

行业研究

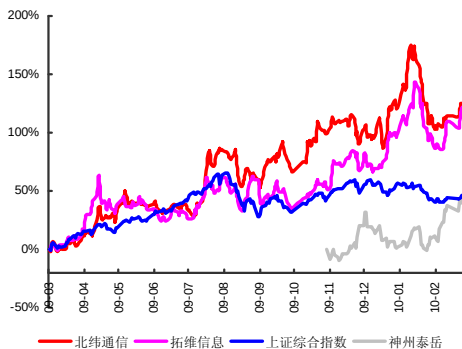
移动互联网，百舸争流，百花齐放

移动互联网

2010年3月1日

投资评级：优异

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所物联网组

联系人：

熊云彩

电话：021-58766036-203

Email: xiongyu@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——移动互联网之增值业务篇

投资要点：

崭新的融合网络，革新的模式，广阔的空间。无线带宽提高和智能终端的共同发展，使得移动通信能与互联网优势融合，催生移动互联网。与窄带时代运营商为中心的合作模式不同，移动互联网时代运营商、终端和应用齐发展，终端和应用的话语权日益增强，iPhone 和腾讯即是先例。据 iResearch 预测，未来三年移动互联网 CAGR 超过 40%。

传统业务已近衰退，运营商必将力推移动互联网，培育合作伙伴以掌握盈利点。国内电信资费每年降幅近 10%，用户增长空间已有限，当前数据业务收入占比几乎可忽略，有内在动力寻找新增长点。传统增值业务增长已乏力，且品种少，空间有限。运营商一面要为国有资产保值增值寻找出路，另一面又面临移动互联网时代被边缘化的困扰，必将培育自身的合作伙伴，抓住移动互联网盈利点。

看好手机游戏、手机视频业务、农村信息化业务供应商。手机可能成为未来的主流媒体，而传媒将从大众传媒走向精确传播，这种传媒革命趋势以及中国特色的媒体资源垄断特性，使得移动互联网的媒体属性具有最确定性的商业模式。从日本和全球的发展经验看，手机媒体属性已经凸显，看好手机视频业务。结合中国实际情况，提高农村信息化水平是政府下一步重点工作之一，而农村手机普及率远高于电脑，手机作为农村信息化媒介是当前最合适的方式。

推荐北纬通信、拓维信息和神州泰岳。我们推荐北纬通信、拓维信息和神州泰岳，共同的理由是看好移动互联网行业大发展。到具体标的，我们分别看好北纬通信的游戏和视频业务、拓维信息的手机动漫社区设想和神州泰岳的农村信息化战略。

单位： 百万元	2009A			2010E			2011E		
	收入	净利润	EPS (元)	收入	净利润	EPS (元)	收入	净利润	EPS (元)
北纬通信	164.29	35.50	0.47	242.14	51.45	0.68	395.09	81.67	1.08
拓维信息	308.69	87.53	0.78	386.73	120.58	1.08	448.53	143.82	1.29
神州泰岳	722.73	268.82	2.13	924.84	378.37	2.99	1,169	503.02	3.98

市场关注点与我们的看法

关注点 1: 什么是移动互联网?

我们的看法: 移动互联网是移动通信与互联网的融合, 兼具共享、开放、互动和可移动等特点。移动互联网=移动通信×互联网, 而不仅仅是简单相加。移动互联网首先将是叠加移动通信和互联网的优势, 最后实现大融合, 逐步过渡到泛在的物联网。

关注点 2: 移动互联网发展初期, 除了行业自身发展外, 是否有外来推力, 为什么?

我们的看法: 移动互联网发展最大的外来推力来自电信运营商。因为基于电路交换的基础网络已逐渐过渡到分组交换, 以租用电路时间为计费基础的收入方式将逐渐消亡, 电信运营商需要寻求新的收入增长点。而移动互联网是开放的网络, 之前单靠拥有的巨大用户数即可获得巨额收入的运营商并没有天然的优势, 运营商势必要在移动互联网发展初期抢占有利地位。

关注点 3: 移动互联网有哪些业务具有长期的成长空间?

我们的看法: 首先, 以时长为计费基础的收入方式将逐渐转变为以流量为计费基础, 具有广泛应用基础的大流量业务将具有长期的成长空间, 比如音乐、游戏、和视频等业务。另一方面, 手机已与个人密不可分, 作为可精确定位(无论现实还是虚拟)的媒介, 成为第五媒体, 基于手机媒体属性的业务将获得巨大发展。

关注点 4: 国外发展情况如何?

我们的看法: 2008 年全球移动互联网收入超过 2000 亿美元, 其中日本约为 430 亿美元。从业务贡献看, 移动数据业务贡献最大, 全球(除日本外)88% 的收入来自移动数据, 日本作为全球移动互联网发展的先驱, 其基于手机媒体属性的广告、支付和电子商务等应用占比已提高, 移动数据业务贡献从 06 年的 88% 降为 66%。

关注点 5: 国内将如何发展, 我们的看法股投资标的有哪些?

我们的看法: 我们认为, 城乡二元结构划分两个市场: 城市用户会偏好 SNS、LBS、游戏和视频等业务; 农村用户会偏好手机信息化业务(提供工作和农产品信息等)。我们推荐北纬通信(游戏和视频业务)、拓维信息(动漫和农村信息化)和神州泰岳(飞信和农村信息化)。

据 ITU 统计，至 2009 年底，全球移动通信用户约为 46 亿，移动宽带用户超过 6 亿，预计到 2010 年底总用户将达到 50 亿，移动宽带用户将超过 10 亿。无线宽带的宗旨就是可以在任何时间、任何地点、使用任何网络实现 UA（Universal Access，泛在接入）和 ABC（Always Broadband Connection，永远宽带在线）。

手机的应用范围已远远超过最初单纯的通信，渗透到日常生活当中，成为“出门三大件”（手机、钥匙、钱包）之一。手机已接近成为现实个人的虚拟“马甲”，人与手机变得密不可分。手机已成为第五媒体。我们认为，手机作为媒体将在移动互联网时代得到最为广泛的应用。

1. 什么是移动互联网

移动互联网=移动通信×互联网

移动互联网是移动通信与互联网的融合。传统的移动通信是封闭的系统，用户仅与通信运营商接触；传统互联网是开放的系统，但缺乏移动性，无法随时随地地接入互联网。移动互联网是将互联网的共享性、开放性和互动性，与移动通信的可移动性与能精确定位的优势融合。

图表 1：互联网发展趋势



数据来源：思锐致信，国联证券研究所

现在处于融合初期，趋势是泛在的网络。移动互联网发展初期，WAP 是较为典型的应用，但由于是封闭系统，发展较为缓慢，随着技术发展，无线接入资费下降，通道与应用开始分离，移动通信与互联网开始融合。最后，无线网络泛在，基于移动互联网的应用蓬勃，逐步过渡到泛在的物联网。

图表 2: 移动互联网的发展阶段



数据来源：思锐致信，国联证券研究所

带宽、资费和终端制约正在消逝

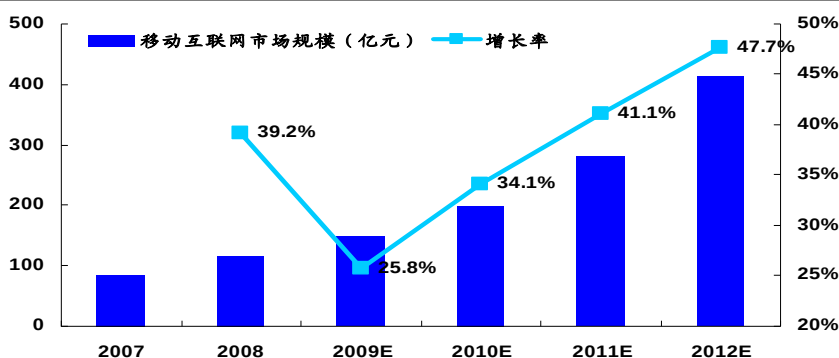
3G 解决无线带宽和资费制约。带宽和上网资费是之前制约移动通信和互联网融合的重大制约，但 3G 的快速推行将带宽和资费制约同时解决。可以肯定的是，随着技术的发展，单位比特成本将继续降低，资费也将继续降。预计不久的将来，通过不同的技术混合组网，三五年内即可实现 ABC（Always Broadband Connection），比如，3G/4G 提供广域的无线宽带，Wimax 提供城域的无线宽带，Wi-Fi 提供短距离的无线宽带。

智能手机解决终端瓶颈。移动互联网发展的另一大制约是终端，由于需求的推动，智能手机快速。同样，由于参与者越来越多，智能手机的发展也将多样化，满足用户个性需求。反过来也一样，由于潜在需求广泛，市场会推动技术的发展。

中国移动互联网市场规模 2012 年达 413 亿元

艾瑞咨询预测，在电信运营商和互联网企业共同推动以及移动互联网用户规模增长等因素驱动下，2009 年中国移动互联网市场规模将达到 147.8 亿，同比增长 25.8%，2012 年，市场规模将达 413 亿元，三年复合增长率超过 40%。

图表 3: 中国移动互联网 2007-2012 年市场规模



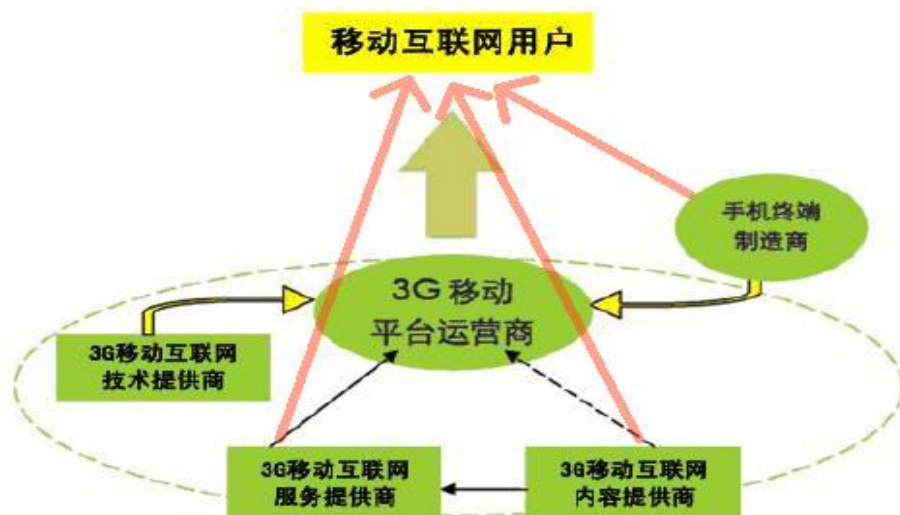
数据来源：iResearch 2009.12，国联证券研究所

2. 移动互联网时代运营商话语权减弱

移动互联网的三大要素是网络、终端和应用。基础网络虽然重要，但用户对其不敏感，未来网络差异性弱化，网络不再是用户选择运营商时的首要考虑因素，终端和应用话语权加大。

产业链主要环节参与方与 2G 时相仿，但模式有别。3G 之前是封闭的系统，3G/B3G 是开放的系统，造就移动互联网与之前的移动通信模式有别。无论是 2G 时代还是 3G/B3G 时代，产业链都是以用户为中心，运营商提供平台，各合作方共同参与。由于 2G 业务标准化，是封闭系统，运营商处于主导低位。然而，移动互联网是开放式的，通道和应用可能会发生分离，业务发展日新月异，以前运营商强势地位可能会弱化。

图表 4：移动互联网产业链构成



数据来源：国联证券研究所

管道与渠道两种模式。管道模式即运营商只提供网络接入，不参与产业链的其他环节，渠道模式是运营商参与产业链其他环节，采取自建、合作的模式，当前的 PC 互联网就是典型的管道模式。值得一提的是，2008 年 PC 互联网应用服务收入达 706.9 亿，首次超过互联网基础服务。

图表 5：2008 年 PC 互联网应用服务收入超过基础服务收入



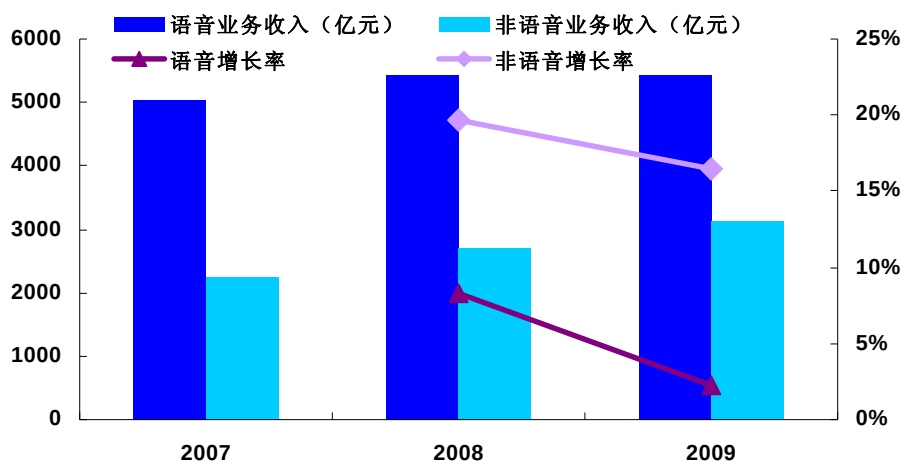
数据来源：国联证券研究所

3. 运营商必将扶持“亲信”合作方，防话语权旁落

运营商目前面临两大压力：第一、语音业务已接近衰退；第二、开放的移动互联网时代，运营商有被边缘化的威胁。国内运营商又有国有资产保值增值压力，必将快速大力进军移动互联网，而扶持“亲信”合作方正是其选择。中移动与神州泰岳飞信维护合同从一年一签改为三年一签即是运营商与合作方建立长期合作关系的例证。

语音业务已接近衰退，长期趋势是接近免费。由于技术发展，基于 IP 包交换的技术逐渐替代基于电路交换的传统技术，以时长为主要计费基础的技术背景式微，以流量为计费基础的方式将成为主流。三五年之后，语音业务或将变得非常廉价，甚至接近免费（skype 通话比运营商 IP 通话资费便宜九成）。然而，语音收入仍是电信行业当前主要收入来源。

图表 6：中国电信行业语音业务接近衰退，但仍为主要收入来源



数据来源：工信部，国联证券研究所

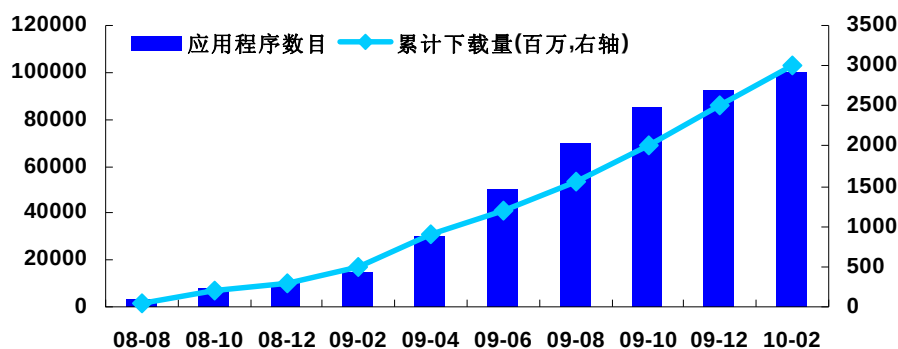
图表 7：skype 国际长途资费比标准 IP 资费便宜 9 成

通话目的地		话费情况		
		标准 IP 资费 元/分钟	Skype 资费 元/分钟	便宜
美国	USA	2.4	0.17	92.71%
加拿大	Canada	2.4	0.17	92.71%
中国大陆	China	0.3	0.17	41.70%
日本 (固话)	Japan	3.6	0.2	94.57%
韩国 (固话)	Korea	3.6	0.17	95.14%
新加坡	Singapore	3.6	0.17	95.14%
澳大利亚 (固话)	Australia	3.6	0.17	95.14%
德国 (固话)	Germany	3.6	0.17	95.14%
英国 (固话)	United	3.6	0.17	95.14%
法国 (固话)	France	3.6	0.17	95.14%
意大利 (固话)	Italy	3.6	0.17	95.14%
香港	Hong Kong	1.5	0.17	88.34%
台湾地区 (固话)	Taiwan	1.5	0.17	88.34%

数据来源：skype.tom.com，国联证券研究所

移动互联网是开放的网络，应用为王，运营商地位弱化。iPhone 用户因为 iPhone 而选择 AT&T（因 iPhone 应用超过 10 万个），腾讯用户无论使用哪个运营商的网络都可以使用腾讯提供的丰富应用。未来，网络质量差异将变得难以区分，不再是用户选网的决定性因素，基础网络透明后，应用的丰富程度是决定用户选择的关键因素，运营商主导地位可能会被边缘化。

图表 8: Apple Store 应用程序数目及累计下载量



数据来源：Apple，国联证券研究所

扶持合作方，培养移动互联网应用“生产大军”是运营商必然选择。综合我们前面的分析，运营商势必全力全速进军移动互联网，通过扶持优秀合作方，抓住产业链盈利点。同时，运营商通过扶持合作方未来进可攻，退可守——对语音、短信等标准化程度高的业务，运营商可独自运营；移动互联网应用丰富，运营商需借助合作方的力量，培育新业务，未来，可以控股提供核心业务的合作方，参股潜力业务合作方，扶持长尾业务合作方。当前，已合作多年的稳定合作方必定是重点扶持对象。

4. 手机统一终端媒体属性突出，看好视频和农信通

我们认为，手机可能成为未来的主流媒体，而传媒将从大众传媒走向精确传播，这种传媒革命趋势以及中国特色的媒体资源垄断特性，使得移动互联网的媒体属性具有最确定性的商业模式。

全球和日本数据表明，手机已成为重要的媒体。2008 年全球移动互联网市场规模为 2370 亿美元，其中数据业务为 1990 亿美元。日本移动互联网发展领先全球，其基于手机媒体属性的移动广告、电子支付和电子商务业务发展迅速，日本移动互联网数据业务占比从 2000 年的 86%降为 66%。从全球来看，在移动互联网发展初期，大流量数据业务是重要收入来源，从作为移动互联网标杆的日本来看，手机的媒体属性越来越明显。

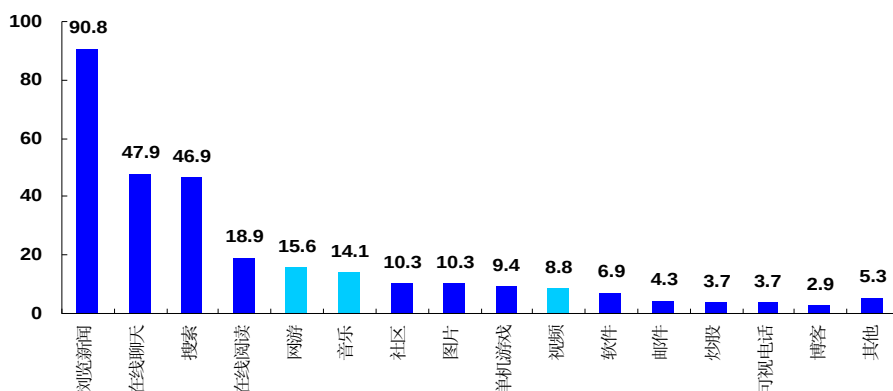
图表 9: 移动互联网主要收入来源来自数据业务, 媒体属性增强 (2008)

	日本	全球(除日本)
移动广告	2%	1%
移动付费服务	11%	2%
移动电子商务	21%	9%
移动数据	66%	88%
总数(十亿美元)	43.0	194.0

数据来源: Morgan Stanley, 国联证券研究所

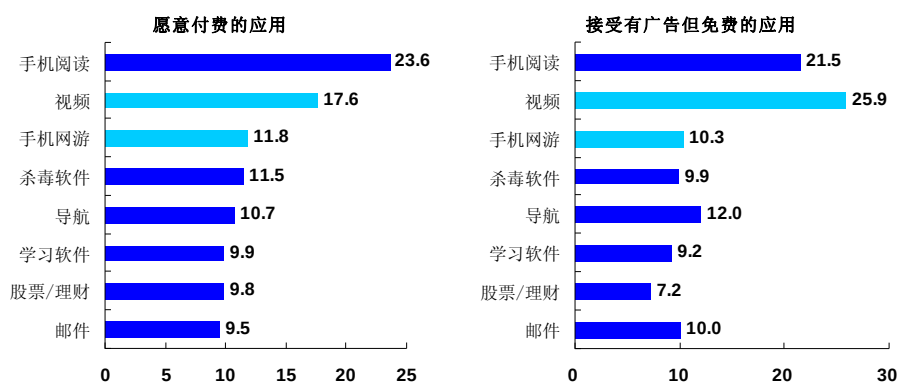
网游、音乐和视频数据流量最大, 视频业务和网游盈利模式最清晰。从用户需求看, 手机用户对新闻、聊天、搜索、阅读、网游、音乐、社区、图片和视频等应用需求位列前十, 而其中, 网游、音乐和视频数据流量贡献最大。从用户付费意愿看, 手机阅读、视频和网游付费愿望最高。我们认为, 手机阅读目前面临终端昂贵和版权问题, 且 PC 互联网没有成熟的盈利模式, 而视频业务、网游在 PC 互联网已有成熟商业模式, 成功移植到移动互联网可能性高。加上移动互联网的可移动性和用户手机业务付费习惯已成, 视频和网游盈利模式最为清晰。

图表 10: 手机上网用户的网络应用 (%)



数据来源: CNNIC, CR-Nielsen, 国联证券研究所

图表 11: 用户对阅读和娱乐类应用有付费意愿 (样本 4723, %)



数据来源: CNNIC, CR-Nielsen, 国联证券研究所

以手机作为农村信息化媒介，既合政策要求，又是另一座小金矿。缩小“数字鸿沟”是一贯的政策导向，手机终端在农村远比电脑普及，且操作更为简单，通过移动互联网来实现农村信息化是“多快好省”的手段。另一方面，中国移动几年前大规模发展农村用户已取得巨大成功，证明农村市场有金矿，我们认为，农村同样有移动互联网的金矿。

5. 推荐北纬通信、拓维信息、神州泰岳

我们推荐北纬通信、拓维信息和神州泰岳，共同的理由是看好移动互联网行业大发展。到具体标的，我们分别看好北纬通信的游戏和视频业务、拓维信息的手机动漫平台战略和神州泰岳的农村信息化战略。

图表 12：主要公司估值简表

单位：百万

公司	总股本	总市值	2010E			2011E			P/S (倍)			P/E (倍)		
			收入	净利润	EPS (元)	收入	净利润	EPS (元)	09	10	11	09	10	11
北纬通信	75.60	2,620.3	242.14	51.45	0.68	395.09	81.67	1.08	15.9	10.8	6.6	73.8	50.9	32.1
拓维信息	111.81	5,004.7	386.73	120.58	1.08	448.53	143.82	1.29	16.2	12.9	11.2	57.2	41.5	34.8
神州泰岳	126.40	18,240.8	924.84	382.84	3.03	1,169	506.97	4.01	25.2	19.7	15.6	67.9	47.6	36.0

北纬通信：A股唯一手机视频业务SP，市值最小（推荐）

A股唯一手机视频业务SP，视频业务因媒体属性存在爆发可能。公司通过与CCTV进行动漫内容合作，运营中国移动手机视频业务的动漫频道。我们认为，市场低估了此次合作的重大意义，这是因为：第一、国内手机电视牌照是极度稀缺资源，从2005年上海文广获得第一张手机电视运营牌照以来，到目前为止，仅上海文广、央视国际、南方广电传媒、中国国际广播电台和中央人民广播电台获得了共五张手机电视运营牌照；第二、央视是国内最大最强的第三媒体内容提供商，其在第四媒体（互联网）上无太大建树，而手机作为第五媒体的潜在市场空间广阔，央视不能再次错过；第三、借助中移动动漫频道，公司有望往横向和纵向扩张，譬如横向与其他运营商合作类似频道，纵向依托渠道优势深度挖掘手机动漫行业。

手机游戏业务已初具规模，进入快速增长期。公司手机游戏业务自09年开始贡献收入，09年下半年每月收入约为290万元，目前已能提供超过200款游戏下载。手机游戏行业仍处于快速增长期，通过依靠自身团队，加上通过资本方式整合游戏内容商，借助运营商推广平台，我们认为，公司游戏业务能快速增长。

A股市值最小的移动互联网企业。以2010年2月26收盘价计，北纬通信总

市值只有 26.2 亿元，不到拓维信息市值的 1/2，约为神州泰岳市值的 1/7。

拓维信息：深耕手机动漫细分市场，搭平台共发展（推荐）

全国手机动漫龙头，涉足手机支付和农村信息化。公司主营无线增值业务和软件开发与集成，无线增值业务主要有手机动漫、SI 类（含手机支付、农信通）、平台类和普通短信彩铃彩信等业务。在动漫方面，公司承担了国家 863 计划《基于网络的数字卡通动画制作及传播应用平台》技术的建设，被国家文化部授予“动漫游戏产业振兴基地—手机动漫游戏技术中心”称号；2005 年 11 月公司被国家科技部数字媒体技术产业化基地授予“手机动画技术中心”称号。在手机支付方面，公司获得湖南、云南和江西三省系统集成业务，在农信通方面，公司获得湖南和云南两省业务。

借力国家手机动漫公共技术服务平台。公司已连续承办了四届“中国原创手机动漫游戏大赛”，通过大赛，吸引内容，拓宽渠道，树立行业标杆形象。今年 1 月底，国家手机动漫公共技术服务平台正式启动，其由国家扶持动漫产业发展部际联席会议、财政部、文化部共同投资，在由公司打造的中国原创手机动漫大赛技术支撑技术平台(www.mocartoon.com)基础上发展而来。

深耕细分市场，平台战略。经与公司沟通，公司定位于深耕动漫细分行业，学习腾讯、盛大等的大平台模式，学习成功 SNS 网站社区模式。公司 2010 年两大战略任务是一手抓内容，一手抓渠道。在内容方面，除了吸引广大优秀手机动漫内容外，公司自产产品要出精品，且在传送方式上创新，发展除彩信外的其他推送方式；在渠道方面，拓展实体渠道和网络渠道。

神州泰岳：飞信运维提供稳定现金流，“农信通”有望再造飞信神话（推荐）

飞信提供稳定现金流，仍有增长空间。截至 2010 年 1 月，中移动用户数 5.27 亿，如果按 60%注册率计，约有 3 亿潜在注册用户，按 40%活跃用户比例计（QQ 活跃用户比例），约有 1.2 亿潜在活跃用户规模。目前，估计飞信活跃用户约为 6000 万（09 年 6 月底为 5348.42 万户），尚有一倍的增长空间。

“农信通”有望再造飞信神话。由于城乡发展不均衡，我国“数字鸿沟”越来越大。反过来，又由于信息化水平低，农民对务工、农产品等信息掌握严重不足，抑制收入增长。同时，由于电脑操作略显复杂、购买价格和宽带使用费高等原因，用手机作为农村信息化手段可行性高。调查数据显示，目前已有 67.3%的农村网民使用手机上网。从农民潜在用户规模来看，公司“农信通”业务的开发与运维支撑成功后，将逐步降低对飞信单一业务依赖度。

附 1: 北纬通信估值表

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 10-02-26						
利润表		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		145.06	164.29	242.14	395.09	537.41	流动资产	337.28	344.35	388.64	453.97	546.92	
YOY(%)		35.4%	13.3%	66.9%	63.2%	36.0%	货币资金	309.96	296.62	314.64	358.19	423.26	
营业成本		68.94	83.67	117.91	194.35	261.83	交易性金融资产	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00	
营业税金及附加		4.79	5.49	8.09	13.20	17.96	应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
销售费用		17.31	16.56	25.42	41.48	56.43	应收帐款	19.08	27.02	48.87	62.00	88.80	
占营业收入比(%)		11.9%	10.1%	10.5%	10.5%	10.5%	预付帐款	0.09	0.00	0.13	0.23	0.26	
管理费用		20.74	28.12	36.32	59.26	80.61	存货	0.85	0.80	1.73	2.53	3.21	
占营业收入比(%)		14.3%	17.1%	15.0%	15.0%	15.0%	其它流动资产	7.30	4.91	8.27	16.02	16.39	
财务费用		-4.94	-2.14	-1.13	-1.29	-1.52	非流动资产	42.44	54.86	54.89	61.30	73.31	
占营业收入比(%)		-3.4%	-1.3%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	长期投资	6.02	16.48	16.48	16.48	20.00	
资产减值损失		0.11	0.18	0.00	0.00	0.00	固定资产	28.75	29.16	30.74	37.15	45.64	
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	7.50	8.80	7.50	7.50	7.50	
投资净收益		-0.20	3.70	5.00	8.00	10.00	其他长期资产	0.17	0.42	0.17	0.17	0.17	
营业利润		37.91	36.11	60.52	96.08	132.10	资产总计	379.72	399.21	443.53	515.26	620.23	
营业外净收入		-0.10	2.46	0.00	0.00	0.00	流动负债	7.97	7.11	20.36	10.13	2.63	
利润总额		37.81	38.57	60.52	96.08	132.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
所得税		3.31	3.06	9.08	14.41	19.82	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
所得税率(%)		8.8%	7.9%	15.0%	15.0%	15.0%	应付帐款	0.25	0.10	0.24	0.57	0.53	
净利润		34.50	35.51	51.45	81.67	112.29	其他流动负债	7.72	7.01	20.12	9.56	2.10	
占营业收入比(%)		23.8%	21.6%	21.2%	20.7%	20.9%	非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润		34.50	35.51	51.45	81.67	112.29	其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
YOY(%)		8.2%	2.9%	49.1%	58.8%	37.5%	股东权益	371.73	392.11	423.18	504.85	617.14	
EPS (元)		0.46	0.47	0.68	1.08	1.49	股本	75.60	75.60	75.60	75.60	75.60	
							资本公积	181.69	181.95	181.69	181.69	181.69	
							未分配利润	114.44	134.56	165.89	247.56	359.85	
							少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
							母公司股东权益	371.73	392.11	423.18	504.85	617.14	
							负债和股东权益	379.70	399.22	443.54	514.97	619.77	
主要财务比率							2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		
成长能力													
营业收入		35.4%	13.3%	66.9%	63.2%	36.0%	经营活动现金流	28.54	26.26	19.61	58.57	80.94	
营业利润		7.7%	-4.7%	59.7%	58.8%	37.5%	净利润	34.40	35.50	51.45	81.67	112.29	
净利润		8.2%	2.9%	49.1%	58.8%	37.5%	折旧和摊销	3.51	4.01	2.86	3.33	3.96	
获利能力							存货减少	-0.75	0.05	-0.88	-0.79	-0.69	
毛利率(%)		52.5%	49.1%	51.3%	50.8%	51.3%	营运资本减少	-8.99	-9.81	-27.74	-16.41	-23.16	
净利率(%)		23.8%	21.6%	21.2%	20.7%	20.9%	其他	0.37	-3.49	-6.07	-9.23	-11.46	
ROE(%)		9.3%	9.1%	12.2%	16.2%	18.2%	投资活动现金流	-18.45	-25.78	0.16	0.10	-0.75	
ROA(%)		9.1%	8.9%	11.6%	15.9%	18.1%	资本支出	13.01	4.68	4.84	7.90	10.75	
偿债能力							直接支付	5.64	57.18	0.00	0.00	0.00	
流动比率%		42.32	48.43	19.08	44.83	208.01	收回投资	0.00	35.12	5.00	8.00	10.00	
速动比率%		42.21	48.32	19.00	44.58	206.79	投资产生的流入	0.20	0.96	0.00	0.00	0.00	
资产负债率%		2.1%	1.8%	4.6%	2.0%	0.4%	融资活动现金流	-9.32	-13.83	-15.12	-15.12	-15.12	
营运能力							发行股票	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
总资产周转率		39.4%	42.2%	59.4%	82.4%	94.7%	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收账款周转天数		42.54	51.21	51.21	51.21	51.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
存货周转天数		2.54	3.60	4.00	4.00	4.00	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
每股指标 (元)							支付股利	9.32	13.83	15.12	15.12	15.12	
每股收益		0.46	0.47	0.68	1.08	1.49	现金净增加额	0.77	-13.35	4.65	43.55	65.07	
每股净资产		4.92	5.19	5.60	6.68	8.16							
估值比率													
P/E		76.0	73.8	50.9	32.1	23.3							
P/B		7.0	6.7	6.2	5.2	4.2							

附 2: 拓维信息估值表

财务报表预测与财务指标						单位: 百万		更新日期: 10-02-26					
利润表		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入		233.47	262.58	308.69	386.73	448.53	流动资产		162.27	535.06	610.70	746.46	875.64
YOY(%)		42.8%	12.5%	17.6%	25.3%	16.0%	货币资金		98.69	473.45	540.52	654.68	781.17
营业成本		98.80	114.44	114.94	135.75	156.15	交易性金融资产		0.38	3.02	3.02	3.02	3.02
营业税金及附加		5.46	6.87	8.08	10.12	11.74	应收票据		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用		16.88	22.98	32.41	40.61	47.10	应收帐款		51.26	43.09	58.40	68.75	78.72
占营业收入比(%)		7.2%	8.8%	10.5%	10.5%	10.5%	预付帐款		0.51	6.13	0.54	7.34	1.72
管理费用		32.11	43.56	55.56	65.74	71.77	存货		7.28	3.81	1.23	4.72	2.12
占营业收入比(%)		13.8%	16.6%	18.0%	17.0%	16.0%	其它流动资产		4.15	5.56	6.99	7.95	8.88
财务费用		-0.94	-3.85	-0.72	-1.14	-1.59	非流动资产		76.96	79.09	80.33	84.85	88.54
占营业收入比(%)		-0.4%	-1.5%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	长期投资		5.75	7.51	7.51	7.51	7.51
资产减值损失		-0.62	-0.21	5.15	0.00	0.00	固定资产		57.86	58.27	59.51	64.03	67.72
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产		12.56	11.99	11.99	11.99	11.99
投资净收益		1.33	1.76	1.20	0.00	0.00	其他长期资产		0.79	1.32	1.32	1.32	1.32
营业利润		83.11	80.55	94.47	135.64	163.37	资产总计		239.23	614.15	691.03	831.30	964.17
营业外净收入		2.60	11.67	8.13	8.13	8.13	流动负债		43.34	68.14	46.35	52.50	26.33
利润总额		85.71	92.22	102.60	143.77	171.50	短期借款		12.00	23.00	23.00	23.00	23.00
所得税		8.08	8.01	8.72	14.38	17.15	应付票据		0.00	1.92	0.01	2.27	0.35
所得税率(%)		9.4%	8.7%	8.5%	10.0%	10.0%	应付帐款		19.76	28.34	19.97	37.09	28.55
净利润		77.63	84.21	93.88	129.40	154.35	其他流动负债		11.58	14.88	3.37	(9.85)	(25.57)
占营业收入比(%)		33.3%	32.1%	30.4%	33.5%	34.4%	非流动负债		1.66	4.81	4.81	4.81	4.81
少数股东损益		14.30	5.86	6.35	8.75	10.43	长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润		63.33	78.35	87.53	120.65	143.92	其他长期负债		1.66	4.81	4.81	4.81	4.81
YOY(%)		26.4%	23.7%	11.7%	37.8%	19.3%	股东权益		194.25	541.21	667.03	796.43	950.78
EPS (元)		1.06	0.98	0.78	1.08	1.29	股本		59.87	79.87	111.81	111.81	111.81
							资本公积		14.87	288.42	288.42	288.42	288.42
							未分配利润		90.02	165.69	253.22	373.87	517.79
							少数股东权益		29.49	7.23	13.58	22.32	32.76
							母公司股东权益		164.76	533.98	653.45	774.10	918.02
							负债和股东权益		239.25	614.16	718.19	853.74	981.92
主要财务比率		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	现金流量表		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力							经营活动现金流		92.98	113.26	92.49	144.68	160.10
营业收入		42.8%	12.5%	17.6%	25.3%	16.0%	净利润		77.61	84.22	93.88	129.40	154.35
营业利润		29.8%	-3.1%	17.3%	43.6%	20.4%	折旧和摊销		9.37	14.87	14.20	17.16	20.59
净利润		28.2%	8.5%	11.5%	37.8%	19.3%	存货减少		1.12	3.47	2.58	-3.49	2.60
获利能力							营运资本减少		4.40	21.48	-20.38	3.76	-14.85
毛利率(%)		57.7%	56.4%	62.8%	64.9%	65.2%	其他		0.48	-10.78	2.22	-2.15	-2.60
净利率(%)		33.3%	32.1%	30.4%	33.5%	34.4%	投资活动现金流		-25.22	-365.97	-14.23	-19.34	-22.43
ROE(%)		40.0%	15.6%	14.1%	16.2%	16.2%	资本支出		37.26	20.20	15.43	19.34	22.43
ROA(%)		32.4%	13.7%	13.6%	15.6%	16.0%	直接支付		0.00	20.67	0.00	0.00	0.00
偿债能力							收回投资		0.57	0.00	1.20	0.00	0.00
流动比率%		3.74	7.85	13.17	14.22	33.25	投资产生的流入		11.47	-325.10	0.00	0.00	0.00
速动比率%		3.58	7.80	13.15	14.13	33.17	融资活动现金流		-39.85	299.54	-11.18	-11.18	-11.18
资产负债率%		18.8%	11.9%	7.4%	6.9%	3.2%	发行股票		0.00	290.21	0.00	0.00	0.00
营运能力							短期借款		-3.00	11.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率		109.4%	61.5%	47.3%	50.8%	50.0%	长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数		79.10	65.58	60.00	60.00	60.00	其他		-15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		28.96	17.69	8.00	8.00	8.00	支付股利		36.85	1.67	11.18	11.18	11.18
每股指标 (元)							现金净增加额		27.91	46.83	67.07	114.16	126.49
每股收益		1.06	0.98	0.78	1.08	1.29							
每股净资产		3.24	6.78	5.97	7.12	8.50							
估值比率													
P/E		42.3	45.6	57.2	41.5	34.8							
P/B		13.8	6.6	7.5	6.3	5.3							

附 3: 神州泰岳估值表

财务报表预测与财务指标						更新日期: 10-02-26					
单位: 百万											
利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	442.77	519.28	722.75	924.84	1,168.68	流动资产	209.32	360.45	2,194.74	2,388.22	2,689.53
YOY(%)	136.0%	17.3%	39.2%	28.0%	26.4%	货币资金	81.90	193.11	1,877.37	1,972.91	2,265.24
营业成本	273.13	257.78	224.35	280.42	346.75	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	7.40	13.90	19.35	9.25	11.69	应收票据	1.02	0.00	1.42	0.40	1.90
销售费用	17.83	19.60	23.66	30.27	38.25	应收账款	81.11	119.86	117.76	186.30	197.92
占营业收入比(%)	4.0%	3.8%	3.3%	3.3%	3.3%	预付账款	6.87	12.37	4.38	16.56	9.33
管理费用	79.84	120.87	173.46	203.46	233.74	存货	30.97	31.19	22.91	44.71	38.90
占营业收入比(%)	18.0%	23.3%	24.0%	22.0%	20.0%	其它流动资产	7.45	3.92	170.91	167.34	176.24
财务费用	0.09	-0.70	-2.00	-7.10	-8.15	非流动资产	18.33	19.68	214.58	396.22	565.86
占营业收入比(%)	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-0.7%	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.34	2.78	0.00	0.00	0.00	固定资产	12.64	14.99	209.89	391.53	561.17
公允价值变动收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	1.64	1.34	1.34	1.34	1.34
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他长期资产	4.05	3.35	3.35	3.35	3.35
营业利润	67.80	105.05	283.94	408.53	546.41	资产总计	227.65	380.13	2,409.32	2,784.44	3,255.39
营业外净收入	22.89	19.12	16.75	16.75	16.75	流动负债	72.81	135.31	74.61	108.72	117.40
利润总额	90.69	124.17	300.69	425.28	563.16	短期借款	16.00	10.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.31	3.62	31.87	42.53	56.32	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率(%)	2.5%	2.9%	10.6%	10.0%	10.0%	应付账款	20.27	83.88	20.61	40.85	35.15
净利润	88.38	120.55	268.82	382.75	506.85	其他流动负债	36.54	41.43	54.00	67.87	82.25
占营业收入比(%)	20.0%	23.2%	37.2%	41.4%	43.4%	非流动负债	20.57	11.13	11.13	11.13	11.13
少数股东损益	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	88.33	120.55	268.82	382.75	506.85	其他长期负债	20.57	11.13	11.13	11.13	11.13
YOY(%)	299.5%	36.5%	123.0%	42.4%	32.4%	股东权益	134.26	233.68	2,336.22	2,689.78	3,164.56
EPS (元)	2.05	2.79	2.13	3.03	4.01	股本	43.18	43.18	126.40	126.40	126.40
						资本公积	22.13	26.90	1,777.40	1,777.40	1,777.40
						未分配利润	68.95	163.60	432.42	815.17	1,322.02
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						母公司股东权益	134.26	233.68	2,336.22	2,689.78	3,164.56
						负债和股东权益	227.64	380.12	2,421.96	2,809.63	3,293.09
主要财务比率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力						经营活动现金流	63.67	143.63	233.51	333.46	530.25
营业收入	136.0%	17.3%	39.2%	28.0%	26.4%	净利润	88.36	120.55	268.82	382.75	506.85
营业利润	382.2%	54.9%	170.3%	43.9%	33.8%	折旧和摊销	1.97	3.68	6.36	18.36	30.36
净利润	302.8%	36.4%	123.0%	42.4%	32.4%	存货减少	24.62	-0.22	8.28	-21.80	5.81
获利能力						营运资本减少	-46.80	14.62	-49.45	-40.25	-6.12
毛利率(%)	38.3%	50.4%	69.0%	69.7%	70.3%	其他	-4.48	5.00	-0.50	-5.60	-6.65
净利率(%)	20.0%	23.2%	37.2%	41.4%	43.4%	投资活动现金流	-6.52	-6.54	-200.00	-200.00	-200.00
ROE(%)	65.8%	51.6%	11.5%	14.2%	16.0%	资本支出	11.34	6.55	200.00	200.00	200.00
ROA(%)	38.8%	31.7%	11.2%	13.7%	15.6%	直接支付	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力						收回投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率%	2.87	2.66	29.41	21.97	22.91	投资产生的流入	4.82	0.01	0.00	0.00	0.00
速动比率%	2.45	2.43	29.11	21.56	22.58	融资活动现金流	-24.01	-29.37	1,655.44	-37.92	-37.92
资产负债率%	41.0%	38.5%	3.6%	4.3%	3.9%	发行股票	1.50	0.00	1,703.36	0.00	0.00
营运能力						短期借款	0.00	-6.00	-10.00	0.00	0.00
总资产周转率	209.1%	170.9%	51.8%	35.6%	38.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	47.71	70.63	60.00	60.00	60.00	其他	-15.26	-17.04	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	60.09	44.01	44.01	44.01	44.01	支付股利	26.25	22.33	37.92	37.92	37.92
每股指标 (元)						现金净增加额	33.14	107.72	1,688.95	95.54	292.33
每股收益	2.05	2.79	2.13	3.03	4.01						
每股净资产	3.11	5.41	18.48	21.28	25.04						
估值比率											
P/E	70.5	51.7	67.9	47.7	36.0						
P/B	46.4	26.7	7.8	6.8	5.8						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。