

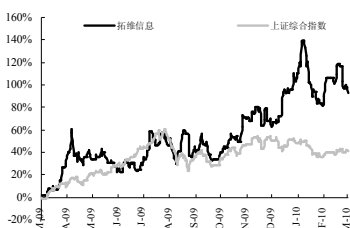


TMT - 信息技术
Technology, Media, Telecom

2010 年 3 月 10 日

市场数据

当前价格 39.38 元
总股本 1.12 亿
流通股本 5734 万
网址 www.talkweb.com.cn



邱虹天

+86 755 83025661

giuht@jyzq.cn

执业证书编号

邱虹天: S0530209090077

拓维信息 (002261)

—手机支付值得期待 短期难贡献业绩

投资建议: 短期中性 长期增持

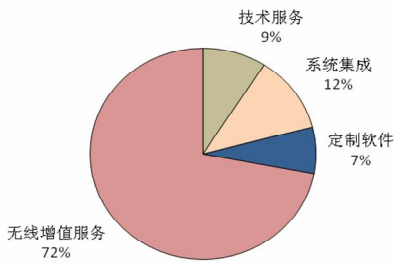
单位: 百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	233	263	309	361	428
增长率 (%)		12	18	19	19
净利润	63	78	88	110	129
增长率 (%)		24	12	12	17
每股收益 (元)	0.57	0.70	0.78	0.98	1.16

- 我们认为公司的核心竞争力在于公司的销售渠道: 公司与中国最大的运营商 - 中国移动达成紧密的合作伙伴关系是公司业务量增长的关键所在, 包括其集成业务和手机动漫业务。随着平台的开放和应用软件的增多, 传统的手机动漫面临竞争, 但还是相对有一个垄断的优势, 未来将保持较快的增长。
- 公司普通功能类的无线增值业务主要是在湖南省内开展, 主要目标客户是 30 岁以下的年轻人; 公司的平台支撑类业务主要在湖南、江西等地开展。这两类业务保持比较稳定的增长。
- 中国移动大力发展手机支付平台, 公司承建其中的湖南、云南和江西三个省。手机支付在中国还处于方兴未艾的状态, 以湖南省为例, 目前主要在长株潭地区开展业务, 业务量不大, 因此公司现在每个月的收入只是省移动公司支付的十几万元的平台维护费。中国移动正在努力打通手机支付的产业障碍, 入股浦发银行, 突破现有的支付政策瓶颈, 扩大交易量。拓维信息也能在平台业务运营中取得更多的收入。
- 我们认为公司未来业绩的触发因素是随着 3G 手机的普及, 手机动漫作品拥有一个更大的忠实用户群, 手机支付在用户的渗透率大幅提升。同时, 公司成立了专门的投资公司, 未来可能为了完善公司的产业链而进行相应的并购, 这也将提升公司的业绩。
- 据公司出具的业绩快报, 09 年每股收益为 0.78 元, 预计公司 2010-2011 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.98 和 1.16 元, 未来公司的成长性值得期待, 参考 A 股可比公司当前的估值水平, 给予公司 10 年 40 倍 PE, 公司合理估值为 40 元。我们给予短期中性、长期增持的投资评级。
- 风险: 移动网上商店应用和动漫游戏软件是公司动漫产品的竞争对手; 同时腾讯对公司构成潜在威胁; 手机支付发展的不确定性。

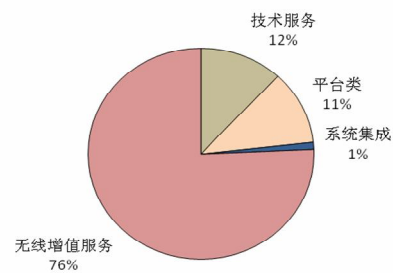
公司现有业务介绍

公司的主营业务是提供通讯行业的行业软件开发及无线增值服务。公司与中国移动结成了紧密的合作关系，是中国移动动漫频道的独家承建商。现在公司最大的收入来源是无线增值业务，在09年上半年占到公司收入的76%。

图表1 2008年公司产品结构

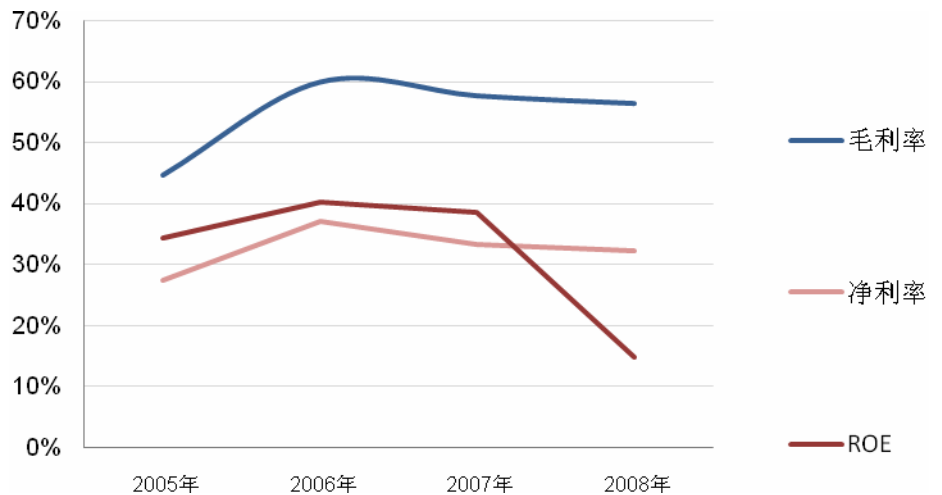


图表2 2009年上半年公司产品结构



数据来源：公司报告 金元证券

图表3 公司近四年的盈利能力

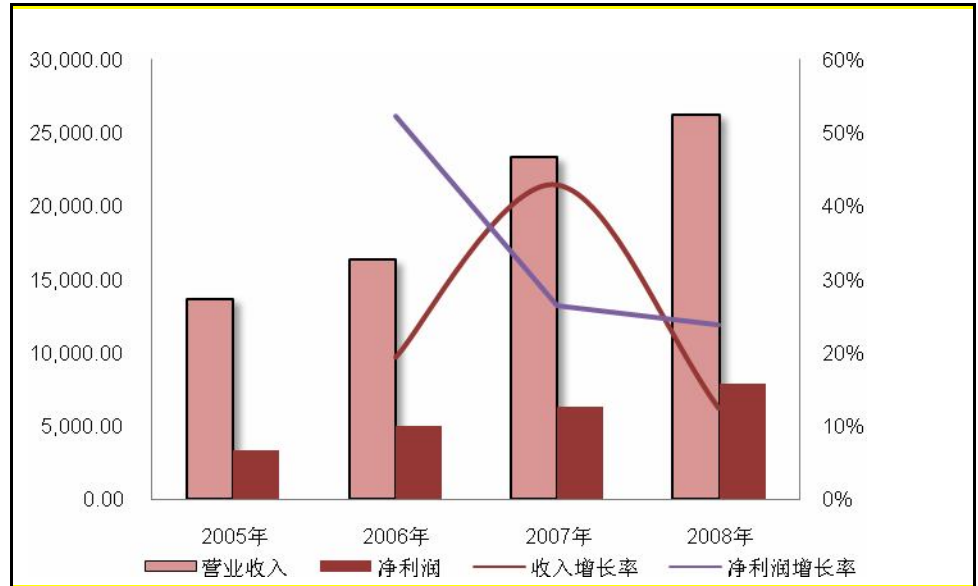


数据来源：公司报告 金元证券

公司具有典型的软件企业特征，毛利率非常高，最低都达到45%，最高更是达到了60%，公司的净利率水平近几年稳定在30%左右，2008

年由于公司 IPO 上市，因此 ROE 水平在 2008 年有较大的下滑。总体上，公司的盈利能力保持稳定的状态。

图表 4 公司近年来财务表现



数据来源：公司报告 金元证券

公司近年来的收入和净利润都非常稳定地增长，没有太大的爆发式的利润增长。

■ 行业软件开发

在行业软件开发方面，公司主要为电信行业客户提供专业软件开发、集成与服务。公司的电信软件产品开发主要集中在电信企业管理类、电信商业智能类和电信增值业务类三方面。公司为信息产业部授予的计算机信息集成一级资质企业，公司开发的移动通信行业管理支撑平台、移动统一信息系统、移动经营分析系统、移动支付系统等均具有较强市场竞争力。公司与国内主要电信运营商如中国移动、中国联通保持密切技术合作关系，主要产品已经覆盖到湖南、山西、山东、广东、北京、江西、江苏、黑龙江、浙江等全国十几个省市。

系统集成业务在 09 年出现下滑，主要原因是公司将发展重点放在毛利率更高的软件业务以及增值业务上。农信通和企业邮箱等移动 SI 业务产品都比较成熟，其业绩的成长主要靠公司在全国扩大销售范围。平台支撑类产品也是类似，目前其主打产品 ADC 管理平台也要拓展全

国的市场。

■ 无线增值业务

在无线增值业务方面，公司自 2003 年开始涉足无线增值服务业务，业务品种逐年丰富，已经形成了涵盖 2G 到 2.5G 及准 3G 通信网络下的完整产品体系。公司正在运营的增值服务栏目按照内容划分为手机动漫类、移动 SI 类、平台支撑类、功能类及普通类等，通过短信、WAP、彩信、IVR 等接入方式，为中国移动、中国联通等电信运营商的终端用户提供服务，是国内业务品种最为齐全的增值服务提供商之一。公司目前在手机动漫业务上处于全国领先地位，依靠电信行业技术开发优势，公司成为连续四届《中国原创手机动漫大赛》技术提供商和业务推广商；公司在面向行业的中小企业无线信息服务上走在全国前列，公司运营的企业邮箱、移动 OA、移动 CRM 等增值业务已经在为大量中小企业提供服务。

拓维公司的手机动漫有五种主要产品：移动动漫超市、移动动漫频道、真人动漫秀、手机动漫专刊、动漫游戏。公司搭建手机动漫公共技术服务平台，同时在手机动漫内容方面，通过与第三方提供商合作，提供动漫游戏产品。举办中国原创手机动漫游戏大赛，整合全国的手机动漫资源，成为中国移动的紧密的合作伙伴。

公司手机动漫内容来源有：买断一段时间内知名漫画家的作品，全国各地的创作室和漫画爱好者，以及第三方版权拥有者（在手机上发布选择跟拓维合作）。公司拥有专门的招商团队与全国的合作伙伴洽谈合作，通过组织“中国原创手机动漫大赛”，签下优秀的作品来制作发布。可以看到，拓维信息拥有很强势的渠道，这使得公司组织全国的智慧资源成为可能。

但是随着智能手机的普及，软件和内容开发商可以越来越轻松地绕开运营商，直接向用户提供应用产品和服务。以苹果的 iPhone 为例，其 App Store 里面的应用软件产品并不需要经过运营商的同意，只需要符合苹果的要求就可以向全球的 iPhone 用户发布。中国的运营商现在面临着这种尴尬的情况。中国移动开始建立自己的网上应用商店，里面的动漫游戏会越来越多，因此，我们预计拓维信息将会面临越来越激烈的竞争。

手机支付短期对公司业绩推动有限

3月4日，中移动表示将参与浦发银行的增发，通过与浦发银行结成核心战略伙伴来大力发展手机支付业务。根据中移动此前发布的公告，中移动将通过旗下子公司中国移动广东公司认购浦发银行 20% 股权，成为仅次于上海国际集团的第二大股东。

中移动将以手机为载体来推动 B2C、C2C 等电子商务的发展，中移动今后的手机支付会在目前的小额支付的基础上，以手机为载体，进行转账、大额交易及汇款等业务。其主要目的就是想打通手机支付的产业链，突破支付限制，从而达到大力发展手机支付的目的。

中国移动大力发展手机支付符合其自身的综合信息服务商的角色定位。手机支付已列入中国移动 2010 年集团 KPI(关键业绩指标)考核体系。成为 KPI，充分显示中国移动推广手机支付业务具有充分的意愿与决心。历年来，中移动集团重点发展的 KPI 业务仅为 5-6 个，包括“无线音乐”、“手机报”、“飞信”、“12580”等，均实现了超常规发展，用户数在短时间内实现快速上升，处于市场领先地位。

图表 5 手机刷卡示意图



数据来源：中关村在线 金元证券

手机支付在日本等发达国家已经比较发达，从银行牌照到手机终端到使用环境都是运营商一家打造的，构建一个相对封闭的使用环境。但

是在中国还处于方兴未艾的状态。中国的运营商的移动支付还只能支持小额的简单化的支付业务，比如短信和 wap 方式。中移动采用更换 SIM 卡的这种方式来发展手机支付，这种方式对手机用户来说体验手机支付成本很低，但问题是，近端刷卡中移动采用的 2.4GHz 的 RFID-SIM 并不为金融监管所认可，认为这种技术存在交易安全风险；而中国联通发展手机支付则采取把手机支付技术集成在手机中，缺点是用户必须重新买一部新手机，投入大。

图表 6 中国移动手机支付用户预测

预测年份	2009	2010	2011	2012	2013
移动用户数（万户）	52338	57138	61138	64338	67538
手机支付渗透率	0.10%	2%	18%	30%	45%
手机支付用户数（万户）	52.34	1142.76	11004.84	19301.4	30392.1

数据来源：金元证券

中国移动的手机支付的全国中央平台是由高阳科技承建的，中央平台肩负着全国的业务核心管理、全国业务接入以及清算结算功能，各级省级平台的数据都要通过中央平台清结算，因此其地位非常重要。在全国平台的运营维护外包上，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%，保底收入为每个月 220 万元；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%。

相比高阳科技而言，拓维信息承建了湖南、云南和江西三个省的手机支付平台。根据公司调研情况，目前业务量并不大，在三个省的业务还没有大规模开展，在湖南目前也只是在长株潭地区开展业务，因此目前拓维信息的运营维护费用只是收取固定的平台维护费，大概一个省十几万一个月。但是随着业务用户的增长，其收入模式也会向佣金收入模式靠拢，如按人头收费，按比例提成。这一块收入还具有较大的不确定性，一方面公司只是承建三个省的支付平台，谈判能力远远比不上高阳科技，另一方面消费者的支付习惯还没有培养起来，支付额度也只是小额支付，不超过 1000 元/次。这些规定对中移动发展手机支付业务构成了一定的限制。

湖南、云南和江西三省的手机用户大约为 6150 万户，按照中国移动 72% 的市场份额计算，中移动在三省有 4428 万户用户。我们在这里按按分成模式来计算拓维信息可能获得的收益。我们假设每笔交易中国移动收取千分之六的手续费，并且拓维信息能从中分成 20%，计算的结果如图表 7 所示：

图表 7 手机支付分成收入预测

预测年份	2010	2011	2012	2013
移动用户数(万户)	4870.80	5309.17	5733.91	6135.28
手机支付渗透率	2%	18%	30%	45%
每月消费	100.0	120.0	130.0	150.0
分成收入(万元)	11.69	137.61	268.35	496.96

数据来源: 金元证券

可以看到, 由于前面几年分成收入过低, 公司宁愿继续选择之前的模式, 即每个省一个月十几万元的收入。如果手机支付这块蛋糕发展的超过人们的预期, 当分成对于公司更有利的时候, 公司才会跟中国移动谈分成收入。因此我们认为手机支付业务的推广需要一个长期的过程, 目前还不能对这块业务贡献的业绩抱太大的希望。

盈利预测与估值

盈利假设:

1、手机动漫业务是目前公司最大的业务, 未来在 3G 的环境中会更迅速地浏览, 手机动漫业务会更加普及, 我们预计会保持 25%左右的复合增长率;

2、公司无线增值业务的普通类和功能类在未来将面临平稳的增长, 每年增速大约为 10%;

3、在电信行业软件开发业务方面, 我们认为公司农信通等产品在全国的开拓空间还比较大, 各电信商会持续推出新业务, 拓维凭借与各大运营商的紧密合作关系, 在这一领域能够提供各种中间件和平台, 也能为客户开发各种移动应用平台, 未来应该能维持较快的增长速率; 但是系统集成和定制软件业务未来可能只是维持已有业务量;

4、按照我们之前的分析, 中国移动手机支付业务现在的规模还不小, 现在以分成的模式来收取费用得不偿失, 因此我们还是假设公司按照固定的数目从中国移动获得收入。

图表 8 收入预测

单位: 万元

	2008	2009E	2010E	2011E
手机动漫	4795.52	6,090.31	7,673.79	9,592.24
增速		27%	26%	25%
普通类	4573.11	5,259.08	5,732.39	6,190.98
增速		15%	9%	8%
功能类	4426.9	5,090.94	5,600.03	6,160.03
增速		15%	10%	10%
SI 类	2570.43	3,341.56	4,176.95	5,221.19
增速		30%	25%	25%
技术服务	2,394.43	3,112.76	3,890.95	4,863.69
增速		30%	25%	25%
平台类	2545.78	3,309.51	4,302.37	5,593.08
增速		30%	30%	30%
系统集成	3,126.18	2,813.56	3,094.92	3,404.41
增速		-10%	10%	10%
定制软件	1,825.59	1,688.67	1,857.54	2,043.29
增速		-8%	10%	10%
手机支付		230.00	299.00	388.70
增速			30%	30%
营业收入	26,257.94	30,933.39	36,063.23	42,879.31
增速		17.8%	18.5%	18.6%

数据来源: 金元证券

根据公司出具的业绩快报, 09 年每股收益为 0.78 元, 我们预计公司 2010-2011 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.98 和 1.16 元, 目前 A 股可比的信息技术公司 2010 年的动态市盈率的均值在 40 倍左右, 按此计算, 公司合理价格为 40 元。目前股价已基本到位, 短期给予中性的投资评级。但是从长期看, 公司已成立了投资公司寻找可能的并购机会, 并且随着手机支付业务的发展, 公司的成长性可能会超预期, 因此长期给予增持的投资评级。

风险

随着智能手机的普及, 软件开发商可以越来越轻松地绕开运营商,

直接向用户提供产品和服务。以苹果的 iPhone 为典型代表，其 App Store 里面的软件产品并不需要经过运营商的同意，就可以向用户发布。现在中国移动也有了自己的网上商店，因此，移动网上商店的应用软件和游戏动漫产品是公司动漫产品的竞争对手；同时，腾讯是动漫市场的潜在进入者，是公司潜在的威胁，如果这个市场一旦做大，腾讯也可能会进入这个市场；手机支付业务在中国发展的不确定性也会给公司的发展带来不确定性。

图表 9 财务数据汇总

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	163.44	233.47	262.58	309.33	360.63	428.79
增长率(%)	19.39%	42.85%	12.47%	17.60%	18.50%	18.90%
归属母公司股东净利润	50.11	63.31	78.36	87.52	110.07	129.40
增长率(%)	52.24%	26.36%	23.77%	11.7%	17.43%	17.56%
每股收益(EPS)	0.448	0.566	0.701	0.78	0.984	1.157
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.796	0.823	1.013	0.245	1.314	0.497
销售毛利率	59.93%	57.68%	56.42%	56.42%	56.42%	56.42%
销售净利率	37.05%	33.24%	32.07%	33.10%	32.80%	32.43%
净资产收益率(ROE)	40.13%	38.43%	14.68%	14.93%	14.92%	14.92%
投入资本回报率(ROIC)	61.17%	91.98%	79.94%	85.77%	65.18%	117.93%
市盈率(P/E)	91.51	72.42	58.52	48.92	41.66	35.44
市净率(P/B)	36.72	27.83	8.59	7.30	6.22	5.29
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: 金元证券

图表 10 利润表

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	163.44	233.47	262.58	309.33	360.63	428.79
减: 营业成本	65.49	98.80	114.44	132.63	157.17	186.88
营业税金及附加	3.75	5.46	6.87	7.96	9.43	11.22
营业费用	9.47	16.88	22.98	22.09	26.18	31.13
管理费用	23.14	32.11	43.56	45.14	53.49	63.60
财务费用	-0.31	-0.94	-3.85	-10.27	-13.07	-15.90
资产减值损失	-1.29	-0.62	-0.21	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.83	1.33	1.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.03	83.10	80.56	106.77	127.42	151.86
加: 其他非经营损益	1.01	2.60	11.67	11.74	11.74	11.74
利润总额	65.04	85.70	92.23	118.51	139.16	163.61
减: 所得税	4.48	8.08	8.01	17.78	20.87	24.54
净利润	60.56	77.61	84.22	100.74	118.29	139.07
减: 少数股东损益	10.45	14.30	5.86	7.00	8.22	9.67
归属母公司股东净利润	50.11	63.31	78.36	87.52	110.07	129.40

数据来源: 金元证券

图表 11 资产负债表和现金流量表

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	76.29	94.94	471.21	495.86	665.85	747.31
应收和预付款项	55.86	55.80	53.23	101.44	81.85	136.09
存货	8.40	7.28	3.81	17.25	7.71	21.97
其他流动资产	0.26	0.12	1.55	1.55	1.55	1.55
长期股权投资	4.65	5.75	7.51	7.51	7.51	7.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	28.34	57.86	58.27	49.62	40.97	32.32
无形资产和开发支出	7.42	12.57	11.99	10.61	9.23	7.85
其他非流动资产	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	181.43	234.31	607.57	683.84	814.67	954.60
短期借款	15.00	12.00	23.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	19.50	28.07	38.55	37.09	49.62	50.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.07	0.00	4.81	4.81	4.81	4.81
负债合计	34.57	40.07	66.36	41.90	54.43	55.29
股本	59.87	59.87	79.87	79.87	79.87	79.87
资本公积	1.58	2.11	272.97	272.97	272.97	272.97
留存收益	63.42	102.78	181.15	274.88	384.94	514.34
归属母公司股东权益	124.86	164.76	533.99	627.72	737.78	867.18
少数股东权益	22.00	29.49	7.23	14.23	22.45	32.12
股东权益合计	146.86	194.25	541.21	641.95	760.24	899.30
负债和股东权益合计	181.43	234.31	607.57	683.84	814.67	954.60
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	89.06	92.03	113.29	27.40	146.94	55.58
投资性现金净流量	-52.62	-25.23	-365.97	9.98	9.98	9.98
筹资性现金净流量	-17.49	-39.85	299.53	-12.73	13.07	15.90
现金流量净额	18.94	26.95	46.86	24.65	169.99	81.46

数据来源: 金元证券

金元证券行业投资评级标准:**增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;**中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;**减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。**金元证券股票投资评级标准:****增持:** 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上;**中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;**减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.