

神州泰岳 (300002.SZ) 无线通信行业

评级：买入 维持评级

公司点评

邢开允
联系人
(8621)61038223
xingky@gjzq.com.cn

张帅
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

参股中清龙图 游戏战略再下一城

事件

神州泰岳于 2013 年 9 月 27 日发布公告：以 2 亿元参股中清龙图，获取 20% 股权。

评论

本次参股代表公司进一步推进移动互联网转型战略：公司前次收购壳木公司，其产品主要在国外发行，面向国外市场。而本次参股标的则聚焦国内市场，中清龙图以手游和页游为主，尤其是其开发的《QQ 九仙》作为腾讯运营表现最好、生命周期最长的 RPG 游戏，产品开发能力和与腾讯的关系值得重视。

公司通过参股中清龙图具备了渠道能力并强化了与腾讯之间的关系：公司前次通过收购壳木进入游戏开发领域，但渠道代理能力相对缺乏，参股中清龙图提升了公司的渠道能力，并强化了与腾讯之间的关系，有助于公司未来加强研产品发行能力，确保公司产品顺利转化。

短期对业绩有一定增厚作用：根据业绩承诺条件，中清龙图分别承诺未来三年分别实现 6000 万、9000 万盒 1.2 亿的净利润，扣除收购所需现金的利息收入外，我们预计参股中清龙图将为公司带来 2013~2015 年每股 0.01 元、0.02 元和 0.03 元；

投资建议

我们预计公司 2013~2015 年归属净利润将分别为 6.23 亿元、8.58 亿元、10.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.951 元、1.301 元和 1.547 元。维持“买入”评级，目标价 39 元，对应 2013X41PE。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图1：神州泰岳财务摘要

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	1,858	2,478	3,133
增长率		37.5%	21.8%	31.8%	33.4%	26.4%
主营业务成本	-220	-377	-496	-670	-882	-1,191
% 销售收入	26.1%	32.6%	35.2%	36.1%	35.6%	38.0%
毛利	622	780	914	1,188	1,596	1,943
% 销售收入	73.9%	67.4%	64.8%	63.9%	64.4%	62.0%
营业税金及附加	-11	-14	-12	-16	-22	-27
% 销售收入	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-29	-77	-85	-102	-134	-166
% 销售收入	3.4%	6.6%	6.0%	5.5%	5.4%	5.3%
管理费用	-253	-371	-430	-455	-601	-752
% 销售收入	30.0%	32.1%	30.5%	24.5%	24.3%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	329	318	387	614	840	997
% 销售收入	39.1%	27.5%	27.5%	33.1%	33.9%	31.8%
财务费用	33	28	30	36	50	67
% 销售收入	-3.9%	-2.5%	-2.1%	-1.9%	-2.0%	-2.1%
资产减值损失	-11	-17	-17	-10	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	32	10	18	28	36
% 税前利润	1.0%	8.4%	2.3%	2.6%	2.9%	3.1%
营业利润	354	362	410	658	916	1,099
营业利润率	42.0%	31.3%	29.1%	35.4%	37.0%	35.1%
营业外收支	12	25	35	39	42	47
税前利润	365	387	445	697	958	1,146
利润率	43.4%	33.4%	31.6%	37.5%	38.7%	36.6%
所得税	-38	-33	-18	-70	-101	-126
所得税率	10.5%	8.5%	4.1%	10.0%	10.5%	11.0%
净利润	327	354	427	627	858	1,020
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	627	858	1,020
净利率	39.0%	30.7%	30.4%	33.7%	34.6%	32.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	327	354	427	627	858	1,020
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	44	50	53	55	61
非经营收益	-4	-45	-11	-35	-70	-83
营运资金变动	-148	-138	-237	342	7	61
经营活动现金净流	196	214	229	987	849	1,060
资本开支	-424	-68	-62	142	-8	27
投资	-137	-388	-91	-300	0	0
其他	0	12	3	18	28	36
投资活动现金净流	-561	-443	-150	-140	20	63
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	-264	0
筹资活动现金净流	-36	-83	-69	-23	-267	1
现金净流量	-402	-312	10	824	602	1,123

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	2,200	2,802	3,926
应收款项	354	603	721	527	636	720
存货	71	100	105	128	157	196
其他流动资产	16	30	38	33	35	36
流动资产	2,118	2,099	2,241	2,889	3,631	4,877
% 总资产	77.2%	64.2%	63.8%	67.5%	72.2%	78.2%
长期投资	76	503	577	877	877	877
固定资产	488	331	357	458	468	432
% 总资产	17.8%	10.1%	10.2%	10.7%	9.3%	6.9%
无形资产	53	314	314	57	53	49
非流动资产	624	1,170	1,270	1,392	1,397	1,358
% 总资产	22.8%	35.8%	36.2%	32.5%	27.8%	21.8%
资产总计	2,743	3,269	3,511	4,280	5,028	6,235
短期借款	0	0	11	3	0	0
应付款项	123	276	209	357	474	616
其他流动负债	52	110	72	363	131	174
流动负债	175	386	292	723	605	790
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	723	605	791
普通股股东权益	2,551	2,835	3,192	3,556	4,413	5,433
少数股东权益	3	19	21	0	0	0
负债股东权益合计	2,743	3,274	3,517	4,279	5,018	6,225

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.038	0.938	1.119	0.951	1.301	1.547
每股净资产	8.072	7.475	8.327	5.395	6.696	8.243
每股经营现金净流	0.619	0.565	0.597	2.574	2.214	2.764
每股股利	N/A	0.300	0.300	0.400	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.86%	12.55%	13.44%	17.63%	19.43%	18.77%
总资产收益率	11.95%	10.86%	12.20%	14.65%	17.09%	16.38%
投入资本收益率	11.53%	10.20%	11.51%	15.54%	17.03%	16.34%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	37.50%	21.80%	31.80%	33.39%	26.45%
EBIT增长率	N/A	-3.14%	21.53%	58.78%	36.72%	18.75%
净利润增长率	N/A	8.47%	20.62%	46.12%	36.82%	18.90%
总资产增长率	15.30%	19.37%	7.41%	21.90%	17.46%	24.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	107.9	145.2	167.2	100.0	90.0	80.0
存货周转天数	93.5	82.5	75.6	70.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	66.6	73.0	62.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	165.1	103.0	87.3	78.3	66.3	51.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.69%	-47.90%	-42.48%	-61.79%	-63.50%	-72.24%
EBIT利息保障倍数	-10.0	-11.2	-13.1	-17.2	-16.8	-14.8
资产负债率	6.90%	12.86%	8.64%	16.90%	12.05%	12.71%

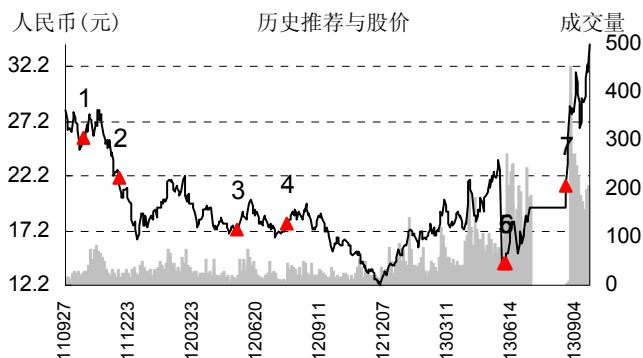
来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-25	增持	25.67	32.50 ~ 32.50
2	2011-12-09	增持	22.02	N/A
3	2012-05-25	增持	17.34	22.60 ~ 22.60
4	2012-07-30	增持	17.95	20.34 ~ 20.34
5	2013-06-03	买入	14.24	22.00 ~ 22.00
6	2013-06-04	买入	14.24	21.79 ~ 23.85
7	2013-08-23	买入	21.27	37.73

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

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.jztzw.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: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
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: 518000
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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net