

日期: 2010年1月3日

行业: 通信及相关设备制造业



TMT 行业研究小组 张涛
021-53519888-1967
zhangtaofd@yahoo.com.cn

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	42.50
12mth A 股价格区间 (元)	24.90/43.30
总股本 (百万股)	111.81
无限售 A 股/总股本	49.40%
流通市值 (百万元)	2474
每股净资产 (元)	5.29
PBR (X)	7.89

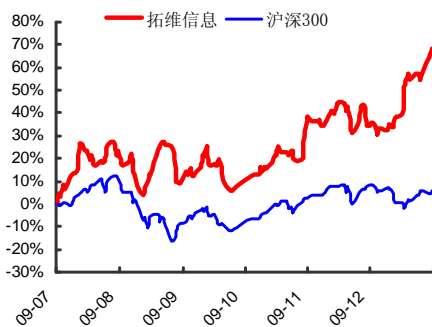
主要股东 (09H1)

李新宇	22.87%
宋鹰	22.19%
电广传媒	21.48%

收入结构 (09H1)

软件集成业务	14.89%
无线增值业务	85.11%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZT10-CR01

相关报告:

中移动手机支付爆发在即

■ 报告目的:

我们于近期赴湖南长沙,对中国移动支付的发展进行实地调研,重点调研拓维信息。

■ 主要观点:

中移动手机支付业务爆发在即

目前手机支付整个产业链都在中移动的控制下,手机支付业务成为中移动自己的支付业务。拓维信息获得湖南、云南和江西三省的中移动省级平台的建设运营和维护,考虑到手机支付业务已经进入中移动 KPI,我们认为手机支付业务进入高速成长的通道。预计手机支付业务增厚公司 2010 年 EPS0.04 元,2011 年增厚 0.30 元,2012 年增厚 0.77 元。

手机动漫受益于市场的拓展,保持快速增长

近年来公司的增值业务获得快速的增长。2008 年公司增值业务同比增长 18.66%,其中创新类增值业务同比增长 48.23%,增值业务的增长主要来源于创新类业务的快速增长。2005 年-2007 年湖南省外市场的无线增值业务收入占到当期无线增值业务总收入的 34.79%、44.46%、56.11%,省外业务占公司无线增值收入的比重逐年快速上升,我们预计 2009 年省外增值业务的占比有望达到 70%。而且目前公司的省外拓展极其有限,主要集中在中南和北方的少数城市,在南方的拓展相当有限,我们认为随着公司拓展范围的扩大,公司增值业务也将随之快速增长。

■ 投资建议:

未来六个月内,评级为“跑赢大市”。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万 元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	262.58	309.68	367.56	507.77
年增长率 (%)	12.47%	17.94%	18.69%	29.27%
归属于母公司净利润	78.36	96.22	130.76	180.19
年增长率 (%)	23.77%	22.78%	35.90%	43.32%
每股收益 (元)	0.70	0.86	1.17	1.61
PER (X)	60.64	49.39	36.32	26.37

注:有关指标按最新总股本为 112 百万股计算

一、手机支付业务

1. 中移动自己的手机支付业务

在中移动 2009 年 12 月份版的手机钱包客户手册中，对“手机钱包”的解释是中移动开发的基于无线射频识别技术的小额电子支付业务，用户需要更换 RF-SIM 卡，在 POS 机上刷卡消费，类似公交卡。而在上海移动 2008 年 9 月版的手机钱包的用户手册中，对“手机钱包”的解释是上海移动联合上海银联及各大商业银行，将客户的手机号码与银行帐号绑定，通过短信、语音等方式的快捷的支付渠道。在最新的手机钱包业务中，用户需要在中移动后台开设一个账户，这个账户同样可以完成非面对面的远程网上支付，这个业务的账户管理、结算和运营维护全部由中移动及其伙伴完成，我们可以看出中移动开始大力推广自己的手机支付业务。

同时，手机支付 2010 年进入中移动集团 2010 年考核的指标，我们参考以前进入考核指标的飞信发展，我们认为进入考核指标标志着中移动将在 2010 年大力推广手机支付业务，移动支付业务爆发增长在即。

2. 湖南是中移动手机支付业务基地

08 年 7 月中国移动确立湖南省作为中移动的手机支付业务的基地，08 年年底高阳科技中标中移动手机支付业务的全国平台的建设和运营维护外包项目，09 年 3 月份高阳科技完成手机支付业务全国平台的建设。在省平台方面，高阳科技目前中标湖北、江苏和天津，联动优势（中国移动和银联的子公司，运营老版的“手机钱包”）获得十多个省份，拓维信息获得湖南省、云南省和江西省的省平台建设运营和维护。

湖南是中移动移动支付的基地，在政府的大力推动下，手机支付推广走在全国的前列，在公共交通方面，湖南移动先后与长沙、株洲、湘潭、郴州、岳阳开展手机支付业务。在长沙市的家得乐超市已采用手机支付方式收款。在 09 年 4 月份，湖南移动郭小明副总经理预计到 2009 年底，湖南移动手机支付活跃用户将超 200 万户，手机支付各类商户将超过 2000 家，全年交易额将突破 50 亿元。

3. 目前公司数人头，期待分成模式

在全国平台运营维护外包上，中国移动与高阳科技采取保底+分成的模式。在全国业务月抽成佣金收入低于 1000 万元时，高阳分成 50%，保底 220 万元每月，在业务月抽成佣金收入 1000 万元和 5000 万元之间，高阳分成 30%，5000 万元以上，高阳科技分成 20%。目前拓维信息运营维护费用采取数人头的方式，但是我们认为随着业务用户的增长，佣金收入的增长，拓维未来的收费模式会向高阳科技靠拢。

我们按照湖南、云南和江西三省 6000 万手机用户，中国移动用户占比 70% 估算，中国移动用户 4200 万。考虑到在中国移动大力推广的情况下，移动支付业务势必是爆发增长状况，渗透率我们按照 10%，25% 和 50% 估计。考虑到目前采取是数人头的方式，我们保守估计 2010 年拓维信息手机支付业务的收入为 500 万元，净利润 400 万元，由于拓维只负责系统的建设运营和维护，我们保守估计其净利润率为 40%，按照 11,181 万股计算，增厚 2010 年 EPS 为 0.04 元，2011 年增厚 0.30 元，2012 年增厚 0.77 元。

表 1: 拓维信息未来三年移动支付业务预测 单位: 万

	用户数: 万	渗透率	每月消费	分成收入	净利润
2010 年				500	400
2010 年	4200	10%	300	3,024	1,209
2011 年	4300	25%	350	9,030	3,612
2012 年	4500	50%	400	21,600	8,640

注: 截至 09 年 5 月湖南、云南和江西手机用户 6087 万户; 拓维分成按照 20% 计算, 净利润率 40%。阴影部分时采取分成模式, 公司盈利预测

二、手机动漫保持快速增长

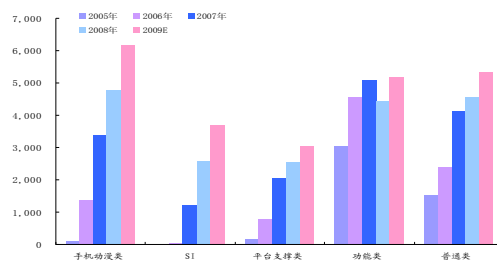
1. 手机动漫受益于市场拓展

近年来公司的增值业务获得快速的增长。2008 年公司增值业务 1.89 亿元, 同比增长 18.66%, 其中创新类增值业务 0.99 亿元, 同比增长 48.23%, 增值业务的增长主要来源于创新类业务的快速增长, 09 年上半年创新类增值业务 0.65 亿元, 同比增长 29.83%。近年来公司创新类业务(手机动漫、SI 类和平台类)获得高速增长, 预计 2009 年创新类业务在增值业务中的占比将达到 55%, 其中手机动漫占比达到 26%, 成为公司最主要的增值业务。

中国移动把手机动漫赛事作为和政府联合推广增值业务的战略

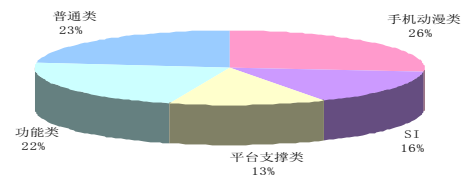
组成部分，下文要求各省级分公司动用大量营销资源来推广手机动漫作品下载业务。湖南省文化厅、共青团湖南省委和公司一起通过校园广播、校园路演等形式在湖南省各大高校开展活动，使手机动漫业务走入高校市场。第二届原创手机动漫大赛参与用户数超过 700 万，大赛征集作品达 50,000 件，下载作品量超过 2,000 万次。我们认为公司的手机动漫品牌已经塑造成功，特别是四届全国手机动漫大赛的举办，公司在手机动漫行业的品牌和地位已经形成，未来稳步快速的增长可预期。

图 1 近年公司创新型增值业务获得快速增长



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

图 2 手机动漫成为公司最主要的增值业务



数据来源: 公司公告 上海证券研究所整理

表 2 近年拓维信息的增值业务发展状况 (单位: 万元)

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E
手机动漫		124	1,390	3,389	4,795.52	6163.82
增速			1020.97%	143.81%	41.50%	28.53%
SI 类			47	1,234	2,570.43	3689.56
增速				2525.53%	108.30%	43.54%
平台支撑类		165	791	2,064	2,545.78	3055.64
增速			379.39%	160.94%	23.34%	20.03%
创新类		289	2,228	6,687	9,912	12,909
增速			671%	200%	48%	30%
功能类	1,106	3,043	4,547	5,104	4,426.90	5179
增速		175.14%	49.42%	12.25%	-13.27%	16.99%
普通类	291	1,534	2,410	4,146	4,573.11	5350.54
增速		427.15%	57.11%	72.03%	10.30%	17.00%

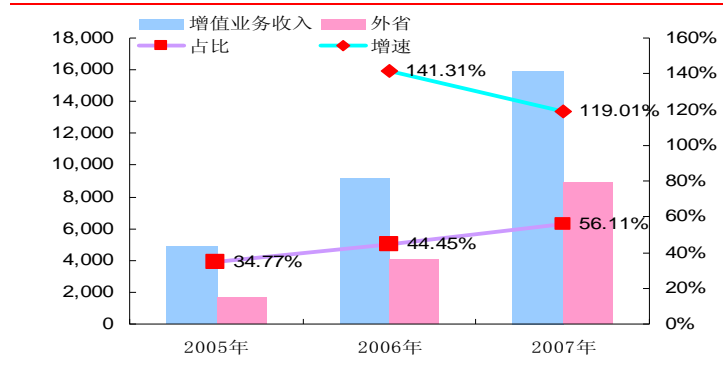
数据来源: 公司公告 上海证券研究所

在省外拓展方面，依靠电信行业软件开发技术和人才优势，由湖南总部统一负责产品策划、客户服务、收入结算等工作，并在北京、上海、重庆、西安、哈尔滨等地成立分公司，由各地分公司根据地域特点、本地文化背景、经济发展状况等各方面因素开展广告设计、产品营销、市场推广等活动，实现了增值电信业务“一点接入、全网服务”。特别是手机动漫大赛和校园推广活动，对公司的知名度和用户

增长有明显的促进作用。

2005 年-2007 年湖南省外市场的无线增值业务收入分别为 1,692.98 万元、4,083.90 万元、8,942.26 万元，分别占到当期无线增值业务总收入的 34.79%，44.46%、56.11%，省外业务占公司无线增值收入的比重逐年快速上升，我们预计 2009 年省外增值业务的占比有望达到 70%。而且目前公司的省外拓展极其有限，而且主要集中在中南和北方的城市，在南方的拓展相当有限，我们认为随着公司拓展范围的扩大，公司增值业务也将随之快速增长。

图 3 2005-2007 年外省增值业务占比及增速 单位：万元



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

三、公司业绩、估值及策略

在此对 2009-2011 年公司的业绩予以测算，稀释每股收益为 0.86 元、1.17 元和 1.61。报告日收盘价 42.50 元，对应于 08~10 年的市盈率依次为 49.39 倍、37.80 倍和 26.37 倍。我们对公司评级为：未来六个月，跑赢大市。

表 3: 拓维信息主要业务收入及毛利率预测 (单位：万元)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010 年	2011 年
软件集成业务	8823.06	7158.46	7409.01	7346.2	7529.86	7906.35	8064.47
毛利率	29.69%	41.56%	37.50%	40.65%	40%	40%	40%
无线增值业务	4,866	9,185	15,937	18,912	23,439	28,350	33,682
毛利率	67.06%	74.24%	71.69%	62.54%	61.00%	60.00%	60.00%
手机支付业务						500.00	9030.00
毛利率						98%	85%
收入合计	13,689	16,343	23,346	26,258	30,968	36,756	50,777
综合毛利率	42.97%	59.93%	60.84%	56.42%	55.89%	60.64%	61.27%

数据来源：公司报告，上海证券研究所

表 4: 拓维信息增值业务及手机支付业务收入预测 (单位: 万元)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010 年	2011 年
手机动漫	124	1,390	3,389	4,795.52	6163.82	8012.97	10416.86
增速		1020%	143.81%	41.50%	28.53%	30.00%	30.00%
SI 类		47	1,234	2,570.43	3689.56	4980.91	6475.18
增速			2525.53%	108.30%	43.54%	35.00%	30.00%
平台支撑类	165	791	2,064	2,545.78	3055.64	3666.77	4216.78
增速		379.39%	160.94%	23.34%	20.03%	20.00%	15.00%
创新类	289	2,228	6,687	9,912	12,909	16,661	21,109
增速		671%	200%	48%	30%	29%	27%
功能类	3,043	4,547	5,104	4,426.90	5179	5696.9	5981.745
增速	175.14%	49.42%	12.25%	-13.27%	16.99%	10.00%	5.00%
普通类	1,534	2,410	4,146	4,573.11	5350.54	5992.60	6591.87
增速	427.15%	57.11%	72.03%	10.30%	17.00%	12.00%	10.00%
手机支付						500.00	9030.00
收入合计	13,689	16,343	23,346	26,258	30,968	36,756	50,777

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所

四、附表

附表 1 拓维信息损益简表及预测 (单位: 万元)

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	23,346.61	26,257.94	30,968.42	36,756.49	50,776.90
营业成本	9,880.20	11,443.79	13,658.95	14,467.07	19,666.16
营业税金及附加	546.42	686.92	805.18	955.67	1,320.20
营业费用	1,688.49	2,297.99	2,787.16	3,124.30	4,569.92
管理费用	3,211.34	4,355.64	4,490.42	5,329.69	7,362.65
财务费用	-93.83	-384.92	-371.62	-294.05	-253.88
资产减值损失	-62.24	-21.17			
投资收益	133.45	176.19	185.81	220.54	304.66
营业外收入	284.84	1,231.10	774.21	918.91	1,269.42
营业外支出	25	64.19	100.00	100.00	100.00
利润总额	8,569.52	9,222.78	10,458.35	14,213.27	19,585.94
所得税费用	808.45	800.98	836.67	1,137.06	1,566.88
归属于母公司受益者的净利润	6,331.44	7,836.27	9,621.68	13,076.21	18,019.07
每股收益 (元)	0.57	0.70	0.86	1.17	1.61

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所; 总股本 112 百万股

附表 2 拓维信息的历年财务指标

指标名称	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
销售毛利率(%)	42.18	44.62	59.93	57.68	56.42
EBITDA/主营业务收入(%)	21.04	29.01	39.59	36.30	33.65
净资产收益率(全面摊薄)(%)		34.24	40.13	38.43	14.68
流动比率	2.00	2.90	3.60	3.74	7.85
速动比率	1.68	2.48	3.39	3.58	7.80
资产负债率(%)	46.29	30.93	21.76	18.81	11.88
存货周转率	1.41	2.08	2.84	4.61	5.57
应收账款周转率	0.79	1.00	0.95	1.09	0.62
总资产周转率		46.95	19.39	42.85	12.47
主营业务收入同比增长率(%)			54.31	27.58	9.24
净利润同比增长率(%)		0.76	0.84	1.06	1.15
每股收益(全面摊薄)	0.18	0.66	1.49	1.55	1.42
每股经营性现金流量	0.31	1.06	0.92	1.50	2.07
每股未分配利润	42.18	44.62	59.93	57.68	56.42

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 邓永康 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。