内一流的中文语音技术团队，同时公司与国内语音技术积累最深厚的中国科学技术大学、清华大学、中国社科院语言所等单位联合，从源头技术上整合了最好的资源。
- **公司全面受益于智能手机爆发对移动应用的带动。**苹果 iPhone 4S 内置 Siri 后，越来越多的手机厂商会将语音识别技术作为重要卖点内置于智能手机中，公司作为中文语音识别技术的龙头，是手机厂商合作的首选，直接受益于智能手机的放量。同时公司的音乐识别等 3G 增值业务也将受益于
- **公司业务储备丰富，短期内业绩三大动力。**教育业务关注教具产品的省外推广和英语学习平台用户数的上升；电信增值业务从 2G 音乐搜索向 3G 音乐互动拓展，预计将维持 40%以上增速；嵌入式产品方面，公司已经与彩电企业合作推出内嵌语音控制和搜索功能的互联网电视，由于电视领域竞争激烈，新功能普及很快，预计渗透率将迅速提升。
- **长远布局移动互联网、教育和声纹识别三大百亿级业务。**公司移动互联网业务的终极目的是使得语音交互技术成为用户终端应用程序和互联网的控制入口，进而围绕流量开发各种盈利模式。用户的积累和产业生态圈的打造都是长期过程，我们预计在用户基数超过 3000 万、相关应用超过 100 个以上时才是设计盈利模式的合适时机。教育业务方面，公司正在将畅言语言教具向安徽省外推广，普通话口语评测业务进一步在全国范围内推广，同时进军学校英语口语学习和评测领域，推出在线英语互动学习平台，我们预测英语口语学习领域的市场规模达到 193 亿元。声纹识别则是公司竞争优势的来源和下一个蓝海，预期市场规模在 200 亿元以上。
- 预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.60、0.88、1.45 元，考虑到公司难以撼动的竞争优势和业务巨大前景，维持公司买入评级，目标价 68 元。

风险因素：业务推进低于预期的风险和业务增多带来的管理风险。

4.4 新国都：POS 机与手机支付刷出未来高成长

- **国内 POS 终端市场有 9 倍以上的成长空间，未来三年有望保持 40% 以上高增长。**我国 POS 终端覆盖比例和受理银行卡商户比例仅相当于发达国家的 11%，成长空间巨大；2011 年开始的 EMV 迁移和存量更新需求；手机支付和特定行业支付等新兴需求等三大需求将推动国内 POS 终端行业快速增长，预计未来三年国内 POS 机销量将保持 40% 以上的高增长。
- **新国都的行业地位和成本优势保证公司获得高于行业平均增速的高增长。**银联是 POS 机行业的主导者。出于金融安全的考虑，银联对 POS 机制造商提出了较高的认证和招标资质要求，形成了较高的资质壁垒，从而造就了金融 POS 领域寡头竞争的格局。新国都是最近三年增长最快的 POS 制造商，公司采用平台化的研发架构、用软件代替部分硬件功能的实现，有效降低了 POS 机的制造和维护成本。公司在产品价格低于行业平均水平的基础上，毛利率高于主要竞争对手。我们认为，公司的行业领先地位和成本优势将保证公司未来三年获得高于行业平均增速的高增长。
- **手机现场支付、特定行业小额支付应用和海外市场为公司提供了新的增长点。**随着移动和银联在手机支付标准上趋向统一，同时越来越多的手机制造商推出内置 NFC 功能的手机，我们认为手机现场支付大范围推广的条件已经成熟，2011 年有望出现爆发性增长，POS 终端等将是最先受益的产业链环节。同时除了手机现场支付外，铁路、电力、石油等垄断行业也将形成较大的小额支付需求。公司已经为手机支付和其他行业支付储备了技术和产品，由于银联在手机现场支付标准中获得较大的话语权，将使得新国都这样在银联采购体系中具有优势的公司更加受益。同时公司已经通过贴牌方式进军美国市场，明年起计划大力开拓海外市场。
- **进军第三方收单服务业务，向平台服务商转型。**公司与广州羊城通合作试点推广公交卡小额支付应用，公司负责 POS 终端的布点和维护。我们认为与羊城通的合作短期内不会带来太大的利润贡献，但是可以积累经验，为公司复制该模式和申请第三方收单服务机构资质打下基础。未来公司将转型为第三方收单平台服务商。

维持公司买入评级。由于今年全年销售费用的增速超出我们之前的预期，并且在未来两年随着商业银行和海外市场的拓展，以及南京、苏州等地项目的开展，销售费用和管理费用都可能维持较高的收入占比，加上增值税退税细则出台时间较晚，可能不能在年内完成全年 100% 退税，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.67、1.07 和 1.56 元，公司目前股价对应 12 年 PE 仅 16.8 倍，给予 2012 年 27 倍 PE，维持公司买入评级，目标价 28.88 元。

5. 风险提示

2012 年中国 3G 用户数发展低于预期，从而使得运营商及相应的软件应用开发商的用户基数增长低于预期。

电子元器件厂商的毛利率变化，使得公司盈利能力有所波动。

大盘系统性风险导致的股价异常波动。

小公司，大机遇

研究观点

- **3G 用户爆发带来网优行业性机遇。**3G 用户的拓展已经过了导入期，在运营商重视程度、中低端智能机降价方面均已时机成熟，2012 年有望成为中国 3G 用户发展的爆发点，推动网络优化和 3G 应用行业的需求。如作为公司主要客户的中移动，受 2G 网络利用率过高的促进，今年起已加大 3G 网络的利用并提高了网优投资，公司将直接受益。我们预测认为，受到 3G 用户比例持续上升的影响，网络优化行业有望迎来持续几年 20%以上的行业增速，推动华星创业等相关中小上市公司面临大机遇。
- **公司已初步布局网优全产业链，3G 和 WLAN 将催化爆发。**自 2009 年上市通过设立 WLAN、路测等新事业部，并购浙江上海等地网络优化和工程公司，初步实现了从原仅有网优服务向网优工具平台与网优覆盖设备的拓展，全产业链布局初具雏形。公司业绩预计快速增长，受以下因素影响预计将快速接近 10 亿水平：
 - ✓ 随着全国渠道布局的深入 3G 网优爆发推动原有服务业务增长；
 - ✓ 介入覆盖工程有助公司深入下游推动规模的增长；
 - ✓ 未来几年运营商 WLAN 规模布局有望迎来机会：从目前运营商对 WLAN 的规划来看，未来几年运营商有望进一步扩大对 WLAN 的布局，从中移动规划的 100 万热点来看，预计电信和联通将会有同等规模的规划，带来年均 10—20 亿的设备市场和数十亿的工程市场，将促进华星创业规模的快速提升；
 - ✓ 路测设备成功破局有望带来亿元左右稳定规模：路测设备和软件平台市场规模较小，预计未来可为华星带来亿元左右规模的营收。
- **我们相对更看好华星从服务向产品设备的产业链拓展。**我们认为，网优服务提供商向产品设备提供商延伸将更具优势，我们对双方产业链拓展的门槛分析如报告正文图 5 所示，我们预计渠道拓展和对运维人员精细化管理的门槛将高于引进技术人才实现产品成型的门槛，我们认为华星创业在行业普遍进行转型的浪潮中具备对比拓展优势。
- **投资建议：**我们预计华星创业 2011—2013 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.90 元，从 2010—2013 年 CAGR 为 39.71%，参考通信设备板块 30X 的估值中枢水平，同时考虑其高速增长前景和当前市场环境，给予 2012 年 EPS 的 28 倍 PE，对应目标价 18.2 元，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**价格与竞争风险、运营商竞标风险、新产品风险、渠道风险。
- **催化剂因素：**中标超预期、运营商 3G 发展超预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

吴友文

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

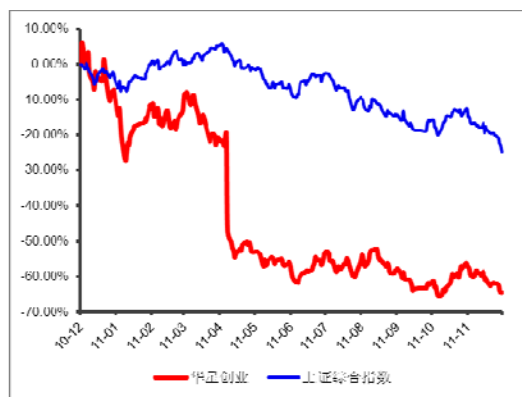
周军

执业证书编号：S0860510120007

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 12 月 16 日)	12.66 元
目标价格 (12 个月)	18.20 元
总股本/A 股 (百万股)	120
A 股市值 (亿元)	15.192
国家/地区	中国
行业	通信设备制造业
报告发布日期	2011 年 12 月 19 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	241	447	640	829
同比(%)	55%	85%	43%	30%
归属母公司净利润	40	51	78	108
同比(%)	51%	27%	54%	38%
毛利率(%)	42.9%	40.1%	41.1%	40.8%
ROE(%)	13.7%	16.9%	20.9%	22.8%
每股收益(元)	0.33	0.42	0.65	0.90
P/E	38.27	30.07	19.49	14.09
P/B	5.26	5.07	4.08	3.22
EV/EBITDA	26	19	12	9

资料来源：东方证券研究所

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。

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	325	407	514	632	营业收入	241	447	640	829
现金	158	179	224	249	营业成本	138	268	377	491
应收账款	150	201	256	332	营业税金及附加	12	21	29	38
其它应收款	2	6	7	10	营业费用	18	31	42	50
预付账款	9	7	12	20	管理费用	33	65	90	108
存货	5	13	15	21	财务费用	(1)	(0)	2	1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	89	123	141	153	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	8	4	4	4
固定资产	22	35	43	46	营业利润	47	63	100	142
无形资产	10	19	28	37	营业外收入	5	5	6	7
其他	48	60	60	60	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	414	530	655	785	利润总额	51	67	105	148
流动负债	90	188	226	235	所得税	6	9	14	19
短期借款	-	121	125	111	净利润	45	59	92	128
应付账款	20	27	44	60	少数股东损益	5	8	14	21
其他	70	40	57	65	归属于母公司净利润	40	51	78	108
非流动负债	1	0	1	0	EBITDA	52	70	115	160
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.33	0.42	0.65	0.90
其他	1	0	1	0					
负债合计	91	189	226	236	主要财务比率				
少数股东权益	34	42	56	77	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	80	120	120	120	成长能力				
资本公积	142	142	142	142	营业收入	55.1%	85.3%	43.1%	29.6%
留存收益	67	38	111	211	营业利润	68.0%	35.0%	58.5%	41.4%
归属母公司股东权益合计	289	299	372	472	归属于母公司净利润	50.5%	27.3%	54.3%	38.3%
负债和股东权益	414	530	655	785	获利能力				
					毛利率	42.9%	40.1%	41.1%	40.8%
现金流量表					净利率	16.4%	11.3%	12.2%	13.0%
单位:百万元					ROE	13.7%	16.9%	20.9%	22.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	12.4%	11.9%	16.2%	18.9%
经营活动现金流	11	(21)	73	73	偿债能力				
净利润	45	59	92	128	资产负债率	21.9%	35.6%	34.6%	30.1%
折旧摊销	6	7	12	17	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(1)	(0)	2	1	流动比率	3.61	2.16	2.28	2.68
投资损失	(8)	(4)	(4)	(4)	速动比率	3.55	2.09	2.21	2.59
营运资金变动	(35)	(83)	(29)	(69)	营运能力				
其它	4	1	0	(0)	总资产周转率	0.67	0.95	1.08	1.15
投资活动现金流	(91)	(39)	(25)	(25)	应收账款周转率	2.16	2.54	2.80	2.82
资本支出	(19)	(43)	(29)	(29)	应付账款周转率	9.60	11.24	10.57	9.46
长期投资	-	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	(72)	4	4	4	每股收益	0.33	0.42	0.65	0.90
筹资活动现金流	(35)	81	(3)	(23)	每股经营现金流	0.09	-0.17	0.61	0.61
短期借款	(24)	121	4	(14)	每股净资产	2.41	2.50	3.10	3.94
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	40	40	-	-	P/E	38.3	30.1	19.5	14.1
资本公积增加	(40)	-	-	-	P/B	5.3	5.1	4.1	3.2
其他	(11)	(80)	(8)	(9)	EV/EBITDA	26.1	19.3	11.9	8.5
现金净增加额	(115)	21	45	25					

资料来源：东方证券研究所

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

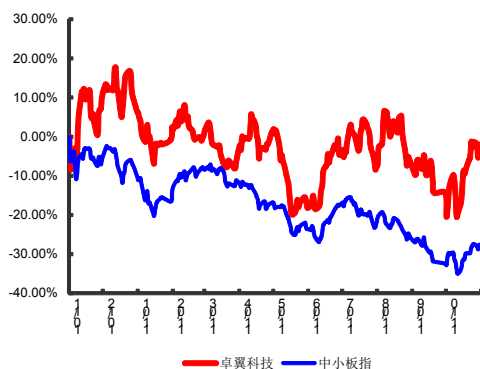
行业

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。

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

语音交互时代的翘楚

研究结论

- **语音交互进入应用爆发临界点。**智能语音技术的核心是算法和芯片处理能力。算法方面，以 HMM 为基础的算法模型已经很成熟；芯片方面，以 ARM 为代表的移动处理芯片的计算能力最近几年突飞猛进，两方面合力推动语音技术进入应用爆发临界点。
- **公司是全球中文语音技术的翘楚，三大优势铸就了公司难以逾越的护城河。**第一是**国家支持优势**，语音数据包含了声纹信息，关系到国家安全，未来必然受到国家重点关注和保护，讯飞作为民族企业，在和国外巨头的竞争中会有相应优势。第二是**语料库资源优势**，科大讯飞在电信、金融、电力、社保、手机、导航等行业的市场份额高达 80% 以上，具有全球最全面的中文语音数据资源。第三是**中文语音技术资源优势**，公司创始人团队本身就是国内一流的中文语音技术团队，同时公司与国内语音技术积累最深厚的中国科学技术大学、清华大学、中国社科院语言所等单位联合，从源头技术上整合了最好的资源。
- **公司业务储备丰富，短期内业绩三大动力。**教育业务关注教具产品的省外推广和英语学习平台用户数的上升；电信增值业务从 2G 音乐搜索向 3G 音乐互动拓展，预计将维持 40% 以上增速；嵌入式产品方面，公司已经与彩电企业合作推出内嵌语音控制和搜索功能的互联网电视，由于电视领域竞争激烈，新功能普及很快，预计渗透率将迅速提升。
- **长远布局移动互联网、教育和声纹识别三大百亿级业务。**公司移动互联网业务的终极目的是使得语音交互技术成为用户终端应用程序和互联网的控制入口，进而围绕流量开发各种盈利模式。用户的积累和产业生态圈的打造都是长期过程，我们预计在用户基数超过 3000 万、相关应用超过 100 个以上时才是设计盈利模式的合适时机。教育业务方面，公司正在将畅言语言教具向安徽省外推广，普通话口语评测业务进一步在全国范围内推广，同时进军学校英语口语学习和评测领域，推出在线英语互动学习平台，用户购买点卡在线学习，我们预测英语口语学习领域的市场规模达到 193 亿元。声纹识别则是公司竞争优势的来源和下一个蓝海，预期市场规模在 200 亿以上。
- **语音云平台可以在三方面服务公司未来业务布局：**一是搜集语音数据，优化识别效果；二是吸引合作伙伴，打造产业生态圈；三是利用云模式杜绝盗版。
- **首次给予公司买入评级，目标价 68 元。**预测公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.60、0.88、1.45 元，未来三年复合增长率超过 50%，考虑到公司业内极强的竞争优势和业务巨大前景，给予公司 68 元目标价。首次给予公司买入评级。
- **风险因素：**业务推进低于预期的风险和业务增多带来的管理风险。

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做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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860210060001

联系人

张乐

8621-63325888-6098

zhangle@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 7 月 27 日) 39.40 元

目标价格 68.00 元

总股本/A 股 (百万股) 252/ 252

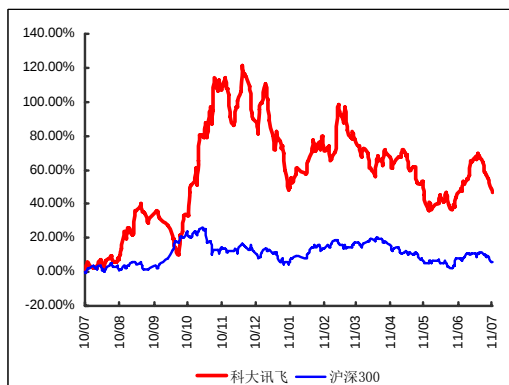
A 股市值 (亿元) 98

国家/地区 中国

行业 计算机

报告发布日期 2011 年 7 月 27 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	436	590	823	1,240
同比 (%)	42%	35%	39%	51%
归属母公司净利润	101	152	221	364
同比 (%)	26%	50%	46%	65%
毛利率 (%)	57%	62%	65%	70%
ROE (%)	15%	12%	15%	20%
每股收益 (元)	0.63	0.60	0.88	1.45
P/E (倍)	94.7	63.1	43.3	26.3
P/B (倍)	14.7	7.8	6.6	5.3
EV/EBITDA (倍)	84.8	64.4	40.4	23.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	547	1,134	1,043	1,495	营业收入	436	590	823	1,240
现金	306	801	578	831	营业成本	188	227	289	375
应收账款	178	239	339	507	营业税金及附加	8	11	16	24
其它应收款	15	20	31	44	营业费用	62	84	116	176
预付账款	11	32	33	40	管理费用	94	133	189	295
存货	37	40	61	73	财务费用	-2	-2	-3	-3
其他	0	-	-	-	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	318	261	607	578	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	15	15	15	15	投资净收益	1	-	-	-
固定资产	186	178	527	499	营业利润	85	135	212	371
无形资产	68	67	66	64	营业外收入	29	35	35	35
其他	48	1	0	-0	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	865	1,395	1,650	2,073	利润总额	112	169	246	405
流动负债	170	158	193	251	所得税	11	17	25	40
短期借款	20	29	24	27	净利润	101	152	221	364
应付账款	78	79	100	139	少数股东损益	-0	-	-	-
其他	72	50	69	86	归属于母公司净利润	101	152	221	364
非流动负债	34	-	-	-	EBITDA	110	144	230	398
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.63	0.60	0.88	1.45
其他	34	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	204	158	193	251	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	9	9	9	9	成长能力				
股本	161	252	252	252	营业收入	42.0%	35.3%	39.5%	50.7%
资本公积	265	597	597	597	营业利润	58.8%	59.6%	57.2%	74.7%
留存收益	227	379	600	964	净利润	26.0%	50.1%	45.8%	64.5%
归属母公司股东权益合计	653	1,228	1,449	1,813	获利能力				
负债和股东权益	865	1,395	1,650	2,073	毛利率	56.9%	61.6%	64.9%	69.8%
现金流量表					净利率	14.0%	23.2%	25.7%	26.9%
单位:百万元					ROE	15.5%	12.4%	15.3%	20.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.9%	9.5%	12.7%	17.9%
经营活动现金流					偿债能力				
净利润	89	25	146	248	资产负债率	23.5%	11.4%	11.7%	12.1%
折旧摊销	101	152	221	364	流动比率	322.6%	715.6%	541.2%	595.7%
财务费用	27	11	20	29	速动比率	301.1%	690.2%	509.3%	566.6%
投资损失	-3	-2	-3	-3	营运能力				
投资损失	1	-	-	-	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7
营运资金变动	-35	-135	-93	-143	应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.9
其它	-3	-1	-	-	应付账款周转率	3.3	2.9	3.2	3.1
投资活动现金流	-99	36	-367	-0	每股指标 (元)				
资本支出	-97	36	-367	-0	每股收益	0.4	0.6	0.9	1.4
长期投资	-1	-	-	-	每股经营现金流	0.4	0.1	0.6	1.0
其他	-1	-	-	-	每股净资产	2.6	4.9	5.7	7.2
筹资活动现金流	-51	434	-2	5	估值比率				
短期借款	-18	9	-5	2	P/E	94.7	63.1	43.3	26.3
长期借款	-	-	-	-	P/B	14.7	7.8	6.6	5.3
普通股增加	-	91	-	-	EV/EBITDA	84.8	64.4	40.4	23.4
资本公积增加	-	332	-	-					
其他	-32	2	3	3					
现金净增加额	-60	495	-223	253					

资料来源：东方证券研究所整理

POS 机与手机支付刷出未来高成长

研究结论

- 国内 POS 终端市场有 9 倍以上的成长空间，未来三年有望保持 40% 以上高增长。我国 POS 终端覆盖比例和受理银行卡商户比例仅相当于发达国家的 11%，成长空间巨大；2011 年开始的 EMV 迁移和存量更新需求；手机支付和特定行业支付等新兴需求等三大需求将推动国内 POS 终端行业快速增长，预计未来三年国内 POS 机销量将保持 40% 以上的高增长。
- 新国都的行业地位和成本优势保证公司获得高于行业平均增速的高增长。银联是 POS 机行业的主导者。出于金融安全的考虑，银联对 POS 机制造商提出了较高的认证和招标资质要求，形成了较高的资质壁垒，从而造就了金融 POS 领域寡头竞争的格局。新国都是最近三年增长最快的 POS 制造商，公司采用平台化的研发架构、用软件代替部分硬件功能的实现，有效降低了 POS 机的制造和维护成本。公司在产品价格低于行业平均水平的基础上，毛利率高于主要竞争对手。我们认为，公司的行业领先地位和成本优势将保证公司未来三年获得高于行业平均增速的高增长。
- 手机现场支付、特定行业小额支付应用和海外市场为公司提供了新的增长点。随着移动和银联在手机支付标准上趋向统一，同时越来越多的手机制造商推出内置 NFC 功能的手机，我们认为手机现场支付大范围推广的条件已经成熟，2011 年有望出现爆发性增长，POS 终端等将是最先受益的产业链环节。同时除了手机现场支付外，铁路、电力、石油等垄断行业也将形成较大的小额支付需求。公司已经为手机支付和其他行业支付储备了技术和产品，由于银联在手机现场支付标准中获得较大的话语权，将使得新国都这样在银联采购体系中具有优势的公司更加受益。同时公司已经通过贴牌方式进军美国市场，2011 年起计划开拓伊朗等中东市场。
- 公司产品降价压力不大，可以保持高盈利能力。银联采取了具有保护性的招标定价政策，一次招标定价两年有效；同时公司产品结构和客户结构的多元化、以及公司产品价格低于行业主要竞争对手平均水平，因此公司未来三年产品降价压力不大，有望保持目前的高毛利率水平。
- 进军第三方收单服务业务，向平台服务商转型。公司与广州羊城通合作试点推广公交卡小额支付应用，公司负责 POS 终端的布点和维护。我们认为与羊城通的合作短期内不会带来太大的利润贡献，但是可以积累经验，为公司复制该模式和申请第三方收单服务机构资质打下基础。未来公司将转型为第三方收单平台服务商。
- 首次给予买入评级，目标价 52.44 元。我们预测公司 2010—2012 年的 EPS 分别为 0.92、1.38、2.09 元，参考可比公司 2011 年的 PE 取值范围和均值，并考虑到公司未来三年保持 45% 以上的高增长和公司的领先地位，给予公司 11 年 38 倍 PE，目标价 52.44 元，首次给予公司买入评级。
- 风险因素：POS 机行业增速低于预期以及 POS 机单价大幅下滑的风险。

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做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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860210060001

联系人

童卓

tongzhuo@orientsec.com.cn

张乐

8621-63325888-6086

zhangle@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 3 月 8 日) 43.08 元

目标价格 52.44 元

总股本/A 股 (百万股) 63.5/ 63.5

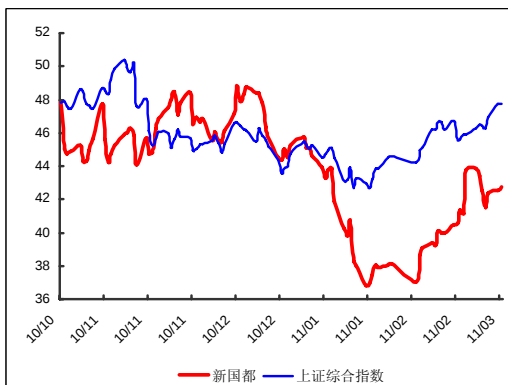
A 股市值 (亿元) 27.36

国家/地区 中国

行业 电子

报告发布日期 2011 年 3 月 9 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	140	209	329	477
同比 (%)	29%	50%	57%	45%
归属母公司净利润	44	58	87	133
同比 (%)	43%	32%	50%	52%
毛利率 (%)	58.6%	54.7%	54.5%	54.4%
ROE (%)	26.5%	6.8%	9.3%	12.4%
每股收益 (元)	0.70	0.92	1.38	2.09
P/E (倍)	61.62	46.83	31.27	20.63
P/B (倍)	16.30	3.21	2.91	2.55
EV/EBITDA (倍)	70	46	26	16

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	168	805	854	1,001	营业收入	140	209	329	477
现金	93	681	667	729	营业成本	58	95	149	217
应收账款	30	48	73	108	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	1	4	4	7	营业费用	22	29	43	61
预付账款	3	4	7	10	管理费用	25	38	64	78
存货	38	62	98	143	财务费用	(0)	(4)	(14)	(14)
其他	3	5	4	4	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	23	96	147	160	公允价值变动收益	—	—	—	—
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	1	—	—	—
固定资产	7	79	130	142	营业利润	35	49	83	130
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	12	13	17	22
其他	2	3	3	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	191	901	1,002	1,161	利润总额	46	62	100	152
流动负债	22	47	61	87	所得税	2	4	13	19
短期借款	—	—	—	—	净利润	44	58	87	133
应付账款	9	22	29	46	少数股东损益	—	—	—	—
其他	13	25	32	41	归属于母公司净利润	44	58	87	133
非流动负债	1	—	—	—	EBITDA	38	57	100	161
长期借款	—	—	—	—	EPS (元)	0.70	0.92	1.38	2.09
其他	1	—	—	—	主要财务比率				
负债合计	23	47	61	87	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	—	—	—	—	成长能力				
股本	48	64	64	64	营业收入	29.5%	49.7%	57.2%	45.0%
资本公积	62	674	674	674	营业利润	14.1%	40.8%	70.5%	56.0%
留存收益	58	116	204	336	净利润	42.7%	31.6%	49.7%	51.6%
归属母公司股东权益合计	168	853	941	1,074	获利能力				
负债和股东权益	191	901	1,002	1,161	毛利率	58.6%	54.7%	54.5%	54.4%
现金流量表					净利率	14.0%	31.8%	27.9%	26.6%
单位:百万元					ROE	26.5%	6.8%	9.3%	12.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	19.6%	5.0%	6.4%	9.3%
经营活动现金流	30	36	53	105	偿债能力				
净利润	44	58	87	133	资产负债率	12.0%	5.3%	6.1%	7.5%
折旧摊销	4	12	30	46	净负债比率				
财务费用	(0)	(4)	(14)	(14)	流动比率	7.65	16.95	14.09	11.45
投资损失	(1)	—	—	—	速动比率	5.91	15.64	12.47	9.82
营运资金变动	(18)	(28)	(53)	(60)	营运能力				
其它	0	(2)	2	1	总资产周转率	0.80	0.38	0.35	0.44
投资活动现金流	(15)	(84)	(81)	(58)	应收账款周转率	4.80	5.14	5.23	5.07
资本支出	(16)	(84)	(81)	(58)	应付账款周转率	4.94	6.16	5.89	5.81
长期投资	(1)	—	—	—	每股指标 (元)				
其他	2	(0)	(1)	(0)	每股收益	0.70	0.92	1.38	2.09
筹资活动现金流	(3)	637	14	14	每股经营现金流	0.47	0.57	0.84	1.65
短期借款	—	—	—	—	每股净资产	2.64	13.44	14.82	16.91
长期借款	—	—	—	—	估值比率				
普通股增加	—	16	—	—	P/E	60	46	31	20
资本公积增加	—	611	—	—	P/B	16	3	3	2
其他	(3)	10	14	14	EV/EBITDA	68	45	26	16
现金净增加额	13	589	(14)	61					

资料来源：东方证券研究所整理

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-12-18)



资金流向

(截止2011-12-18)



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

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，本公司或东征资管仍持有信维通信（300136.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，本公司或东征资管仍持有星星科技（300256.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，本公司或东征资管仍持有超图软件（300036.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，本公司或东征资管仍持有神州泰岳（300002.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

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