

向多业务、全国性的综合性移动互联网业务提供商转型

拓维信息 (002261.SZ)

推荐 首次评级

分析师: 许耀文 ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8589 执业证书编号: S0130208091646
分析师: 孙津 ✉: sunjin@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

我们近期调研拓维信息,就沟通情况进行深入分析。

2. 我们的分析与判断

人员快速扩张体现公司对行业前景和自身业务拓展信心

截至2011年2月,公司总员工人数已经超过1800人,而2007年底和2009年底公司员工人数分别为308人和900人左右,公司过去1年人员扩张数量超过1倍。2010年12月16日,公司启动大规模的招聘工作,计划招聘管理人员44人、市场营销人员244人、增值业务人员244人、技术研发类166人和客户服务类112人。

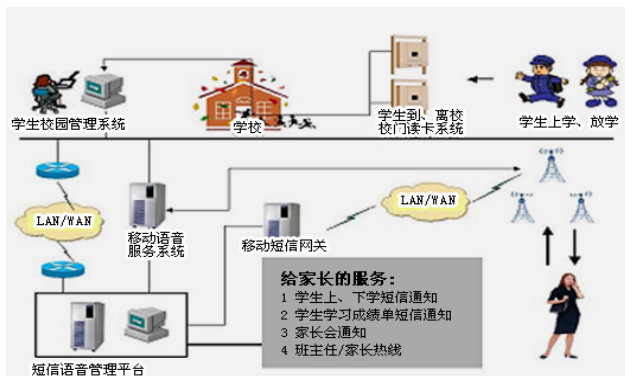
人员快速扩张说明2点:

- 公司对行业发展充满信心,不惧人工成本上涨压力
- 公司人员扩张是业务驱动型,人员增加主要是手机动漫、校讯通和票务通等新业务,大规模招聘说明这些业务正处在快速布局阶段。

校讯通和票务通是公司2011年高速增长的主要新业务

校讯通是通过手机短信等现代信息技术实现家庭与学校快捷、实时沟通的教育网络平台。通过手机短信,教师可以将孩子在学校的健康状况、学习成绩、日常表现、考勤情况、期末评语、当天作业、学校的动态和通知等信息直接发送到家长的手机上,使家长及时、方便、全面了解自己孩子在学校的状况。家长可以通过上行短信或登陆校讯通网站与学校教师进行互动,主动查询学生的各项情况。

图1: 校讯通业务流程



资料来源: 中国银河证券研究部

校讯通潜在市场规模达到 120 亿元以上。

校讯通填补家长对小孩在校期间实时信息的跟踪需求，是一项市场规模大、赢利能力强的移动增值业务。假设按照中国 2 亿在校学生、50%覆盖率和 10 元 ARPU 计算，最大潜在市场规模达到 120 亿元。

表 1: 江苏移动校讯通业务资讯和分成

产品类别	产品名称	资费标准	商务模式	备注
基本产品	家校互动	包月10元	移动: 代理商=40:60	
	亲情电话	包月2元	移动: 代理商=40:60	目前与家校互动捆绑推广, 免费赠送
	平安短信	包月2元	移动: 代理商=40:60	目前与家校互动捆绑推广, 免费赠送
附加产品	家长网校	免费	移动购买内容资源	提供家教超市, 面向校信通用户提供教育内容服务
	移动教务	免费		中小学校办公短信
教育内容产品	手机家教	包月6元	移动: CP = 50:50	同步教学知识点信息服务
	家教杂志 家教读物	包月3元	移动: CP = 50:50	彩信教育内容服务(家庭教育知识点、少儿小故事)
	家教课堂	包月10元	移动: CP = 50:50	依托网站, 提供课件、视频课堂等教育资源下载服务

资料来源: 中国银河证券研究部

公司校讯通业务已经覆盖贵州、珠海和兰州, 2011 年已经明确的是覆盖云南省。虽然该业务进入门槛并不高, 但是由于刚刚开展, 很多地区还是空白, 公司拥有综合性的资源优势, 我们预计校讯通在 2011 年为公司贡献 6000 - 7000 万收入。

票务通业务受益中国电影市场发展

中国移动的电子商务全球级核心平台由高阳科技承建, 主要处理清算、结算及全网业务接入管理, 采取保底+分成商业模式; 省级平台主要处理各省商户接入管理与运营等事宜。

目前省级平台承建商:

- 联动优势: 约 10 多省
- 高阳科技: 约 3 - 4 省
- 拓维信息: 湖南、云南、江西三省
- 其他: 上海华腾、结行等非上市公司

公司借助在移动电子商务领域拓展的优势进入移动电子票务领域, 主要是通过 www.piaolala.com 网站来推广和代理销售电影票。用户可以通过网站、手机和短信等方式来购买电影票, 购买成功后凭系统下发的短信购票密码到影城前台换取电影票。基于 3 个因素, 我们看好该业务的拓展:

- 中国电影票房和院线规模近 3 年有 40%-50% 的年复合增长
- 电影院线行业市场集中度高, 公司与万达影院、中影等行业排名前列的电影院线谈合作就能很快覆盖市场
- 票价便宜, 购票便捷。票啦啦网站上的电子通票只有 25 元 (IMAX50 元), 远低于湖南当地 30 - 40 元的平均票价, 经济实惠, 而且购买很方便。

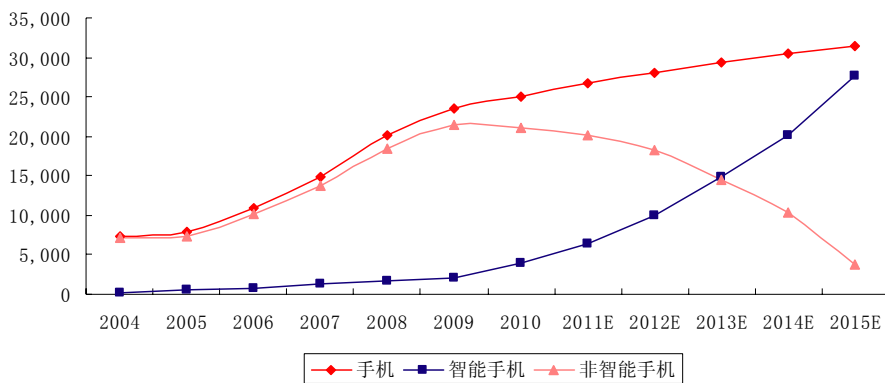
公司目前已经覆盖了 17 个城市的电影院，如果和万达等院线成功合作，预计将很快推向全国院线市场。

手机动漫有可能诞生未来移动新的杀手级增值应用

据相关统计，全球动漫产业产值已经突破 4 万亿美元，与游戏、动画产业相关的衍生品产业产值是数字内容产业产值的 2-3 倍。我们认为公司的手机动漫业务发展受到 2 个因素的推动：

- 智能手机用户规模增长

图 2：中国市场给类终端销售量统计及增长趋向预测



资料来源：中国银河证券研究部

2010 年中国智能手机销售量达到约 4000 万台，同比 88%，预计 2015 年销售量将达到 27633 万台，智能手机占手机总销售量比重由 2010 年的 16% 攀升到 88%。动漫业务对屏幕和手机操作系统的要求较高，智能手机覆盖率的提高为手机动漫业务的拓展提供了基础。

- 中国移动对手机动漫业务重视程度高。

手机动漫基地是中国移动第八个全国性的基地，中国移动计划在 3 年时间投资 20 亿元建设该基地，2011 年的用户目标是 900 万用户。

- 手机动漫可以由阅读性业务向应用型业务拓展

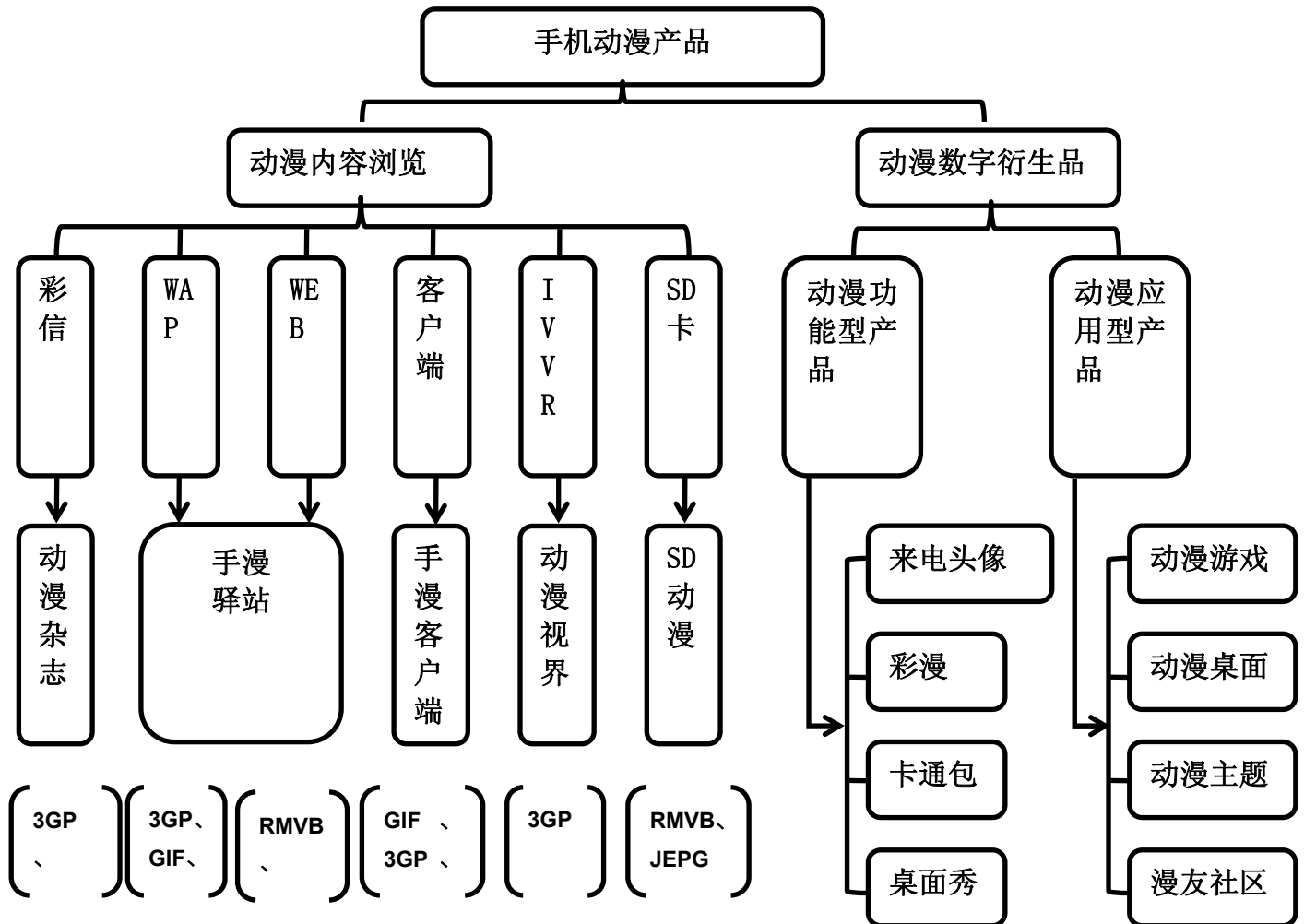
除了阅读业务，手机动漫也可以推出与手机功能相结合的功能性业务（见图 3），比如来电彩像业务，有可能成为彩铃的补充和替代。

公司手机动漫业务爆发性增长在 2012 年

目前动漫基地平台、运营、产品和内容四个建设领域中，拓维信息主要是在运营领域。公司计划通过运营领域的成功，逐渐渗透到产品和内容侧。公司在厦门的分公司已经有 40 多人，预计 2011 年底增加到 100 人以上。虽然运营和分成模式还没有确定，但是公司能在项目前期有这么深层次的介入，未来和移动在该业务的紧密合作应该是可以预期的。

中国移动动漫基地正式启动的时间预计是在 2011 年下半年，我们预计 2011 年还是业务培育年，2012 年公司动漫业务应该有希望迎来 100% 的高速增长。

图 3: 中国移动拟推出的手机动漫业务



资料来源: 中国银河证券研究部

3、投资建议

总体来看, 我们认为 2011 年对公司而言是经营压力最大的一年, 2012 年以后业绩加速增长的趋势更为明确。一个原因是今年股权激励摊销最高, 影响 EPS - 0.23 元; 二是中国移动对无线增值业务的监管还存在不确定性; 三是我们认为手机动漫业务更有可能在 2012 年发力。

表 2: 股权激励摊销

年度	2010	2011	2012	2013	合计
对净利润的影响 (元)	954	3276	1414	527	6172
对每股收益的影响 (元/股)	-0.07	-0.23	-0.10	-0.04	-0.42
对加权平均净资产收益率的影响	-1.43%	-4.11%	-1.49%	-0.47%	

资料来源: 中国银河证券研究部

我们看好公司当前股价的长期提升空间，主要逻辑是：

- 今年很可能是移动互联网政策的最低谷，而公司当前估值已经反映 SP 监管政策的不利影响。
- 移动互联网是继桌面互联网以后信息产业最大的“金矿”，只要政策放开，市场起来会很快。
- 公司在手机动漫和移动电子商务领域处于国内领先的位置，资源和资金实力雄厚，即时行业情况不好，公司更有机会去并购扩张。
- 从大规模招聘来看，公司是一家非常进取的公司，同时公司股权激励政策保障公司业绩增长。

我们预计公司 2010 - 2012EPS 分别为 0.78 元、0.98 元和 1.41 元，同比分别增长 30%、26%和 44%，对应当前股价的 PE 为 48X、38X 和 27X。基于移动互联网产业的前景和公司的竞争力，我们按照 2012 年 35 倍 PE 给予公司 49.3 元的半年期合理估值和长期“推荐”的投资评级。

附表 1: 拓维信息 (002261.SZ) 公司财务预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	233.47	262.58	308.69	352.39	472.37	606.12
减: 营业成本	98.80	114.44	134.94	142.72	186.59	230.32
营业税金及附加	5.46	6.87	8.70	9.93	13.31	17.07
营业费用	16.88	22.98	29.36	29.95	38.73	48.49
管理费用	32.11	43.56	59.01	63.43	99.20	109.10
财务费用	-0.94	-3.85	-12.14	-9.81	-11.36	-13.48
资产减值损失	-0.62	-0.21	-0.68	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.33	1.76	4.90	6.00	8.00	10.00
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	83.10	80.56	94.42	122.17	153.90	224.61
加: 其他非经营损益	2.60	11.67	8.14	10.00	12.00	14.00
利润总额	85.70	92.23	102.56	132.17	165.90	238.61
减: 所得税	8.08	8.01	12.88	15.14	18.95	27.43
净利润	77.61	84.22	89.68	117.03	146.95	211.18
减: 少数股东损益	14.30	5.86	2.49	3.25	4.09	5.87
归属母公司股东净利润	63.31	78.36	87.19	113.78	142.87	205.31
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	94.94	471.21	530.86	559.15	702.80	795.49
应收和预付款项	55.80	53.23	41.78	89.83	86.42	139.42
存货	7.28	3.81	17.03	1.51	22.73	7.20
其他流动资产	0.12	1.55	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.75	7.51	12.41	12.41	12.41	12.41
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	57.86	58.27	58.96	82.16	78.36	73.56
无形资产和开发支出	12.57	11.99	20.35	37.88	65.41	102.94
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	234.31	607.57	681.39	782.94	968.13	1131.01
短期借款	12.00	23.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	28.07	38.55	57.03	25.02	75.62	43.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	4.81	1.67	1.67	1.67	1.67
负债合计	40.07	66.36	58.69	26.69	77.29	45.25
股本	59.87	79.87	111.81	111.81	111.81	111.81
资本公积	2.11	272.97	240.88	240.88	240.88	240.88
留存收益	102.78	181.15	260.35	370.65	509.16	708.20
归属母公司股东权益	164.76	533.99	613.04	723.34	861.85	1060.89
少数股东权益	29.49	7.23	9.66	12.91	17.00	22.87

股东权益合计	194.25	541.21	622.69	736.25	878.84	1083.76
负债和股东权益合计	234.31	607.57	681.39	762.94	956.13	1129.01
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	92.03	113.29	89.44	43.15	166.10	123.15
投资性现金净流量	-25.23	-365.97	79.13	-21.20	-29.44	-37.68
筹资性现金净流量	-39.85	299.53	-31.07	6.34	7.00	7.22
现金流量净额	26.95	46.86	137.51	28.29	143.66	92.68

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908