

6-12个月目标价 48-50元

当前股价 42.80元

投资评级 **买入**

研究员: 薄小明 执业号: S0640208090088

电话: 0755-83689707

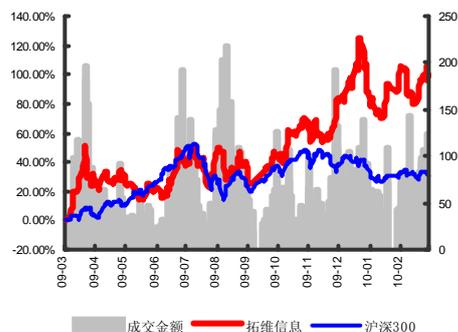
Email: xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期: 2010/03/23

基础数据

上证指数	3053.13
总股本(亿股)	1.118
流通A股(亿股)	0.5735
流通A股市值(亿元)	24.55
总市值(亿元)	47.85
每股净资产(元)	5.48
ROE	14.22%
资产负债率	9.74%
动态市盈率	43.85
市净率	6.73

近一年股价表现



相关报告:

- 《3G 打开手机动漫业务成长空间》2009.06.22
- 《下半年有一定解禁压力》2009.07.23
- 《创新推动成长》2009.07.24
- 《成立投资公司 推进产业整合》2009.08.06
- 《大幅下跌带来买入机会》2009.09.04
- 《拓维信息三季报点评》2009.10.23

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路 3024 号航空大厦 2902 室

投资要点:

- 2009年公司实现营业收入30,868.79万元,较上年同期增长17.56%;归属于上市公司股东的净利润8,718.97万元,较上年同期增长11.26%;每股收益为0.78元。公司2009年业绩低于我们的预期,主要原因有两个:一是3G业务开展状况低于市场普遍预期,公司的无线增值服务,特别是手机动漫业务增速偏低,且毛利率继续下降;二是公司加大了技术研发力度,09年研发人数较08年有较大增长,研发支出增长45%,导致管理费用上涨了35.47%。
- 根据CNNIC、iResearch、易观国际和运营商的数据,2009年我国移动互联网呈现出快速发展的态势。2010年,我国3G将从导入期过渡到成长期,三大运营商发展3G用户的目标是5000万户。预计未来三年移动互联网的市场规模复合增长率可以达到30%以上。公司作为国内移动互联网细分领域的龙头企业,预计未来三年创新型增值业务的复合增长率可以达到30%以上,而传统类增值业务由于潜力下降,增长率为5-10%左右。
- 2009年手机动漫业务的增速没有达到市场预期,主要由于3G资费太贵、智能手机价格较高以及手机动漫形式单一。2010年,三大运营商表示将继续下调上网资费,并加大手机终端补贴的力度,千元左右的智能手机将批量上市。公司也在产品研发上加大手机动漫客户端技术和FLASH技术研究,打破单一的彩信形式,改善用户体验;并加强与手机游戏、手机阅读等业务相结合,打通内容快速传播渠道。我们认为2010年手机动漫产业环境将有明显的改善,再加上3G用户增长加快等积极因素,公司手机动漫业务增长情况将会好于2009年。
- 2010年将是我国手机支付的大发展之年,湖南省在手机支付方面处于领先地位。公司有与中国移动长期的软件和增值业务合作关系,又有湖南的地利之便,成功获得了湖南、云南和江西的手机支付省平台建设运营和维护合同。按照日本等发达市场40%的渗透率,假设每人每年电子支付金额为1000元,则公司手机支付分成收入预计可达3000万元以上。手机支付将成为公司新的利润增长点。
- 预计未来三年公司每股收益分别为0.98元、1.27元和1.60元,对应动态市盈率分别为43.85倍、33.66倍和26.75倍。无线增值行业爆发性增长的确性很强,公司作为无线增值领域的细分市场龙头,受益的确性也很强,目前不能确定的仅仅是爆发性增长的时间点。公司业绩良好,属于3G成长期A股市场上不可多得的移动互联网投资标的,理应享有一定的溢价。我们认为可以给予公司2011年40倍左右的PE,6-12个月的合理价位在48-50元左右,维持“买入”的投资评级。

财务数据与估值

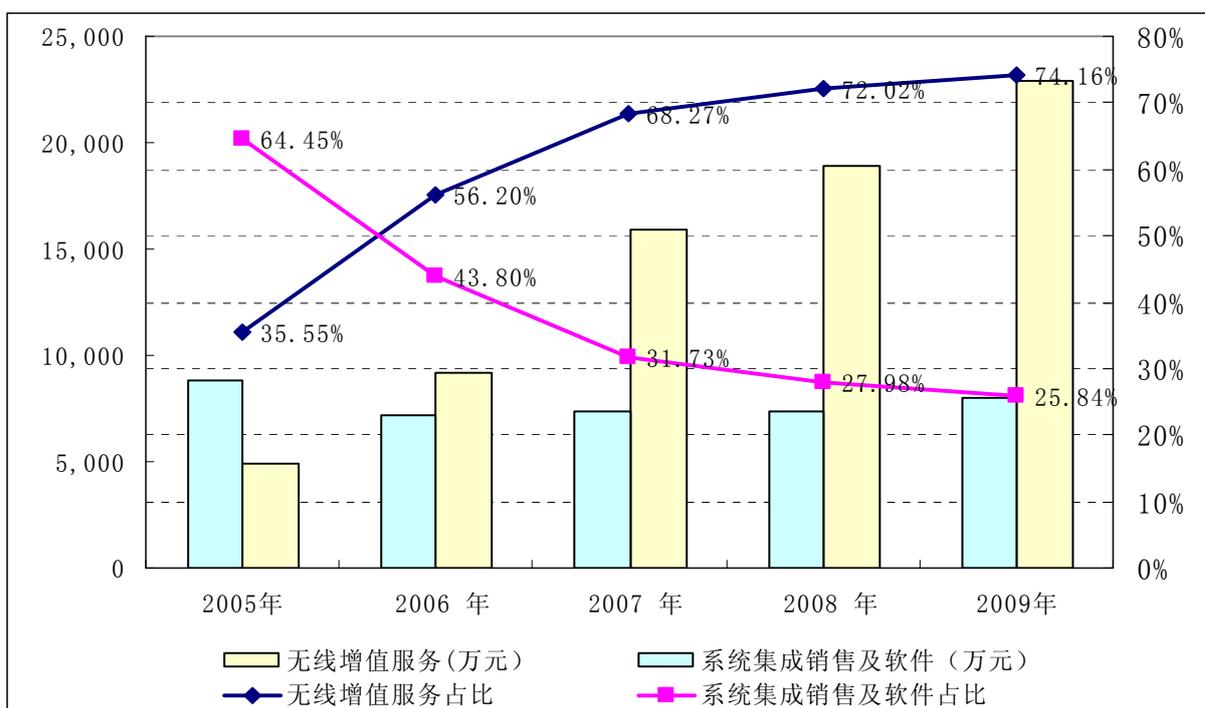
盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	308.69	376.43	471.86	596.79
(+/-%)	17.56%	21.94%	25.35%	26.48%
净利润(百万元)	87.19	109.13	142.17	178.89
(+/-%)	11.26%	25.17%	30.28%	25.83%
EPS(元)	0.78	0.98	1.27	1.60
P/E(倍)	54.89	43.85	33.66	26.75
P/B(倍)	7.81	6.73	5.72	4.81

来源: 江南金融研究所

一、2009 年公司经营情况回顾

2009年公司实现营业收入30,868.79万元,较上年同期增长17.56%;利润总额10,256.39万元,较上年同期增长11.21%;归属于上市公司股东的净利润8,718.97万元,较上年同期增长11.26%;每股收益为0.78元。公司2009年业绩低于我们的预期,主要原因有两个:一是3G业务开展状况低于市场普遍预期,公司的无线增值服务,特别是手机动漫业务增速偏低,且毛利率继续下降;二是公司加大了技术研发力度,09年研发人数较08年有较大增长,研发支出增长45%,导致管理费用上涨了35.47%。

图1 2005-2009 年公司两大业务板块收入及占比

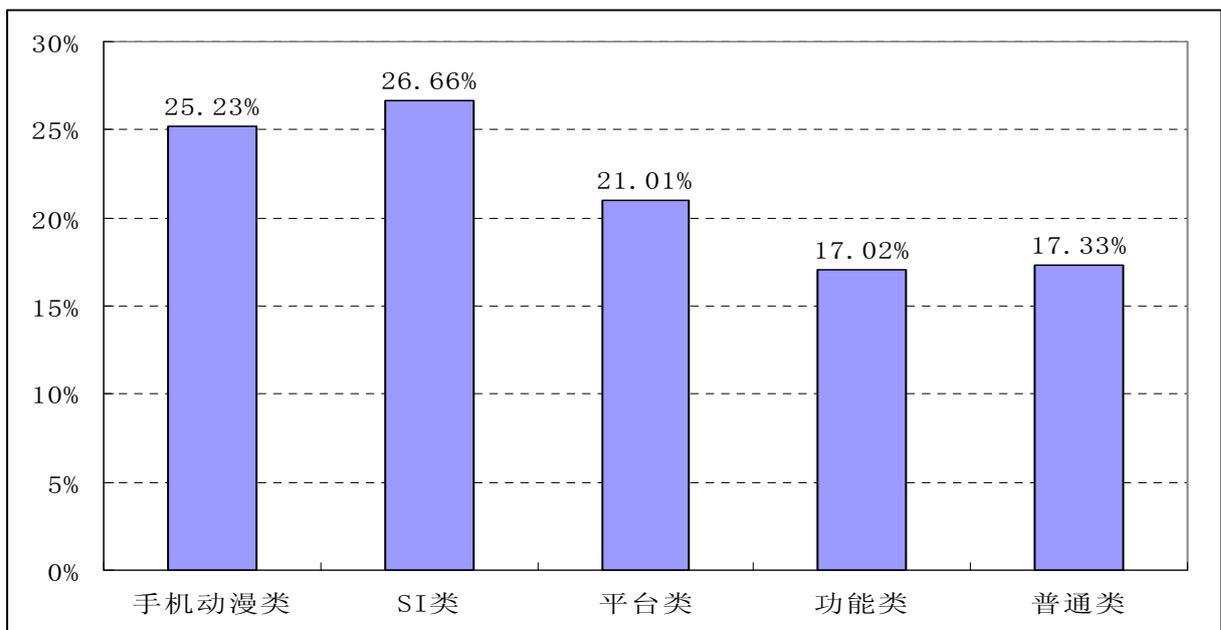


资料来源:公司公告、江南金融研究所

在系统集成销售及软件业务领域,2009年公司借助国内电信业重组的大环境,积极向外省拓展,在中国联通市场上取得了新的进展。年内公司新承担了联通全国门户及应用项目,和包括联通总部在内多个省市的门户及MSS系统建设等项目。系统集成销售及软件业务全年实现营业收入7,974.32万元,与上年同比增长8.55%,占整体营业收入的比例进一步下滑至25.84%。2009年12月,亚信科技收购联创科技,两者合计占有移动生产系统70%左右的市场份额,对公司的电信运营支撑系统业务造成了一定的压力。但公司在2009年共计签订系统集成及软件类合同金额13,353.26万元,截至年末尚有5,378.94万元没有实现销售,在电信运营商加强支撑系统建设的背景下,预计2010年公司系统集成销售及软件业务增速可以达到15%。

在无线增值服务领域，2009年各项业务稳步发展，共实现营业收入22,888.01万元，比上年增长21.03%，其中手机动漫、SI类和平台类三种创新类业务继续成为拉动增长的主要动力。虽然三类创新型业务的增速较2008年都出现下滑，但仍然保持在20%以上，高于传统的普通类和功能类增值业务的增速。2009年，公司不断完善手机动漫平台的建设，已经逐步形成了包括手机动漫制作工具、手机动漫作品管理、合作伙伴管理、手机动漫营销平台、手机动漫门户网站等多种功能的手机动漫业务服务平台。同时，继续承办了由国家文化部、工业和信息化部、共青团中央、湖南省人民政府和中国移动通信集团公司共同主办的第四届中国原创手机动漫大赛。借助大赛的影响力及整合营销手段，实现了向全国26个省市，2000多所高校覆盖，参赛企业1100多家，征集作品10多万幅，稳固了公司在国内手机动漫领域的龙头地位，并实现了向手机游戏的拓展。此外，公司还拟推出手机漫画阅读客户端产品，探索扩展到手机阅读领域。

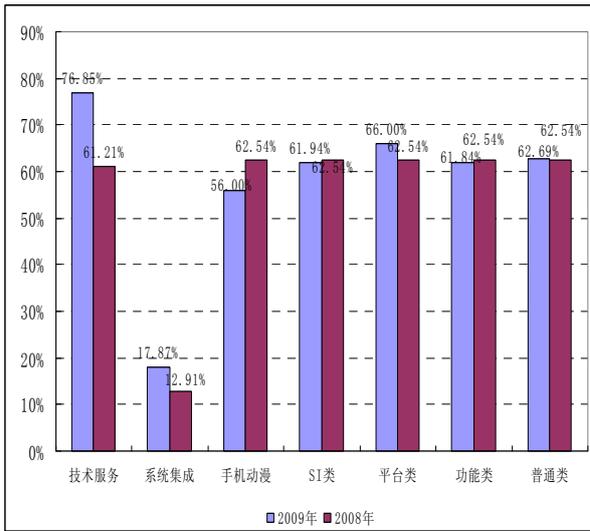
图2 2009年公司各增值业务增长率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

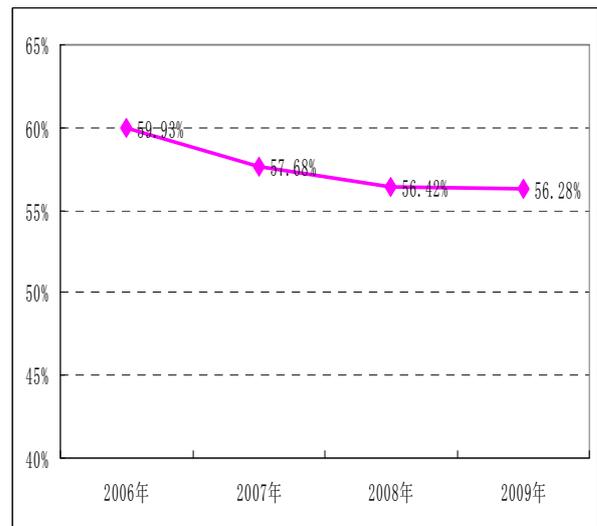
2009年，公司综合毛利率为56.28%，与上年相比变动幅度不大。但是分项目来看，手机动漫毛利率下降了6.54个百分点，主要是由于公司为尽快建成一个完善的内容资源库，形成先发优势，在内容方面投入力度较大，外购内容的支出增长较快。而系统集成和技术服务的毛利率显著提升，抵消了手机动漫毛利率下降的影响。

图3 2009年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图4 2006-2009年公司整体毛利率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

二、2010年公司无线增值业务将继续稳定增长

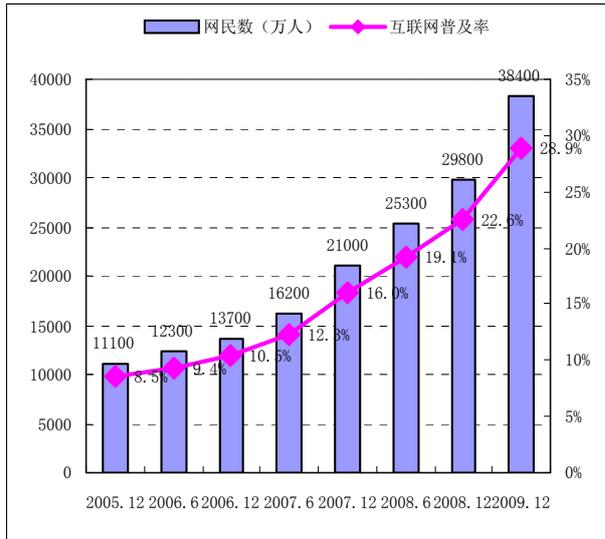
2009年是中国3G发展的元年，三大运营商共完成3G基站建设32.5万个，发展3G用户数达到1500万，移动互联网呈现出快速发展的态势。根据CNNIC的数据，截至2009年底，我国网民规模达到3.84亿人，较2008年增长28.9%；其中手机网民规模为2.33亿，占网民总体的60.8%，较上年同期增长一倍。iResearch数据表明，2009年中国移动互联网市场规模达到147.8亿。易观国际数据显示，2009年用户为移动互联网产品和服务支付的费用为153.36亿元，预计2010年将是中国移动互联网爆发式增长的一年，用户数量有望突破3亿户，用户的活跃度将有较大提升，移动搜索、手机游戏和手机阅读等应用服务的内容将更加丰富。工业与信息化部相关官员认为，未来三年内中国的移动互联网用户将超过电脑上网用户，五年内移动互联网业务的规模将超过传统的互联网业务规模。

运营商的数据也显示移动增值业务增长很快。根据中国移动的年报，增值业务尤其是非短信类的创新型业务快速增长。2009年中国移动增值业务收入达1314亿元，较2008年增长16%，占运营收入的比例达29.1%。其中，彩铃、彩信、手机上网等非短信类业务增长快速，手机上网业务收入较2008年增长了41.3%；无线音乐俱乐部、飞信和12580的客户实现了规模增长；139邮箱、手机游戏等业务快速成长；手机视频、手机阅读、手机支付等产品不断得到开发和优化，形成良好的增值业务产品储备，无线音乐业务收入持续超过百亿元。中国电信的年报也显示，2009年增值服务收入为215.33亿元，较2008年的人民币162.53亿元增长32.5%，占经营收入的比重为10.3%。增长主要得益于移动增值服务、固网增值服务中IDC业务的高速发展，其中移动增值服务收入为56.02亿元。

我们认为，移动互联网带宽增加、上网资费下调、智能手机价格下降和应用服务多样化，都将促进

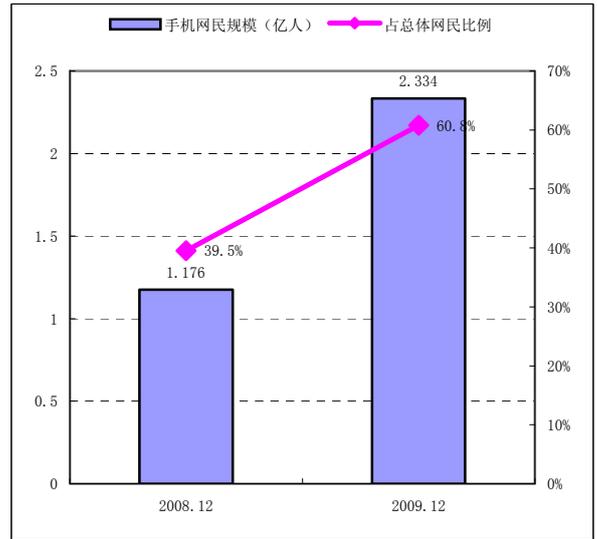
移动互联网的稳步增长。2010年，我国3G发展将从导入期过渡到成长期，三大运营商发展3G用户的目标是5000万户。预计未来三年移动互联网的市场规模复合增长率可以达到30%以上。公司作为国内移动互联网细分领域的龙头企业，预计未来三年创新型增值业务的复合增长率可以达到30%以上，而传统类增值业务由于潜力下降，增长率为5-10%左右。

图5 中国网民数与互联网普及率



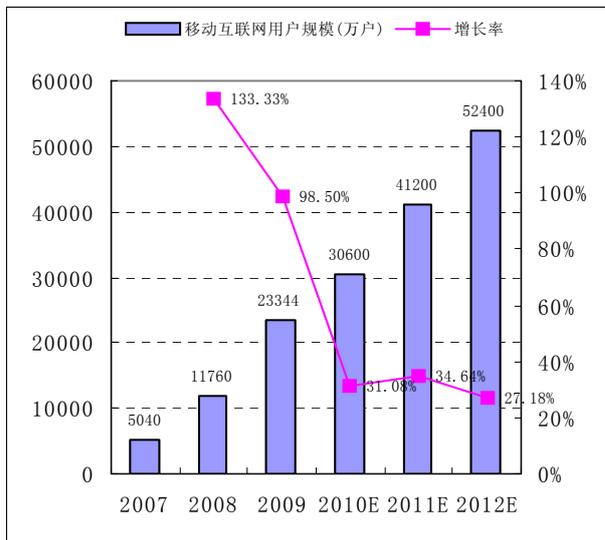
资料来源：CNNIC、江南金融研究所

图6 中国手机网民数及占比



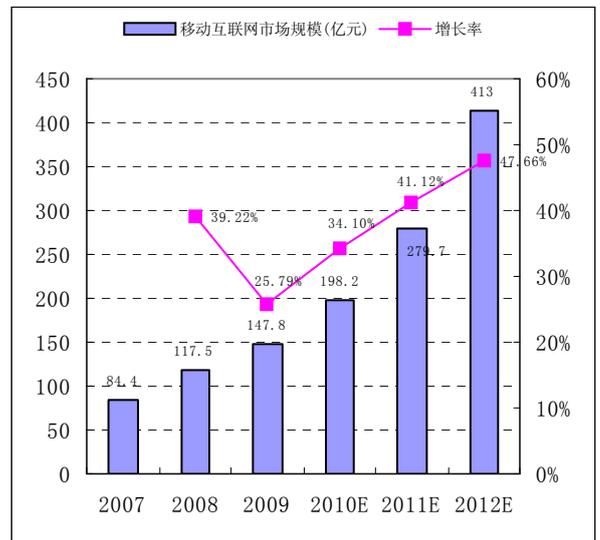
资料来源：CNNIC、江南金融研究所

图7 中国移动互联网用户规模及增长率



资料来源：iResearch、江南金融研究所

图8 中国移动互联网市场规模及增长率



资料来源：iResearch、江南金融研究所

具体到公司的核心增长点手机动漫业务，2009年25.23%的增速没有达到市场预期。我们认为主要有以下几点原因：一是3G资费仍然太高，用户发展不如预期，手机动漫的重点对象青少年群体使用3G服务的比例更低。二是智能手机价格仍然较高，大多在2000元以上，这也阻碍了青少年用户使用手机动漫业

务。三是手机动漫展现形式有限，主要依靠彩信传播，这种单一的“图片+文字”形式难以吸引并留住时尚用户。近日，“二兔”的动漫形象通过手机彩信走红，二兔系列的手机彩信及屏保的下载量已经达到300万次。这说明中国手机动漫并不缺乏市场，关键仍在于产业环境的完善和产业链的建设。

2010年，三大运营商表示将继续下调上网资费，并加大手机终端补贴的力度，千元左右的智能手机将批量上市。运营商联合终端厂商积极推出便利上网的工具性软件和功能软件，降低了用户手机上网的门槛。中国移动手机动漫基地在福建设立，标志着中国移动对手机动漫产品的规划、投入都将大幅提升，为手机动漫的发展提供了广阔的空间，拓维信息也在产品研发上加大手机动漫客户端技术和FLASH技术研究，打破单一的彩信形式，改善用户体验；并加强与手机游戏、手机阅读等业务相结合，打通内容快速传播渠道。我们认为，2010年手机动漫产业环境将有明显的改善，再加上3G用户增长加快等积极因素，公司手机动漫业务增长情况肯定会好于2009年。

三、手机支付有望成为新的增长点

手机支付又称为移动支付，是允许移动通信用户使用其移动终端（通常是手机）对所消费的商品或服务进行账务支付的一种服务方式。从产业链来看，整个手机支付价值链主要包括移动运营商、支付服务商（银行，银联等）、应用提供商、设备提供商（终端厂商，卡供应商，芯片提供商等）、系统集成商、商家和终端用户。

我国手机支付虽然起步较晚，但从去年开始明显加速，市场前景看好。易观国际的最新数据显示，相对于其他的移动互联网应用，手机支付目前还处于导入期，2009年下半年使用过手机支付或手机银行的用户只有14.3%，后续潜力有很大的空间。工信部的数据显示，2009年上半年，我国手机支付用户总量突破1920万户，实现交易6268.5万笔，支付金额共170亿元。《电子商务发展“十一五”规划》也提出明确的要求：大力推广银行卡等电子支付工具，推动网上支付、电话支付和移动支付等新兴支付工具的发展。参考发达市场手机支付用户约40%的渗透率，未来中国手机支付用户数量可达3.5亿，以2009年平均每笔交易金额200元为例，每人每年手机支付一笔就能产生700亿元的支付市场。

手机支付是中国移动2010年重点推广的核心业务，已列入2010年集团KPI（关键业绩指标）考核体系。中国移动还于近期大量招聘手机支付工程师。按照飞信业务发展的经验，这意味着中国移动2010年将投入可观的资源支持手机支付在全国的推广。3月10日，中国移动宣布以398亿元认购浦发银行22亿股新股，交易完成后中国移动将持有浦发银行20%股权，成为浦发银行第二大股东，显示出了进军手机支付的强烈决心。而3月16日，银联也发布公告称其新一代手机支付业务已进入大规模试

点阶段，试点区域将扩展至上海、山东、宁波、湖南、四川和深圳市，未来还将进一步扩大。从运营商和银联的动作来看，2010年将成为我国手机支付的大发展之年。

湖南省在手机支付方面处于领先地位。2008年7月，中国移动把湖南确定为手机支付业务基地。2009年9月，湖南移动正式试点手机支付，3个月内交易已过百万人次，实现了用户量的5倍增长。近期中国移动招聘手机支付工程师的广告中也显示工作地点在北京、上海和长沙（其自主的支付平台cmpay研发基地）。移动商务是拓维信息重点培育的种子业务，此前已经在手机投注等领域积累了成功的经验。公司有与中国移动长期的软件和增值业务合作关系，又有湖南的地利之便，成功获得了湖南、云南和江西的手机支付省平台建设运营和维护合同。

目前公司手机支付运营维护收费采取数人头的形式，每月仅有十几万元的收入。随着手机支付业务的快速增长，公司未来的收费模式可能会向平台运营、收入分成的模式靠拢。湖南、云南和江西三省移动电话用户为6500万户左右，中国移动用户保守估计可达4500万户。按照日本等发达市场40%的渗透率，假设每人每年手机支付金额为1000元，则三省手机支付交易总额可以达到180亿元，公司分成收入按照千分之二比例，预计可达3000万元以上。手机支付将成为公司新的利润增长点。

四、盈利预测与投资建议

根据我们对公司系统集成销售及软件、创新类增值业务和传统类增值业务发展前景的分析，预计未来三年公司营业收入的增速分别为21.94%、25.35%和26.48%，每股收益分别为0.98元、1.27元和1.60元，对应动态市盈率分别为43.85倍、33.66倍和26.75倍。

按照日本等发达市场的经验，无线增值行业爆发性增长的确切性很强，公司作为无线增值领域的细分市场龙头，受益的确切性也很强，目前不能确定的仅仅是爆发性增长的时间点。公司业绩良好，属于3G成长期A股市场上不可多得的移动互联网投资标的，理应享有一定的溢价。我们的业绩预测偏保守，如果无线增值行业出现爆发性增长，公司业绩有望超越预期。我们认为可以给予公司2011年40倍左右的PE，6-12个月的合理价位在48-50元左右，维持“买入”的投资评级。

表1 拓维信息财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	598	726	867	1059	营业收入	309	376	472	597
现金	536	659	774	947	营业成本	135	162	201	254
应收账款	29	42	58	66	营业税金及附加	9	10	13	16
其他应收款	8	7	10	13	营业费用	29	32	42	54
预付账款	5	5	8	9	管理费用	59	66	75	95
存货	17	13	16	24	财务费用	-12	-8	-8	-6
其他流动资产	3	1	1	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	92	90	64	50	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	12	12	12	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	59	45	31	17	营业利润	94	115	151	190
无形资产	20	17	15	12	营业外收入	8	10	12	15
其他非流动资产	1	15	6	7	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	690	817	931	1109	利润总额	103	125	162	204
流动负债	65	93	77	93	所得税	13	12	16	20
短期借款	0	0	0	0	净利润	90	112	146	184
应付账款	10	28	33	35	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	55	65	44	58	归属母公司净利润	87	109	142	179
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	101	123	157	194
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.98	1.27	1.60
其他非流动负债	2	0	0	0					
负债合计	67	93	77	93	主要财务比率				
少数股东权益	10	13	17	22	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	112	112	112	112	成长能力				
资本公积	241	241	241	241	营业收入	17.6%	21.9%	25.4%	26.5%
留存收益	260	358	484	642	营业利润	17.2%	21.8%	31.1%	25.8%
归属母公司股东权益	613	711	837	994	归属于母公司净利润	11.3%	25.2%	30.3%	25.8%
负债和股东权益	690	817	931	1109	获利能力				
					毛利率(%)	56.3%	57.0%	57.5%	57.5%
					净利率(%)	28.2%	29.0%	30.1%	30.0%
					ROE(%)	14.2%	15.3%	17.0%	18.0%
					ROIC(%)	99.1%	254.6%	206.5%	325.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	9.7%	11.4%	8.3%	8.4%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.12	7.82	11.19	11.40
					速动比率	8.86	7.69	10.99	11.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.50	0.54	0.59
					应收账款周转率	8	10	9	9
					应付账款周转率	6.98	8.39	6.51	7.39
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.78	0.98	1.27	1.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.10	1.09	1.64
					每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.36	7.48	8.89
					估值比率				
					P/E	54.89	43.85	33.66	26.75
					P/B	7.81	6.73	5.72	4.81
					EV/EBITDA	42	34	27	22

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	89	123	122	183
净利润	90	112	146	184
折旧摊销	18	16	16	16
财务费用	-12	-8	-10	-12
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-4	18	-41	-5
其他经营现金流	3	-15	11	-1
投资活动现金流	79	3	0	-0
资本支出	26	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	105	3	0	-0
筹资活动现金流	-31	-3	-7	-10
短期借款	-23	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	32	0	0	0
资本公积增加	-32	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-3	-7	-10
现金净增加额	137	123	116	173

分析师简介

薄小明, SAC 执业证书号: S0640208090088

工学硕士、经济学硕士, 2007年8月加入江南证券金融研究所, 从事TMT行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。