



齐鲁证券  
QILU SECURITIES

TMT-移动互联网

公司点评

## 神州泰岳(300002.SZ)

收购手游壳木软件, 全面进军移动互联网

评级: **买入** 前次: **买入**  
 目标价(元): 35.40~35.40  
 TMT 首席分析师 联系人  
 陈运红 丁婉贝  
 S0740513080002 传媒-互联网研究员  
 021-20315125 021-20315193  
 chenyh@r.qlzq.com.cn dingwb@r.qlzq.com.cn  
 2013年8月22日

### 基本状况

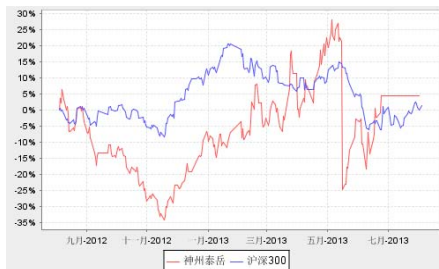
总股本(百万股)	613.41
流通股本(百万股)	606.72
市价(元)	19.34
市值(百万元)	11863.43
流通市值(百万元)	11733.96

### 业绩预测

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,157.2	1,409.5	1,832.7	2,600.6	3,304.5
营业收入增速	37.50%	21.80%	30.03%	41.90%	27.06%
净利润增长率	8.47%	20.62%	21.24%	49.43%	25.93%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.12	0.85	1.18	1.49
前次预测每股收益(元)			0.84	1.02	1.23
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	19.47	13.37	22.81	16.40	13.02
PEG	2.30	0.65	1.07	0.33	0.50
每股净资产(元)	7.48	8.33	9.28	11.31	13.86
每股现金流量(元)	0.57	0.60	1.12	1.25	1.80
净资产收益率	12.55%	13.44%	14.61%	17.92%	18.42%
市净率	2.44	1.80	2.08	1.71	1.39
总股本(百万元)	379.20	383.38	613.41	659.12	659.12

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 股价与行业-市场走势对比



### 投资要点

- **事件:** 公司拟以发行股份及支付现金方式购买天津壳木软件公司 100%股权, 交易价格为 12.15 亿元。其中, 神州泰岳股份支付 7.87 亿元(按每股 17.23 元发行约 4570.52 万股计算), 现金支付 4.28 亿元。
- **点评:**
- **神州泰岳收购壳木软件是进军移动互联网的重大举措。**壳木软件凭《小小帝国》, 跻身一线手游开发公司。壳木软件在海外市场开拓能力强于国内其他一线手游开发公司, 目前公司推出的 12 款产品中, 被 Google Play 推荐的就有 8 款。
- **收购价格合理。**根据壳木软件的业绩承诺, 2014 年-2016 年实现净利润 1.1 亿元、1.5 亿元、2.0 亿元, 对应的收购估值为 11 倍、8 倍和 6 倍。
- **全面拓展自主移动互联网业务。**公司立足于传统的 IT 运维业务, 依托飞信等移动互联网开发运营经验, 全面进军自主移动互联网业务。公司原有飞信和农信通业务将稳定发展, 而通过收购广州神通, 与中移动形成更紧密合作。公司不断开拓海外业务, 并通过外延式发展不断完善自主移动互联网业务的布局。
- **投资策略:** 我们认为全球手机游戏市场未来保持快速增长的态势, 公司收购的壳木软件公司具备一流的游戏开发实力, 具有较高的投资价值; 同时结合公司本身依托稳定成长的 IT 运维服务, 不断拓展移动互联网业务, 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别是 0.85、1.18 和 1.49 亿。鉴于本次收购尚不能并入 2013 年报表, 我们给予公司 2014 年 30XPE, 对应目标价为 35.40 元, 上涨空间 85%, 买入评级。
- **风险提示:** 手游开发风险、核心技术人才流失风险、整合风险。

请务必阅读正文之后的重要声明部分



## 内容目录

收购壳木软件，拓展自主移动互联网业务 .....	- 3 -
入手壳木软件，开启外延式发展模式 .....	- 3 -
主力游戏《小小帝国》曾高居 Google Play 的下载榜首位 .....	- 3 -
优秀团队是公司核心竞争力 .....	- 3 -
稳住海外市场，发力国内市场 .....	- 4 -
依托公司平台开发运营业务，形成“平台+内容”的协同 .....	- 4 -
依托飞信开发运营经验，开拓海外互联网市场 .....	- 4 -
飞信证明公司研发实力 .....	- 4 -
开拓海外取得成效，未来增长可期 .....	- 4 -
业绩预测与估值 .....	- 5 -
业绩预测 .....	- 5 -
相对估值及合理估值结果 .....	错误！未定义书签。
风险提示 .....	- 6 -

## 图表目录

图表 1: 游戏《小小帝国》 .....	- 3 -
图表 2: 公司主要游戏产品 .....	- 3 -
图表 3: 2011~2016 年公司各项业务收入预测（百万 RMB） .....	- 5 -
图表 4: 财务报表摘要 .....	- 7 -



## 收购壳木软件，拓展自主移动互联网业务

### 入手壳木软件，开启外延式发展模式

- 公司游戏《小小帝国》于 2011 年 12 月在 Google Play 平台上线，上线一年半以来在 Google Play 同类产品排名中一直保持领先地位，游戏玩家规模维持上升趋势，整体盈利情况较好。

### 主力游戏《小小帝国》曾高居 Google Play 的下载榜首位

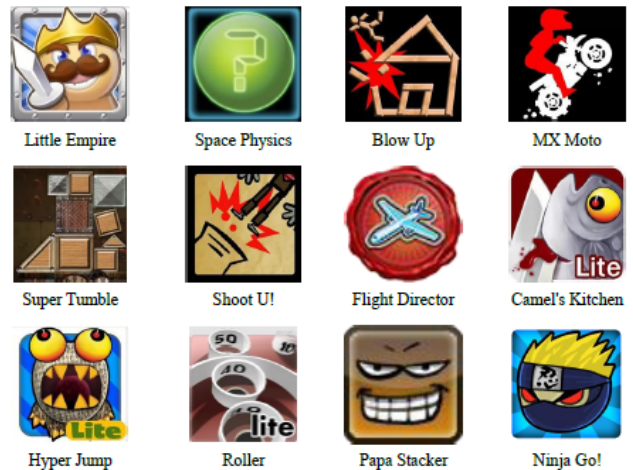
- 壳木软件在海外市场颇具开拓能力，公司至今推出 12 款产品，主要包括策略类移动网络游戏《小小帝国》，益智休闲类单机游戏《Space Physics》、《Blow Up》，竞速类单机游戏《MX Moto》和射击类单机游戏《Shoot U!》等。其中八款游戏曾被 GooglePlay 推荐，六款游戏曾进入 Google Play 美国同类游戏下载量排行榜前五名。而《小小帝国》亦曾高居 Google Play 的下载榜首位。
- 公司游戏《小小帝国》于 2011 年 12 月在 Google Play 平台上线，上线一年半以来在 Google Play 同类产品排名中一直保持领先地位。壳木软件主要专注于《小小帝国》游戏的升级开发与运营，游戏玩家规模维持上升趋势。截至 2013 年 6 月底，该游戏在全球的注册用户数已超过 800 万，游戏玩家分布在 200 多个国家和地区，月活跃用户数过百万，2013 年上半年月均充值金额达到 900 万元。

图表 1: 游戏《小小帝国》



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 公司主要游戏产品



来源：齐鲁证券研究所

### 优秀团队是公司核心竞争力

- 壳木软件的核心研发人员来自微软亚洲工程院、Gameloft 和空中网等公司或机构，拥有丰富的软件开发和项目管理经验。公司团队实力最好的证明就是公司成功的历史开发记录。公司开发的八款游戏曾被 Google Play 推荐，六款游戏曾进入 Google Play 美国同类游戏下载量排行榜前五名。



- 壳木软件拥有自主研发的游戏开发核心技术，已自主研发形成了 3D 跨平台游戏开发引擎、基于移动互联网的实时战斗系统以及 3D 跨平台游戏开发引擎。

### 稳住海外市场，发力国内市场

- **发达国家成游戏消费主力，海外市场规模大。**全球市场来看，苹果商店和 GooglePlay 在应用分发市场上占据领先地位。根据 APP ANNIIE 数据，苹果商店中，移动应用营收最大的国家为美国、日本、英国、中国和澳大利亚。美国和日本的营收接近总营收的一半。而在安卓平台上，移动应用营收最大的国家为日本、韩国、美国、英国和德国，日本、韩国和美国的营收接近总营收的 70%。
- **海外业务采取自主开发+发行的模式，净利率高。**公司依托自身的关联企业 Camel Games Inc 作为发行平台，在海外市场发行游戏，由于海外平台商给予开发者的分成比例较高，公司整体净利率远高于行业水平。
- **公司未来进一步开拓国内游戏市场。**目前公司主要通过昆仑在线等发行方将开发完成国内游戏产品的发行。同时，**依托神州泰岳与中国移动稳定的合作关系，未来壳木有望和移动 MM 平台形成强力合作。**目前，壳木主要与中国电信“爱游戏”业务平台合作，通过该平台上线发布游戏产品进行 3:7 分成。

### 依托公司平台开发运营业务，形成“平台+内容”的协同

- “内容+平台”的协同效应能够同时推动壳木软件和海外平台业务的发展。壳木软件在海外游戏市场具有很强的竞争力，未来仍将以海外游戏市场为主，不断开拓国内市场。依托公司的海外融合通信平台业务，公司不仅可以推动壳木软件的游戏产品在海外的推广，同时有助于为海外客户提供“平台+内容”的一揽子服务，形成较强的协同效应。

### 依托飞信开发运营经验，开拓海外互联网市场

#### 飞信证明公司研发实力

- 2007 年至今，公司为飞信提供开发和运营支撑服务，并取得了较大的成功。目前飞信的活跃用户大约在 1 亿左右，公司仍为中移动飞信客户端的开发和运营伙伴。虽然，在约 5 亿用户的微信，以及刚刚发力的易信的竞争压力下，未来飞信仍然有望依托中国移动广泛的用户群和 4G 网络优势实现重新起飞。
- 基于多年公司在移动合作的飞信、农信通业务的开发运营经验，公司在互联网业务领域积累强大的开发运营能力，为拓展自主互联网业务奠定了坚实基础，未来公司有望在移动互联网平台开发和内容提供上进一步发力。

#### 开拓海外取得成效，未来增长可期

- 公司依托新加坡智桥资讯公司为海外运营平台，不断开拓海外业务。2013 年 7 月，新加坡智桥资讯公司与印度 Reliance Jio Infocomm 公



司签订了神州泰岳“富媒体通信及社交通信解决方案”的合作意向书, 实现了公司海外互联网业务的突破。这一良好开局有望推进公司开拓与越南、俄罗斯、巴西、泰国、印尼、菲律宾、新加坡、马来西亚等国家的电信运营商的合作, 未来公司海外业务拓展可期。

## 业绩预测与估值

### 业绩预测

- 我们认为未来公司传统的 IT 运维管理业务将保持稳健的增长; 同时, 随着公司不断开拓移动互联网业务, 将打开新的增长空间, 我们看好公司进入手机游戏行业, 开拓海外通信平台市场, 孵化电子商务项目给公司长期业绩带来的增长动力。
- 我们预计 2013~2015 年公司营业收入分别是 18、26 和 33 亿元, 净利润分别为 5.2、7.7 和 9.8 亿元, EPS 分别是 0.85、1.18 和 1.49 元。

图表 3: 2011~2016 年公司各项业务收入预测 (百万 RMB)

产品	2011	2012H	2012	2013H	2013E	2014E	2015E	2016E
IT 运维管理业务	355.25	204.27	462.95	411.98	696.60	925.12	1202.65	1430.91
其中: 电信行业	284.38	183.11	390.61	326.70	566.38	736.30	957.18	1148.62
金融/能源/政府	70.87	21.17	72.35	73.80	130.22	188.82	245.47	282.29
系统集成	118.53	105.00	135.35	132.81	243.63	353.26	459.24	528.12
移动互联网业务	672.08	345.84	704.11	332.16	715.38	1021.10	1190.81	1378.29
其中: 飞信	609.81	301.01	585.97	289.42	550.00	600.00	620.00	621.00
手机游戏						170.65	240.27	338.15
农信通	62.27	38.46	100.30	42.73	125.38	150.45	180.54	216.65
其他及海外市场	0.00	6.37	17.84	0.00	40.00	100.00	150.00	202.50
电子商务	0.00	15.80	88.59	67.48	177.18	301.21	451.81	587.35
合计收入 (百万元)	1145.86	670.92	1391.00	944.43	1832.78	2600.68	3304.51	3924.68
收入增速	36.15%	26.03%	21.39%	40.77%	31.76%	41.90%	27.06%	18.77%
毛利率	2011	2012H	2012	2013H	2013E	2014E	2015E	2016E
IT 运维管理业务	59.23%	60.66%	72.78%	73.23%	74.36%	73.89%	73.89%	74.07%
其中: 电信行业	75.00%	82.08%	77.43%	79.62%	79.50%	79.50%	79.50%	79.50%
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%	4.79%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
移动互联网业务	73.40%	77.37%	77.74%	80.36%	76.57%	77.26%	76.72%	76.47%
其中: 飞信	73.02%	81.33%	78.50%	82.77%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
手机游戏						90.00%	90.00%	90.00%
农信通	77.12%	57.95%	77.00%	64.14%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
其他及海外市场		89.10%	57.01%	32.71%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
电子商务		3.04%	3.22%	5.56%	6.00%	10.00%	10.00%	10.00%
合计毛利率			64.66%		60.06%	59.13%	57.30%	56.71%
增速	2011	2012H	2012		2013E	2014E	2015E	2016E
IT 运维管理业务	12.02%	-5.74%	30.32%		50.47%	32.80%	30.00%	18.98%
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%		80.00%	45.00%	30.00%	15.00%
移动互联网业务	28.14%	9.57%	4.77%		1.60%	42.74%	16.62%	15.74%
其中: 飞信	24.15%	2.84%	-3.91%		-6.14%	9.09%	3.33%	5.00%
手机游戏						91.74%	40.80%	40.74%
农信通	87.01%	79.80%	61.07%		25.00%	20.00%	20.00%	15.00%
其他及海外市场			179.85%		300.00%	150.00%	50.00%	35.00%
电子商务		100.00%	460.58%		100.00%	70.00%	50.00%	30.00%

来源: 齐鲁证券研究所

### 估值结果



- 我们认为全球手机游戏市场未来保持快速增长的态势，公司收购的壳木软件公司具备一流的游戏开发实力，具有较高的投资价值；同时结合公司本身依托稳定成长的 IT 运维服务，不断拓展移动互联网业务，我们给予公司 2014 年 30XPE，目标价为 35.40 元，给予买入评级。

#### 风险提示

- 手游开发风险、核心技术人才流失风险、整合风险。


**图表 4: 财务报表摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>842</b>	<b>1,157</b>	<b>1,410</b>	<b>1,833</b>	<b>2,601</b>	<b>3,305</b>
增长率		37.5%	21.8%	30.0%	41.9%	27.1%
主营业务成本	-220	-377	-496	-732	-1,063	-1,411
% 销售收入	26.1%	32.6%	35.2%	39.9%	40.9%	42.7%
毛利	622	780	914	1,101	1,538	1,893
% 销售收入	73.9%	67.4%	64.8%	60.1%	59.1%	57.3%
营业税金及附加	-11	-14	-12	-13	-18	-23
% 销售收入	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-29	-77	-85	-104	-146	-182
% 销售收入	3.4%	6.6%	6.0%	5.7%	5.6%	5.5%
管理费用	-253	-371	-430	-477	-611	-727
% 销售收入	30.0%	32.1%	30.5%	26.0%	23.5%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	329	318	387	507	763	961
% 销售收入	39.1%	27.5%	27.5%	27.7%	29.3%	29.1%
财务费用	33	28	30	31	38	47
% 销售收入	-3.9%	-2.5%	-2.1%	-1.7%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-11	-17	-17	-18	-8	-7
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%	2.1%	1.8%	1.9%
营业利润	354	362	410	532	809	1,022
营业利润率	42.0%	31.3%	29.1%	29.0%	31.1%	30.9%
营业外收支	12	25	35	46	55	66
税前利润	365	387	445	578	864	1,088
利润率	43.4%	33.4%	31.6%	31.5%	33.2%	32.9%
所得税	-38	-33	-18	-58	-86	-109
所得税率	10.5%	8.5%	4.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	327	354	427	520	777	979
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	520	777	979
净利率	39.0%	30.7%	30.4%	28.4%	29.9%	29.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	327	354	427	520	777	979
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	44	50	67	68	70
非经营收益	-4	-45	-11	-36	-70	-86
营运资金变动	-148	-138	-237	-123	-297	-274
经营活动现金净流	196	214	229	428	478	689
资本开支	-424	-68	-62	-21	-75	-64
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	-9	-60	-44
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	-153	0
筹资活动现金净流	-36	-83	-69	-23	-156	1
现金净流量	-402	-312	10	396	262	646

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	1,772	2,034	2,680
应收款项	354	603	721	913	1,296	1,646
存货	71	100	105	150	218	290
其他流动资产	16	30	38	59	85	113
流动资产	2,118	2,099	2,241	2,894	3,633	4,730
% 总资产	77.2%	64.2%	63.8%	69.9%	73.2%	77.2%
长期投资	76	503	577	577	577	577
固定资产	488	331	357	595	681	753
% 总资产	17.8%	10.1%	10.2%	14.4%	13.7%	12.3%
无形资产	53	314	314	76	71	66
非流动资产	624	1,170	1,270	1,248	1,328	1,396
% 总资产	22.8%	35.8%	36.2%	30.1%	26.8%	22.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,743</b>	<b>3,269</b>	<b>3,511</b>	<b>4,142</b>	<b>4,961</b>	<b>6,125</b>
短期借款	0	0	11	3	0	0
应付款项	123	276	209	217	311	403
其他流动负债	52	110	72	369	310	401
流动负债	175	386	292	589	620	804
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	35	12	0	0	0
<b>负债</b>	<b>189</b>	<b>421</b>	<b>304</b>	<b>589</b>	<b>620</b>	<b>805</b>
普通股股东权益	2,551	2,835	3,192	3,559	4,337	5,315
少数股东权益	3	19	21	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,743</b>	<b>3,274</b>	<b>3,517</b>	<b>4,149</b>	<b>4,957</b>	<b>6,120</b>

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.038	0.938	1.119	0.848	1.267	1.596
每股净资产	8.072	7.475	8.327	9.284	11.311	13.864
每股经营现金净流	0.619	0.565	0.597	1.116	1.246	1.798
每股股利	N/A	0.300	0.300	0.400	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.86%	12.55%	13.44%	14.61%	17.92%	18.42%
总资产收益率	11.95%	10.86%	12.20%	12.54%	15.68%	15.99%
投入资本收益率	11.53%	10.20%	11.51%	12.81%	15.83%	16.28%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	37.50%	21.80%	30.03%	41.90%	27.06%
EBIT增长率	N/A	-3.14%	21.53%	31.01%	50.49%	26.03%
净利润增长率	N/A	8.47%	20.62%	21.24%	49.43%	25.93%
总资产增长率	15.30%	19.37%	7.41%	17.97%	19.77%	23.46%
<b>资产管理能力</b>						
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	98.3	65.7	48.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-65.69%	-47.90%	-42.48%	-49.70%	-46.90%	-50.41%
EBIT利息保障倍数	-10.0	-11.2	-13.1	-16.1	-20.1	-20.4
资产负债率	6.90%	12.86%	8.64%	14.21%	12.51%	13.15%

来源: 齐鲁证券研究所



### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上





**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。