

神州泰岳 (300002.SZ) 无线通信行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

邢开允

联系人
(8621)61038223
xingky@gjzq.com.cn

飞信招标尘埃落地 神州泰岳再上征程

事件

神州泰岳于 2013 年 6 月 4 日公告中标中国移动《飞信业务基础服务子项目》、《飞信业务同窗子项目》、《飞信业务公共服务子项目》，中标金额合计 4.00 亿元。

评论

市场化招标为公司揭开了新的一页: 1、通过市场化招标证明了神州泰岳在技术、产品两方面的竞争力,四个标包中标其三证明了这一点; 2、经过近一轮的整合,中国移动在移动互联网方面的合作伙伴进行了一定的整合,继续留在供应商行列中的企业将成为下一轮中国移动加强移动互联网开发的主要受益者; 3、公司经过这一轮的洗礼,也增强了市场化意识,并更加注重自主业务的发展,这一点长远来看是有利的。

招标结果对短期业绩有一定影响,但降价可以通过降成本消化: 1、2012 年公司飞信业务收入 5.86 亿元,而经过此次招标,中软国际分得了“无线产品子项目”,包括手机客户端等,金额约 1 亿元,对应净利润 3000-4000 万。同时公司所中标三个项目总中标金额 4 亿元,这意味着公司来自飞信业务的收入较去年减少了 1.86 亿元; 2、值得注意的是,公司从 2011 年公司与中移动续签飞信合同并将其定价方式改为与工作量锁定后,公司该业务的成本实际上是和收入挂钩的。而此次定额招标后,公司完全可以通过将成本消化掉部分降价的压力,因此我们认为此次招标对业绩的影响是有限的。

神州泰岳将进一步多元化发展,提升内在价值: 1、公司近年来加强了非飞信业务和其他自主电子商务业务的发展力度,同时积极拓展国际市场,这些都有助于公司减少对飞信的依赖,走上更多依靠内生能力实现增长的路径; 2、公司在 IT 运维、BSM 系统集成以及电信网络信令监测分析等领域有深厚积累,而目前细分行业内都有显著地向数据挖掘领域转型的发展趋势,公司凭借优良的资质和研发队伍,也有很强的延伸能力和空间,看好公司在这一领域的拓展前景。

投资建议

我们认为神州泰岳仍是一家优秀的软件公司,在移动互联网领域有着很强的技术实力和运营能力,在未来中国移动的移动互联网战略中,仍将扮演重要的角色。我们预计公司 2013~2015 收入分别为 17.22 亿、21.45 亿和 26.30 亿,同比增长 22.21%、24.55%和 22.60%。预计 2013~2015 归属净利润分别为 5.35 亿、6.65 亿和 8.08 亿,同比增长 24.67%、24.40%和 21.36%。2013~2015 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.87 元、1.08 元和 1.32 元。

估值

我们给予公司未来 6 个月 21.79 元目标价位,相当于 25x2013PE,给予“买入”评级。

风险

公司当前和今后的重要客户仍为中国移动,其移动互联网战略将对公司业绩和长期发展前景构成决定性影响,而该战略目前仍非完全明朗。

www.jztzw.net

飞信招标尘埃落地 神州泰岳再上征程

飞信招标点评

- 市场化招标为公司揭开了新的一页：
 - 通过市场化招标证明了神州泰岳在技术、产品两方面的竞争力，四个标包中标其三证明了这一点；
 - 经过近一轮的整合，中国移动在移动互联网方面的合作伙伴进行了一定的整合，继续留在供应商行列中的企业将成为下一轮中国移动加强移动互联网开发的主要受益者；
 - 公司经过这一轮的洗礼，也增强了市场化意识，并更加注重自主业务的发展，这一点长远来看是有利的。

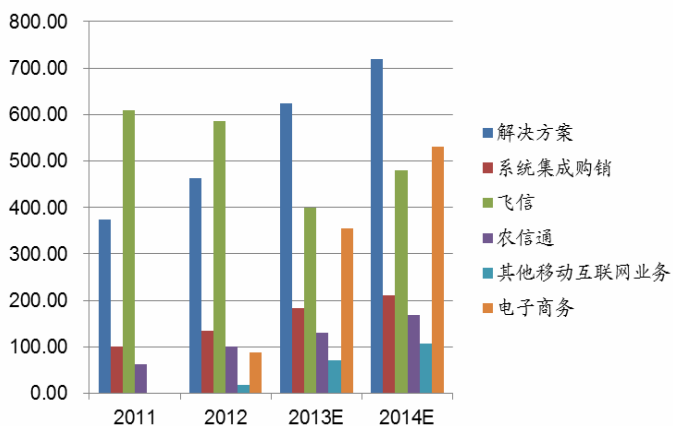
图表1: 2013年飞信招标子项目一览

项目名称	项目规模(万元)	中标金额(万元)
《飞信业务基础服务子项目》	31,131	28,013
《飞信业务无线产品子项目》	12,421	(约) 10000
《飞信业务同窗子项目》	11,903	6,986
《飞信业务公共服务子项目》	8,392	4993
合计	63,847	49,992

来源：国金证券研究所 公司公告

- 招标结果对短期业绩有一定影响，但降价可以通过降成本消化：
 - 2012年公司飞信业务收入5.86亿元，而经过此次招标，中软国际中标“无线产品子项目”，包括手机客户端等，金额约1亿元，对应净利润3000-4000万。同时公司所中标三个项目总中标金额4亿元，这意味着公司来自飞信业务的收入较去年减少了1.86亿元；
 - 值得注意的是，公司从2011年公司与中移动续签飞信合同并将其定价方式改为所工作量锁定后，公司该业务的成本实际上是与收入挂钩的。而此次定额招标后，公司完全可以通过将成本消化掉部分降价的压力，因此我们认为此次招标对业绩的影响是有限的。

图表2: 公司收入情况及预测(单位: 百万元)



来源：国金证券研究所

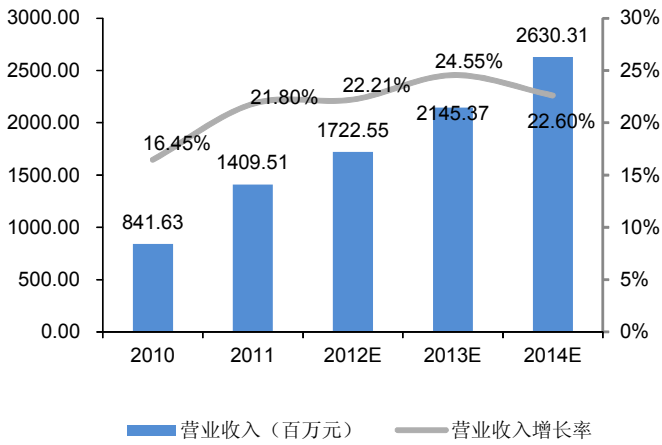
- 神州泰岳将进一步多元化发展，提升内在价值：
 - 公司近年来加强了非飞信业务和其他自主电子商务业务的发展力度，同时积极拓展国际市场，这些都有助于公司减少对飞信的依赖，走上更多依靠内生能力实现增长的路径；
 - 公司在IT运维、BSM系统集成以及电信网络信令监测分析等领域有深厚积累，而目前细分行业内都有显著地向数据挖掘领域转型的发展趋势，公司凭借优良的资质和研发队伍，也有很强的延伸能力和空间，看好公司在这一领域的拓展前景。

投资建议

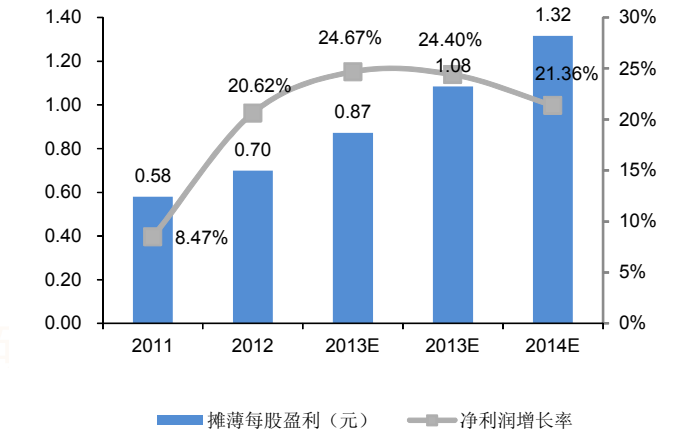
- 我们认为神州泰岳仍是一家优秀的软件公司，在移动互联网领域有着很强的技术实力和运营能力，在未来中国移动的移动互联网战略中，仍将扮演重要的角色。我们预计公司2013~2015收入分别为17.22亿、21.45亿和

26.30 亿，同比增长 22.21%、24.55%和 22.60%。预计 2013~2015 归属净利润分别为 5.35 亿、6.65 亿和 8.08 亿，同比增长 24.67%、24.40%和 21.36%。2013~2015 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.87 元、1.08 元和 1.32 元。

图表4: 泰岳主营收入分析与预测 (百万)



图表5: 公司 EPS 以及净利润增速趋势



来源: 国金证券研究所

估值

- 我们给予公司未来 6 个月 21.79 元目标价位，相当于 25x2013PE，给予“买入”评级。

风险

- 公司当前和今后的重要客户仍为中国移动，其移动互联网战略将对公司业绩和长期发展前景构成决定性影响，而该战略目前仍非完全明朗。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表6：神州泰岳收入预测（单位：百万元）

产品	2011	2012H	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
IT运维管理业务	355.25	204.27	462.95	649.58	831.97	1067.21	1275.15
其中：电信行业	284.38	183.11	390.61	566.38	736.30	957.18	1148.62
金融/能源/政府	70.87	21.17	72.35	83.20	95.68	110.03	126.53
系统集成	118.53	105.00	135.35	144.43	168.91	196.32	218.11
移动互联网业务	672.08	345.84	704.11	751.36	878.72	1021.28	1134.65
其中：飞信	609.81	301.01	585.97	550.00	580.00	620.00	621.00
农信通	62.27	38.46	100.30	130.00	156.00	187.20	224.64
其他及海外市场	0.00	6.37	17.84	71.36	142.72	214.08	289.01
电子商务	0.00	15.80	88.59	177.18	265.77	345.50	449.15
合计收入（百万元）	1145.86	670.92	1391.00	1722.55	2145.37	2630.31	3077.06
收入增速	36.15%	26.03%	21.39%	23.84%	24.55%	22.60%	16.98%
毛利率	2011	2012H	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
IT运维管理业务	59.23%	60.66%	72.78%	74.17%	74.51%	74.81%	74.91%
其中：电信行业	75.00%	82.08%	77.43%	77.43%	77.43%	77.43%	77.43%
金融/能源/政府	65.90%	59.42%	47.67%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%
系统集成	17.41%	23.55%	9.07%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
移动互联网业务	73.40%	77.37%	77.74%	76.96%	76.04%	75.40%	74.76%
其中：飞信	73.02%	81.33%	78.50%	78.50%	78.50%	78.50%	78.50%
农信通	77.12%	57.95%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
其他及海外市场		89.10%	57.01%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
电子商务		3.04%	3.22%	15.00%	18.00%	18.00%	20.00%
合计毛利率			64.66%	64.17%	63.29%	62.96%	62.45%
增速	2011	2012H	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
IT运维管理业务	12.02%	-5.74%	30.32%	40.31%	28.08%	28.28%	19.48%
其中：电信行业			37.35%	45.00%	30.00%	30.00%	20.00%
金融/能源/政府			2.08%	15.00%	20.00%	20.00%	15.00%
系统集成			14.19%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
移动互联网业务	28.14%	9.57%	4.77%	6.71%	16.95%	16.22%	11.10%
其中：飞信	24.15%	2.84%	-3.91%	-6.14%	5.45%	6.90%	5.00%
农信通	87.01%	79.80%	61.07%	29.61%	20.00%	20.00%	15.00%
其他及海外市场			179.85%	300.00%	100.00%	50.00%	35.00%
电子商务		100.00%	460.58%	100.00%	50.00%	30.00%	30.00%

来源：公司报表，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	842	1,157	1,410	1,723	2,145	2,630
增长率	37.5%	21.8%	22.2%	24.5%	22.6%	
主营业务成本	-220	-377	-496	-617	-788	-974
%销售收入	26.1%	32.6%	35.2%	35.8%	36.7%	37.0%
毛利	622	780	914	1,105	1,358	1,656
%销售收入	73.9%	67.4%	64.8%	64.2%	63.3%	63.0%
营业税金及附加	-11	-14	-12	-12	-15	-18
%销售收入	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-29	-77	-85	-103	-122	-145
%销售收入	3.4%	6.6%	6.0%	6.0%	5.7%	5.5%
管理费用	-253	-371	-430	-465	-579	-710
%销售收入	30.0%	32.1%	30.5%	27.0%	27.0%	27.0%
息税前利润 (EBIT)	329	318	387	525	641	783
%销售收入	39.1%	27.5%	27.5%	30.5%	29.9%	29.8%
财务费用	33	28	30	32	40	48
%销售收入	-3.9%	-2.5%	-2.1%	-1.9%	-1.9%	-1.8%
资产减值损失	-11	-17	-17	-17	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	32	10	12	16	20
%税前利润	1.0%	8.4%	2.3%	2.0%	2.1%	2.3%
营业利润	354	362	410	552	693	846
营业利润率	42.0%	31.3%	29.1%	32.0%	32.3%	32.2%
营业外收支	12	25	35	42	46	51
税前利润	365	387	445	594	739	897
利润率	43.4%	33.4%	31.6%	34.5%	34.4%	34.1%
所得税	-38	-33	-18	-59	-74	-90
所得税率	10.5%	8.5%	4.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	327	354	427	535	665	807
少数股东损益	-1	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	328	356	429	535	665	807
净利率	39.0%	30.7%	30.4%	31.0%	31.0%	30.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	327	354	427	535	665	807
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	44	50	66	65	68
非经营收益	-4	-45	-11	-33	-62	-71
营运资金变动	-148	-138	-237	-79	-163	-187
经营活动现金净流	196	214	229	489	505	617
资本开支	-424	-68	-62	-25	-84	-79
投资	-137	-388	-91	0	0	0
其他	0	12	3	12	16	20
投资活动现金净流	-561	-443	-150	-13	-68	-59
股权募资	3	11	42	0	0	0
债权募资	0	-10	0	-23	-3	1
其他	-39	-84	-110	0	-100	-125
筹资活动现金净流	-36	-83	-69	-23	-103	-124
现金净流量	-402	-312	10	454	333	434

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,678	1,367	1,376	1,830	2,163	2,598
应收款项	354	603	721	858	1,069	1,311
存货	71	100	105	127	162	200
其他流动资产	16	30	38	49	63	78
流动资产	2,118	2,099	2,241	2,864	3,457	4,186
%总资产	77.2%	64.2%	63.8%	69.6%	72.2%	75.0%
长期投资	76	503	577	577	577	577
固定资产	488	331	357	597	684	755
%总资产	17.8%	10.1%	10.2%	14.5%	14.3%	13.5%
无形资产	53	314	314	76	71	66
非流动资产	624	1,170	1,270	1,249	1,332	1,398
%总资产	22.8%	35.8%	36.2%	30.4%	27.8%	25.0%
资产总计	2,743	3,269	3,511	4,113	4,788	5,584
短期借款	0	0	11	3	0	0
应付款项	123	276	209	194	244	300
其他流动负债	52	110	72	295	369	452
流动负债	175	386	292	492	613	753
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	35	12	0	0	0
负债	189	421	304	492	613	754
普通股股东权益	2,551	2,835	3,192	3,627	4,167	4,823
少数股东权益	3	13	15	-5	8	7
负债股东权益合计	2,743	3,269	3,511	4,113	4,788	5,584

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.038	0.938	1.119	0.872	1.084	1.316
每股净资产	8.072	7.475	8.327	9.460	10.870	12.580
每股经营现金净流	0.619	0.565	0.597	1.275	1.316	1.609
每股股利	N/A	0.300	0.300	0.262	0.325	0.395
回报率						
净资产收益率	12.86%	12.55%	13.44%	14.74%	15.96%	16.74%
总资产收益率	11.95%	10.88%	12.22%	13.00%	13.89%	14.46%
投入资本收益率	11.53%	10.22%	11.53%	13.03%	13.82%	14.58%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	37.50%	21.80%	22.21%	24.55%	22.60%
EBIT增长率	N/A	-3.14%	21.53%	35.66%	22.17%	22.07%
净利润增长率	N/A	8.47%	20.62%	24.63%	24.38%	21.37%
总资产增长率	15.30%	19.17%	7.42%	17.15%	16.41%	16.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	107.9	145.2	167.2	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	93.5	82.5	75.6	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	66.6	73.0	62.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	165.1	103.0	87.3	104.6	79.7	61.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.69%	-47.99%	-42.55%	-50.44%	-51.81%	-53.76%
EBIT利息保障倍数	-10.0	-11.2	-13.1	-16.4	-16.1	-16.5
资产负债率	6.90%	12.88%	8.66%	11.95%	12.81%	13.50%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-08	增持	27.72	34.50 ~ 34.50
2	2011-10-25	增持	25.67	32.50 ~ 32.50
3	2011-12-09	增持	22.02	N/A
4	2012-05-25	增持	17.34	22.60 ~ 22.60
5	2012-07-30	增持	17.95	20.34 ~ 20.34
6	2013-06-03	买入	14.24	22.00 ~ 22.00

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net