

## 证券研究报告—动态报告公司快评

信息技术

通信

### 神州泰岳 (300002)

### 推荐

与菲律宾运营商签署联合运营游戏平台点评

(维持评级)

2013年10月29日

## 与菲律宾运营商合作分成移动游戏增值服务，海外再下一城

**证券分析师：程成**

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

**证券分析师：王念春**

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

### 事项：

神州泰岳近日公告称其旗下下属企业——Bridge Minds Consulting Pte Ltd (智桥资讯公司，下称“智桥资讯”或“卖方”)与菲律宾 GLOBE TELECOM, INC (下称“移动运营商”或“环球电信公司”)全资子公司 Entertainment Gateway Group Inc (下称“EGG 公司”)就联合运营游戏平台达成了《SERVICE COOPERATION AND REVENUE SHARE AGREEMENT》(《服务合作与收入分成协议》，简称“协议”)。

### 评论：

- **合作对手 EGG 公司是菲律宾领先的运营商。** 环球电信是菲律宾最大及盈利能力最强的公司之一，在菲律宾证券交易所上市，股票代码为 GLO。截至 2013 年 3 月底，公司市值达 39 亿美元。本项目为游戏平台的联合运营，EGG 公司是菲律宾环球电信公司的下属企业，具备相应的履约能力。环球电信公司运营着全菲律宾最大的及技术最先进的移动网络、固网及宽带网络，向个人客户、中小型业务及企业与公司客户提供可靠、卓越的通信服务。目前有约 3510 万位手机用户，超过 174 万位宽带客户以及 68.7 万位固网用户。
- **此次合作订单将为公司带来不可预见的增量游戏收入。** 细看合作合同：

表 1：合同细则解读

合同条款	服务内容	解读
一	智桥资讯公司将 UGAME 平台产品非排他性授权给 EGG 公司，通过其计费及分销平台提供数字应用与游戏，UGAME 是公司推出的一个与其它设施融合的游戏下载平台，授权的主要功能包括：游戏推荐、下载、友好互动、微博、内容操作等。	泰岳公司主要出售的是 UGAME 的排他性授权
二	智桥资讯公司应提供运行 UGAME 平台产品和服务所需要的硬件和网络基础设施；对产品和服务进行持续的更新和改进以便满足多变的市场和进化的消费者需求；对 EGG 公司推广和营销服务提供支持。	同时提供网络基础的软硬件设施，并提供持续更新
三	EGG 公司为产品和服务提供共享短代码清单服务；为产品和服务与手机运营商或其它需要的系统之间的整体开发提供设施和支持。	
四	EGG 公司应积极与手机运营商协作来推广和营销产品和服务，与手机运营商订立面向订阅者的推广和营销产品和服务协议，手机运营商应给予 EGG 公司直接支持并且为推广产品和服务提供渠道和设施。	EGG 公司负责营销推广
五	平台产生的收入根据畅销类、普通类游戏按照相应比例进行分配。平台应用内容由智桥资讯公司提供或引入的情况下，移动电话运营商及 EGG 公司分成比例为 36.5% (畅销类) 或 42.5% (普通类)；智桥资讯公司分成比例为 63.5% (畅销类) 或 57.5% (普通类)，并直接支付给智桥资讯公司，由智桥资讯公司确定与内容开发者的分配比例。若平台应用内容由 EGG 公司引入的情况下，智桥资讯公司分成比例为 13.5% 或 17.5%。(畅销类指高度适销、受欢迎或仅能在环球电信公司商店里获取的游戏；普通类指畅销类意外的游戏)	由泰岳子公司引进的平台内容，畅销类分成 63.5%，非畅销类分成 57.5%
六	合作期限：本协议有效期为自本合同签订之日起 2 年，到期前任何一方都未发出终止或延期通知，合同将自动顺延 1 年。	合同 2 年一签

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们初步预计此次合同的签订将为公司每年增厚至少 3000 万人民币 (500 万美金) 收入，考虑到大部分是 license 授权和合作，公司并不承担大量推广费用，因此净利润率将会比公司传统业务要高出不少，预计净利润率超过 30%。

- **运营商在融合业务推广中拥有天然优势。** 目前全球主流电信运营商都纷纷地将融合通信业务定位为业务和技术发

展的核心方向。运营商从本质上来说推行融合通信举措的背后，是不满“被管道化”尴尬境地，希冀参与未来移动互联网更多利益分成的构想。运营商虽然目前在与互联网企业的竞争中处于劣势，但在开展互联网通信应用方面也存在优势：如运营商能够很方便迅速的推广基于自身网络的运营平台，并能在短时间内积聚到多数用户。

菲律宾电信行业在用户规模、业务规模、投资规模、所处发展阶段等方面相对落后于国内市场，菲律宾亦属于发展中国家，但或许正是由于这些因素（应用不过，人口基数相对较大）促进了运营商能够迅速推广游戏增值平台。当然由于当地人均购买力相对较弱，运营公司收入取决于未来游戏平台的运营推广力度、游戏内容受欢迎程度、用户付费能力与意愿等。

- **印度及菲律宾的合作或只是开始，后续还有广阔空间。**我们前期认为当前公司正在着力走出海外，进入当地电信市场做融合通信业务，从市场反馈来看，公司的业务非常受欢迎，在东南亚、南美、中东等地区其受众、语言文化与我们相对接近，沟通交流更加方便，将会是重点发展区域。此次菲律宾及前次印度的合作完全符合之前的发展战略，我们认为未来上述地区还将有更多海外国家的运营商选择和泰岳公司合作。公司先期的富媒体准备将墙内开花墙外香—不能够在中国运营商和通信受众中大力推广，公司可以扬帆走出海外寻找更广阔的空间。
- **强烈看好公司走出海外及后续动作，维持“推荐”评级。**当前公司正在着力走出海外，进入当地电信市场做融合通信业务，我们预计这一步骤短期不会停止，公司将大踏步前进海外市场同时会大力推进互联网增值板块的建设。此次合同的签订预示市场该担心的是公司长远发展，而长远发展从公司近期海外订单的签订、平台的搭建我们已经可以初见端倪。暂且不调整公司的盈利预测，预计13-14年公司EPS分别为0.88/1.07（考虑备考为0.88/1.25）元，即投资公司的安全边际仍极高，且考虑到公司海外业务收入的弥补效应及新型可能业务带来的业绩及估值的提升，我们认为公司当前仍值得重点考虑，维持“推荐”评级。

**公司今年以来备受关注，我们也一直有报告持续推荐，在这个时点我们解答投资者：**

**关于泰岳公司过去、现在、和未来的三个问题：**

### 1、 2012年初以来，公司基本不受市场认可，股价持续下跌，为什么？

答：当年公司是创业板首批上市公司，代码为300002，上市之初被当做明日新星——“第二个腾讯”来炒作，股价一度达到240元，后来大家发现公司原来远不如腾讯，泡沫破灭。更有甚者视公司为中移动旗下的寄生虫，在此期间公司拳头产品飞信与中移动的签约一闹再闹，最后不得不一年一签，订单包的额度也被降低，且近年以来飞信份额又被以微信为代表的互联网产品严重挤压，因此股价一路走低，跌到复权前的最低点7.38元，市值只有50亿左右。在大盘低点即2012年12月初的时候，公司当时的PE只有7倍，有人觉得公司没有存在价值了，估值可以给到更低。

### 2、 2013年以来公司股价一路上攻，为什么？

答：首先是整个板块的复苏；其次是大家实实在在的看到公司业绩是非常确定的复合三年20%+的增长，给予其10倍估值是不合适的。特别是今年5月份市场炒作微信收费的时候，公司价值才逐渐被市场发现——“原来不是那么差！”。在公司和中移动合作的飞信份额被挤压，同时招标额度又被压缩的时候（中移动释放2013-2014年飞信采购订单时），本来应该被解读为利空的消息，我们解读为非常利好的消息。原因是：这样“神州泰岳=飞信，飞信=神州泰岳”的逻辑即可被打破，市场发现公司不再单纯只是一个飞信公司了（因为飞信业务只占1/3的收入和利润），虽然飞信业务没有增长，但未来占比会更低，且公司运维业务、农信通等业务增势强劲（两项业务都毛利率近70%，净利率30%+，增长率30%+），这就让市场看到了希望。特别是后期公司积极走出海外拓展新型业务，加上收购互联网增值及游戏公司的动作，想象空间就更大了，所以市场给予的估值就更高了。

### 3、 后续怎么看，还会再创新高么？

答：我们认为当年市场把公司捧到天上，去年末把公司踩到脚下都是不合适的。怎样才算合适了？有多少业绩有多少增长，给予其合理价格才算合适。我认为当前时点来看不管是从业绩还是从股价的角度来讲，都有机会。理由：

- ① 公司业绩非常确定增长13-14EPS分别为0.87/1.08，考虑游戏公司备考0.88/1.25元，明年估值仍然不到30倍。
- ② 以上估值还是非常保守的，因为这其中还没有考虑到公司近一步走出海外要做融合通信产品的业绩增厚。公司已经

公告和印度和菲律宾的合作订单，从公司的公开表态以及中报表述来看公司还会与更多海外运营商合作（预计马来/新加坡/巴西/印尼等人口众多的地方）；

③ 公司前期表述和已公开表态来看公司很有可能还会进一步向移动互联网或大数据行业外延扩展（公司手头现金还很充裕）。入股中清龙图就是公司搭建好储备内容为未来的平台运营作支撑。

④ 市场担心公司管理层有减持动机，我们认为公司自上市以来已近四年，相当多的员工在帝都生活压力不可谓不大。如果公司管理层或员工有非常强的动力去做实事，努力为整体股东回报而努力，适当减持公司股票是非常值得理解的。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1376	1575	1810	2252
应收款项	721	922	1153	1351
存货净额	105	169	233	286
其他流动资产	38	50	68	84
<b>流动资产合计</b>	<b>2241</b>	<b>2717</b>	<b>3263</b>	<b>3973</b>
固定资产	357	352	328	301
无形资产及其他	61	60	58	57
投资性房地产	461	461	461	461
长期股权投资	396	474	552	630
<b>资产总计</b>	<b>3517</b>	<b>4064</b>	<b>4662</b>	<b>5421</b>
短期借款及交易性金融负债	11	0	0	0
应付款项	64	169	198	282
其他流动负债	208	288	388	485
<b>流动负债合计</b>	<b>283</b>	<b>457</b>	<b>586</b>	<b>767</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	21	1	(19)	(39)
<b>长期负债合计</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>(19)</b>	<b>(39)</b>
<b>负债合计</b>	<b>304</b>	<b>458</b>	<b>566</b>	<b>728</b>
少数股东权益	21	27	34	42
股东权益	3192	3580	4062	4651
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3517</b>	<b>4064</b>	<b>4662</b>	<b>5421</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.12	0.86	1.07	1.31
每股红利	0.30	0.23	0.29	0.35
每股净资产	8.33	5.84	6.62	7.58
ROIC	14%	18%	23%	28%
ROE	13%	15%	16%	17%
毛利率	65%	57%	54%	53%
EBITMargin	27%	26%	25%	25%
EBITDAMargin	30%	28%	27%	27%
收入增长	22%	35%	32%	25%
净利润增长率	21%	23%	24%	22%
资产负债率	9%	12%	13%	14%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	17.8	23.1	18.6	15.2
P/B	2.4	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	18.9	23.6	18.9	15.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1410</b>	<b>1904</b>	<b>2523</b>	<b>3145</b>
营业成本	496	823	1167	1489
营业税金及附加	12	17	22	27
销售费用	85	107	139	170
管理费用	430	458	556	662
财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
投资收益	10	12	15	18
资产减值及公允价值变动	(17)	(17)	(17)	(17)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	410	517	653	808
营业外净收支	35	42	42	42
<b>利润总额</b>	<b>445</b>	<b>559</b>	<b>696</b>	<b>850</b>
所得税费用	18	23	28	35
少数股东损益	(2)	8	10	12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>429</b>	<b>528</b>	<b>657</b>	<b>804</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>429</b>	<b>528</b>	<b>657</b>	<b>804</b>
资产减值准备	0	(17)	0	0
折旧摊销	33	36	39	41
公允价值变动损失	17	17	17	17
财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
营运资本变动	(258)	(128)	(203)	(106)
其它	(1)	23	7	9
<b>经营活动现金流</b>	<b>220</b>	<b>459</b>	<b>518</b>	<b>764</b>
资本开支	(35)	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(112)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>
权益性融资	42	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(114)	(141)	(175)	(214)
其它融资现金流	88	(11)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>(152)</b>	<b>(175)</b>	<b>(214)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>10</b>	<b>199</b>	<b>235</b>	<b>442</b>
货币资金的期初余额	1367	1376	1575	1810
货币资金的期末余额	1376	1575	1810	2252
企业自由现金流	124	357	419	670
权益自由现金流	213	367	435	679

## 相关研究报告:

- 《神州泰岳-300002-入股腾讯合作伙伴游戏公司点评：布局清晰更有想象空间》——2013-09-27
- 《神州泰岳-300002-收购天津壳木公司点评：收购手游公司，新拓展或是“大机会”也可能是“陷阱”》——2013-08-23
- 《神州泰岳-300002-2013年中报点评：稳定增长，期待新业务》——2013-07-30
- 《神州泰岳-300002-跟踪报告：拿下印度订单，或只是开始，看好融合通信服务》——2013-07-08
- 《神州泰岳-300002-业绩快报点评：增长确定，期待新业务》——2013-07-05

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 分析师承诺

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，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。