

日期: 2014年9月18日

行业: 通信行业



张涛
021-53519888-1967
zhangtao@shzq.com
执业证书编号: S0870510120023

合理估值 **RMB 25.65-30.78 元****基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	20.00
发行后总股本 (百万股)	80.00

发行方式	网上定价发行
保荐机构	网下询价配售 国泰君安

主要股东 (IPO 前)

钱永耀	53.45%
钱永美	14.84%
江阴鑫源	12.60%

收入结构 (13Y)

MAS 业务	51.4%
ICT 综合服务平台业务	36.3%
移动金融产品及应用服务	5.1%
个人移动信息服务业务	5.1%

报告编号: ZT14-NSP04

首次报告日期:

专业的移动信息应用服务商

■ 投资要点:**专业的移动信息应用整体解决方案提供商**

公司是专业的移动信息应用整体解决方案提供商, 主要与电信运营商合作提供行业移动信息服务和个人移动信息服务。公司是中国移动指定的业务运营支撑单位、集团业务集成商 (SI), 同时也是中国联通、中国电信的长期合作伙伴。公司服务的集团客户广泛分布于金融、交通运输、电子商务、零售商贸、文化传媒、公共服务等领域。

公司在金融行业市场拥有领先优势

公司在金融行业移动信息服务市场占有较高的市场份额, 作为中国移动 MAS 业务主要的两家运营支撑点位之一, 2013 年在中国移动 MAS 业务 114 家总部接入的大型集团客户中公司服务的集团客户数量共 65 家, 占比达 57%; 尤其在证券行业移动信息服务领域中, 根据证券业协会的数据, 证券行业 2013 年度营业收入排名前二十的大型证券公司中有 18 家成为公司客户。

盈利预测

2009 年-2012 年公司营业收入和净利润保持快速的增长, 但是 2013 年由于中国移动结算政策的调整, 造成公司的收入和净利润均出现快速的下滑。公司在未来几年业绩将会有所波动, 2014 年、2015 年的收入的增速分别为 -31.51% 和 19.88%。净利润分别为 4546 万元和 5286 万元, 增速分别为 -0.35% 和 16.29%。

估值结论

考虑到 2000 万股的发行量, 同时老股东不出售股票, 公司发行后总股本 8000 万股, 本次发行费用合计 5395 万元, 同时募集资金为 17000 万元, 公司的发行价格为 11.20 元。2014 年的摊薄后 EPS 为 0.57 元, 考虑到行业 2014 年的 PE 为 45-54 倍, 公司的合理估值区间为 25.65-30.78 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (亿元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	22,160	19,742	13,520	16,208	20,500
年增长率 (%)	52.62%	-10.91%	-31.51%	19.88%	26.48%
归属于母公司的净利润	6,538	4,562	4,546	5,286	6,634
年增长率 (%)	21.86%	-30.22%	-0.35%	16.29%	25.50%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

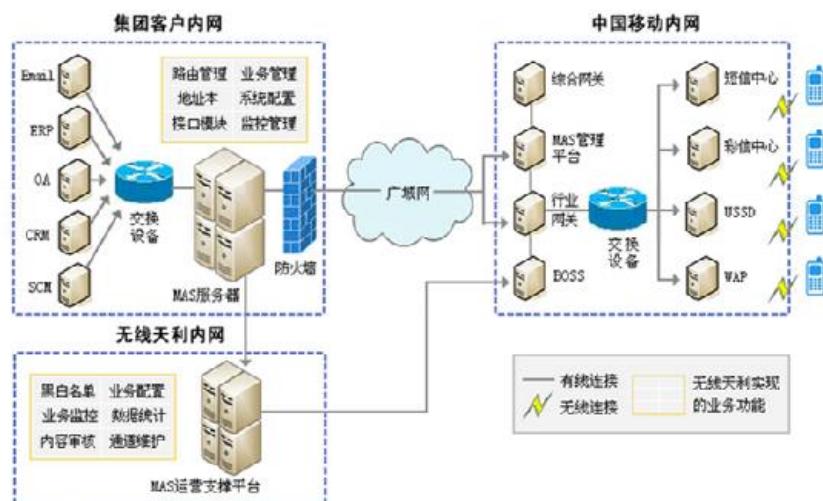
一、行业背景

● 专业的移动信息应用整体解决方案提供商

公司是专业的移动信息应用整体解决方案提供商，主要与电信运营商合作提供行业移动信息服务和个人移动信息服务。公司是中国移动指定的业务运营支撑单位、集团业务集成商（SI），同时也是中国联通、中国电信的长期合作伙伴。

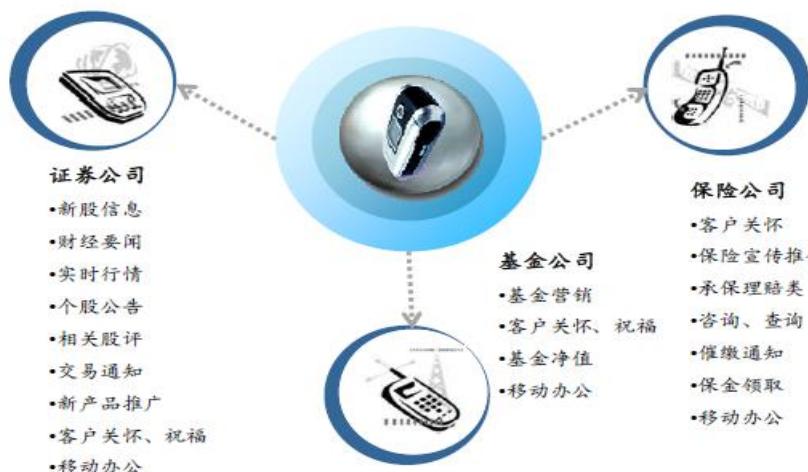
公司服务的集团客户广泛分布于金融、交通运输、电子商务、零售商贸、文化传媒、公共服务等领域。公司目前提供的行业移动信息服务主要包括MAS业务、ICT综合服务平台业务和移动金融产品及应用服务业务。公司目前提供的个人移动信息服务主要是手机证券业务。

图1 公司的MAS业务拓扑图



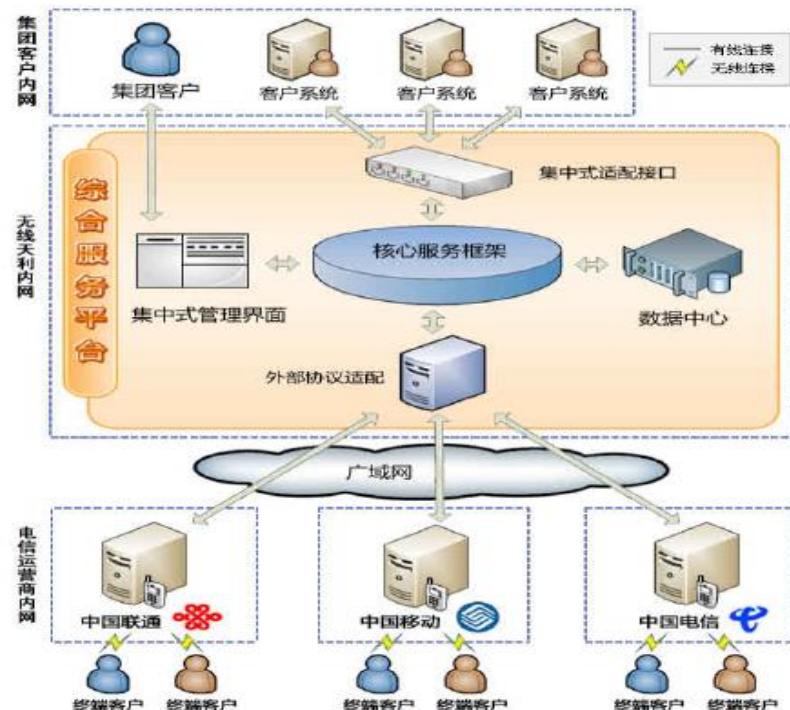
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图2 公司的MAS业务在金融行业中应用



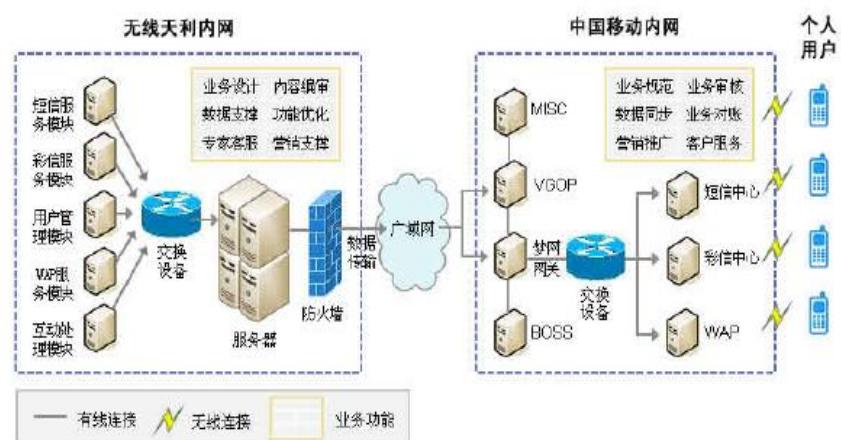
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 3 ICT 综合服务平台业务拓扑图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 4 手机证券业务拓扑图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司 2013 年行业短彩信业务量规模近 70 亿条，服务集团客户总数超过 300 家，广泛分布于金融、交通运输、电子商务、零售商贸、文化传媒、公共服务等领域，包括中国人寿、国信证券、嘉实基金、交通银行、大唐电信、上海通用、上证所信息网络有限公司等各领域的优质集团客户。作为中国移动 MAS 业务主要的两家运营支撑点位之一，2013 年在中国移动 MAS 业务

114 家总部接入的大型集团客户中公司服务的集团客户数量共 65 家，占比达 57%；尤其在证券行业移动信息服务领域中，根据证券业协会的数据，证券行业 2013 年度营业收入排名前二十的大型证券公司中有 18 家成为公司客户。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

在行业移动信息服务领域内各细分市场往往存在较高的市场集中度，国内领先的移动信息服务提供商在其所处的细分市场一般均占据着较大的市场份额。伴随行业移动信息服务在金融、公共服务等领域的率先普及，出现了一批在各自服务领域及细分市场中居于领先地位的企业，比如公司和联动优势在金融行业移动信息服务市场占有较高的市场份额，嘉创历通在医疗行业移动信息化领域居于领先地位。

作为中国移动 MAS 业务主要的两家运营支撑点位之一，2013 年在中国移动 MAS 业务 114 家总部接入的大型集团客户中公司服务的集团客户数量共 65 家，占比达 57%；尤其在证券行业移动信息服务领域中，根据证券业协会的数据，证券行业 2013 年度营业收入排名前二十的大型证券公司中有 18 家成为公司客户。

联动优势为中国移动 MAS 业务另一家主要运营支撑单位，公司与联动优势在中国移动 MAS 业务中有较为明确的行业分类，公司主要服务于证券、保险、基金领域的金融行业集团客户；联动优势主要服务于银行领域的金融行业集团客户。

北京嘉创历通主要为零售及快消品行业、医药行业等不同行业提供无线应用信息化服务，先后与李宁、诺华制药等。07 年嘉创历通为北京市卫生局下属的 41 家社区医院提供医信通平台业务。

公司主要竞争优势体现在：

1、行业先发优势

公司作为最早涉足国内移动信息服务领域的企业之一，在 8 年的业务实践与拓展中积累了丰富的行业经验，服务客户涉及金融、交通运输、电子商务、零售商贸、文化传媒等移动信息应用的重要领域，形成了一批稳定的优质客户资源，构成了公司行业先发优势。

2、客户资源优势

公司在业务发展过程中积累了一批以金融行业大型集团客户为主的优质客户群体。2013 年公司 MAS 业务服务客户包括 25 家证券公司、19 家保险公司、11 家基金公司以及其他行业的大型集团客户、政府部门、事业单位共 65 家服务客户。ICT 综合服务平台业务已拥有上证所信息网络、交通银行、广发银行、汇添富基金、大唐电信等。

3、技术与服务优势

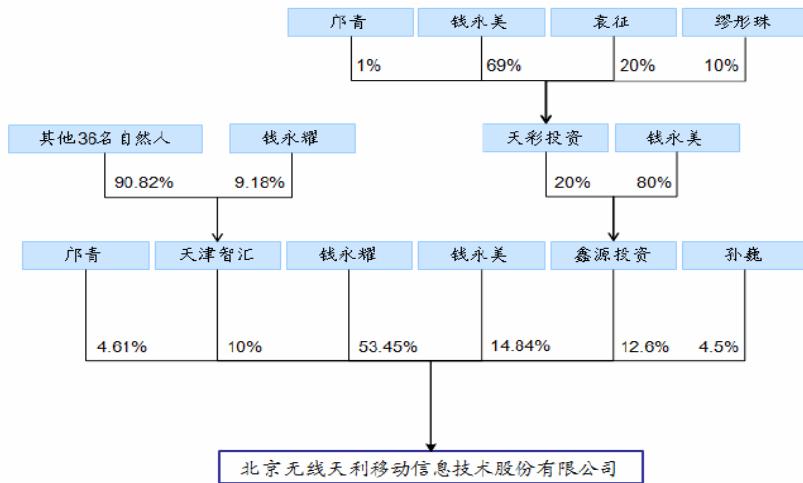
公司拥有专业的技术实施团队和强大的研发团队，特别是能够持续地在与电信运营商及集团客户的深入合作过程中发现新的客户需求与行业趋势，通过公司有效的创新机制，实现技术和服务的不断升级和创新。技术和服务的优势主要体现在：以移动信息应用整体解决方案为核心的服务体系，先进的技术能力和专业的平台开发能力。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

钱永耀先生直接持有公司 3207.06 万股，通过天津智汇间接持有公司 55.08 万股，直接及间接持有的股份占 54.37%，是公司的控股股东、实际控制人。

图 5 公司的股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司业务主要为行业移动信息服务业务包括 MAS 业务、ICT 综合服务平台业务，移动金融产品及应用服务；个人移动信息服务业务及其他业务。

表 1：公司主营业务预测

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
行业移动信息服务业务	12,483	20,570	18,527	12,596.84	15,099.98	19,059.40
MAS 业务	10,158	11,393	6,908	7,089.08	8,152.44	10,190.55
ICT 综合服务平台业务	2,297	8,041	10,350	4,090.78	5,318.01	6,913.42
移动金融产品及服务	27	1,137	1,269	1,416.98	1,629.53	1,955.43
个人移动信息服务业务	1,597	1,134	1,199	923.60	1,108.32	1,440.82
其他业务	441	456	16	-	-	-
合计	14,520	22,160	19,742	13,520.44	16,208.30	20,500.22

资料来源：公司招股意向书

● 募资项目

募集资金将投资于以下 4 个项目：

表 2：公司募投项目

项目名称	投资额 (万元)
新一代行业移动信息服务平台项目	10373.17
个人移动金融信息服务平台项目	4492.83
营销网络体系建设项目	4656.19
研发中心建设项目	3833.80
合计	23355.99

资料来源：公司招股意向书等

新一代行业移动信息服务平台项目

项目是公司在现有行业移动信息服务平台的基础上全方位的改进和升级，主要通过建设新一代行业移动信息服务平台，全面提升运营服务能力。项目计划投资 10373.17 万元，项目的建设期为 3 年。

个人移动金融信息服务平台项目

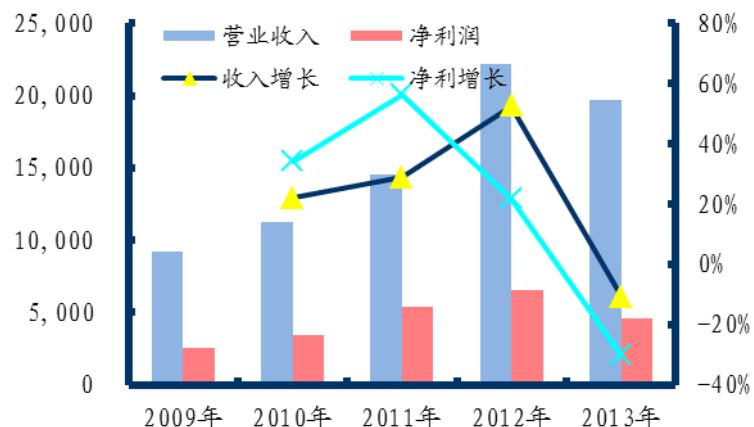
项目通过建立个人移动金融信息服务平台，以手机证券业务为核心，紧随个人用户移动终端使用习惯的变化趋势，围绕用户对金融信息的多元化需求，通过业务和技术创新，为个人用户提供移动金融信息应用综合解决方案。项目计划总投资 4492.83 万元，项目建设期为 3 年。

三、公司财务状况及盈利预测

● 收入和净利润的下滑

2009 年-2012 年公司营业收入和净利润保持快速的增长，但是 2013 年由于中国移动结算政策的调整，造成公司的收入和净利润均出现快速的下滑。

图 6 公司近年收入和净利润的下滑



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

公司在未来几年业绩将会有所波动，2014 年、2015 年的收入的增速分别为-31.51%和 19.88%。净利润分别为 4546 万元和 5286 万元，增速分别为-0.35%和 16.29%。

表 3 公司损益简表及预测（单位：万元）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	22,160	19,742	13,520	16,208	20,500
营业成本	9,446	9,745	5,117	6,358	8,103
营业税金及附加	736	579	433	486	615
销售费用	1,694	1,419	946	1,135	1,435
管理费用	3,102	2,597	1,893	2,269	2,870
财务费用	-318	-255	-203	-243	-308
资产减值损失	125	433	0	0	0
其他经营收益	0	211	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,375	5,436	5,334	6,203	7,785
加：营业外收入	22	11	14	16	21
减：营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	7,396	5,446	5,348	6,219	7,805
减：所得税	858	884	802	933	1,171
净利润	6,538	4,562	4,546	5,286	6,634
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	6,538	4,562	4,546	5,286	6,634

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

部分业务合同尚未完成续签的风险

公司与电信运营商之间所涉及的 MAS 业务合同、ICT 综合服务平台业务合同及手机证券业务合同主要为一年一签或者两年一签。截至目前，公司主要业务合同中与中国移动集团北京有限公司、中国移动通信集团广东有限公司广州分公司，深圳分公司之间的 MAS 业务合同以及与中国移动通信集团广东有限公司之间的手机证券业务合同已过有效期，续签工作正在进行之中，上述业务合计产生业务收入为 4545.64 万元，占公司收入的比例为 23.03%。

结算客户集中风险

基于国内移动信息服务行业一般的运营结算模式，目前较大比例的业务收入仍需要通过电信运营商进行结算，导致报告期内结算客户集中度较高。2011 年、2012 年和 2013 年、2014 年 H，公司结算客户中中国移动及其下属公司占比比较高，所对应的业务收入分别为 12158.94 万元，14265.26 万元，

10314.75 万元, 4401.35 万元, 占当期公司营业收入占比分别为 83.74%、64.37%、52.25% 及 65.11%。在极端不利的情况下, 公司的收入、利润下滑 50% 以上。

公司 MAS 业务业绩下滑的风险

MAS 业务是公司的核心业务, 2011 年、2012 年、2013 年和 2014H, 公司 MAS 业务占收入的比例为 69.96%、51.41%、34.99% 和 52.43%; 报告期 MAS 业务所涉及的行业短信发送量较为稳定, 2011 年、2012 年、2013 年和 2014H, 公司的 MAS 业务彩信发送量分别为 57.37 亿, 51.77 亿, 51.24 亿和 25.66 亿。但是由于服务支撑费模式调整、中国移动部分下属公司业务酬金模式调整 (主要是上海移动将业务酬金结算模式由原先的固定比例调整为根据业务增长情况而确定的阶梯式比例, 对公司 2013 年的 MAS 业务酬金收入带来一定的影响)

综合毛利率下降的风险

公司 2011 年、2012 年、2013 年和 2014H 的综合毛利率分别为 70.20%、57.37%、50.64% 及 61.39%。2014 年 H 公司的综合毛利率有所反弹, 主要是原因为 2014H 的毛利率相对较低的 ICT 综合服务平台业务收入占公司营业收入的比重由 2013 年的 52.43% 下降至 30.26%, 同时毛利率相对较高的 MAS 业务收入占业务收入的比重由 2013 年的 34.99% 上升至 52.43%。公司存在综合毛利率下降的风险。

税收优惠政策变化风险

公司于 2013 年获得高新技术企业, 在 2013 年-2015 年期间可以享受 15% 的所得税优惠税率。2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年 H, 公司的所得税优惠占归属于母公司所有者净利润的比例分别为 11.90%、11.71%、10.29% 及 12.71%。

“营改增”引致的盈利水平下降风险

公司所从事的增值电信业务目前缴纳营业税所适用的税率为 3%, “营改增”后的税率为 6%。由于增值税属于价税分离的价外税, 公司相关业务收入将相应减少, 公司相关业务成本构成中人工成本等不可获得增值税进项税抵扣, 短期内对公司的盈利水平造成一定负面影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中, 同行业上市公司的 14 年平均 PE 为 62 倍。

表 4 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)					市盈率 (倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
300002.SZ	神州泰岳	14.04	1.13	0.84	0.51	0.66	21.29	28.53	47.04	36.64	

300359.SZ	全通教育	84.80	0.73	0.70	0.50	0.76	32.96	34.37	48.04	31.49	
002148.SZ	北纬通信	24.06	0.40	0.50	0.35	0.47	60.15	48.12	68.74	51.19	
002261.SZ	拓维信息	24.32	0.13	0.14	0.28	0.42	185.08	171.86	84.57	57.57	
平均							75	85	62	44	

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 2014 年 9 月 16 日收盘价计

● 公司可给的估值水平

考虑到 2000 万股的发行量, 同时老股东不出售股票, 公司发行后总股本 8000 万股, 本次发行费用合计 5395 万元, 同时募集资金为 17000 万元, 公司的发行价格为 11.20 元。2014 年的摊薄后 EPS 为 0.57 元, 考虑到行业 2014 年的 PE 为 45-54 倍, 公司的合理估值区间为 25.65-30.78 元。

分析师承诺

分析师 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。