

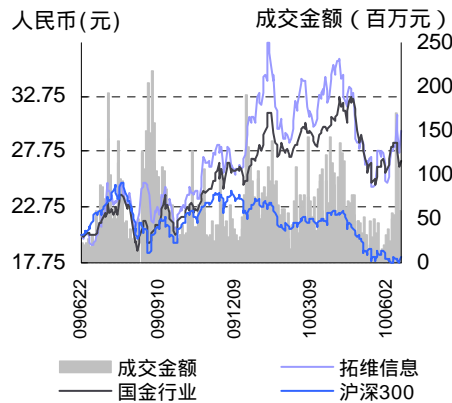
市价(人民币)：29.70元

调研简报

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)	74.55
总市值(百万元)	4,317.07
年内股价最高最低(元)	37.54/19.43
沪深 300 指数	2780.66
中小板指数	5703.49



相关报告

1. 《业务盈利能力符合预期》，2010.3.22
2. 《业绩符合市场预期》，2009.10.23
3. 《增值业务发展超预期,上调未来 2 年业绩》，2009.8.5

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

李哲人 联系人
(8621)61357580
lizheren@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.981	0.780	0.798	1.110	1.527
每股净资产(元)	6.69	5.48	6.40	7.70	9.51
每股经营性现金流(元)	1.42	0.80	1.20	1.50	2.00
市盈率(倍)	25.99	51.30	37.24	26.75	19.45
行业优化市盈率(倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
净利润增长率(%)	23.77%	11.26%	32.96%	39.23%	37.52%
净资产收益率(%)	14.68%	14.22%	16.20%	18.75%	20.87%
总股本(百万股)	79.87	111.81	145.36	145.36	145.36

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **股权方案体现公司回馈和激励团队的决心**：为回馈员工贡献，同时激励其主动性，以达到留住人才，保持公司成长动力的目的，公司内部今年以来就一直有进行激励的想法沟通。公司 6 月 11 日公布针对核心骨干人员 427 万份期权的激励计划，并争取在年内获批实行，我们认为这一方案的提出，体现了公司回馈和激励核心团队的决心，对业绩存在一定推动作用；
- **近期业绩仍受制于行业管制**：股权激励方案的行权条件给予市场一定信心，但公司近年业绩增长从未超过 30%，手机动漫行业拐点迟迟未能到来，公司向移动互联网的转型进程也略显缓慢，扣除行权成本后 30%增长目标的实现存在较大难度。我们认为，从 08 年下半年开始的以手机扫黄、手机吸费事件为代表的行业整顿，及运营商内部管理层和经营思路的变动，是阻碍移动增值服务行业前行的内外因素，同时也是公司业绩受到压制的主要原因；
- **福建动漫基地招标对公司影响较大**：中国移动福建 3G 手机动漫平台的合作招标近期即将展开，公司也在积极参与项目招投标。但拓维的产业链整合优势和地域优势在此次招标中难以体现，公司在移动 3G 动漫平台上的合作地位较 2G 平台很可能被削弱。此次招标的结果对于公司的现有业务和未来发展影响较大，我们将保持对事件发展的高度关注。

投资建议

- 总体而言，股权激励方案的推出具有积极意义，但行业环境在运营商管理层到位情况下会否逐步趋向宽松，以及福建基地的招标结果这两大重要因素的发展尚待观察。我们暂时维持公司 2010-2012 年 0.798 元、1.11 元和 1.527 元的 EPS 预测和对公司的“买入”评级，并将保持对行业环境和基地招标的紧密跟踪。

风险提示

- 行业管制仍是移动互联网行业最重要的影响因素之一，如下半年国内的内容管制迟迟不能放开，公司业绩要实现行权条件的增长将非常困难。

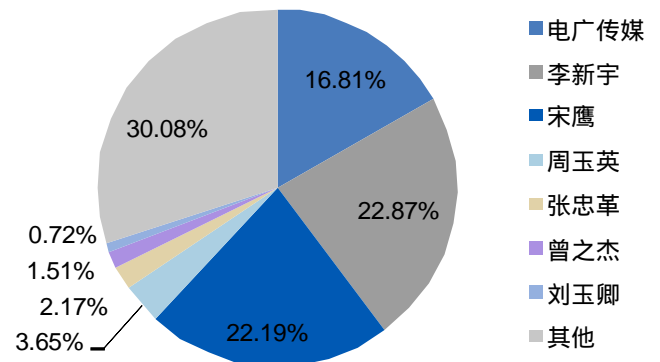
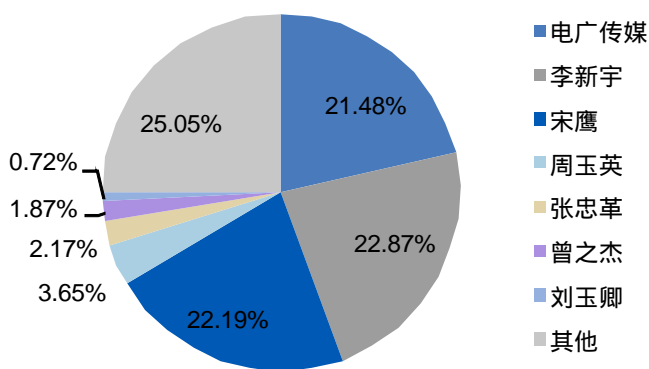
拓维信息调研简报

股权方案体现公司回馈和激励核心团队的决心

- 公司上市已两年，为了回馈员工对于公司的贡献，同时激励员工的创造性和工作主动性，以达到留住人才，保持公司成长动力的目的，公司内部今年以来就一直有通过各种不同方式进行激励的想法沟通。公司 6 月 11 日公布了针对核心骨干人员 427 万份股票期权的激励计划，并争取在年内获批实行，我们认为这一方案的提出，集中体现了公司回馈和激励核心团队的决心，对公司运营和业绩存在一定的推动作用；
- 拓维信息 2008 年 7 月上市，上市股权结构中公司内仅有三名主要创始人及其亲属持股，这样的状况一直持续至今。内部激励机制对于以人为本的高科技企业来说是当务之急；

图表1：上市时股权结构

图表2：09 年底股权结构



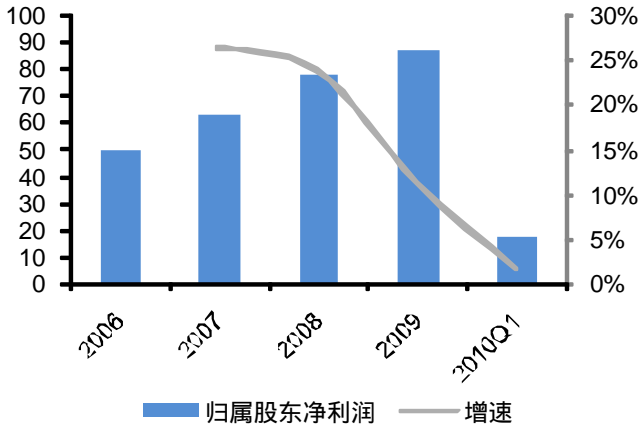
来源：公司公告，国金证券研究所

- 正是出于这样的认知和目的，公司今年初便明确了对核心团队给予激励的大方向，经过内部讨论和沟通，在这个时间推出这一股权激励方案，能够争取在年内获批实行，是公司回馈和激励团队意图的显著体现，对于公司员工具有积极的推动作用；
- 此次激励计划拟授予激励对象共 427 万份股票期权，占当前股本总额的 2.94%。公司将采取定向发行方法，其中首次授予核心团队人员 94 人共 385 万份，预留 42 万份。行权价格为 28.19 元；
- 主要行权条件是以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数，2010-2012 年扣除非经常性损益后的净利润增长率分别不低于 30%、60% 和 90%，加权平均净资产收益率不低于 15%。

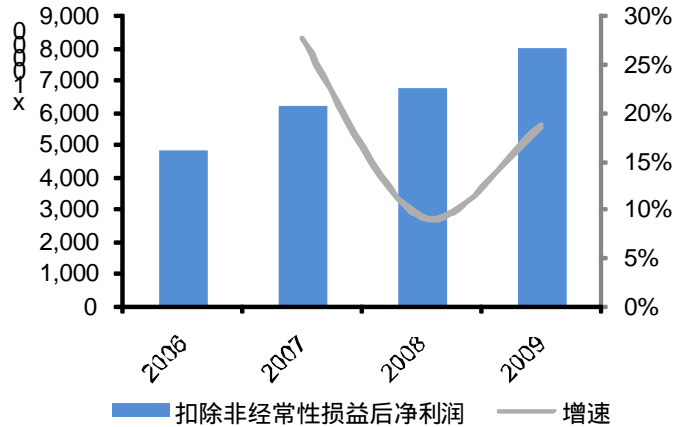
近期业绩仍受制于行业调整

- 尽管股权激励方案的行权条件给予市场一定信心，但公司近年业绩增长速度从未超过 30%，手机动漫行业拐点迟迟没有到来，公司向移动互联网公司的转型进程也略显缓慢，扣除行权成本后 30% 增长目标的实现存在较大难度。我们认为，从 08 年下半年开始的以手机扫黄、手机吸费事件为代表的行业整顿，以及运营商内部管理层和经营思路的变动，是阻碍移动增值服务行业前行的内外因素，同时也是公司业绩受到压制的主要原因；
- 公司 08、09 年净利润增速分别为 23.8% 和 11.3%，扣除非经常性损益后的利润增速则分别为 9.24% 和 18.56%，10 年一季度净利润增速也仅为 1.55%；

图表3：归属股东净利润状况（百万元）



图表4：扣除非经常性损益后净利润状况（万元）



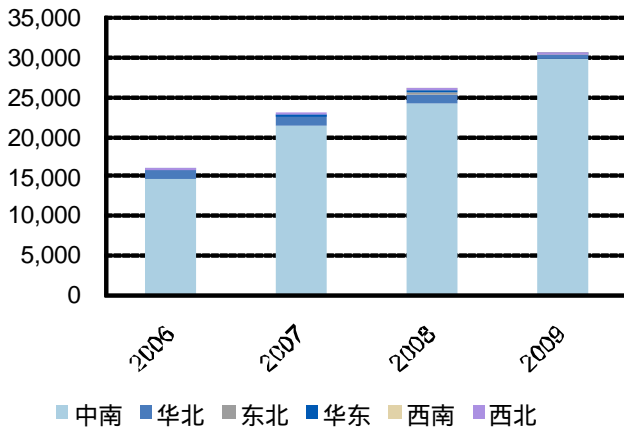
来源：公司年报，国金证券研究所

- 从 09 年下半年开始社会舆论和国家监管对于电信行业的关注明显提升，手机扫黄、手机吸费问题的整顿相继展开，尽管这些调整对于拓维这类主要与运营商合作提供业务的公司直接影响不大，但行业氛围的明显转变，及 WAP 停止计费等整顿措施的不断推出仍然对公司的业务推广和发展产生了负面影响，手机动漫业务市场的加速拐点也迟迟未能出现，近年仍是平稳发展，公司业绩的表现受到压制；
- 10 年上半年，几大运营商尤其是中国移动进行了高层的调整，导致新业务推进速度的放缓以及对于各增值业务实验基地发展模式的重新思考，这也对公司主营业务包括湖南动漫中央平台的发展产生了一定负面影响。

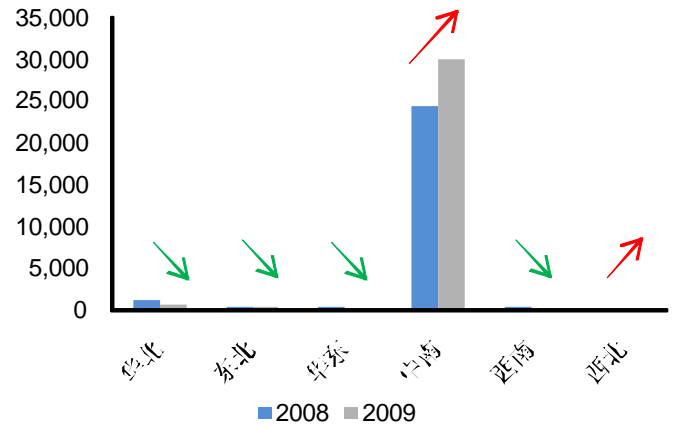
福建动漫基地招标对公司影响较大

- 中国移动位于福建的 3G 手机动漫基地平台的合作招标近期即将展开，公司也在积极参与项目招投标。但公司的产业链整合优势和地域优势在此次招标中难以体现，公司在移动 3G 动漫平台上的合作地位较 2G 平台很可能被削弱，总体而言，我们认为此次招标的结果对于公司的未来发展具有较大影响，将保持对事件发展的高度关注：
 - 中移动福建动漫平台的合作招标近期将逐步展开，作为移动高层到位后的首批平台招标，其发展模式的选择对于后续其他基地以及中移动发展增值业务的整体思路具有重要意义，预计竞争将比较激烈；
 - 据悉，此次招标很有可能采取平台、运营和产品分开招标的模式，如果是这样的话，公司在手机动漫领域的综合产业链优势将被明显削弱；招标在福建展开，而公司业务主要集中在中南地区，在此次招标中也没有地域优势；

图表5：公司分地区收入状况（万元）



图表6：09 年仅中南和西北地区取得增长（万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

- 综合以上分析，公司在本次福建基地的招标中很难取得在湖南基地的独家合作地位，而 3G 动漫平台上线以后，中移动的发展计划和资源分配将逐步向其倾斜，湖南省的 2G 平台难免受到冲击，对于公司现有业务也存在负面影响；
- 总的来看，此次福建平台招标对于拓维信息的现有业务和未来发展空间具有重大影响，公司也在集中各方面资源积极参与。我们将保持对此的高度关注，随时跟踪事件进展。

投资建议

- 总体而言，股权激励方案的推出具有积极意义，但行业环境在运营商管理层到位情况下会否逐步趋向宽松，以及福建基地的招标结果这两大重要因素的发展尚待观察。我们暂时维持公司 2010-2012 年 0.798 元、1.11 元和 1.527 元的 EPS 预测和对公司的“买入”评级，并将保持对行业环境和基地招标的紧密跟踪。

风险提示

- 行业管制仍是移动互联网行业最重要的影响因素之一，如下半年国内的内容管制迟迟不能放开，公司业绩要实现行权条件的增长将非常困难。

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	8	12
买入	1	3	3	17	20
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.64	1.67	1.65

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 2009-04-03	买入	19.96	37.71 ~ 37.71
2 2009-06-13	买入	19.22	29.40 ~ 34.50
3 2009-08-05	买入	24.18	39.60 ~ 46.20
4 2009-10-23	买入	24.05	39.06 ~ 46.40
5 2010-03-22	买入	33.45	N/A

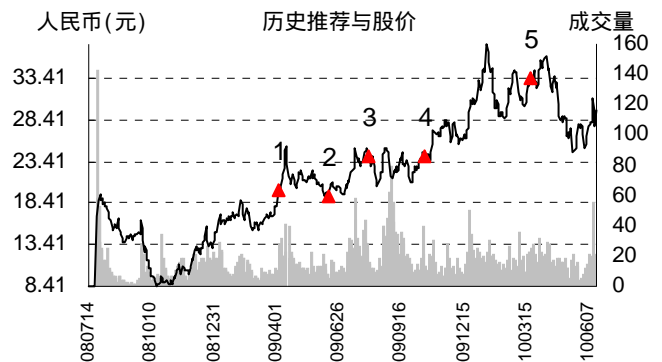
来源：国金证券研究所

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室