



游戏新版将出，海外开花在即

买入 维持

目标价格：暂无

投资要点：

- 农信增飞信降，国内核心业务增速领先于行业增速
- 手游团队逐渐成长壮大，小小帝国新版本即将推出
- 海外市场充满想象空间，战略落地彰显公司执行力

报告摘要：

- 公司营收、净利稳步增长，净利润增长率是行业增速的两倍多。年内运营商资本开支增速约 10%，飞信业务营收同比下降接近 20%。通过运维及农信等业务的强劲增长，公司净利增速仍然超过 20%，体现出公司核心业务的强大竞争力。
- 收购手游做大互联网娱乐内容业务。预计收购壳木年底获批，明年一季度并表。按照 4 年对赌协议的壳木年内贡献净利润 0.8 亿元，股份锁定安排有利于控制风险。我们判断小小帝国高清版近期即将推出，团队补强后的研发实力即将展现。
- 电商扩大营收，海外融合通信平台战略逐渐落地，向互联网公司转型有望加速。我们预测年内电商业务同比增速超过 50%。海外融合通信平台已经签约印度和菲律宾领先运营商。随着融合通信平台产品、UGame 平台、校讯通的逐渐发力，东南亚、南美等发展中国家人口众多，借力当地实力运营商的推广渠道无忧，未来空间充满想象。
- 盈利预测与估值。我们预计公司 2013-15 年的 EPS 为 0.87/1.12/1.37 元，给予“买入”评级。
- 风险因素：飞信业务下降过快；手游业务发展低于预期；海外市场协同增长低于预期。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1157.26	1409.51	1,869.50	2,392.00	2,901.00
增长率(%)	37.50	21.80	32.63	27.95	21.28
归母净利润(百万)	355.69	429.03	534.87	688.57	841.24
增长率(%)	8.47	20.62	24.67	28.74	22.17
每股收益	0.94	1.12	0.87	1.12	1.37
市盈率	113.85	95.43	30.49	23.69	19.39

TMT 研究组

分析师：

赵国栋(S1180513050002)

电话：010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

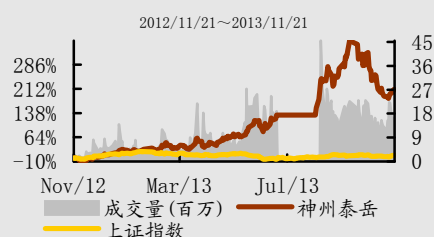
研究助理：

顾海波

电话：010-88013569

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



相关研究

《神州泰岳：大股东股权分割，存在套现压力》

2013/10/14

《中创信测：信威注资重组，脱胎换骨赢未来》

2013/9/27

《神州泰岳：增资中清龙图，手游连接腾讯平台》

2013/9/26

《收购壳木，进入国内一线手游军团》

2013/8/23

《神州泰岳：收购手机动漫，注入成长新动力》

2013/8/15

图 1: 财务三张表预测

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	1,870	2,392	2,901
增长率		37.5%	21.8%	32.6%	27.9%	21.3%
主营业务成本	-220	-377	-496	-707	-893	-1,092
% 销售收入	26.1%	32.6%	35.2%	37.8%	37.3%	37.6%
毛利	622	780	914	1,163	1,499	1,809
% 销售收入	73.9%	67.4%	64.8%	62.2%	62.7%	62.4%
营业税金及附加	-11	-14	-12	-7	-10	-12
% 销售收入	1.3%	1.2%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-29	-77	-85	-77	-99	-120
% 销售收入	3.4%	6.6%	6.0%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-253	-371	-430	-561	-718	-870
% 销售收入	30.0%	32.1%	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
息税前利润 (EBIT)	329	318	387	517	673	807
% 销售收入	39.1%	27.5%	27.5%	27.7%	28.1%	27.8%
财务费用	33	28	30	28	25	51
% 销售收入	-3.9%	-2.5%	-2.1%	-1.5%	-1.0%	-1.8%
资产减值损失	-11	-17	-17	-10	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	32	10	5	7	7
% 税前利润	1.0%	8.4%	2.3%	0.9%	1.0%	0.8%
营业利润	354	362	410	540	702	862
营业利润率	42.0%	31.3%	29.1%	28.9%	29.3%	29.7%
营业外收支	12	25	35	20	20	20
税前利润	365	387	445	560	722	882
利润率	43.4%	33.4%	31.6%	30.0%	30.2%	30.4%
所得税	-38	-33	-18	-28	-36	-44
所得税率	10.5%	8.5%	4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	327	354	427	532	686	838
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-3	-3
归属于母公司的净利润	328	356	429	535	689	841
净利率	39.0%	30.7%	30.4%	28.6%	28.8%	29.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	327	354	427	532	686	838
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	24	36	40	33	33
非经营收益	-22	5	1	-3	-27	-27
营运资金变动	-353	-243	-437	-212	-224	-216
经营活动现金净流	-17	140	27	357	468	628
资本开支	-33	-32	-17	-26	-4	-5
投资	-230	-21	-24	-533	0	0
其他	12	3	6	5	7	7
投资活动现金净流	-250	-49	-35	-554	3	2
股权募资	0	4	0	0	773	0
债权募资	0	0	0	23	11	12
其他	-95	-112	-152	0	0	0
筹资活动现金净流	-95	-108	-152	23	784	12
现金净流量	-363	-18	-160	-174	1,255	642

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	1,202	2,457	3,099
应收款项	354	603	721	1,024	1,310	1,589
存货	71	100	105	149	188	230
其他流动资产	16	30	38	51	65	78
流动资产	2,118	2,099	2,241	2,426	4,020	4,997
% 总资产	77.2%	64.2%	63.8%	57.4%	69.2%	73.7%
长期投资	76	503	577	1,110	1,109	1,109
固定资产	488	331	357	357	347	336
% 总资产	17.8%	10.1%	10.2%	8.5%	6.0%	5.0%
无形资产	53	314	314	328	334	339
非流动资产	624	1,170	1,270	1,797	1,791	1,786
% 总资产	22.8%	35.8%	36.2%	42.6%	30.8%	26.3%
资产总计	2,743	3,269	3,511	4,224	5,811	6,783
短期借款	0	0	11	0	0	0
应付款项	123	276	209	298	379	461
其他流动负债	52	110	72	139	176	215
流动负债	175	386	292	437	555	676
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	41	21	32	32	32
负债	193	427	313	469	587	709
普通股股东权益	2,551	2,835	3,192	3,957	5,419	6,260
少数股东权益	3	19	21	18	15	12
负债股东权益合计	2,747	3,280	3,525	4,444	6,020	6,981

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	1.123	1.371
每股净资产	8.072	7.475	8.327	6.451	8.221	9.497
每股经营现金净流	0.619	0.565	0.597	0.581	0.710	0.953
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.86%	12.55%	13.44%	13.52%	12.71%	13.44%
总资产收益率	11.94%	10.84%	12.17%	12.04%	11.44%	12.05%
投入资本收益率	11.53%	10.20%	11.51%	12.36%	11.76%	12.23%
增长率						
主营业务收入增长率	16.45%	37.50%	21.80%	32.63%	27.95%	21.28%
EBIT增长率	16.73%	-3.14%	21.53%	33.65%	30.07%	20.03%
净利润增长率	21.11%	8.47%	20.62%	24.67%	28.74%	22.17%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	149.0	182.0	184.9	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	117.0	96.7	77.6	77.0	77.0	77.0
应付账款周转天数	72.9	103.4	47.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	165.1	103.0	87.3	58.8	42.1	31.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.69%	-47.90%	-42.48%	-30.24%	-45.22%	-49.40%
EBIT利息保障倍数	-10.0	-11.2	-13.1	-18.2	-27.0	-15.9
资产负债率	7.04%	13.01%	8.86%	10.55%	9.74%	10.15%

资料来源: 宏源证券

作者简介:

赵国栋: 中国计算机协会会员、广东省应急产业协会专家会员、宏源证券研究所高级分析师、拥有 15 年的信息产业工作背景, 曾获工信部颁发的计算机信息系统集成高级项目经理资质、国际信息系统审计协会 (ISACA) 会员。在移动互联网、云计算、大数据等新兴领域拥有深刻、独到的见解。

代表作: 著有《大数据时代的历史机遇》一书。

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。