

# 拓维信息 (002261.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

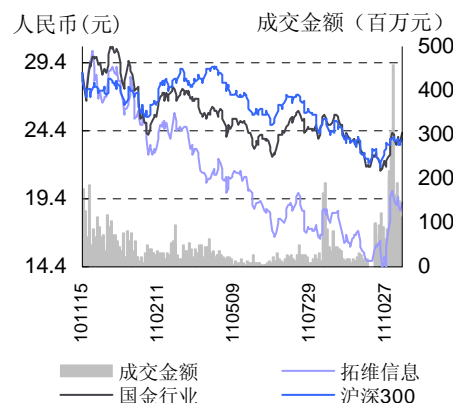
市价(人民币): 19.17 元

目标(人民币): 26.25 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	138.32
总市值(百万元)	4,179.71
年内股价最高最低(元)	30.38/14.40
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《行权无忧,静待行业爆发》, 2011.2.28

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

赵旭翔 联系人  
(8621)61038323  
zhaoux@gjzq.com.cn

## 依托渠道能力, 打造移动教育等旗舰产品

### 公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.780	0.762	0.285	0.750	1.119
每股净资产(元)	5.48	4.97	5.30	6.30	7.84
每股经营性现金流(元)	0.80	0.54	0.49	1.39	1.67
市盈率(倍)	51.30	52.23	67.26	25.57	17.14
行业优化市盈率(倍)	57.32	60.85	48.97	48.97	48.97
净利润增长率(%)	11.26%	27.00%	-43.88%	163.01%	49.23%
净资产收益率(%)	14.22%	15.32%	8.07%	17.84%	21.41%
总股本(百万股)	111.81	145.36	218.03	218.03	218.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **行业最坏的时间将过去:** 自 2010 年以来, 在无线网络不佳、数据业务人事调整等因素的作用下, 中移动对高速增长了近十年的数据业务进行了主动的紧缩调整。目前, 互联网巨头风风火火进军移动互联网、3G 用户即将迎来井喷、中国电信和中国联通的数据业务加速发展, 在这些压力下, 以及中移动内部调整到位、网络状况改善的内在条件下, 我们认为中移动将逐步重启发展移动互联网的进程。对于优秀的 SP 来说, 行业最坏的时点将逐渐过去。
- **公司拐点:** 11 年公司收入占比一半的传统增值业务和传统平台类业务处于衰退期, 这些业务同比下滑接近 30% 以上, 保守估计这些业务较以往少赚了 3000 万元左右, 另外公司今年 3000 多万元股权激励费用和业务扩张、人员扩张、薪酬提高等因素都是导致今年公司业绩大幅下滑的原因。在这种情形下, 公司加速了向移动互联网转型, 制定了“围绕核心渠道能力, 打造 3-5 款移动互联网垂直领域第一的产品”战略, 并已付诸实施, 逐渐看到效果, 这将在明年给公司带来强劲的增长动力, 公司基本面处于拐点。
- **受益文化产业政策:** 公司移动教育、文化创意类移动互联网产品均是绿色的、健康的、有助于社会主义建设的文化产品, 公司近日被文化部遴选为十家最具影响力国家文化产业示范基地之一。我们认为, 如果公司在产品上有意识的规划设计, 很有可能被树立为文化产业的互联网企业标杆。
- **拓维信息的核心竞争力在于全国范围内的渠道优势。**公司通过六届手机动漫大赛和 MM 百万青年创业大赛构建了和团中央、文化部、运营商集团公司、省公司、县市公司的交流合作关系, 形成了强大的推广渠道。
- **拓维的转型围绕自身核心的渠道能力, 力图将自己打造成移动教育、创意产品、移动电子商务三个细分领域的龙头企业。**
  - 在移动教育方面拓维的规划可行性尤其高。拓维将通过自身的推广渠道和行业整合相结合大力拓展“校讯通”业务——通过校讯通叠加的“名师资源”等新产品——同时通过线下教育和线上教育结合。我们认为, 通过广度和深度的拓展, 拓维最终将在移动教育市场较大的突破。

### 估值与评级

- 我们预测 2011-2013 年公司的 EPS 分别为, 0.29 元、0.75 元和 1.12 元, 给予公司 35 倍 2012EPS 估值, 26.25 元。
- 维持对公司的“买入”评级。

## 内容目录

移动互联网正在繁荣 .....	5
智能终端和新型移动互联网应用发展迅猛 .....	5
改变才刚刚开始 .....	6
电信运营商：机会还是挑战？——优秀 SP 的行业拐点即将来临 .....	7
固定互联网，“上帝的归上帝，凯撒的归凯撒” .....	7
移动互联网，是挑战也是机会 .....	7
对中移动优秀的 SP 来说，最坏的时间已过去，行业拐点来临 .....	9
拓维的核心渠道能力和目标 .....	10
内容和应用越丰富，渠道越稀缺 .....	10
打造移动互联网利器，时不我待 .....	11
移动教育产品路线积极稳妥 .....	12
转型路线 .....	12
校讯通本身市场分析 .....	12
民办教育和教辅培训的市场空间 .....	14
收入规模预测 .....	16
动漫等文化创意产业 .....	16
“前店后厂”的创意产品业务 .....	16
收入规模预测 .....	17
借助全国渠道资源走差异化移动电子商务路线 .....	17
在协助湖南电子商务基地建设的过程中，锻炼了能力 .....	18
电影票等细分市场的选择，考验公司的全国范围资源整合能力 .....	18
收入规模预测 .....	18
软件业务由项目向产品发展 .....	18
软件由项目向产品转型 .....	18
收入规模预测 .....	19
传统增值业务将逐渐萎缩 .....	19
费用率预测 .....	20
估值与投资建议 .....	20
附录：三张报表预测摘要 .....	22

## 图表目录

图表 1：庞大的手机网民数量是移动互联网的良好基础 .....	5
图表 2：2011 年 11 月中国智能移动设备用户量（剔除 Symbian 时代的移动互联网用户）相当于 9 年前（2002 年）的互联网 .....	5

图表 3: 2010.12-2011.6 半年的时间, 国内微博用户数量增长 200%, 达到 1.95 亿.....	5
图表 4: App store 中国区、Google 安卓市场中国区规模持续扩张.....	6
图表 5: 创新技术的扩散程“S”形曲线, 10%是临界点.....	6
图表 6: 2011M8, 国内 3G 用户的渗透率超过 10%.....	6
图表 7: 2011 年以来, 智能手机的价格持续下降.....	7
图表 8: 移动互联网不同于传统固定互联网, 电信运营商占据着重要的应用和内容服务入口地位.....	8
图表 9: kik、微信、米聊等应用抢占短信等电信业务.....	8
图表 10: skype 等应用抢占运营商语音业务.....	8
图表 11: 在未来 IT 和 CT 互相融合的时代, 电信运营商将面临来自于互联网厂商的激烈竞争.....	9
图表 12: 移动互联网用户接入运营商分布中, 中移动仍然占据绝大多数份额	9
图表 13: 拓维信息的转型战略.....	10
图表 14: 内容越丰富的时代, 渠道资源越稀缺.....	11
图表 15: 中国移动八大基地和拓维的合作情况.....	11
图表 16: 目前拓维教育建立了长沙、珠海、广东三个基地, 11 个校区.....	12
图表 17: 中国移动的调查的校讯通目标市场规模约为 60 亿元, 目前中移动仅占 35%左右.....	13
图表 18: 中移动全集团与部分省公司校讯通业务发展不完全整理.....	13
图表 19: 教育信息化市场规模.....	13
图表 20: 校讯通类的网络服务规模约为 68 亿元.....	13
图表 21: 校讯通业务过于分散给用户带来的用户体验不佳, 行业需要整合..	14
图表 22: 中国财政性教育经费 GDP 占比将在 2012 年达到 4%.....	14
图表 23: 全国教育总经费, 逐年以两位数的增长率增长, 2009 年规模达到 1.65 万亿元.....	14
图表 24: 2009 年, 网络教育和考试教育市场规模在 200-400 亿元之间.....	15
图表 25: 中国民办教育市场规模将突破 4000 亿元.....	15
图表 26: 全国中小学教辅培训渗透率为 20%左右, 和一线城市 70%的水平差距还很大.....	15
图表 27: 学大 2010 年营业收入 1.54 亿美元.....	16
图表 28: 学而思 2011 财年营业收入 1.11 亿美元.....	16
图表 29: 2011-2013 年移动教育收入预测.....	16
图表 30: 公司文化创意产业采用前店后厂的模式.....	17
图表 31: 2011-2013 年文化创意类产品销售收入预测.....	17
图表 32: 2011-2013 年手机购票等移动电子商务收入预测.....	18
图表 33: 2011-2013 系统集成与技术服务收入预测.....	19
图表 34: 我们预计, 公司对小品种 SI 类和平台类业务战略性的放弃与行业景气低谷叠加导致 2011 年该项收入大幅下滑.....	20

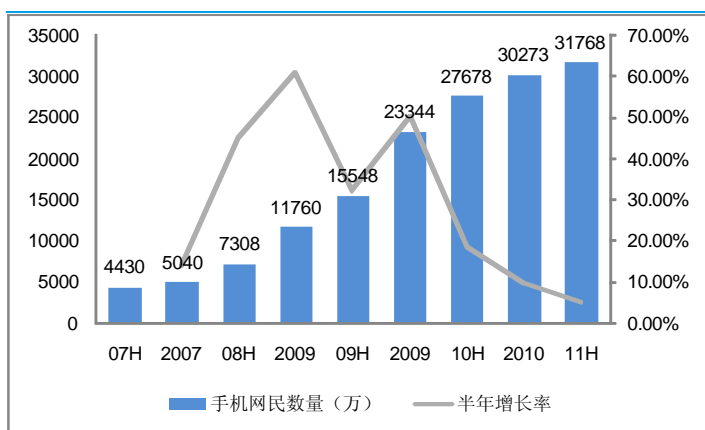
图表 35: 普通类和功能类等传统 SP 业务将持续萎缩 .....	20
图表 36: 公司三项费用率预测 .....	20
图表 37: 2011-2013 年销售收入预测 .....	21
图表 38: 2011-2013 年 EPS 预测 .....	21
图表 39: 销售预测表 .....	22

## 移动互联网正在繁荣

### 智能终端和新型移动互联网应用发展迅猛

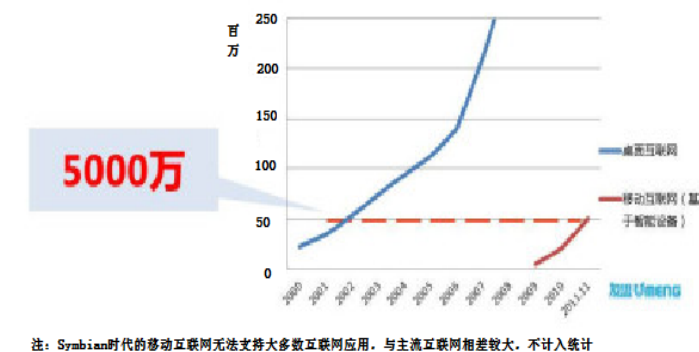
- 随着 3G 网络、Wlan 网络以及新型智能手机的快速普及，自 2010 年以来，除运营商体系以外的移动互联网发展迅猛。至 2011 年 11 月，中国智能移动设备用户数量已经达到 5000 万，达到这一规模仅用了 2 年左右的时间。
- 需要指出的是，2009 年以前中国的已经有规模庞大的手机网民。但是 Symbian 时代的智能终端和应用和目前炙手可热的移动互联网有着很大的区别，因此我们剔除了这种类型的用户。
- 值得注意的是，目前移动互联网用户数量仅相当于 9 年前（2002 年）互联网的状况。同时，现已存在的庞大的手机网民数量也是移动互联网的良好基础，已有手机上网习惯的用户批量更新手机终端，并大量使用新型的移动互联网应用，是将来移动互联网持续井喷的推动力。

图表1：庞大的手机网民数量是移动互联网的良好基础



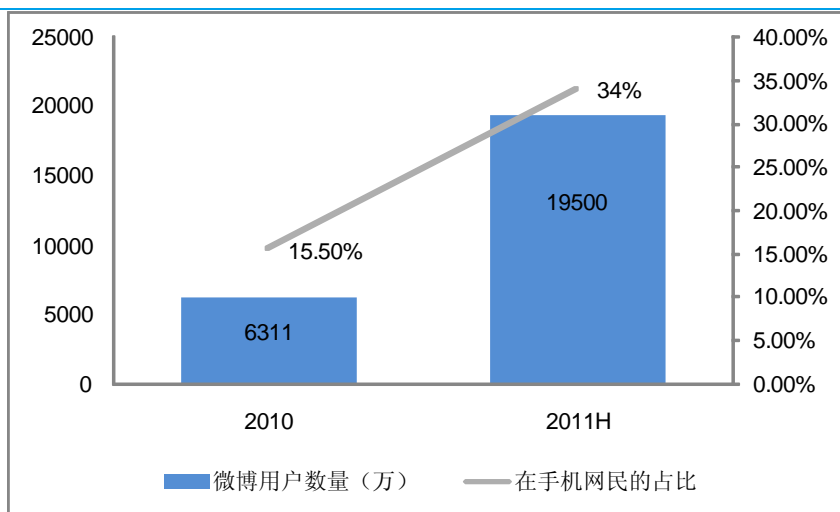
来源：CNNIC，创新工场，国金证券研究所

图表2：2011 年 11 月中国智能移动设备用户量（剔除 Symbian 时代的移动互联网用户）相当于 9 年前（2002 年）的互联网



- 新型的移动互联网的内容和应用也呈现出爆发式的增长。国内微博用户由 2010 年底的 6311 万增长至 2011 年中的 1.95 亿，增幅超过 200%。

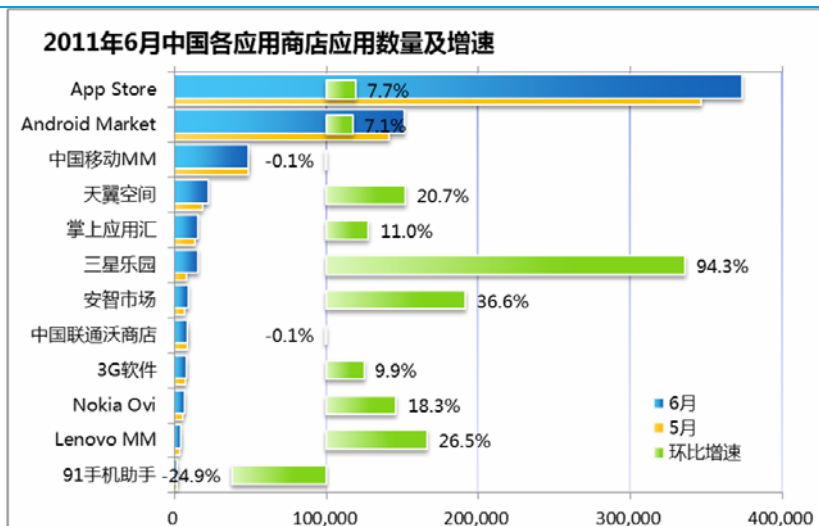
图表3：2010.12-2011.6 半年的时间，国内微博用户数量增长 200%，达到 1.95 亿



来源：CNNIC, 国金证券研究所

- 苹果 App Store 中国区、Google 安卓市场中国区用户数量、应用数量和下载次数都持续扩大。截止 2011 年 6 月，App Store 中国区应用数量超过 37 万，安卓市场中国区应用数量超过 15 万。运营商的应用商城与其拥有的移动电话用户数量对比，规模仍然比较小。

图表4: App store 中国区、Google 安卓市场中国区规模持续扩张

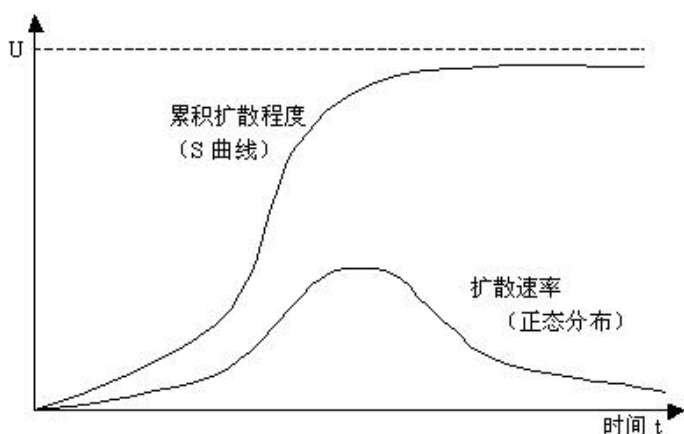


来源:百度无线, 易观智库, 国金证券研究所

#### 改变才刚刚开始

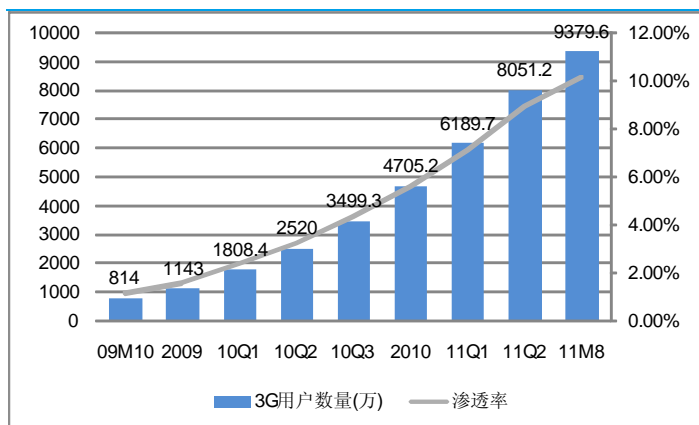
- 虽然移动互联网已经成为最炙手可热的科技话题，但是它的发展仍然刚刚开始。
- 研究证明几乎大部分创新的扩散传播过程都呈“S”形曲线。即普及率超过 10% 时，规模会大幅增长。目前我国 3G 渗透率已经超过 10%，我们认为国内 3G 的用户普及速度会进一步提升。这也是移动互联网加快发展的重要推动力。

图表5: 创新技术的扩散程“S”形曲线, 10%是临界点



来源:《创新的扩散》-Everett M. Rogers ,CNNIC,国金证券研究所

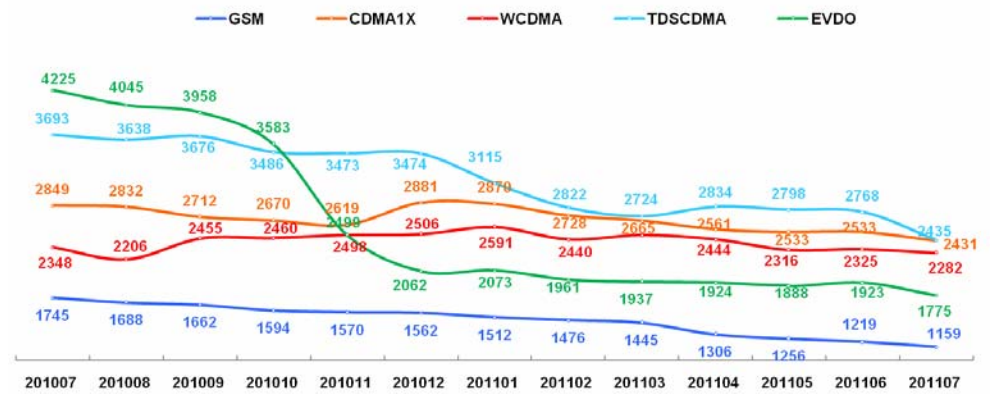
图表6: 2011M8, 国内 3G 用户的渗透率超过 10%



- 智能终端的价格大幅下降，2011 年下半年开始，千元智能机成为智能手机最热门的细分领域。大部分的千元智能机厂商出现了供不应求的现象。潮流之所以成为潮流，就是因为参与的人足够多，参与的门槛足够低。我们可以断言，低价智能机的放量，将是移动互联网由资深互联网人群向普通大众漫延的主要推手。



图表7: 2011 年以来, 智能手机的价格持续下降



来源: 国金证券研究所

- 中国共产党十七届六中全会提出要深化文化体制改革, 建设社会主义文化强国的目标。我们认为, 要实现这一目标无论从内容上还是渠道上都与移动互联网有很强关系。一方面, 互联网和移动互联网已经成为生活中越来越重要的生活场所, 其中内容很大程度上影响着国家的文化。因此, 政府一定会加大力度培育其所倡导的文化内容创意, 同时会做出相应的制度安排, 以保证内容的形式与时代同步、与移动互联网同步。另一方面, 移动互联网是文化传播的最有力渠道, 因此加快移动互联网的繁荣, 是当前条件下文化繁荣的前提条件。总之, 要深化文化体制改革, 推进社会主义文化大繁荣, 首要的态度是疏而非堵, 在这个前提下, 移动互联网也迎来了更大的机遇。能为社会主义文化建设做出贡献的企业, 更有可能获得有力的支持。

## 电信运营商: 机会还是挑战? ——优秀 SP 的行业拐点即将来临

### 固定互联网, “上帝的归上帝, 凯撒的归凯撒”

#### ■ 在固定 PC 的互联网时代, 电信运营商对互联网的参与程度较低。

- 运营商虽然参与了 IP 骨干网络的建设, 但是全球的 IP 网络是基于标准协议建成。互联网是由无数的局域网、城域网以及骨干网互联而成, 因此运营商对互联网并无绝对的控制权。固定宽带接入运营商数量也远远超过电信运营商数量, 固定宽带接入服务充分竞争。
- 正是由于整个 IP 网络本身并不属于电信服务, 运营商向用户提供的仅仅是接入服务与 IP 地址, 而这些本身与用户的业务和应用无关。用户可以轻易的更换 IP 网络运营商, 运营商对用户没有任何控制力。
- 固定宽带接入理论上接入的带宽资源可以无限扩展, 因此网络资费可以降低到足够低廉。这导致了运营商在切入互联网应用层服务运营时, 相对于独立的互联网厂商来说, 并无显著的成本优势。
- 互联网是去中心化的网络, 网络参与者的创造力非常巨大。电信运营商的盈利模式是重资产、高服务质量、稳定的回报率, 这与互联网的去中心化与快速反应是相悖的。

### 移动互联网, 是挑战也是机会

#### ■ 在移动互联网的世界中, 电信运营商将扮演比固定互联网更加重要的角色。这是因为在移动互联网的产业链中, 运营商在很大程度上控制着服务的入口, 内容和应用服务商难以逾越。主要体现在如下方面:

- 与固定互联网不同, 移动终端归属唯一的电信运营商, 选定无线接入服务商选定后很难更换, 电信运营商便控制了应用和内容服务的入口。

- 无线接入的垄断程度高，竞争程度低。无线数据网络接入服务是从电信体系诞生的，这是电信运营商和互联网结合的焦点，电信运营商在无线接入服务上具有较高的垄断性。因此，无线接入服务的价格难以降至固定互联网接入服务的水平，独立的应用和内容服务提供商必然受到数据流量资费的限制。
- 除电信运营商在无线接入服务中具有较高的垄断性外，无线接入技术的成本较高是客观的事实。因此，从长期来说，无线接入服务的价格水平也难以降至固定互联网的接入水平。对于应用和内容服务提供商来说，客户的无线接入成本是长期存在的难题，电信运营商拥有自有的无线接入资源，在向应用和内容服务渗透时具有充分的成本优势。
- 运营商提供的门户和平台更容易受到偏爱。由于电信运营商是手机销售的重要渠道之一，因此其在定制终端中预设的应用、门户和平台，便拥有极高的到达率。加之，用户长期在封闭的移动互联网体系中形成了对运营商提供的门户和平台的偏爱。因此运营商在智能终端移动互联网时代，仍然能够保持很高的平台价值。

图表8：移动互联网不同于传统固定互联网，电信运营商占据着重要的应用和内容服务入口地位



来源：国金证券研究所

- 但是反过来，运营商的传统电信业务也将受到来自互联网厂商的挤压。在移动互联网时代，用户的智能终端随时随地的访问 IP 网络，基于互联网的应用在用户的生活中得到了更全面的渗透。部分通讯类的互联网应用也有一定程度上取代语音、短信、视频电话等电信服务的可能性。虽然任何一种基于 IP 的通信方式，都难以拥有电信服务的 100% 的到达率。但是在价格优势面前，二八法则将充分发挥作用，很大一部分的传统电信业务面临巨大的互联网挑战。

图表9：kik、微信、米聊等应用抢占短信等电信业务



来源：国金证券研究所

图表10：skype 等应用抢占运营商语音业务

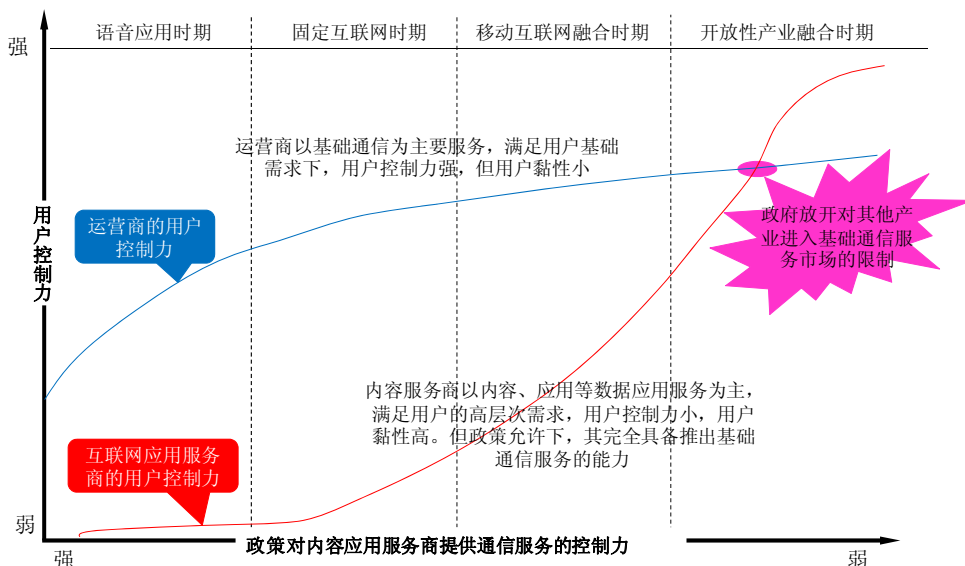


- 因此，我们坚定的认为，移动互联网时代是通信和信息技术融合的时代，也是通信行业和计算机行业互相渗透的行业。盈利模式和产业结构都将发生巨大的变化，对于通信行业和互联网行业的每一家企业来说都是未知多



于已知。不管运营商是否做好了准备，挑战都已经悄悄来临，当然在移动互联网中占领重要地位的机会也孕育其中。同时，不论运营商的 SP、CP 们是否愿意，向移动互联网的转型，参与整个 ICT 行业应用竞争，将成为一个必须面对的课题。

**图表11：在未来 IT 和 CT 互相融合的时代，电信运营商将面临来自于互联网厂商的激烈竞争**



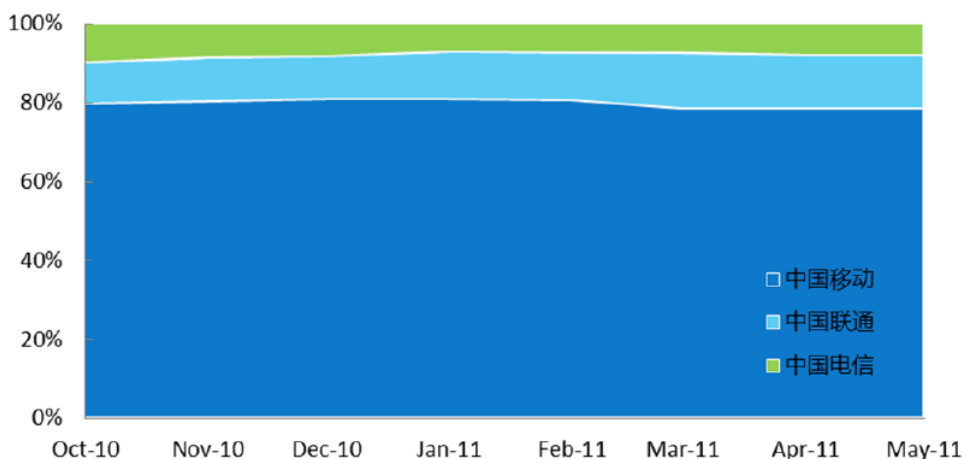
来源：中国移动,国金证券研究所

**对中移动优秀的 SP 来说，最坏的时间已过去，行业拐点来临**

- 从电信运营商数据业务的占比来看，中国移动占接近 80% 的份额。由于中国移动在数据业务与增值服务上的积累和能力都明显领先于中国联通和中国电信，我们判断中国占绝大部分比例的格局还将持续，整个 SP/SA/SI/CP 的生态环境仍将主要由中国移动决定。

**图表12：移动互联网用户接入运营商分布中，中移动仍然占据绝大多数份额**

**2010年10月-2011年5月电信运营商PV占比变化**



来源：百度无线，易观智库，国金证券研究所

- 中国移动自 2010 年以来对 SP 行业采取了从紧的产业政策，导致了很多人 SP 收入和业绩下滑，甚至倒闭。我们认为中国移动之所以采取这种政策，其根本原因是：第一，移动带宽不足的瓶颈阻碍了其大规模推动互联网业务的发展；第二，中国移动数据业务人事变动，导致其开展业务时有所顾虑；第三，中移动主动进行数据业务结构调整，该收回的收回，该整

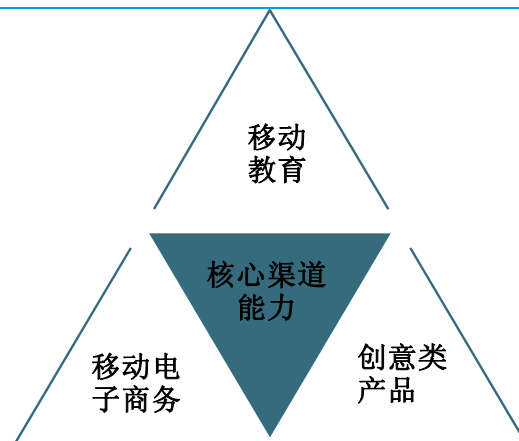
合的整合，压缩不适应未来移动互联网方向的业务，培育适应未来发展方向的业务。我们认为，这是中国移动数据业务经历了近十年高速发展后的主动调整。而在目前互联网厂商风风火火的进入移动互联网领域，3G 用户面临井喷，中国联通、中国电信数据业务加速追赶，以及中国移动人事调整即将结束、无线网络改善到位的情况下，中国移动将逐渐重启转向移动互联网的进程。

- 而经过近两年的从紧政策，中移动 SP 加速洗牌，市场集中度进一步向优势企业集中。对具备资源、技术等综合优势，并且做好了向移动互联网转型的厂商来说，行业已经度过了最坏的时间，拐点即将到来。
- 回顾中国移动对 SP 的政策主要分为三个阶段：1、移动梦网阶段，2、产品基地+KPI 考核阶段，3、产品基地+MM 商城阶段。与前两阶段相比，中国移动在目前的产品基地+MM 商城阶段，减少了对具体数据产品的 KPI 考核，强调由各省，各基地面向市场自主发展；同时，未来将自营的应用与第三方的应用都集中到 MM 商城，由用户挑选下载，这将进一步增加各产品基地和 SP 的竞争压力，同时减少省运营商的权利寻租空间。因此，如何从资源集中型企业转变为移动互联网能力型企业，将是 SP 转型需要面对的主要问题。
- 同时，我们还需看到：中国移动转向 MM 商城的政策，实际上是运营商和 SP 的阵营感受到了来自于互联网企业的有力竞争，必须用一种更有效率、更接近移动互联网规则的方式来组织开发者、运营者。难度固然很大，但是一旦转型成功，从阵营中脱颖而出，回报也必然丰厚。

### 拓维的核心渠道能力和目标

- 从拓维信息 2011H 的中期董事会报告以及我们的调研情况判断，公司目前已经明确了向移动互联网转型的战略。拓维信息转型的目标是要做一家一流的移动互联网企业的，拥有渠道和产品这两大核心竞争能力。希望未来 3-5 个细分产品上，做到移动互联网垂直领域第一名。

图表13：拓维信息的转型战略



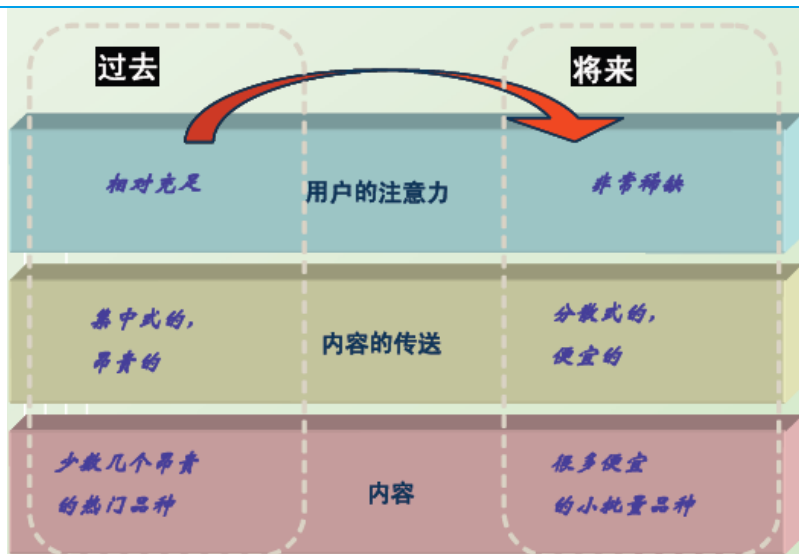
来源：国金证券研究所

### 内容和应用越丰富，渠道越稀缺

- 经过多年的发展和演进，互联网的商业模式已基本成熟：表面上看互联网应用竞争的是技术能力、服务意识、目标市场的选择以及差异化的战略的竞争；但其背后还有常常被忽略的非常重要的一点，渠道能力——和其定位的实业市场中相同的渠道能力。我们看到的许多互联网线上业务的繁荣，是以线下广泛的渠道建设为基础的。以互联网的方式经营产业，只是采用了更新的工具、更快速的交互形式，而该产业特有的产品和渠道的要求并没有发生变化。
- 移动互联网时代，互联网应用和内容更是呈几何级数增长，相对于充足的内容和应用来说，用户的注意力是非常稀缺的。因此，可靠的、可达率高

的渠道便呈现出资源的属性，拥有极高的价值。拥有渠道资源的互联网企业，也更容易取得成功。

图表14: 内容越丰富的时代，渠道资源越稀缺



来源：中国电信、国金证券研究所

- 拓维信息目前在 29 个省市都建设有完善的渠道，这是同类公司难以比拟的。拓维出色的渠道能力，得益于几个大赛产品的长期锤炼。公司目前共举办了六年的手机动漫大赛，这是由团中央、文化部等政府机构来主导的比赛。在这个大赛中，拓维跟中国移动是合作伙伴关系，而不是甲乙双方关系，双方的重视程度都很高。同时，大赛面向了几千万在校大学生，这对中国移动来说是非常重要的市场，因此动漫大赛是一件多赢的事情。正是通过多赢的动漫大赛，公司和中国移动、团中央、文化部形成了较顺畅的合作关系，并在全中国范围内构建了强大的渠道。同时，广东 MM 基地与拓维合作“MM 百万青年创业计划”，也是看中拓维的渠道能力。
- 拓维通过这些大赛活动构建的全国渠道能力，其他公司是很难复制的。也正是因此，在福建动漫基地的支撑中，拓维信息有能力在每个省做运营支撑。
- 未来拓维信息会围绕其全国范围内的渠道能力，进行“渠道中心-销售中心-运营中心-能力中心”的能力建设和改造。

图表15: 中国移动八大基地和拓维的合作情况

基地	省公司	拓维的参与度
手机阅读基地	浙江	
音乐基地	四川	
视频基地	上海	部分项目合作
位置基地	辽宁	
电子商务基地	湖南	部分省支撑，部分项目合作
游戏基地	江苏	部分项目合作
动漫基地	福建	运营支撑
MM基地	广东	举办大赛

来源：国金证券研究所

#### 打造移动互联网利器，时不我待

- 拓维信息未来的产品将集中在新型的移动互联网领域，而对于传统的运营商 SP 业务将逐渐放弃。按照公司目前的规划，着力打造的产品主要有：移动教育、文化创意产品、移动电子商务和软件服务四个方向。

- 在移动教育方面拓维计划通过自身的推广渠道和行业整合相结合大力拓展“家校通”业务----通过家校通叠加的“名师资源”等新产品-----同时通过线下教育和线上教育结合。通过广度和深度的拓展，最终形成公司在移动教育市场较大的突破。
- 创意产品方面拓维将采用“前店后厂”的模式，在现有的大赛渠道能力、支撑能力的基础上，增强漫画等创意内容的原创能力。
- 移动电子商务方面，拓维将差异化的选择能够充分利用自身在全国范围内的渠道资源的项目，结合 SoLoMo 的设计产品，全国手机购电影票便是一个很好的切入点。
- 软件产品拓维也提出要往产品化、互联网化和规模化的方向发展。
- 我们认为公司在移动教育方向的规划最为清晰，转型的路线也切实可行，非常看好移动教育产品最先取得突破。

### 移动教育产品路线积极稳妥

#### 转型路线

- 我们认为公司在移动教育方面的转型路线非常清晰：
  - 首先选择中国移动的成熟教育业务校讯通，依靠自身在中移动体系内的全国渠道资源，以及上市公司的资金优势、品牌优势，在各省大力开拓校讯通业务规模。通过这一步，公司可以全国范围内尽可能多的校园客户建立联系。同时，由于校讯通本身是成熟业务，公司在各省扩张后，加上公司现有的渠道能力，当期即可获得可观收益。因此转型的路径财务压力较小，有利于公司坚持执行。
  - 在获得校讯通可观规模后，公司便与全国的大多数中小学建立了直接业务联系。这相当于在各省运营商的渠道外，又建立一张教育体系渠道。公司通过教育体系渠道，可以叠加校讯通以外的新型教育产品。
  - 公司目前主要规划的新型教育产品“名师资源”，即：将各省乃至全国的名中学教育资源（课件、视频、作业、考试等）集中起来，通过互联网和移动互联网的方式提供给学校、教师、学生、家长等群体。公司在“校讯通”整合中获得渠道资源，既可以作为“名师资源”推广渠道，也可以作为公司的内容生产渠道。
  - 同时，公司还将通过拓维教育建立线下教育培训，既可作为线上教育的补充，也可以和线上教育互为渠道。通过线上、线下的结合，公司有望在三到五年内成为移动互联网教育产业的龙头公司。

图表16：目前拓维教育建立了长沙、珠海、广东三个基地，11个校区

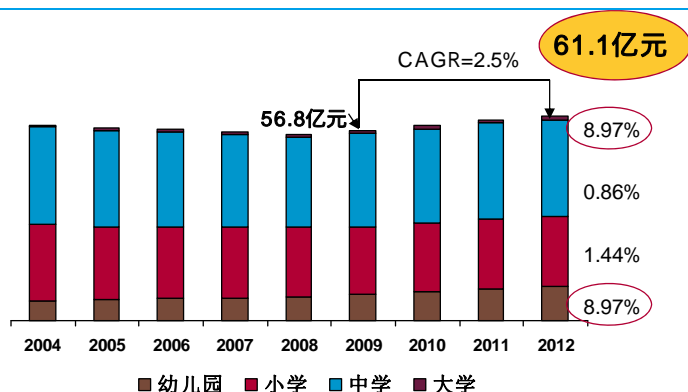
培训基地	分校区	授课方式
长沙培训基地	朝阳、银盆岭、蔡锷南路、东塘、星沙、车站北路、侯家塘、袁家岭、芙蓉南路、八一、北雅中学	一对一、一对二、
珠海培训基地		精品小班
广东培训基地		在线学习

来源：拓维教育,国金证券研究所

#### 校讯通本身市场分析

- “校讯通”是中国移动在教育行业信息化的主打产品。2006年推出，至2010年中国移动校讯通共有4400万用户，年销售规模预计超过22亿元。根据中国移动2010年委托凯捷分析做的详细市场调研，目前中国移动校讯通的目标市场容量约为60亿元，中移动目前仅占目标市场份额的35%左右，还有很大的成长空间。按照中国移动和SP、SI至少4:6成的比例，SP/SI的市场规模也约为36亿左右。

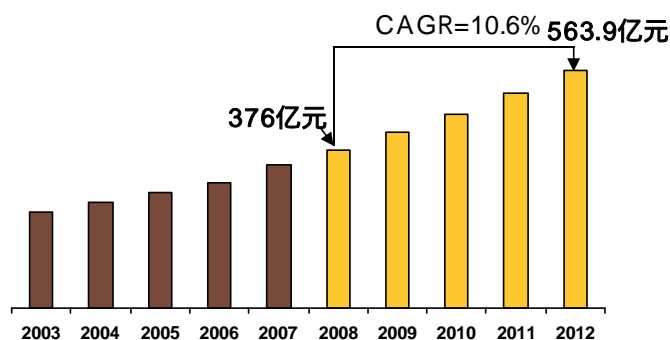
图表17: 中国移动的调查的校讯通目标市场规模约为 60 亿元, 目前中移动仅占 35%左右



来源: 中国移动, 国金证券研究所

- 同时根据艾瑞对教育信息化的规模统计和测算, 以及教育信息化中网络服务的占比, 也大体计算出“校讯通”类业务目标市场规模约为 68 亿元, 基本与凯捷分析的调查吻合。

图表19: 教育信息化市场规模

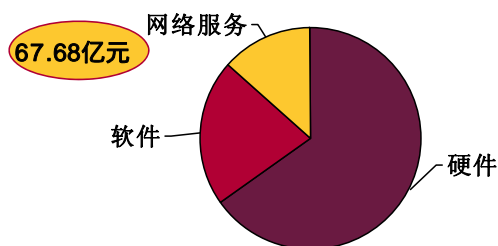


来源: 艾瑞, 中国移动, 国金证券研究所

图表18: 中移动全集团与部分省公司校讯通业务发展不完全整理

收入 (亿元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
全集团收入					14.2	22	26
江苏				1.2			
浙江	0.4						
广东		0.6	1.5	2			
黑龙江				0.1	0.2	0.36	

图表20: 校讯通类的网络服务规模约为 68 亿元



- 但是目前“校讯通”市场仍然存在一些另用户和中移动不满意的地方, 比如: 和教学系统的整合程度差、门户入口的不统一、操作界面的混乱以及内容和版本不统一。虽然“校讯通”类企业信息化业务模式是自下而上的, 需要根据业务需求定制的服务, 但是在应用框架、内容设计、用户体验上仍然需要站在产品角度统筹规划。校讯通业务过于分散, 参与的厂商过多, 是造成这些问题的根本原因, 也是制约中移动进一步提升校讯通市场份额的原因。
- 从中移动自身业务发展的要求来说, 校讯通有进一步整合和集中的要求。拓维作为中移动多项业务的重要合作伙伴, 牵头进行行业整合, 有很强的可行性。



图表21: 校讯通业务过于分散给用户带来的用户体验不佳, 行业需要整合

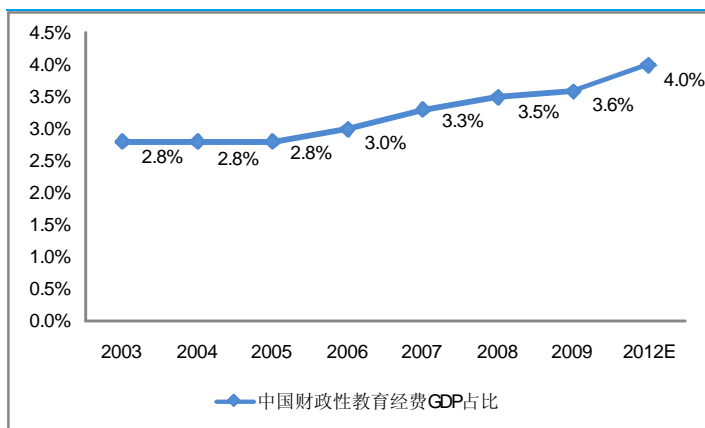


来源: 国金证券研究所

### 民办教育和教辅培训的市场空间

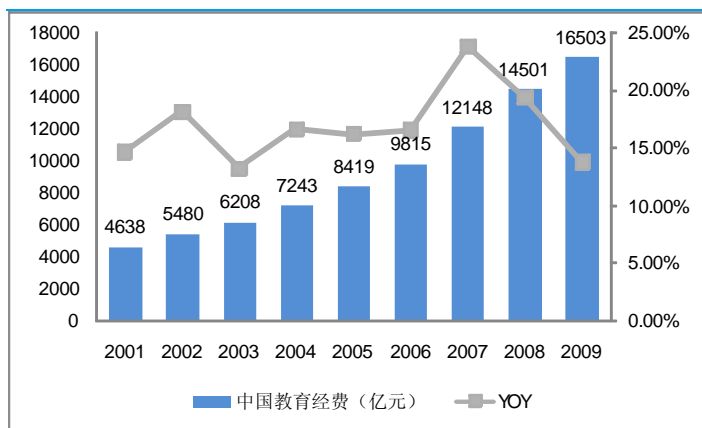
- 校讯通不是最终目标, 而是公司建设教育品牌、推广教育产品的中间渠道。从中长期规划来看, 公司的移动教育产品将向一个完整的、标准的教育产业方向演进。与学大、学而思相比, 公司将更加注重对互联网和移动互联网的应用。
- 国内教育产业是一个朝阳产业, 政府历年来持续加大财政性教育经费的投入, 但是离上世纪 90 年代提出的 GDP 的 4% 的目标仍有差距。2010 年 2 月中国颁布《国家中长期教育改革和发展纲要 (2010-2012) 》中指出, 至 2012 年财政性教育经费支出在 2012 年将要达到 GDP 的 4%。
- 除财政支出外, 民间的教育支出也很强劲。无论是中小学教育、大学教育、职业技能教育, 都有着强劲的内生需求, 同时也具有很强的抗周期性。

图表22: 中国财政性教育经费 GDP 占比将在 2012 年达到 4%



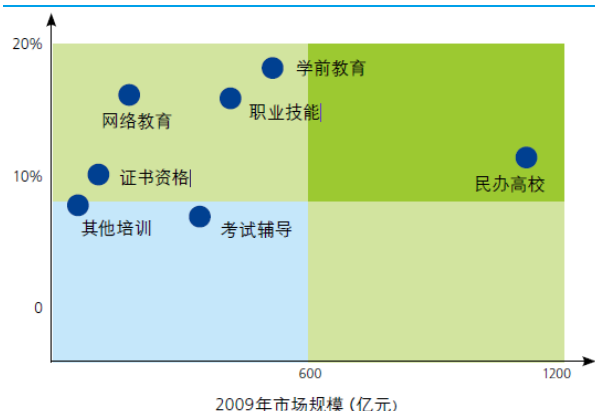
来源: 国家统计局, 教育部, 国金证券研究所

图表23: 全国教育总经费, 逐年以两位数的增长率增长, 2009 年规模达到 1.65 万亿元



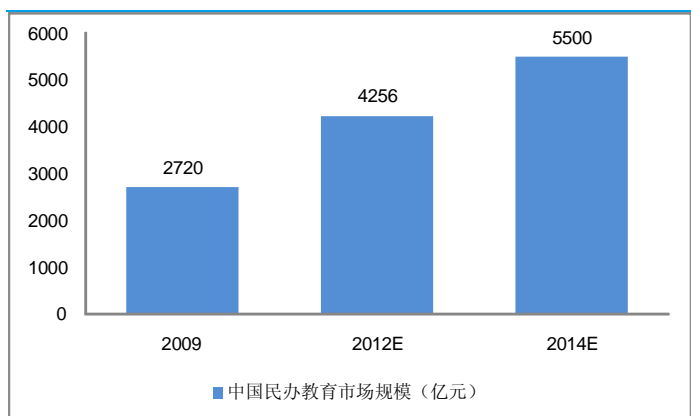
- 具体来说, 公司的“名师资源”和线下教育培训等产品同时属于“网络教育”和“考试辅导”两个细分行业, 规模在 200 亿元-400 亿元之间。
- 从办学的主体来分类, 公司属于民办教育培训范畴。由于公办教育投入仍然不足以满足旺盛的教育培训市场需求, 所以民办教育市场规模持续高速增长, 预计 2012 年民办教育规模将超过 4000 亿元。

图表24: 2009年,网络教育和考试教育市场规模在200-400亿元之间



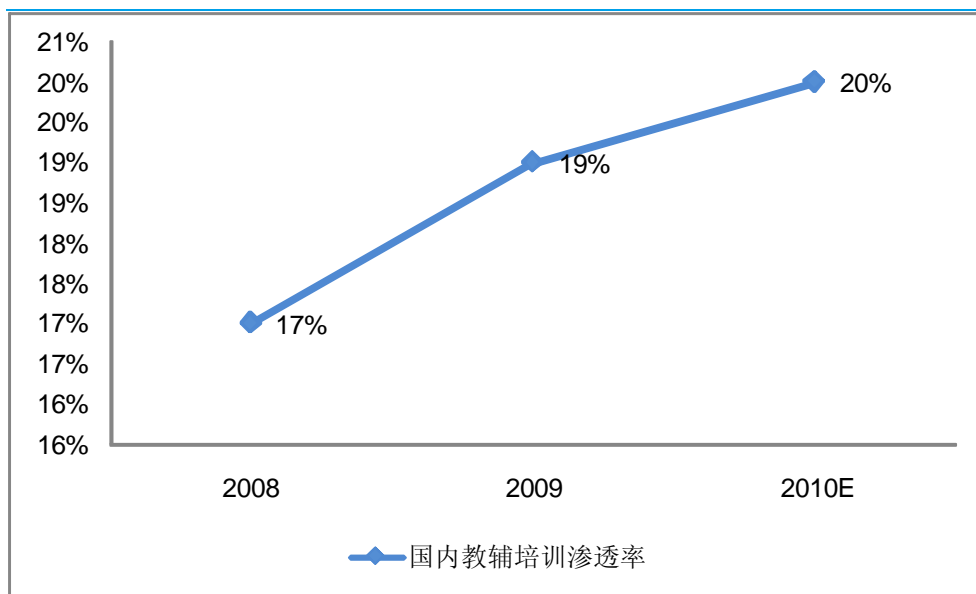
来源: 德勤, 国金证券研究所

图表25: 中国民办教育市场规模将突破4000亿元



- 根据清科研究中心 2010 年的数据,我国中小学生教辅培训的平均渗透率接近 20%,而这一数据在北京、上海、深圳、广州等一线城市超过 70%。在全国范围内,中小学教辅培训渗透率有很大的提升空间。

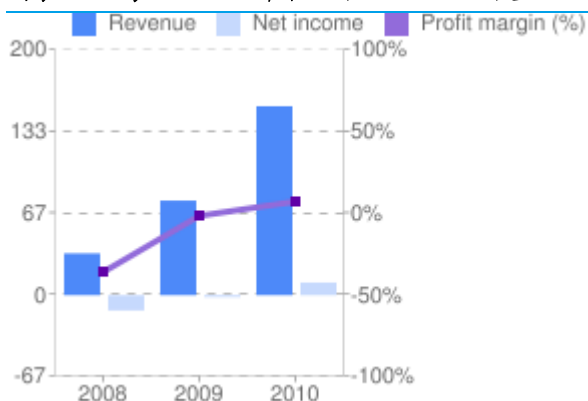
图表26: 全国中小学教辅培训渗透率为20%左右,和一线城市70%的水平差距还很大



来源: 清科研究中心, 国金证券研究所

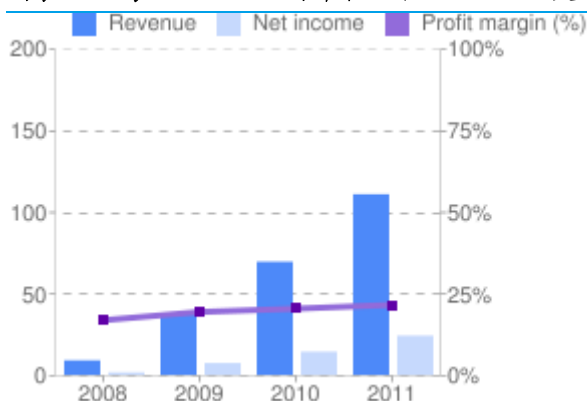
- 从竞争格局上来说,中小学教辅培训是一个高度分散的市场,据不完全统计,仅北京海淀区就有上百家教辅培训机构。在行业内领先的学大和学而思上市后,销售收入迅速扩大后目前达到 1.54 亿美元和 1.11 亿美元。因此,资金充裕的上市公司,在这个行业里有很强的整合能力。

图表27: 学大 2010 年营业收入 1.54 亿美元



来源: Google Finance, 国金证券研究所

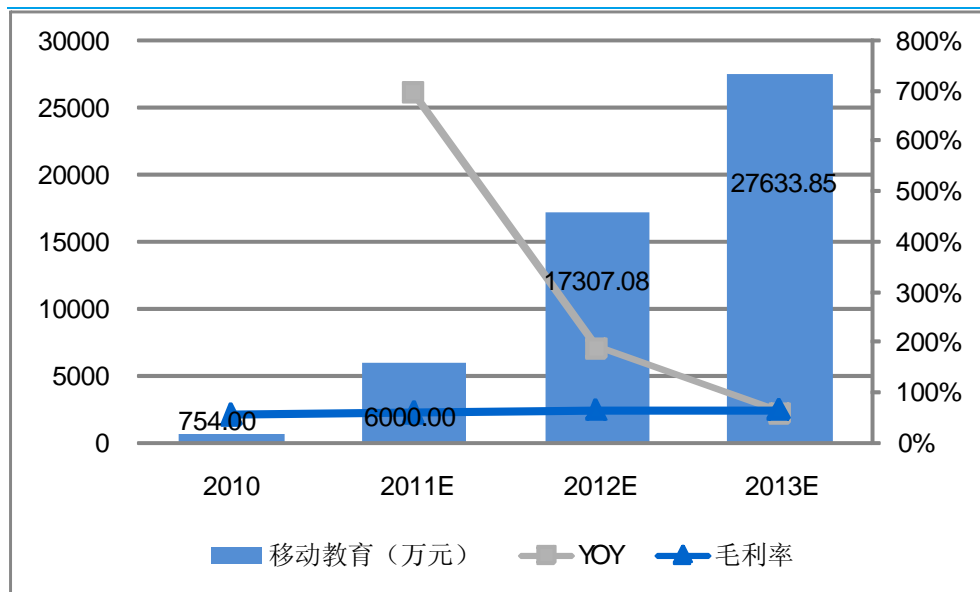
图表28: 学而思 2011 财年营业收入 1.11 亿美元



#### 收入规模预测

- 我们预计公司通过内生式增长、市场开拓和外延式扩张, 将在移动教育领域达到广度和深度的扩展。预计年内, 公司将在湖南、广东、山东、贵州、安徽、甘肃、云南、吉林、辽宁、福建、广西、陕西等 12 个省取得校讯通的业务突破, 业务拓展速度非常快。
- 因此, 我们预计 2011-2013 年公司移动教育的营业收入分别为: 6000 万元、1.73 亿元和 2.76 亿元。
- 随着规模的扩大毛利率也将从 60% 提升至 65% 以上。

图表29: 2011-2013 年移动教育收入预测



来源: 国金证券研究所

#### 动漫等文化创意产业

##### “前店后厂”的创意产品业务

- 公司在文化创意产业上, 将采取“前店后厂”的模式, 将创意和推广环节分开。推广环节主要由: 动漫大赛、MM 百万青年创业大赛等大赛产品, 动漫基地运营支撑产品, 以及和各省、全网合作的手机动漫产品构成, 这些产品本身并不包含内容创作。
- 内容创作由公司独立的创意事业部或者独立的创意子公司完成。同时公司将同时采用自营创意团队、签约创意人员以及和其他创意公司合作等方式

来生产和提供创意内容。创作的内容可以通过公司的渠道进行推广，也可以通过社会渠道进行推广。表现形式不仅仅局限于漫画，电影、电视都是可选的形式。

- 公司的文化创意产业非常切合十七届六中全会的提出的深化文化体制改革，建设社会主义文化强国的精神。预计政府将在文化创意和传播上花大力气、大资金打造典型的产品，公司如果能够在这方面做出一定的努力，极有可能被团中央、文化部、湖南省树立为推广的典型。

图表30：公司文化创意产业采用前店后厂的模式

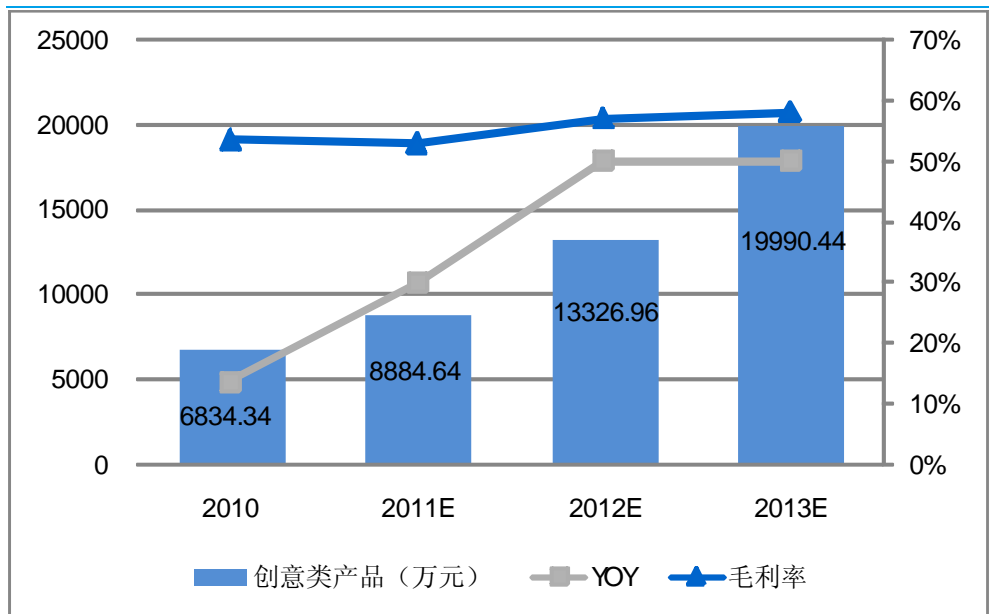


来源：国金证券研究所

#### 收入规模预测

- 我们预计 2011-2013 年公司的文化创意类产品收入分别为 8885 万元、1.33 亿元和 2.00 亿元。2012-2013 年的高速增长主要来自于，福建动漫基地的正式运行、公司自主创意内容的增加以及政府对文化产业和公司大赛产品的确定性支持态度。
- 随着自主创作内容的增加毛利率稳步提升，分别为 53%、57%和 58%。

图表31：2011-2013 年文化创意类产品销售收入预测



来源：国金证券研究所

#### 借助全国渠道资源走差异化移动电子商务路线

### 在协助湖南电子商务基地建设的过程中，锻炼了能力

- 湖南移动承担了中国移动电子商务基地的职责，拓维信息在电子商务运营支撑上与湖南移动有诸多合作。2010 年公司独家承担“湖南移动电子商务”项目，2011 年 4 月公司获得中国移动全网手机支付业务专区技术开发权和运营支撑权，为中移动电子商务基地建设全网手机支付业务专区并提供后续运营支撑服务。公司打造了移动电子商务服务平台，并为中国移动提供了提供商易通、移动电子票务、移动公用事业缴费、手机支付等移动电子商务服务产品的运营、支撑和业务开拓。
- 公司在承担中国移动电子商务项目开发、支撑和运营的过程中，不仅获取了相应的收入，更锻炼了再电子商务领域的能力。使公司能较快的认识到移动互联网的社交化、本地化和移动化的根本特征，即当前流行的 SoLoMo 概念。

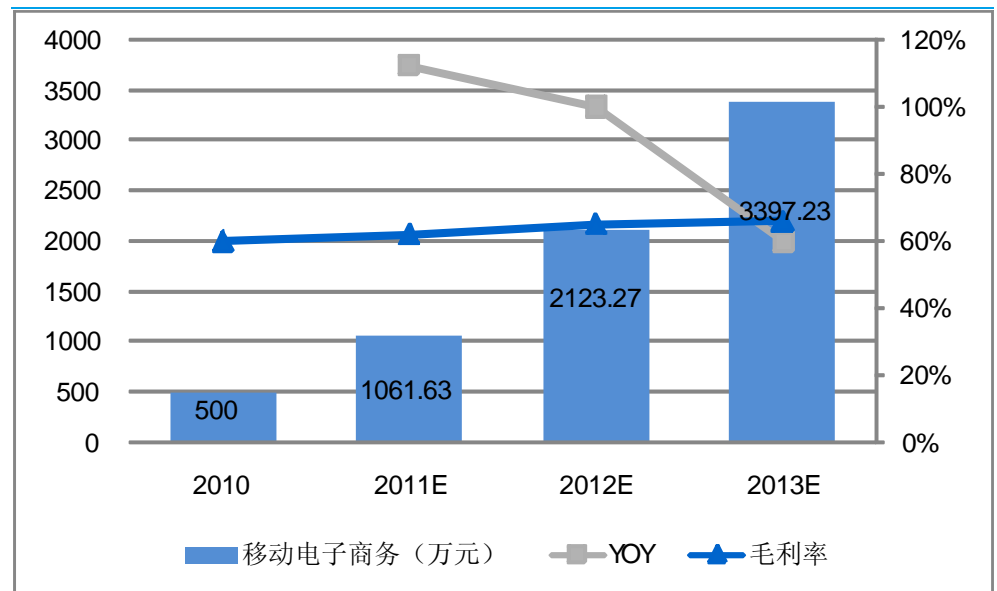
### 电影票等细分市场的选择，考验公司的全国范围资源整合能力

- 手机购电影票细分市场的选择，正体现了公司对全国范围内销售网络的信心。在北、上、广、深等一线城市，区域性的电影票网站并不鲜见，团购网站在一线城市的票务业务也非常成熟。但是在二、三线城市，大多数的网站没有能力去覆盖，这时候公司的渠道优势便开始发挥威力。
- 全国共有院线 800-900 家，公司今年已经签约 300 家，计划明年签约至 500-600 家。这样一来，公司在手机购票方面的优势便非常明显，有望成为全国性的电影票服务厂商。公司在今后移动电子商务项目的选择上，仍将坚持差异化路线。着重发挥自己在全国范围，多层次城市间的渠道能力，使自己成为全国范围的资源整合平台，体现规模价值。
- 在产品的设计上，公司将进一步借鉴 SoLoMo 的模式，将社交网络、位置服务融合到具体的产品中。

### 收入规模预测

- 我们谨慎的预测 2011-2013 年公司手机购电影票、手机购彩票、手机缴费等移动电子商务收入为 1062 万元、2123 万元和 3397 万元，随着规模的扩大、毛利率也将由 62%稳步上升至 66%。

图表32：2011-2013 年手机购票等移动电子商务收入预测



来源：国金证券研究所

### 软件业务由项目向产品发展

### 软件由项目向产品转型

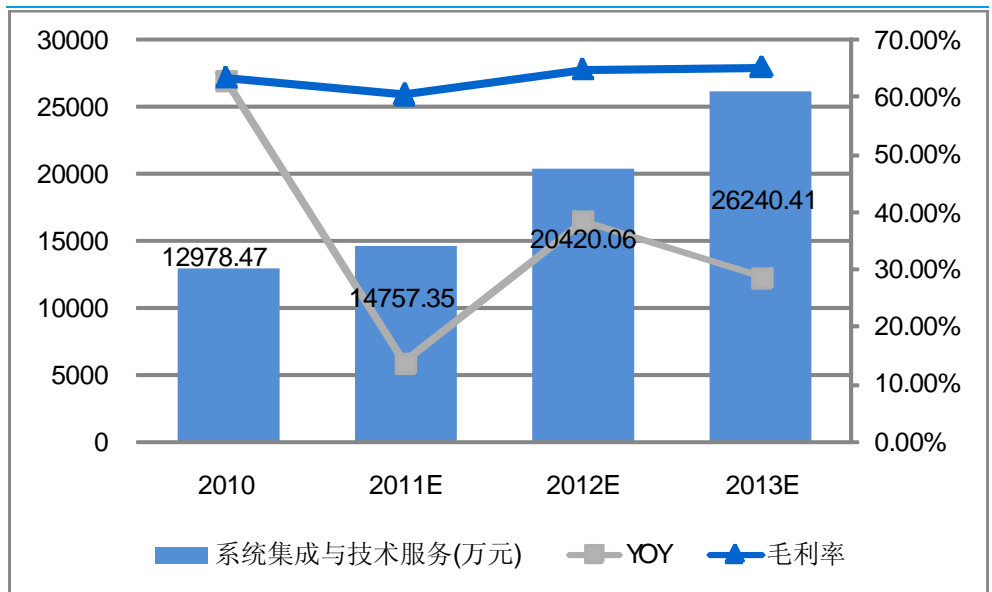


- 公司的软件类业务由系统集成和技术服务组成。主要包含 ERP 业务、OA 业务、CRM 业务、运营商各基地的软件开发与技术平台支撑业务等等。随着公司在中国移动各基地的开发业务陆续展开并确认收入，公司软件类业务的增长能够得到保证。
- 在软件类业务上，公司今后将由项目向产品转型。在考核上，软件业务将不仅强调收入规模，更强调产品的成熟度、市场占有率以及产品的互联网属性等。

#### 收入规模预测

- 由于福建动漫基地的技术支撑免费一年，因此基本要到 2012 年才能产生收入。我们预计，2011-2013 年公司系统集成与技术服务的销售收入分别为 1.48 亿元、2.04 亿元和 2.62 亿元。随着软件项目向产品转型，必然带来毛利率的提升，预计 2011-2013 年系统集成与技术服务的毛利率分别为 60.43%、64.73%和 65.15%。

图表33：2011-2013 系统集成与技术服务收入预测

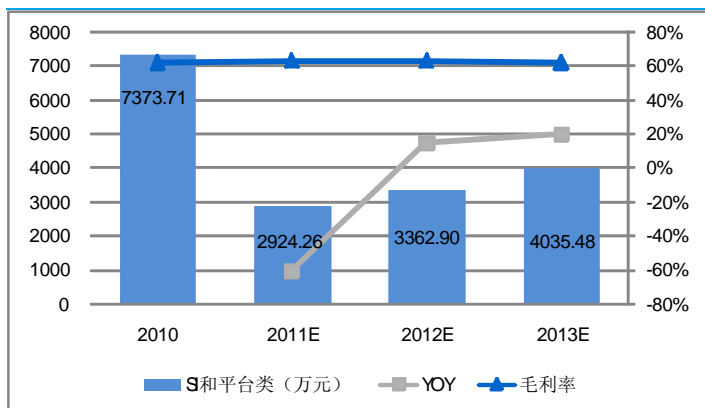


来源：国金证券研究所

#### 传统增值业务将逐渐萎缩

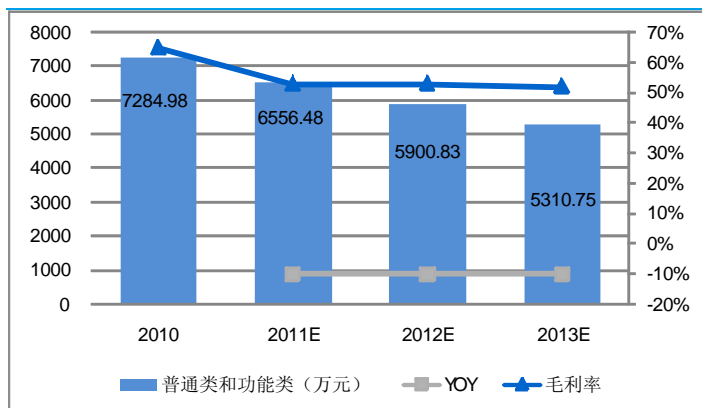
- 由于公司将销售和研发精力集中于移动教育、移动电子商务与创意类产品上，传统的各种规模小、品种多的 SI 类和平台类业务（主要包含：移动总机、农信通、行业 ADC 管理平台、彩铃 DIY 平台等）将出现大幅下滑。预计 2011-2013 年 SI 类和平台类业务的收入分别为 2924 万元、3362 万元和 4035 万元。2012 年和 2013 年出现小幅回升的原因是，中国移动在企业信息化方面会加大推广力度，行业本身的景气度提升。但是公司战略性的放弃小品种业务，因此这部分收入对总收入的贡献将越来越小。
- 普通类和功能类业务主要包含：彩信、彩铃、IVR、一机多号、隐身聊天和移动聊吧等内容。这些传统的 SP 业务，在移动互联网时代不可逆转的萎缩。因此我们预测 2011-2013 年，公司该项业务收入持续下降，分别为 6556 万元、5901 万元和 5311 万元。

图表34：我们预计，公司对小品种SI类和平台类业务战略性的放弃与行业景气低谷叠加导致2011年该项收入大幅下滑



来源：国金证券研究所

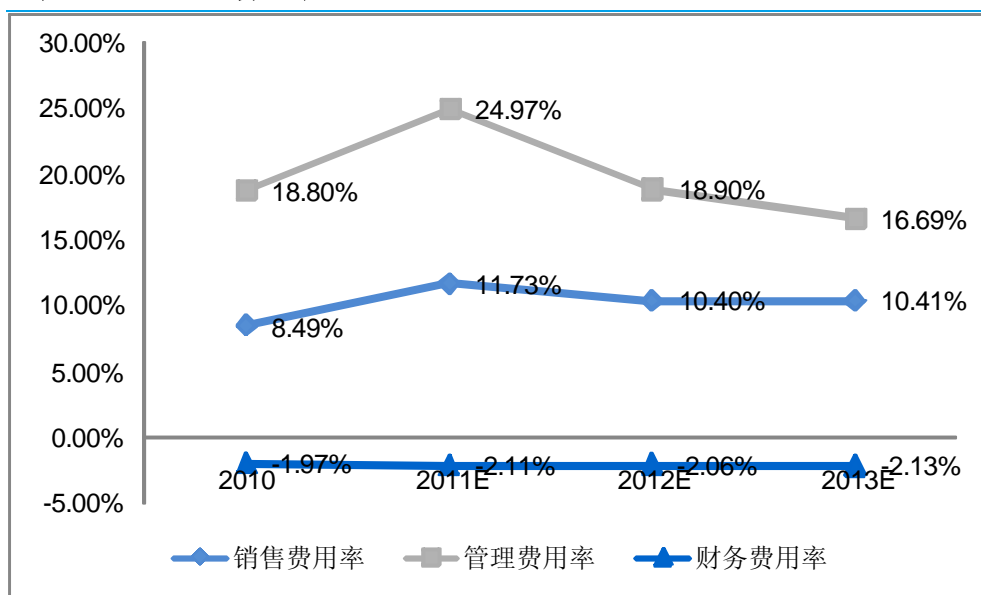
图表35：普通类和功能类等传统SP业务将持续萎缩



### 费用率预测

- 受股权激励费用、人员增长、区域扩张以及销售收入放缓影响，2011年管理费用和销售费用将大幅上升。预计，管理费用由2010年的18.80%上升至2011年的24.97%（考虑了由于不能达到股权激励业绩要求，年底冲回约1200万元激励费用），销售费用由8.49%上升至11.73%。分析2012年，由于激励费用将大幅减少，销售收入大幅扩大，管理费用率将基本回落至正常区间。但是公司的业务扩张力度较大，因此销售费用仍将维持在较高水平，管理费用率进一步向下优化的空间也很小。
- 我们预测2011-2013，管理费用率分别为24.97%、18.90%和16.69%，销售费用率为11.73%、10.40%和10.41%，财务费用率为-2.11%、-2.06%和-2.13%。
- 预计，费用率的改善是公司2012和2013年业绩快速回升的主要原因之一。

图表36：公司三项费用率预测

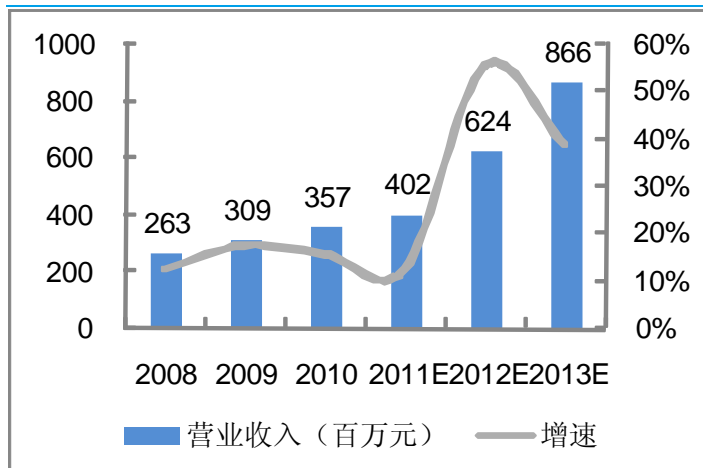


来源：国金证券研究所

### 估值与投资建议

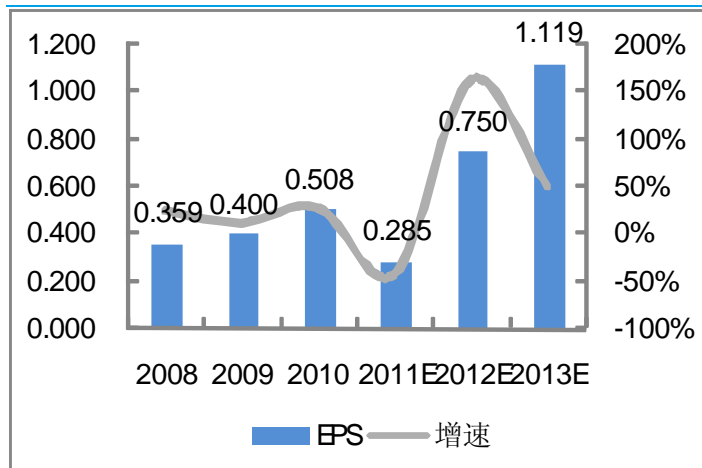
- 综合以上，我们预计 2011-2013 年公司的营业收入分别为 4.02 亿元、6.24 亿元和 8.66 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.75 元和 1.12 元。
- 考虑到移动互联网行业处于爆发时点，公司也处于转型阶段，同时我们的盈利预测也偏谨慎，给予  $35 \times 2012\text{EPS}$  估值，26.25 元。
- 维持对公司的“买入”评级。

图表37：2011-2013 年销售收入预测



来源：国金证券研究所

图表38：2011-2013 年 EPS 预测



**图表39：销售预测表**

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>软件与系统集成</b>						
销售收入（百万元）	79.74	129.78	147.57	204.20	262.40	314.88
增长率（YOY）	8.55%	62.75%	13.71%	38.37%	28.50%	20.00%
毛利率	42.50%	63.34%	60.43%	64.73%	65.15%	65.00%
销售成本（百万元）	45.86	47.58	58.39	72.02	91.45	110.21
增长率（YOY）	5.18%	3.76%	22.73%	23.33%	26.99%	20.51%
毛利（百万元）	33.89	82.20	89.18	132.18	170.95	204.68
增长率（YOY）	13.47%	142.58%	8.49%	48.22%	29.33%	19.73%
占总销售额比重	25.84%	36.33%	36.72%	32.70%	30.30%	27.14%
占主营业务利润比重	19.51%	37.32%	38.44%	34.16%	31.41%	28.09%
<b>无线增值业务</b>						
销售收入（百万元）	228.88	227.47	254.27	420.21	603.68	845.15
增长率（YOY）	21.03%	-0.62%	11.78%	65.26%	43.66%	40.00%
毛利率	61.08%	60.69%	56.18%	60.62%	61.85%	62.00%
销售成本（百万元）	89.08	89.42	111.43	165.49	230.29	321.16
增长率（YOY）	25.74%	0.39%	24.61%	48.52%	39.16%	39.46%
毛利（百万元）	139.80	138.05	142.84	254.72	373.39	523.99
增长率（YOY）	18.20%	-1.26%	3.47%	78.32%	46.59%	40.34%
占总销售额比重	74.16%	63.67%	63.28%	67.30%	69.70%	72.86%
占主营业务利润比重	80.49%	62.68%	61.56%	65.84%	68.59%	71.91%
销售总收入（百万元）	308.62	357.26	401.84	624.41	866.08	1160.03
销售总成本（百万元）	134.94	137.01	169.82	237.51	321.74	431.37
毛利（百万元）	173.69	220.25	232.02	386.90	544.34	728.67
平均毛利率	56.28%	61.65%	57.74%	61.96%	62.85%	62.81%

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	263	309	357	402	624	866
增长率		17.6%	15.8%	12.5%	55.4%	38.7%
主营业务成本	-114	-135	-137	-170	-238	-322
%销售收入	43.6%	43.7%	38.3%	42.3%	38.0%	37.1%
毛利	148	174	220	232	387	544
%销售收入	56.4%	56.3%	61.7%	57.7%	62.0%	62.9%
营业税金及附加	-7	-9	-11	-12	-16	-22
%销售收入	2.6%	2.8%	3.1%	3.1%	2.5%	2.5%
营业费用	-23	-29	-30	-47	-65	-90
%销售收入	8.8%	9.5%	8.5%	11.7%	10.4%	10.4%
管理费用	-44	-59	-67	-100	-118	-145
%销售收入	16.6%	19.1%	18.8%	25.0%	18.9%	16.7%
息税前利润 (EBIT)	75	77	112	72	188	288
%销售收入	28.5%	24.8%	31.3%	18.0%	30.2%	33.2%
财务费用	4	12	8	8	8	7
%销售收入	-1.5%	-3.9%	-2.3%	-2.0%	-1.2%	-0.8%
资产减值损失	0	1	-2	-3	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	5	4	-1	3	4
%税前利润	1.9%	4.8%	2.9%	n.a	1.4%	1.2%
营业利润	81	94	122	76	199	297
营业利润率	30.7%	30.6%	34.1%	18.9%	31.9%	34.4%
营业外收支	12	8	6	9	11	13
税前利润	92	103	128	85	210	310
利润率	35.1%	33.2%	35.7%	21.1%	33.6%	35.8%
所得税	-8	-13	-14	-13	-31	-47
所得税率	8.7%	12.6%	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	84	90	114	72	178	264
少数股东损益	6	2	3	10	15	20
归属于母公司的净利润	78	87	111	62	163	244
净利率	29.8%	28.2%	31.0%	15.5%	26.2%	28.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	84	90	114	72	178	264
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	18	21	18	15	16
非经营收益	-10	-15	-13	-6	-14	-17
营运资金变动	25	-3	-42	-13	22	-20
经营活动现金净流	113	89	79	71	202	243
资本开支	-20	-26	-18	7	0	1
投资	-21	0	-9	-100	-100	0
其他	-325	105	0	-1	3	4
投资活动现金净流	-366	79	-27	-94	-97	4
股权募资	290	0	1	0	0	0
债权募资	11	-23	30	-29	1	2
其他	-2	-8	-11	0	-15	-17
筹资活动现金净流	300	-31	20	-29	-14	-16
现金净流量	47	137	72	-53	91	232

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	473	536	609	556	647	879
应收款项	47	37	83	57	77	99
存货	4	17	33	14	20	26
其他流动资产	11	8	5	3	5	6
流动资产	535	598	730	631	748	1,011
%总资产	87.1%	86.6%	86.9%	76.4%	72.5%	78.2%
长期投资	8	12	15	115	215	215
固定资产	58	59	60	57	54	53
%总资产	9.5%	8.5%	7.2%	6.9%	5.3%	4.1%
无形资产	12	20	32	23	14	13
非流动资产	79	92	110	195	283	282
%总资产	12.9%	13.4%	13.1%	23.6%	27.5%	21.8%
资产总计	614	690	840	826	1,032	1,293
短期借款	23	0	30	0	0	0
应付款项	39	57	27	37	56	80
其他流动负债	7	8	25	39	54	72
流动负债	68	65	82	76	110	151
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	2	1	1	1	1
负债	73	67	92	87	121	164
普通股股东权益	534	613	723	770	916	1,139
少数股东权益	7	10	25	35	50	70
负债股东权益合计	614	690	840	892	1,087	1,373

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.981	0.780	0.762	0.285	0.750	1.119
每股净资产	6.686	5.483	4.972	5.300	6.304	7.838
每股经营现金净流	1.418	0.799	0.541	0.491	1.391	1.673
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.120	0.144
回报率						
净资产收益率	14.68%	14.22%	15.32%	8.07%	17.84%	21.41%
总资产收益率	12.76%	12.64%	13.19%	6.97%	15.03%	17.76%
投入资本收益率	12.10%	10.77%	12.82%	7.63%	16.58%	20.23%
增长率						
主营业务收入增长率	12.47%	17.56%	15.75%	12.46%	55.39%	38.70%
EBIT增长率	-6.81%	2.62%	45.85%	-35.40%	160.70%	52.85%
净利润增长率	23.77%	11.26%	27.00%	-43.88%	163.01%	49.23%
总资产增长率	158.40%	12.33%	21.70%	-1.64%	25.78%	25.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.6	42.7	47.7	100.0	60.0	60.0
存货周转天数	17.7	28.2	66.5	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	76.7	52.3	33.6	30.0	35.0	40.0
固定资产周转天数		69.7	61.4	51.8	31.8	22.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-83.23%	-86.04%	-77.45%	-69.10%	-67.01%	-72.62%
EBIT利息保障倍数	-19.4	-6.3	-13.4	-9.1	-25.1	
资产负债率	11.88%	9.74%	10.98%	9.73%	11.15%	11.97%



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	15	17
买入	0	4	4	7	10
持有	0	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.68	1.61

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-03-22	买入	22.22	N/A
2	2010-07-12	买入	18.05	N/A
3	2010-11-02	买入	23.92	N/A
4	2011-02-28	买入	24.68	51.45

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B