

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

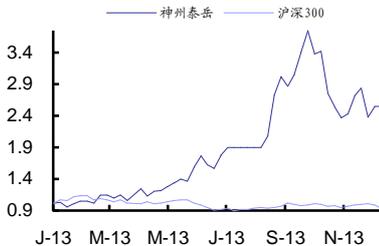
神州泰岳(300002)

推荐

合理估值: 42.18 元 昨收盘: 32.01 元 (维持评级)

2014年01月09日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	613/317
总市值/流通(百万元)	19,626/10,145
上证综指/深圳成指	2,044/7,802
12个月最高/最低(元)	38.66/9.60

相关研究报告:

《神州泰岳-300002-与菲律宾运营商签署联合运营游戏平台点评: 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》——2013-10-29  
 《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

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300  
 E-MAIL: 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

电话: 0755-82130407  
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

独立性声明:

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。

深度报告

新平台, 新价值

● 打造“移动入口+游戏”黄金搭档, 海外连下数城

13年公司完成了其“平台运营支撑+内容服务”模式的初步构建, 以飞信类富媒体通信“杀手级”应用为平台载体; 游戏内容方面“一参一控”。目前已签约菲律宾、越南、印度电信运营商, 实现14亿人口的覆盖; 并且正在积极推进与南非、巴西、俄罗斯、印尼等十几个国家的电信运营商合作运营游戏平台, 预计未来公司的海外游戏平台将覆盖20亿人口, 理想情况下扩展到全部东南亚、南美、中东国家, 达到35亿人口的覆盖, 成为大型移动互联平台公司。待手游渗透率达到某临界值, 公司海外市场将迎来如同国内13年一样的井喷式发展, 作为提前布局的厂商, 公司将受益匪浅。

● 国内飞信有望再获中国移动重视

新版飞信所做的尝试, 这标志着中国移动正试图把握4G商用带来的市场机遇, 打造差异化融合的通信入口, 沉淀和整合社交关系, 将飞信打造为“通信+社交+商业”的互联网平台。作为中国移动的“大儿子”, 飞信有望再获重视, 成为其4G时代的战略性产品, 届时公司国内飞信业务将有延续辉煌的可能。

● 运维业务超预期增长

运维管理业务是目前公司的第一大业务, 也是业绩的重要增长点和支撑点。预计2013年将实现超70%的增长, 达到10.5亿元, 且未来此块业务仍将保持强劲势头: ①公司为国内运维龙头企业; ②盈利能力强, 毛利率一直保持在50%以上; ③4G投资拉动下, 未来增势可持续; ④移动转售政策出台, 新增虚拟运营商业务需求。

● 农信通、电子商务业务发展迅速

农信通定位三农, 预计13年增收30%达到1.3亿, 未来高增长态势仍将继续。新业务“神州良品”积极推进, 到2015年大概做到2.5亿营业收入, 届时利润将得以逐步释放。

● 公司合理估值在42.18元, 维持推荐评级

公司13-15年的EPS为0.86/1.12/1.49元(考虑游戏平台收入为0.86/1.20/1.61元), 考虑到公司平台价值的逐渐显现, 我们认为公司的合理估值应为2014年35xPE, 对应合理价格在42.18元, 维持推荐评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,157	1,410	1,830	2,406	3,183
(+/-%)	37.5%	21.8%	29.9%	31.5%	32.3%
净利润(百万元)	356	429	530	684	912
(+/-%)	8.47%	20.6%	23.6%	29.1%	33.3%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.12	0.86	1.12	1.49
EBIT Margin	31.0%	29.5%	27.4%	27.7%	28.6%
净资产收益率(ROE)	12.5%	13.4%	14.8%	16.8%	19.2%
市盈率(PE)	55.2	45.7	44.4	34.4	25.8
EV/EBITDA	52.1	44.4	44.6	34.1	25.5
市净率(PB)	6.9	6.1	6.6	5.8	5.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

打造“移动入口+游戏”黄金搭档，海外连下数城.....	5
移动互联网蛋糕诱人，入口为先 .....	5
布局移动内容之王——游戏 .....	5
规避国内移动入口之战 .....	8
国际市场人口基数大、差异化明显，蕴含做大机会 .....	11
海外市场拓展大步前进 .....	13
国内飞信有望再获中国移动重视 .....	16
运维业务超预期增长.....	18
农信通、电子商务业务发展迅速 .....	19
定位三农，高增长态势仍将继续 .....	19
新业务“神州良品”积极推进 .....	21
盈利预测.....	22
附表：财务预测与估值 .....	23
国信证券投资评级.....	24
分析师承诺.....	24
风险提示.....	24
证券投资咨询业务的说明 .....	24

## 图表目录

图 1: 2012Q1-2013Q3 中国移动互联网市场规模 (亿)	5
图 2: 2006-2015 中国移动互联网用户规模预测 (万)	5
图 3: 中国移动互联网 APP 商业模式示意图	5
图 4: 2008-2013 中国移动游戏用户数及增速 (百万)	6
图 5: 2008-2013 中国移动游戏销售收入及增速 (亿)	6
图 6: 2008-2013 移动游戏市场占有率	6
图 7: 2013 年 10 月份 Android 游戏监控数据	6
图 8: 手机游戏下载渠道分布	7
图 9: 《武林帝国》海外拓展情况	8
图 10: 豌豆荚	9
图 11: 网龙 2011Q1-2013Q1 无线业务收入情况 (万)	10
图 12: 91 无线两大平台市场规模	10
图 13: 91 无线与微软 Xbox、unity 建立合作伙伴关系	11
图 14: 2013 年国内外移动游戏市场规模 (亿)	12
图 15: 2013 年国内外移动游戏市份额比较	12
图 16: 印度移动游戏市场规模 (亿美元)	12
图 17: 2008-2013 中国移动游戏用户数及增速 (百万)	15
图 18: 2008-2013 中国移动游戏销售收入及增速 (亿)	15
图 19: 2008-2013 中国移动游戏用户占人口比重	15
图 20: 2008-2013 中国移动游戏用户年均花费 (元)	15
图 21: 飞信位居安卓市场、安智排行榜前列	16
图 22: 飞信位居应用宝排行榜前列	16
图 23: 飞信云聊版安卓 V5.3.0 新增功能	17
图 24: 飞信云聊版安卓 V5.3.0 新增功能	17
图 25: 2010-2015 公司国内飞信业务收入 (亿)	18
图 26: 2009-2015 公司运维业务收入及同比增速 (亿)	18
图 27: 2013-2016 年三大运营商资本支出总额 (亿)	19
图 28: 2009-2013Q3 公司农信通业务收入及同比增速 (百万)	20
图 29: 2009-2013Q3 公司农信通业务收入及同比增速 (百万)	21
表 1: 各应用平台游戏营收情况	6
表 2: 三家专业移动游戏应用商店	7
表 3: 《小小帝国》游戏不同语言版本的收入情况 (万)	8
表 4: 苹果 App Store 在中国发展里程碑	8
表 5: 91 无线与微软 Xbox、unity 合作内容	11
表 6: 合同细则解读	13
表 7: 合同细则解读	13
表 8: 合同细则解读	14
表 9: 公司主要合作对象人口数 (亿)	14
表 10: 公司海外游戏市场空间 (亿)	15
表 11: 中移动飞信拆分项目及金额分布	17

---

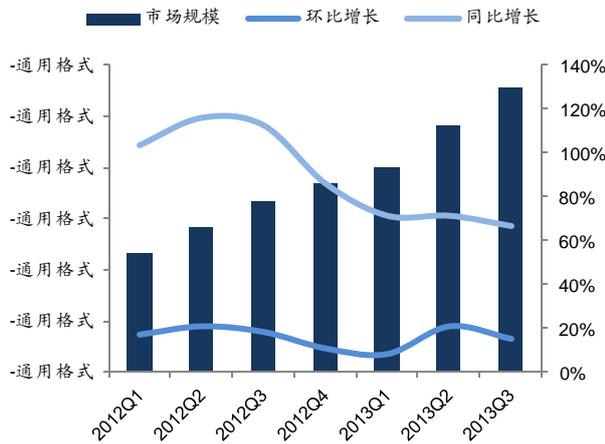
表 12: 公司农信通产品介绍 .....	19
表 13: 公司农信通业务收入预测 (百万) .....	20
表 14: 北京神州泰岳良品电子商务有限公司股权结构 .....	21
表 15: 公司产品分类收入预计 (百万) .....	22

# 打造“移动入口+游戏”黄金搭档，海外连下数城

## 移动互联网蛋糕诱人，入口为先

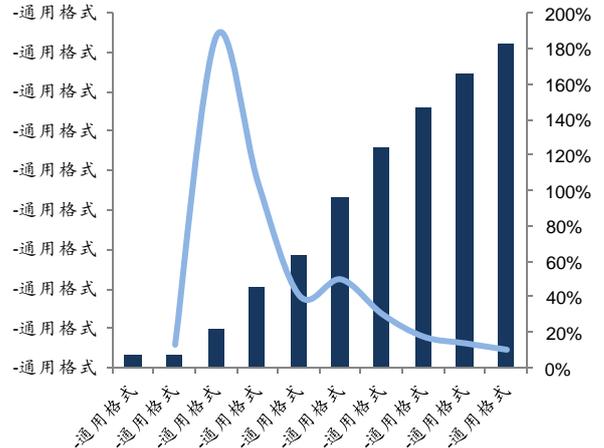
2013年第三季度我国移动互联网市场规模为278.7亿元，同比增长66.7%，环比增长15.2%，网民规模达6.52亿，市场环境进一步优化，商业化稳步推进。

图 1: 2012Q1-2013Q3 中国移动互联网市场规模 (亿)



资料来源: 艾瑞、国信证券经济研究所整理

图 2: 2006-2015 中国移动互联网用户规模预测 (万)



资料来源: 易观国际、国信证券经济研究所整理

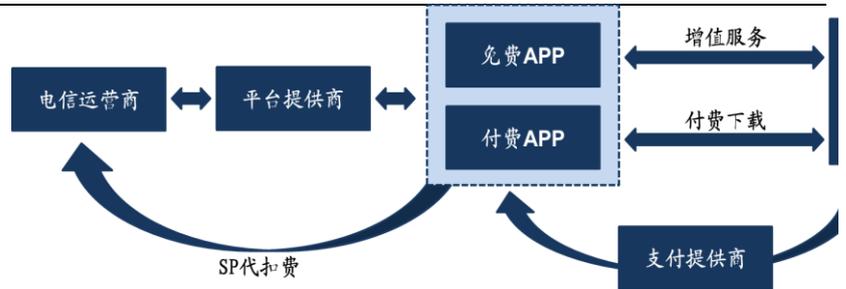
由于移动端入口碎片化，内容常常被分散到不同的渠道。谁掌握用户获得内容的渠道，谁就具备移动端的入口能力。目前公认的移动互联网入口集中在内容分发平台：国际上如 App store、Google Play 都是最受欢迎的应用商店，国内也有如 91 助手，豌豆荚，机锋网等比较常见的 App 分发市场。

今年以来，公司完成了其平台方面的构建：以优势产品飞信类融合通信“杀手级”应用作为载体。

### 布局移动内容之王——游戏

App Store 模式的意义在于为软件开发者和手机用户提供了一个软件销售平台，应用商店是需要让更多的手机客户和开发者聚集到该平台，借此掌握了产业链中客户资源。最能够吸引并留住客户的应用程序，莫过于游戏。游戏往往能够在贡献少量下载量的同时，贡献超过半数的营收。游戏不仅给为数不多的应用平台提供丰厚的利润，同时也使众多小的第三方应用商店脱贫，甚至直接走向高富帅的行列。

图 3: 中国移动互联网 APP 商业模式示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

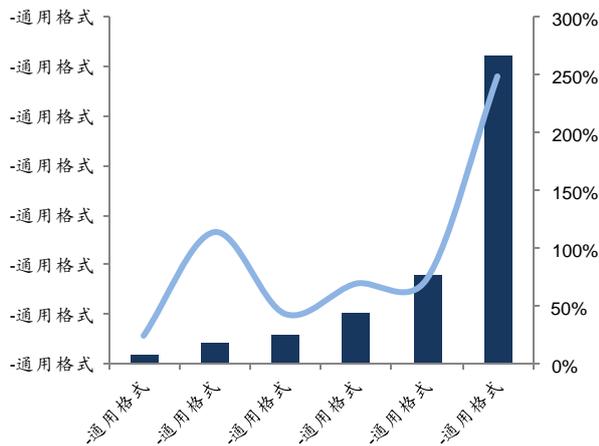
表 1: 各应用平台游戏营收情况

平台	发布时间	市场范围	游戏营收情况
苹果 App Store	2013 年第一季度	全球	游戏的下载量仅占 40%; 来自于游戏类别的营收在应用商店总营收中所占比例已经达到了 70%左右
Google Play	2013 年第一季度	全球	游戏的下载量仅占 40% ;来自于游戏类别的营收在应用商店总营收中所占比例已经达到了 80%左右
中国联通沃商店	2013 年第一季度	中国	只占沃商店应用 5%的游戏业, 带来了超过 17%的下载量和超过 80%的收入。 且这种游戏收入都以安卓的应用内支付为主。
中国移动应用商店	2013 年第一季度	中国	游戏应用软件下载量占比为 25%, 但在整体收入中的占比却高达 87.5%;
应用汇	2013 年七月	中国	第三方应用商店应用汇宣布盈利, 游戏联运收入占比过半。

资料来源: 艾瑞、国信证券经济研究所整理

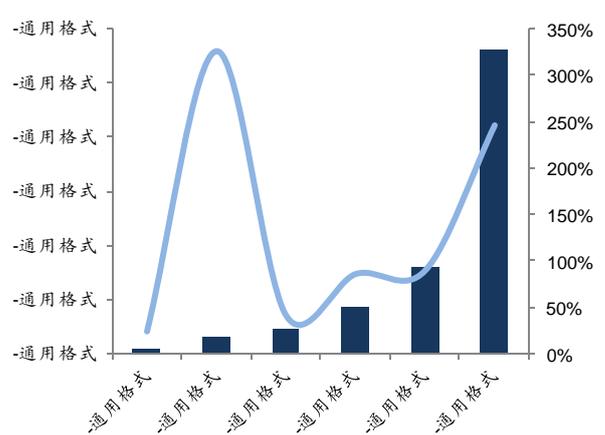
至 2013 年底中国手机游戏市场规模超过 112.4 亿, 预测到 2015 年, 将超过 200 亿的市场规模, 整个中国手机游戏市场高速增长, 无论是市场规模还是用户数量, 都在不断扩容。2013 年我国手机游戏用户数已达 3.1 亿, 较 2012 年同比爆增 249%。其中 Android 游戏用户的市场增速最为明显, 呈全年上升状态。

图 4: 2008-2013 中国移动游戏用户数及增速 (百万)



资料来源: GPC、国信证券经济研究所整理

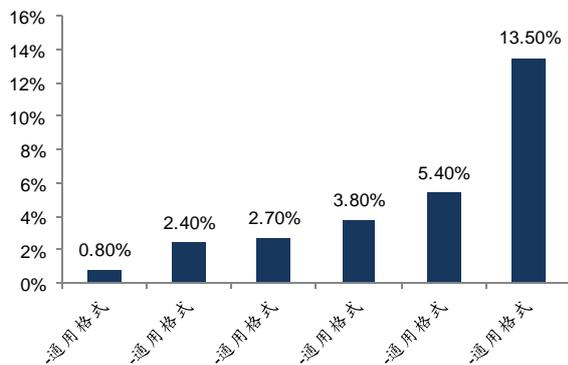
图 5: 2008-2013 中国移动游戏销售收入及增速 (亿)



资料来源: GPC、国信证券经济研究所整理

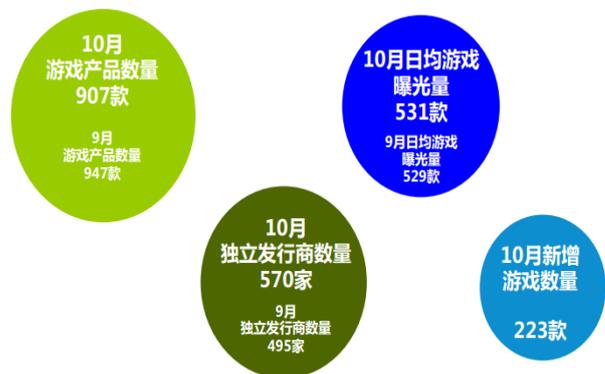
2013 年, 手机游戏更是出现用户爆发增长, 单机游戏占据主导地位。第三方应用商店成为下载手机游戏的重要渠道, 且相比主流的专业移动游戏下载渠道更具优势。“平台入口+游戏内容”的商业模式, 成为移动互联网时代的黄金组合。

图 6: 2008-2013 移动游戏市场占有率



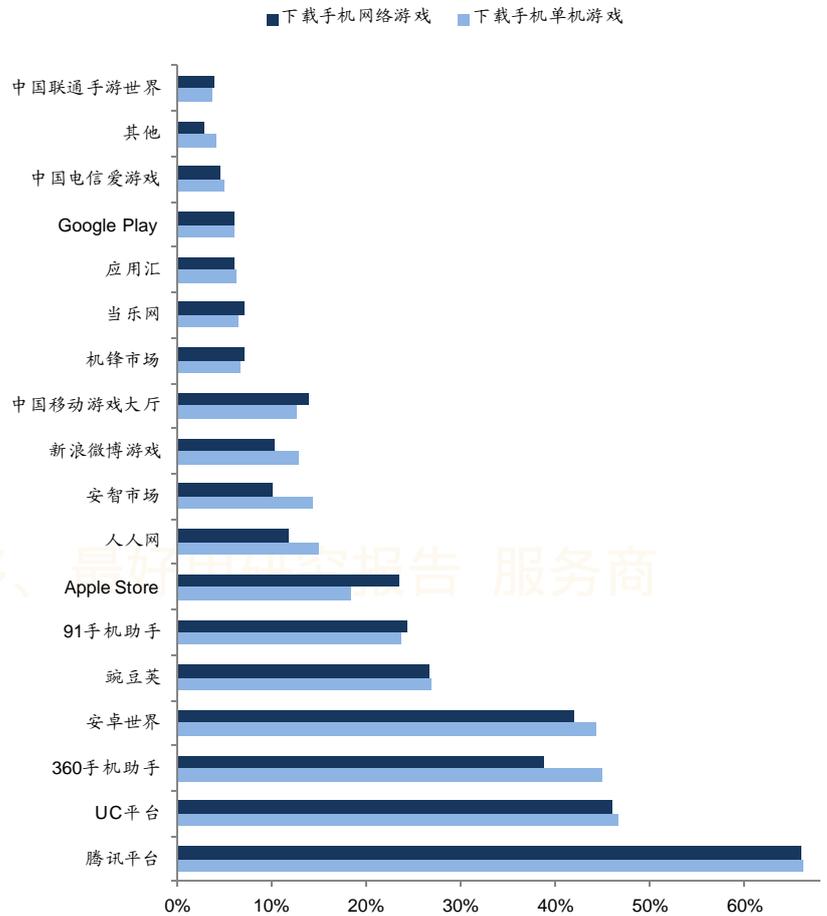
资料来源: GPC、国信证券经济研究所整理

图 7: 2013 年 10 月份 Android 游戏监控数据



资料来源: 艾瑞、国信证券经济研究所整理

图 8: 手机游戏下载渠道分布



资料来源: CNNIC、国信证券经济研究所整理

表 2: 三家专业移动游戏应用商店

名称	成立日期	平台构想	发展情况
爱游戏	2010年8月28日	由中国电信游戏基地(炫彩互动网络科技有限公司)全力打造的互动娱乐平台。	截至2013年4月,“爱游戏”注册用户已突破1亿,平台游戏产品累计下载量突破5亿次,月活跃用户突破3000万。
手游世界	2012年3月20日	联通“手游世界”是一个综合性的手机游戏平台及应用客户端	目前平台上已有的3000多款游戏,Rovio公司的手机游戏《愤怒的小鸟》最新版本——《太空版》全关卡收费版将在该平台首发。
当乐网	2004年2月	当乐网只做手机游戏,区别定位是放弃“小白”用户,依靠专业服务,吸引资深手游玩家。	截至2013年04月,当乐网现已拥有8000万注册用户,网站日独立用户数超过600万,日下载量超过1000万次;Android总用户数5000万;Android日均下载量800万;iOS日均下载量60万次。

资料来源: 艾瑞、国信证券经济研究所整理

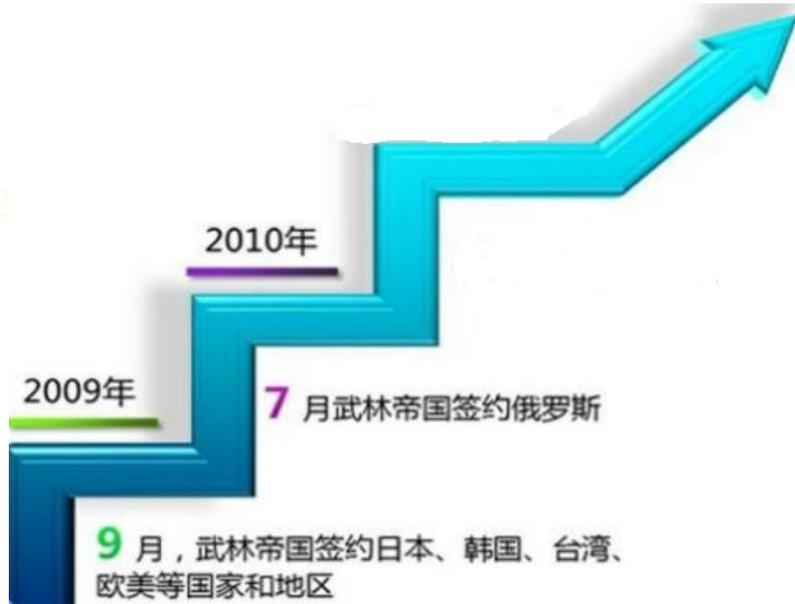
2013年以来,公司通过外延式拓展实现了其游戏内容方面的整合: 12.15亿元收购天津壳木软件公司100%股权; 增资腾讯重要伙伴——中清龙图2亿元, 权益占比20%; 在游戏内容领域, 公司形成“一参一控”的布局。并且, 所涉及的这两家公司, 都有在海外推广的成功经验。壳木软件的主打产品《小小帝国》游戏玩家分布在200多个国家和地区, 中清龙图的首款网页游戏《武林帝国》也曾获得多国厂商的签约。

表 3:《小小帝国》游戏不同语言版本的收入情况(万)

语言版本	2013年 1-6月		2012年度		2011年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
简体中文	962.87	23.87%	314.41	15.09%	4.36	33.18%
繁体中文	1604.64	39.78%	633.24	30.39%		
英语	1463.28	36.28%	1101.41	52.87%	8.78	66.82%
韩语	2.97	0.07%	34.35	1.65%		
合计	4033.76	100%	2083.4	100%	13.14	100%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9:《武林帝国》海外拓展情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

至此,公司已经完成了其“平台运营支撑+内容服务”模式的初步构建,为业务深入开展打下了良好的基础。并且,从公司收购/参股的标的特征以及早期的动作不难发现,下一步选择的是进军海外市场,而不是厮杀惨烈的本土市场。

### 规避国内移动入口之战

2013年第二季度,中国活跃智能设备已经超过5亿。其中,有3.4亿的活跃Android设备、1.5亿活跃的iOS设备。半年时间中国的活跃设备数量翻了一番。苹果公司用其优异的工业设计笼络了中国中高端客户的心,iPhone持续数年火爆的排队购机场面也令其他手机厂商羡慕不已。在中国,苹果公司不仅培养了第一批智能手机用户,还培养了第一批应用商店的开发者。

表 4: 苹果 App Store 在中国发展里程碑

时间	发展状况	消费者习惯
2011年6月	按照下载量计算,中国已成为仅次于美国的苹果App Store第二大市场。	由于中国消费者更倾向于下载免费版,整体付费下载的比例和总收入仍欧美水平。
2013年8月	由于在中国的Google Play,没有任何的付费内容,在没有加上Android的收入,中国已经是全球应用消费第五名。	中国的用户已经开始逐渐接受并认可付费的商业模式。

资料来源:艾瑞、国信证券经济研究所整理

由于应用商店内容分发能力和产业链整合能力异常强大,每个环节都拥有众多利益相关者。其他产商都迫切希望通过应用商店的商业模式,掌握用户获得内容的渠道。

**互联网公司：**频频出手收购，用金钱换取时间和市场份额。百度收购了 91 无线之后，在其份额里增加了 91 手机应用中心及 91 无线下另一个应用平台安卓世界，目前整体份额达到 24.1%；360 手机助手份额为 13.79%位列第二。

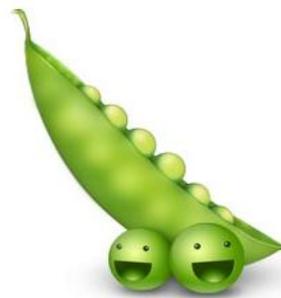
**第三方应用商店：**依靠其强大的创新能力，拉拢大量草根开发者，机锋市场、应用汇目前仍然榜上有名。最为突出的应该就是创新工厂孵化出来的豌豆荚，以后起之秀的身份位居第三，占比 10.12%。不过现在前三家份额加起来也还没过半，相信市场还存在很大的变数。

**运营商：**依靠其强大的用户群基础，以及可以通过合约机或者销售渠道预装这样与生俱来的优势，培养一批忠实的用户。运营商打造应用程序商店，逻辑比较简单，作为移动互联网的入口，运营商必须要掌握。同时希望将过去增值业务上成成绩在移动互联网时代得以延续。2012 年，中国移动的 MM 平台上应用接近 15 万；注册开发者超过 370 万。

**手机厂商：**最大的优势是能直接将应用市场内置到手机中，会作为一种默认的功能，一部分用户无法卸载，分发能力很强。不过终端厂商打造应用商店更多还是为了促进终端销售，所以在打造自带应用商店的同时，也会和第三方应用商店合作，共同提升用户体验（爱施德收购机锋网）。

最近，市场上流传广泛的一篇报道《2014 年巨头们觊觎的互联网公司》中豌豆荚高居第三，足以窥见移动内容分发平台的吸引力之大。

图 10：豌豆荚



## 豌豆荚

资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

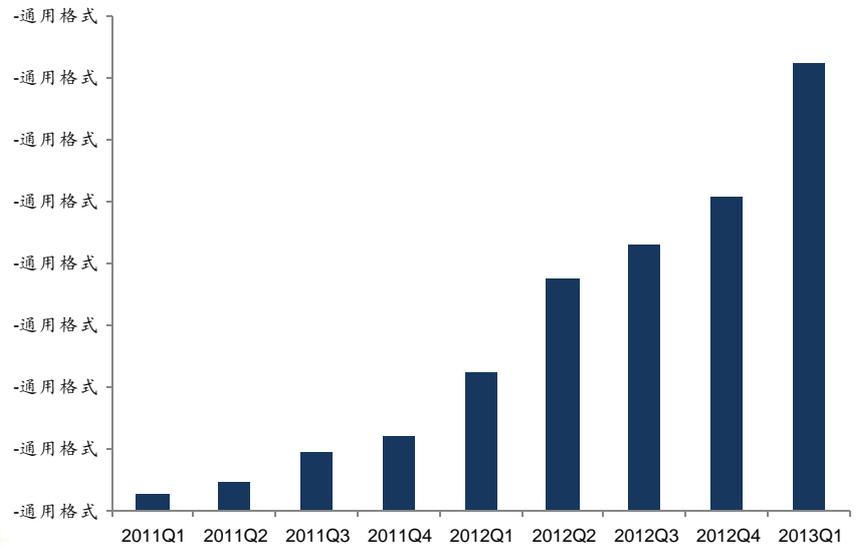
从苹果 App Store 出现后，改变电信运营商市场霸主的地位，打破原来电信王国的同时，也将产业链所有利益相关者带入移动互联网时代。Android 系统应用商店蓬勃发展，App Store 下载成绩让人难以置信，让所有人看到内容服务市场的巨大潜力——谁掌握用户获得内容的渠道，谁就具备移动端的入口能力。

### 百度收购 91 无线案例

百度对 91 无线的收购帮助其获得了应用商店这一关键的移动互联网入口。百度原有的商业模式，主要是通过流量分发和搜索变现获取正常利润，搜索推广获取超额利润。百度曾垄断了中国搜索市场 80% 的份额，但在移动端，这个数字降到了 50%。百度急切的需要一个移动应用分发方面优质的“入口”，不同于搜索的入口来扩展自己业务的外延。

可以说应用市场入口要比浏览器、地图更直接。91 无线已经盈利，凭借其过亿的用户，百度可以将自己搜索能力和 91 无线手机游戏应用很好的结合，达到在移动互联网快速变现的目的。

图 11: 网龙 2011Q1-2013Q1 无线业务收入情况 (万)



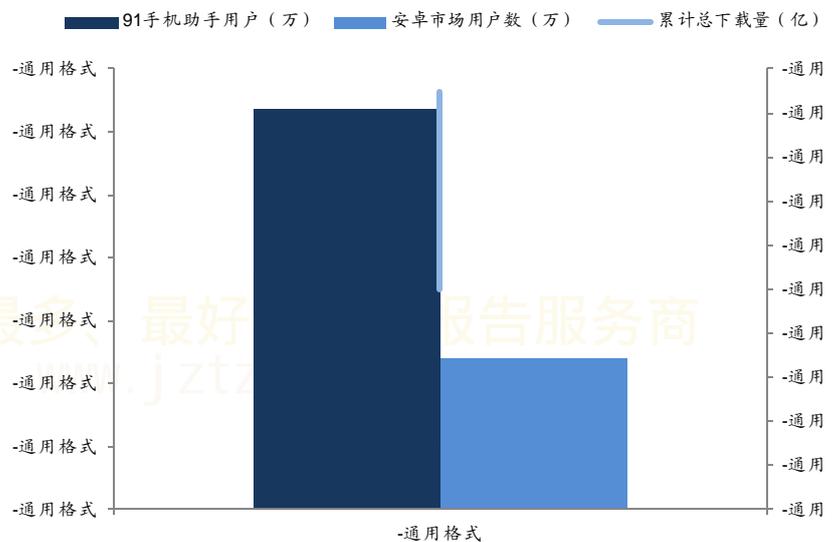
资料来源: 新浪科技、国信证券经济研究所整理

百度最后通过 19 亿美元高价收购 91 无线, 此次将成为中国互联网有史以来最大的并购案。如此高额的溢价, 除了为阻击竞争对手腾讯、360、阿里巴巴产生的抬价效应以外, 相信也是看重了这个移动互联网入口的重量级选手, 能够带来最现实的利益。本次收购给百度公司解了燃眉之急, 让其完成了从 PC 端到手持无线通讯端的全面覆盖, 同时预示着其对手游市场前景的看好。

### 91 无线发展历程

2010 年 9 月成立。91 无线是香港上市公司网龙公司旗下专注于无线互联网业务开发与拓展的高新技术企业。91 无线平台集成 91 手机助手、安卓市场、91 移动开放平台、发 91 熊猫看书、91 熊猫桌面、安卓桌面、91 手机娱乐门户、安卓网等强势产品为内容端口的完整移动互联应用产品群, 是国内最大、最具影响力的智能手机服务平台。

图 12: 91 无线两大平台市场规模



资料来源: 百度、国信证券经济研究所整理

截至 2012 年 9 月, 91 助手累计用户数达 1.27 亿; 安卓市场累计用户数超 4800 万。两大平台共上线应用数超 70 万, 累计下载量超 95 亿次。移动开放平台共上线逾 300 款手游, 注册总用户数超 900 万。

图 13: 91 无线与微软 Xbox、unity 建立合作伙伴关系



www.jztzw.net  
中国价值投资网



资料来源: 百度、国信证券经济研究所整理

此次 91 无线与微软 Xbox 合作, 意味着, 目前国内游戏厂商上架 Xbox live 平台的手机游戏应用都要通过 91 无线提交审核方能完成上线。对于中国广大 Xbox 忠实粉丝, 必然会把目光聚焦到 91 无线上来

表 5: 91 无线与微软 Xbox、unity 合作内容

合作伙伴	发布时间	合作内容
微软 Xbox	2013 年 4 月 10 日	公司已经正式与美国微软签署协议成为美国微软 Xbox live 游戏平台在中国大陆地区的首家手机游戏发行商。中国大陆地区仅有 91 无线签署了此项合作。
Unity	2013 年 7 月 25 日	在上海签署战略合作协议。Unity 是一款专业的游戏引擎, 具备跨平台发布、高效能优化、高性价比、AAA 级游戏画面渲染效果等特点。双方主要合作形式在于深度的资源置换。

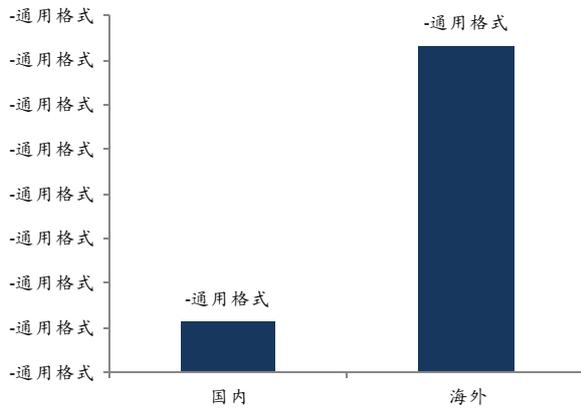
资料来源: 百度、国信证券经济研究所整理

### 国际市场人口基数大、差异化明显, 蕴含做大机会

反观国外, 移动入口的争夺并没有国内惨烈, 虽然 Apple Store、Google Play 双寡头仍旧占据了较大份额, 但由于地域特征以及文化差异, 在很多国家, 特别是越南、菲律宾、印度等东南亚、南美、中东国家, 还没有一个占绝对优势的移动分发平台, 这给了公司进入、做大的机会。

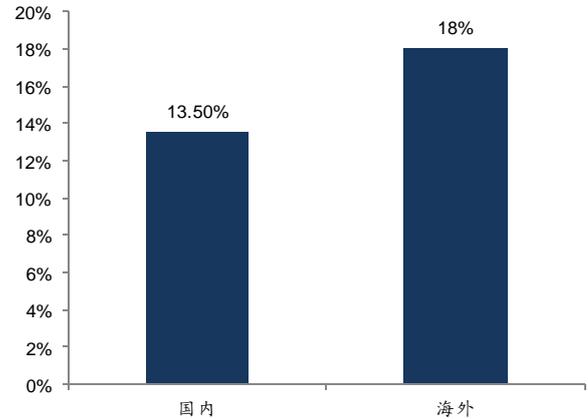
同时, 海外游戏市场增长势头明显, 特别是移动游戏发展强劲, 其市场份额逐步扩大。2013 年, 移动游戏的市场份额已经占到 18%。增长速度远在其他细分游戏市场之上。智能手机、平板电脑智能手机、平板电脑等智能终端的快速普及, 以及 3G、4G 等高速移动互联网络的建设 and 推广, 2013 年移动游戏市场规模超过 120 亿美元, 是掌机游戏市场规模的两倍多。

图 14: 2013 年国内外移动游戏市场规模 (亿)



资料来源: GPC、国信证券经济研究所整理

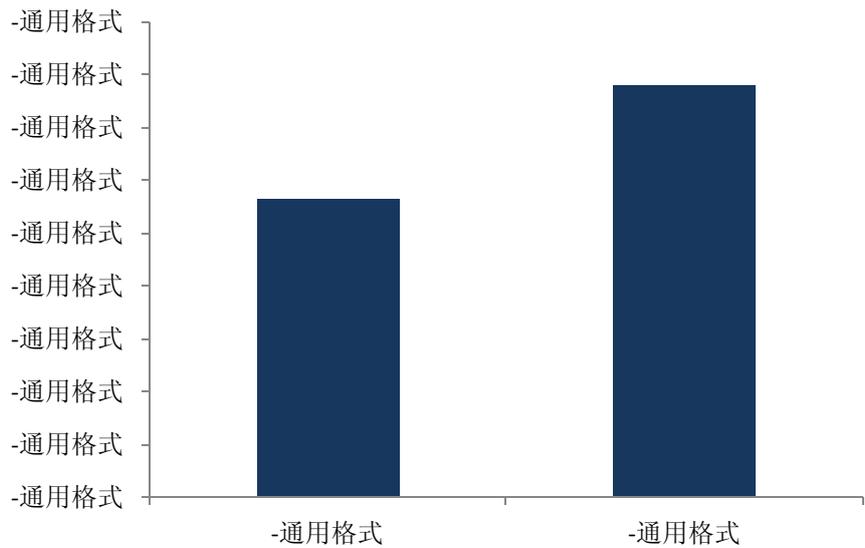
图 15: 2013 年国内外移动游戏市场份额比较



资料来源: GPC、国信证券经济研究所整理

以印度市场为例,有一组数据显示,2013 年印度游戏产业市场收入 3.2 亿美元,其中移动游戏增长幅度最大,同比 2012 年增长 38.6%, 市场规模达到 1.56 亿美元。

图 16: 印度移动游戏市场规模 (亿美元)



资料来源: google、国信证券经济研究所整理

印度家庭和工作互联网用户增长 7390 万, 赶超日本成为亚洲第二、全球第三大互联网人口国家, 仅次于中国和美国。其中, 75% 的互联网用户年龄在 35 岁以下, 是金砖五国中互联网用户年龄最年轻的国家, 这部分人群也是最可能在移动游戏方面消费的群体。

得益于智能手机和平板电脑的持续普及, 印度已有 50% 移动用户接触过游戏产品, 移动游戏在未来几年内有望超越主机游戏成为印度最大细分市场。目前, 印度移动游戏收入主要是通过和电信运营商合作的方式获得, 电信运营商事实上为游戏出版商提供了高达 70% 的收入。公司通过和电信运营商合作运营移动游戏平台将占据绝对优势的地位, 并且还能能为印度提供更多元化的全球性游戏内容。

## 海外市场拓展大步前进

2013年下半年开始，公司陆续在海外收获订单。

7月份，公司旗下智桥资讯公司与印度运营商 Reliance Jio 签署了《富媒体通信及社交通信解决方案的交易清单》。Reliance Jio 是信实工业公司的控股子公司，拥有印度 22 个电信服务区的运营牌照，是印度领先的移动运营商也是印度 TD-LTE 网络部署的践行者。

表 6: 合同细则解读

合同条款	服务内容	解读
1	卖方向买方提供“富媒体通信及社交通信解决方案”，包括神州泰岳 Urapport 软件平台（简称“许可软件”）的使用许可与维护、平台支撑、定制化与集成服务、附加服务等。Urapport 软件平台具有先进体验和技术的跨平台服务功能，集成了从 PC 到手机的通信和社交媒体服务，通过从网络和设备上提供即时通讯、聊天、在线视频和文件共享，为 Reliance Jio 在印度及全球的用户提供高质量无缝的沟通体验。	
2	许可软件的初始许可期为 5 年，期满后无异议可续约。买方每年应支付软件许可使用费以及相应的维护服务费用，约 175 万美元/年（基础软件维护包括通过电话或邮件的 7*24 小时服务、每年最少两次综合系统平台升级产品发布、远程技术支持等）。	相当于 5 年期的授权费，折合约每年人民币 1050 万元人民币
3	本系统测试验收及试运行完成，买方应支付固定定制化费用折合人民币约 45 万美元。除上述基础软件许可及维护外，卖方将向买方提供定制功能开发、运营支撑等附加服务，买方按人天费用标准（约 360—900 美元/人/天），工作天数支付服务费用。卖方人员提供服务过程中，若发生差旅、住宿等费用，由买方承担。【关于平台系统上所涉及的应用内容的合作，双方将另行协商相关商务事宜（如合作模式、分成比例等等），待确定后及时进行公告】	折合约 270 万元人民币
4		<b>最大的亮点在此。</b> 预计这一条款给公司带来的收入增厚将超过合同中的第二和第三条款，预计每年给公司将带来约 2000 万人民币的收入。而且考虑到未来平台上可能的合作分成这一块收入或将会更高。
5	卖方作为的神州泰岳授权分销商，由神州泰岳提供相应的服务保证。	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

此次合同的签订将为公司每年增厚 3000 万人民币收入，且考虑到部分还是 license 授权，相关成本及费用已经在公司的前期预研中消化了，因此净利润率将会比公司传统业务要高出不少，预计超过 30%。

10 月份，智桥资讯与菲律宾运营商 EGG 公司就联合运营游戏平台达成了协议，海外再下一城。EGG 公司是菲律宾领先的运营商。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。

表 7: 合同细则解读

合同条款	服务内容	解读
1	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
2	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
3	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。	
4	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
5	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商的分配比例。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%
6	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

此次合作最大的意义就在于打开了公司游戏平台海外市场，未来，将为公司带来不可预见的增量游戏收入。

12 月份，智桥资讯全资子公司 Red Trust 与越南邮政电信集团下属控股企业 Vivas 达成合作协议，共同在 VinaPhone 公司网络上搭建并运营游戏平台。越南邮政电信集团是越南最大的电信集团，旗下有 VinaPhone 和 VMS 两家电信运

营商，移动用户数占据市场的60%以上份额。其中VinaPhone公司是越南三大运营商之一，用户数超过3100万。

**表 8: 合同细则解读**

合同条款	服务内容	解读
1	Red Trust 公司提供并管理所有游戏平台设备、第三方软件系统、解决方案，确保提供游戏门户服务包括游戏门户升级、扩容、服务质量和平台系统的稳定性，满足用户在 VinaPhone 网络上的使用需求；Vivas 公司保证游戏平台业务网络环境稳定与安全，并提供后续的扩容空间；通过各类媒体，推广和宣传游戏业务；保证取得在越南从事游戏业务的全部许可与授权，并承担相应费用；与 VinaPhone 公司配合，安排与 VinaPhone 所提供服务的运营计划、广告、媒体、优惠政策、客服等项目。	
2	本合同项下规定的游戏平台由 Red Trust 公司提供，Red Trust 公司对其提供的游戏平台	<b>保证了公司游戏平台知识产权，不会轻易被当地厂商复制抄袭。</b>
3	游戏平台产生的收入（从终端用户获得的收入）中，Vivas 公司享有 11%；Red Trust 公司享有 14%；关于内容引进（CP）的商务事宜，另行商谈确定后签署商务合同。	<b>公司分成比例 14%，另有 CP 分成没有涉及</b>
4	合作期限：本自双方签约日期起，有效期限为一年。在合同满前 60 天，若双方并没有以书面形式作出对本合同进行任何更换、调整补充和终止的意思表示，此合同将自动顺延一年。	<b>合同 1 年一签</b>

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 布局海外 10 亿元手游市场，已覆盖人口 14 亿

预计 2014 年公司海外飞信类业务收入 1 亿元左右（3 家各 3000 万，未考虑游戏分成）。

目前公司已签约菲律宾、越南、印度电信运营商（由于合作在先，收购手游公司在后，所以与印度的合作尚未涉及游戏平台，但今后进一步合作的概率大），已覆盖 14 亿人口；并且正在积极推进与南非、巴西、俄罗斯、印尼等十几个国家的电信运营商合作运营游戏平台，预计未来公司的海外游戏平台将覆盖 20 亿人口，理想情况下扩展到全部东南亚、南美、中东（这三个地区是公司合作洽谈的重点）国家，达到 35 亿人口的覆盖，成为大型移动互联平台公司。

**表 9: 公司主要合作对象人口数（亿）**

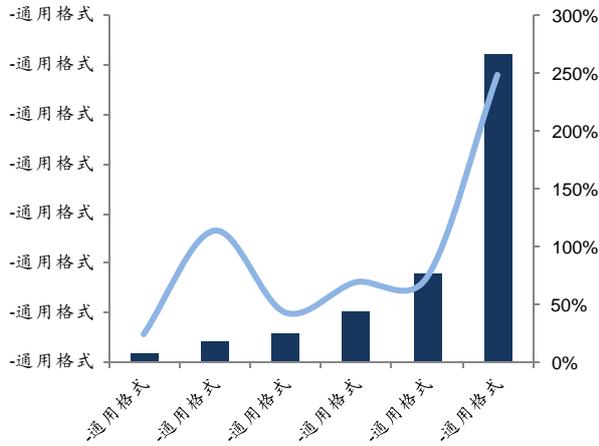
地区	人口	地区	人口
菲律宾	1.04	东南亚	6.13
越南	0.9	南美	3.87
印度	12.1	中东	5
巴西	1.92	合计	15
俄罗斯	1.43		
印尼	2.42		
南非	0.44		
合计	20.25		

资料来源：google、国信证券经济研究所整理

考虑游戏平台业务正常推进的情况下，公司所获得的市场空间。以越南为例，其 2013 年智能手机销量 350 万台，相当于我国 2010 年的水平（越南 1 亿人口销售 350 万台相当于我国 13.5 亿人口销售 4700 万台，2010 年我国智能手机销量约 5300 万台），属于刚起步阶段，未来有望呈现爆发式增长。公司其他已拓展或计划拓展的区域集中在东南亚、南美、中东，情况多与越南相似。

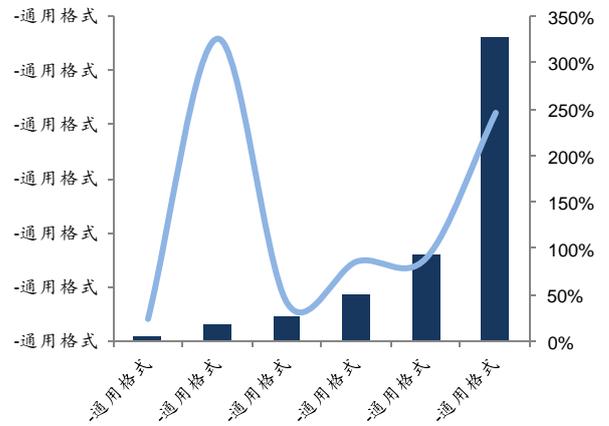
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

图 17: 2008-2013 中国移动游戏用户数及增速 (百万)



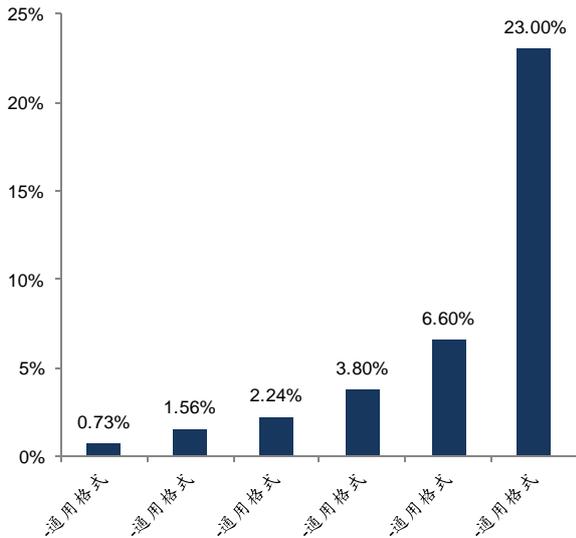
资料来源: google、国信证券经济研究所整理

图 18: 2008-2013 中国移动游戏销售收入及增速 (亿)



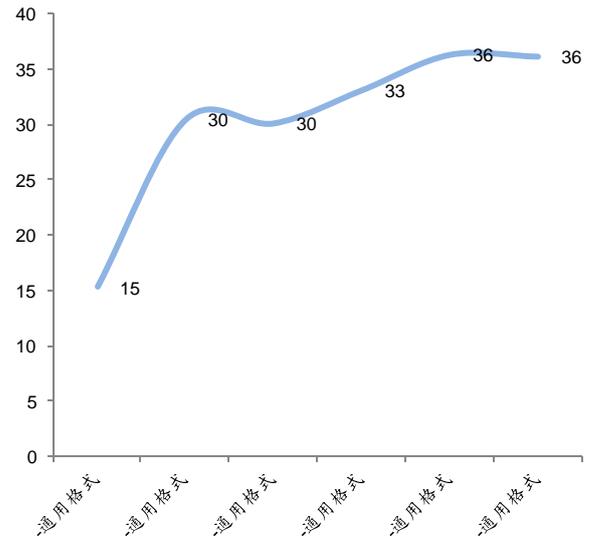
资料来源: google、国信证券经济研究所整理

图 19: 2008-2013 中国移动游戏用户占人口比重



资料来源: google、国信证券经济研究所整理

图 20: 2008-2013 中国移动游戏用户年均花费 (元)



资料来源: google、国信证券经济研究所整理

2010年我国移动游戏用户占人口的比重大约在2.24%，年均花费30元，测算得出公司已经在9.45亿元（14亿\*2.24%\*30元）的市场中占得先机。未来，随着市场拓展、移动游戏渗透率提高、用户年均花费增加，市场空间将逐步打开；并且，一旦渗透率达到某临界值，公司海外市场将迎来如同国内13年一样的井喷式发展，作为提前布局的厂商，公司将受益匪浅。

表 10: 公司海外游戏市场空间 (亿)

	2014E	2015E	2016E
已覆盖 (14亿人口)	9.44	17.63	33.60
正常推进 (20亿人口)	13.48	25.19	48.00
理想情况 (35亿人口)	23.59	44.07	84.00

资料来源: google、国信证券经济研究所整理

## 国内飞信有望再获中国移动重视

作为曾经一举击败 MSN 挺进国内 IM 软件第二，仅次于 QQ 的沟通工具，飞信虽然辉煌不再，但依旧可以称得上瘦死的骆驼比马大。目前，手机飞信在 360、安卓、应用宝等应用市场热门排行都位居前列，用户日活跃规模在千万级以上。

图 21：飞信位居安卓市场、安智排行榜前列



资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

图 22：飞信位居应用宝排行榜前列



资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

12月初中国移动互联网基地副总经理胡文辉透露中国移动将在12月推出新版本飞信。新版本的飞信将有四个方面的特征：首先，强化融合通信的入口，加强通信的深度、宽度和广度；其次，发挥跨终端、跨平台的协作能力；再次，面向开发者构建能力开放平台，汇聚应用服务；最后，面向政企打造合作开放平台，创新商务模式。

2013年12月15日飞信云聊版安卓V5.3.0如约上线，主要增添了四个功能：

- 1、新增通讯录，添加好友更便捷；
- 2、新增群动态，随时获取群组好友精彩动态；
- 3、新增我的家庭网，与亲友联络便捷实惠（仅支持广东用户）；
- 4、新增多人电话，随时随地沟通工作更高效。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图 23: 飞信云聊版安卓 V5.3.0 新增功能



资料来源: 百度、国信证券经济研究所整理

图 24: 飞信云聊版安卓 V5.3.0 新增功能



资料来源: 百度、国信证券经济研究所整理

www.jztzw.net  
中国价值投资网

新版飞信所做的尝试标志着中国移动正试图把握4G商用带来的市场机遇, 打造差异化融合的通信入口, 沉淀和整合社交关系, 将飞信打造为“通信+社交+商业”的互联网平台。作为中国移动的“大儿子”, 飞信有望再获重视。

公司一直以来都是飞信的独家运营商, 今年, 由于中国移动将飞信平台拆分成4个子项目分别投标, 竞争报价致使最终额度只有5亿左右, 相较于原先的6.38亿元要下降近20%。但从中标规模来看, 公司仍旧是飞信的运营主体, 占有近80%左右的份额(中标1、3、4, 总金额约4亿元), 可以说在中移动飞信业务当中仍然占有最重要角色。

表 11: 中移动飞信拆分项目及金额分布

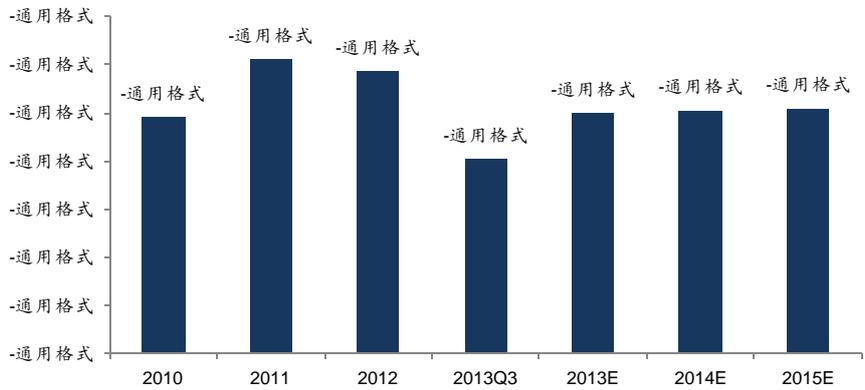
序号	项目名称	项目规模(万元)	项目周期
1	《飞信业务基础服务子项目》	31131	自中标后的一年
2	《飞信业务无线产品子项目》	12421	自中标后的一年
3	《飞信业务同窗子项目》	11903	自中标后的一年
4	《飞信业务公共服务子项目》	8392	自中标后的一年
合计		63847	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2013年公司飞信业务确认的收入约5亿元, 未来, 预计国内飞信业务将会企稳。乐观情况下, 如果中国移动再度将飞信作为4G时代的战略性产品, 加大对其投入, 公司此块业务甚至有延续辉煌的可能。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图 25: 2010-2015 公司国内飞信业务收入 (亿)



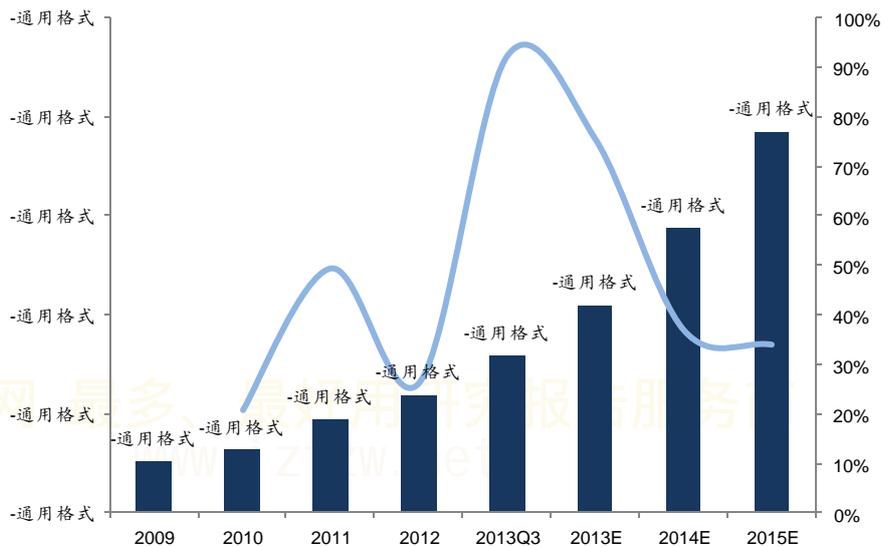
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 运维业务超预期增长

运维管理业务是目前公司的第一大业务,也是业绩的重要增长点和支撑点。预计 2013 年将实现超 70% 的增长,且未来此块业务仍将保持强劲势头:

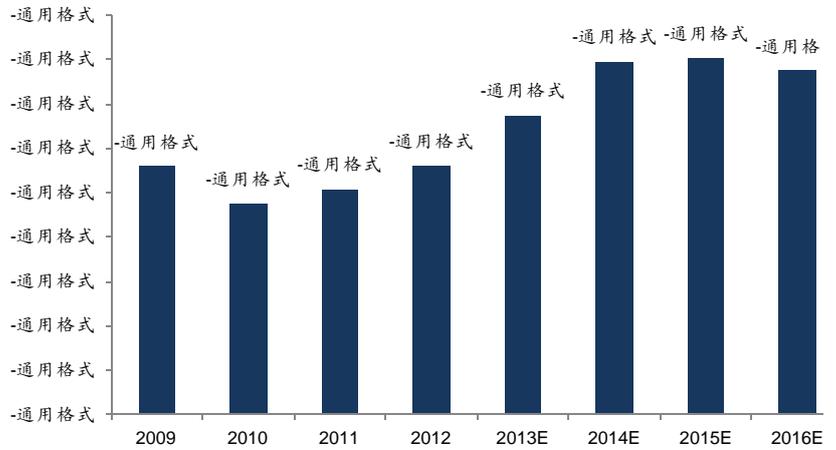
- 1、单从运维业务规模来算,公司已成国内龙头企业,亿阳信通及浪潮公司已被赶超;
- 2、盈利能力强,毛利率一直保持 50% 以上;
- 3、4G 投资拉动下,未来增势可持续(支撑系统占运营商资本支出的比重长年维持在 7% 左右,4G 投资促使运营商资本支出增加);
- 4、移动转售政策出台,新增虚拟运营商业需求(首批获得牌照的企业包括天音通信、浙江连连科技、乐语、华翔联信、京东、北纬通信、万网志成、迪信通、分享在线网络技术、话机世界数码连锁集团、巴士在线控股有限公司)。

图 26: 2009-2015 公司运维业务收入及同比增速 (亿)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 2013-2016 年三大运营商资本支出总额 (亿)



资料来源: google、国信证券经济研究所整理

## 农信通、电子商务业务发展迅速

### 定位三农，高增长态势仍将继续

目前，公司农信通的产品与业务体系架构基本形成，以中国移动农信通网站为载体 (12582.10086.cn)，基于手机、农村信息机等移动终端和个人计算机，通过短信、彩信、语音、WAP、互联网等方式提供涉农业务服务。

表 12: 公司农信通产品介绍

	<b>12582 热线</b>	为城乡居民用户提供找工作、找销路、火车票务、预约挂号、彩票服务等十余项生产生活公益信息查询服务。
	<b>农情气象</b>	农情气象是中国移动农信通业务品牌的一个全网子业务，通过短信方式，整合天气、温度、风力风向、农情提醒、气象预警等信息，根据用户的地域属性实现个性化匹配下发，为农村用户提供量身定制的气象信息服务。
	<b>田园生活汇</b>	《田园生活汇》短彩信刊物，通过手机短彩信的方式为中国移动用户提供热点新闻、法律常识、旅游出行、健康养生、田园易购货品等 信息服务。同时针对用户的不同需求提供业务专刊，主要涵盖政策法规、案例详解，景区介绍、旅游路线，田园易购特卖、保健知识等信息。
	<b>12582wap 网站</b>	12582wap 网站 (wap.12582.cn) 是中国移动面向全国手机用户开放的综合资讯服务平台。为用户提供招聘求职、务工资讯、新闻速递、法律法规、维权常识、田园易购、交友社区等 信息服务。
	<b>务工易</b>	“便捷、实惠、可靠”，通过短信、彩信、热线、手机上网、电脑上网等渠道为广大务工群体提供集找工作、交友、娱乐、培训信息、生活信息为一体的一站式服务。
	<b>政务易</b>	“基础办公、电子政务、政民互动、贴心服务”，通过信息管理平台有效节约了办公成本，提高了政府的办事效率，加快了农村信息化建设的进程。



百事易

通过短信、彩信等方式，为普通农户、种养殖大户、农村经纪人、乡镇居民提供政策法规、创业致富、三农快讯、市场供求、农业科技、生活百科六大类丰富信息。还能根据您的所在地、所属行业等进行个性化匹配，为您提供量身定制的信息服务。



商贸易

“商贸易”是专为涉农企业、合作社、种养公司及农户打造的信息及电子商务系统，产品分为供企业使用的商贸易平台和供个人用户使用的短彩信包月产品，商贸易短彩信业务有体验版和收费版 2 个版本。



动感求职

动感求职网站由中国移动发布，为应届毕业大学生及在校大学生提供招聘求职、实习兼职、职前教育、互动交友等服务，是一家新型的社会化求职招聘网站。



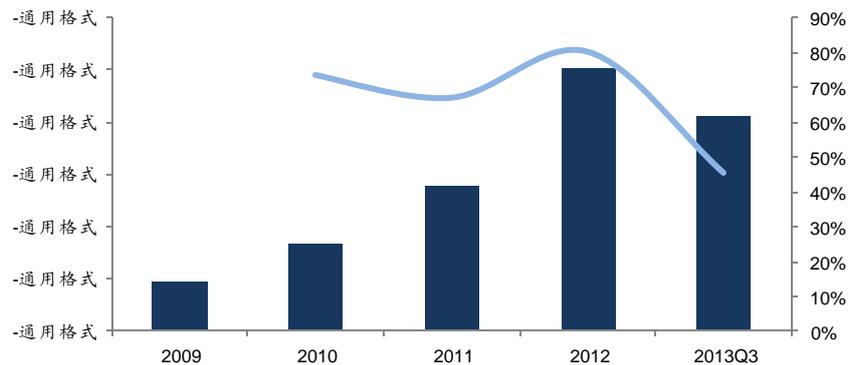
手机天气

手机天气是中国移动通信推出的首款天气软件，是用户最贴心的生活助手。手机天气覆盖全国所有县级城市，让用户能够随时随地了解各地天气情况。绚丽的天气动画为用户带来极致体验。免费提供实时天气、未来趋势、天气预警、健康保健、饮食养生等与天气息息相关的丰富内容，同时提供黄历查询、农产品价格查询、彩票查询等生活实用工具。

资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

当前公司全资子公司一新媒农信全面负责农信通的平台开发、全网运营支撑以及“务工易”产品业务运营。自 2009 年开始为农信通提供开发与支撑服务，公司农信通业务收入一直保持着高增长态势。

图 28：2009-2013Q3 公司农信通业务收入及同比增速（百万）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司农信通业务收入主要可分为三大块：①农网及务工易等的基础运营支撑项目；②相关支撑项目的开发平台项目；③相关项目如务工易、动感求职等的收入分成。2013 年第一块项目已确认收入 7473 万元；2013 年第二块收入按照往年预计约 4000 万，第三块分成收入按月结算每月约 80 万（越往后越多）；因此 2013 年农信通实现收入增速 30% 问题不大（ $7473+4000+80*12=12433$ ）。

表 13：公司农信通业务收入预测（百万）

收入预测	2012	2013E	2014E	2015E
农网收入	100.3	130.39	162.98	195.58
增长率	80.27%	30%	25%	20%
毛利率	77.00%	76.00%	75.00%	74.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

当前手机已逐渐成为农村居民获取信息的重要平台，同时中国移动在农村信息网的建设方面起步相对较早，在该领域处于领先的位置。未来随着中国移动积极推进全网运营的相关工作，大力进行普及宣传与市场培育，将有利于促进公司农信通业务的发展，特别是随着：

- ① 农信通产品的开发力度的加强;
- ② 面向大学生就业的“动感求职”业务;
- ③ 重庆移动推出的“重庆无线城市项目”等一系列新型创新产品的推出。

公司增值业务有望能切实做好“招工信息查询、量身岗位推荐、务工行情介绍、组织招聘会”等业务开发建设目标，逐步推进市场化运营，为各类务工人员提供全面、专业的就业信息服务，并使得“大农信通”有望继续快速增长。

### 新业务“神州良品”积极推进

为了进一步增强在互联网领域的竞争优势，神州泰岳及控股子公司奇点新源与中利丰、中秀明天共同出资于2011年12月设立了北京神州泰岳良品电子商务有限公司。

合资公司业务定位于构建与运营面向餐饮行业的电子商务平台，开展包括食材业务在内的电子商务、餐饮企业管理软件、第三方订餐服务、互联网信息服务等业务。主要盈利模式是公司各主要餐饮企业(尤其是中高档连锁餐饮企业)免费搭建电子商务平台、企业运营管理软件及相关互联网服务，进而获得企业的食材供应权，公司通过大批量的薄利多销方式获得食材的差价进而盈利。

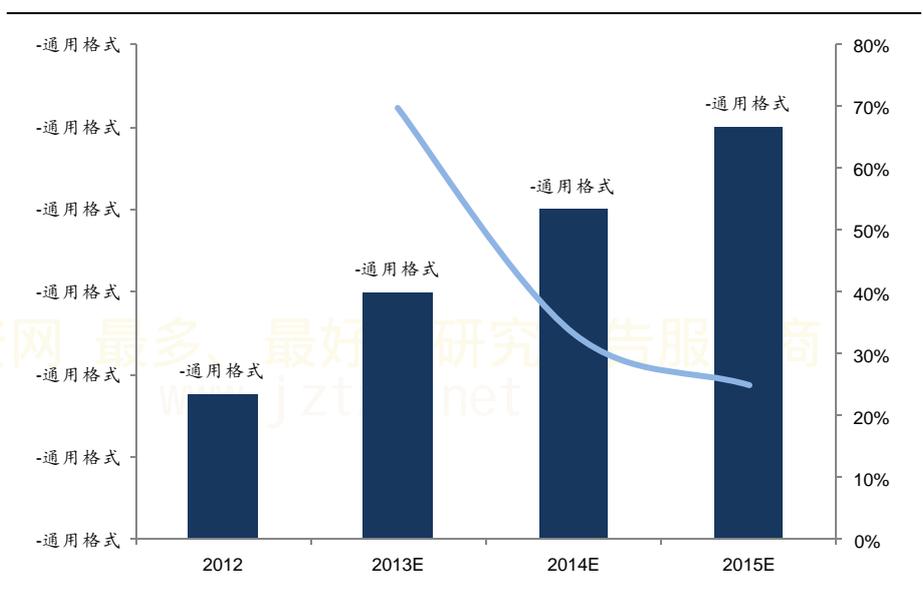
表 14: 北京神州泰岳良品电子商务有限公司股权结构

序号	股东单位名称	投资金额(万元)	股权比例
1	北京神州泰岳软件股份有限公司	8,400	84%
2	北京中利丰贸易发展有限公司	500	5%
3	北京中秀明天科技有限公司	600	6%
4	奇点新源国际技术开发(北京)有限公司	500	5%
合计		10,000	100%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

2013年前三季度，神州良品实现10800.7万元收入，同比增长128%。我们预计未来几年公司收入都将会保持一个较快的增长速度，到2015年大概达到2.5亿的营业收入，届时才有利润释放的可能。良品的利润来源主要于食材买卖的差价，将来可以通过规模弥补差价低的问题。当导入云服务领域后，良品利润来源将不仅仅在差价，可以使用海量餐饮数据为餐饮企业提供服务获取新的利润增长点，现阶段良品主要关注的是规模，而不是净利润。

图 29: 2009-2013Q3 公司农信通业务收入及同比增速(百万)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

我们对公司未来两年的分产品收入、增速及毛利率预测如下表：

**表 15: 公司产品分类收入预计 (百万)**

	2012	2013E	2014E	2015E
飞信-国内	585.97	500	505	510
增长率	-3.91%	-14.67%	1.00%	0.99%
毛利率	78.50%	78.00%	77.50%	77.00%
海外移动平台	0	0	100	300
增长率	#	#	#	200.00%
毛利率	#	#	80.00%	80.00%
农信通	100.3	130.39	162.98	195.58
增长率	80.27%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	77%	76.00%	75.00%	74.00%
电子商务	88.59	150	200	250
增长率	#	69.32%	33.33%	25.00%
毛利率	3.22%	6.00%	8.00%	10.00%
运维管理	598.3	1050	1438.5	1927.59
增长率	26.28%	75.50%	37.00%	34.00%
毛利率	58.36%	52.00%	51.00%	50.00%
其他	17.84			
增长率	180.40%			
毛利率	57.01%			
收入合计	1409.51	1830.39	2406.48	3183.17
增长率	21.80%	29.86%	31.47%	32.27%
毛利率	64.83%	57.04%	55.82%	55.49%

资料来源：国信证券经济研究所预测

即 2013-2015 年公司收入分别为 18.30/24.06/31.83 亿元，增长率分别为 29.86%/31.47%/32.27%，净利润预计为 5.30/6.84/9.12 亿元，对应 EPS 为 0.86/1.12/1.49 元。

按照目前的进展情况，公司完成对壳木软件的收购基本没有问题，其 13-15 年利润承诺 0.8/1.1/1.5 亿元，成功收购后，考虑到业绩增厚，14-15 年保守业绩将在 7.94/10.75 亿元。按照当前 6.13 亿股本+0.457 亿股（收购对价）=6.59 亿股，对应 EPS 分别为 0.86/1.2/1.61 元。我们认为公司的合理估值应为 2014 年 35xPE，对应合理价格在 42.18 元，维持推荐评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1376	1598	1860	2320	营业收入	1410	1830	2406	3183
应收款项	721	887	1100	1368	营业成本	496	786	1063	1417
存货净额	105	161	211	272	营业税金及附加	12	16	21	28
其他流动资产	38	48	64	85	销售费用	85	101	125	159
<b>流动资产合计</b>	<b>2241</b>	<b>2695</b>	<b>3236</b>	<b>4044</b>	管理费用	430	426	531	670
固定资产	357	352	328	301	财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
无形资产及其他	61	60	58	57	投资收益	10	12	15	18
投资性房地产	461	461	461	461	资产减值及公允价值变动	(17)	(17)	(17)	(17)
长期股权投资	396	474	552	630	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3517</b>	<b>4042</b>	<b>4635</b>	<b>5493</b>	营业利润	410	519	682	921
短期借款及交易性金融负债	11	0	0	0	营业外净收支	35	42	42	42
应付款项	64	162	180	268	<b>利润总额</b>	<b>445</b>	<b>561</b>	<b>724</b>	<b>963</b>
其他流动负债	208	272	358	469	所得税费用	18	23	30	39
<b>流动负债合计</b>	<b>283</b>	<b>433</b>	<b>537</b>	<b>738</b>	少数股东损益	(2)	8	10	12
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>429</b>	<b>530</b>	<b>684</b>	<b>912</b>
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>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>304</b>	<b>434</b>	<b>518</b>	<b>698</b>	净利润	429	530	684	912
少数股东权益	21	27	34	42	资产减值准备	0	(17)	0	0
股东权益	3192	3581	4083	4752	折旧摊销	33	36	39	41
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3517</b>	<b>4042</b>	<b>4635</b>	<b>5493</b>	公允价值变动损失	17	17	17	17
					财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(258)	(107)	(195)	(168)
	2012	2013E	2014E	2015E	其它	(1)	23	7	9
每股收益	1.12	0.86	1.12	1.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>220</b>	<b>483</b>	<b>552</b>	<b>811</b>
每股红利	0.30	0.23	0.30	0.40	资本开支	(35)	(30)	(30)	(30)
每股净资产	8.33	5.84	6.66	7.75	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	14%	18%	24%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(112)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>
ROE	13%	15%	17%	19%	权益性融资	42	0	0	0
毛利率	65%	57%	56%	55%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	27%	28%	29%	支付股利、利息	(114)	(141)	(182)	(243)
EBITDA Margin	30%	29%	29%	30%	其它融资现金流	88	(11)	0	0
收入增长	22%	30%	31%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>(153)</b>	<b>(182)</b>	<b>(243)</b>
净利润增长率	21%	24%	29%	33%	<b>现金净变动</b>	<b>10</b>	<b>222</b>	<b>262</b>	<b>460</b>
资产负债率	9%	11%	12%	13%	货币资金的期初余额	1367	1376	1598	1860
息率	1%	1%	1%	2%	货币资金的期末余额	1376	1598	1860	2320
P/E	34.3	44.4	34.4	25.8	企业自由现金流	124	381	453	716
P/B	4.6	6.6	5.8	5.0	权益自由现金流	213	390	435	679
EV/EBITDA	35.8	44.6	34.1	25.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 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。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>交通运输</b>		<b>机械</b>	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	朱海涛	
刘鹏		糜怀清	021-60933167	陈玲	021-60875162
魏玉敏				杨森	0755-82133343
<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>		<b>医药</b>	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
<b>电子</b>		<b>计算机</b>		<b>传媒</b>	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>电力及公共事业</b>		<b>银行</b>	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
		徐强			
<b>轻工</b>		<b>建筑工程</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>汽车及零部件</b>		<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱晶	021-60875163
		陈志岗	0755-82136165	潘小果	0755-82130843
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
<b>军工</b>		<b>建材</b>			
郑武	0755-82130422	黄道立	0755-82130685		
朱海涛		刘宏	0755-22940109		

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)