

成为中移动融合通信的核心供应商

增持 维持

目标价格：暂无

事件：

- 2014年12月26日发布公告：公司全资子公司——北京新媒传信科技有限公司与中国移动通信集团广东有限公司签署了《中国移动个人融合通信系统一期工程扩展功能平台及APP客户端定制软件项目——扩展功能平台定制软件开发项目合同》，合同金额32,893,560元。

点评：

- 成为中国移动融合通信业务合作的核心供应商，飞信有了接班人。**新媒传信负责中国移动融合通信扩展功能平台定制软件，主要包括负责中国移动融合通信 Native 终端及 RCS APP 业务与飞信平台互通互联，Profile、二维码、好友关系调用、公众平台、圈子、表情商城和网上营业厅底层平台建设，同时提供部分扩展 AS 的 Android 和 IOS 版本的 SDK 能力。基于与中国移动的密切配合及对未来 4G 战略布局的把握，公司已经成为中国移动融合通信业务合作的核心供应商，
- 融合通信业务经验丰富，借力移动“三新·和”手机开拓广阔市场空间。**在“2014 中国移动全球合作伙伴大会”上，中国移动发布了搭载“新通话”、“新消息”、“新通讯录”三大核心功能的“三新·和”手机，预计将成为运营商反攻 OTT 领域的重要战略举措。公司和中国移动在飞信和 IT 运维领域合作多年，本次合作是在中国工商银行融合通信项目之后又一重大成果，行业内竞争优势明显。借力运营商号码资源、网络通道、通信质量等优势，有望实现融合通信业务重大突破，打开了广阔的成长空间。
- 盈利预测：**假设 2015 年并表，我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 26.26 亿/33.38 亿/41.20 亿元，净利润分别为 5.95 亿/7.53 亿/8.51 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.57 元和 0.64 元。维持“增持”评级。
- 风险提示：**并购整合风险；运营商 OTT 业务拓展慢于预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1410.00	1906.00	2625.52	3337.70	4120.15
增长率(%)	21.90	35.20	37.80	27.10	23.40
归母净利润(百万)	429.00	519.00	595.00	753.00	851.00
增长率(%)	89.59	20.98	14.64	26.55	13.01
每股收益	1.12	0.84	0.45	0.57	0.64
市盈率	16.53	21.92	41.11	32.51	28.77

通信研究组

分析师：

冯达(S1180514070005)

电话：010-88085996

Email: fengda@hysec.com

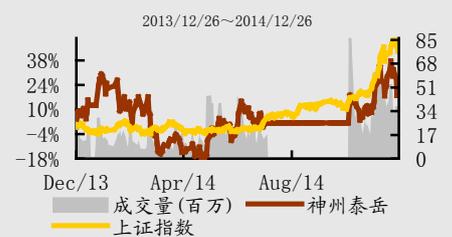
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	16.52
总股本(百万股)	1,323.27
总市值(百万)	21,860.42
流通市值(百万)	11,996.16
12个月最高价	36.08
12个月最低价	11.25

相关研究

《神州泰岳：并购增强主业，切入教育信息化》

2014/10/29

《神州泰岳：主业放缓，期待转型见效》

2014/8/8

《神州泰岳：未来看点在移动游戏平台》

2014/3/17

目录

一、神州泰岳与中移动签订逾 3000 万元融合通信业务合同，业绩增长可期.....	4
1. 合同方案概述.....	4
2. 融合通信时代到来，核心供应商受益.....	4
二、业务经验丰富，借力移动“三新·和”手机开拓广阔市场空间.....	4
1. 国内外业务经验丰富，业内优势明显.....	4
2. 中移动正式发布基于融合通信的“三新·和”手机，市场空间广阔.....	6
三、盈利预测.....	6
四、风险因素.....	7

插图

图 1: 中国工商银行融合通信业务.....	5
图 2: 财务三张表预测.....	6

表格

表 1: 海外融合通信营业收入预估 (单位: 万元)	5
----------------------------------	---

一. 神州泰岳与中移动签订逾 3000 万元融合通信业务合同，业绩增长可期

1. 合同方案概述

公司 12 月 26 日发布公告，称全资子公司北京新媒传信科技有限公司与中国移动通信集团广东有限公司签署了《中国移动个人融合通信系统一期工程扩展功能平台及 APP 客户端定制软件项目——扩展功能平台定制软件开发项目合同》，金额达 32,893,560 元。根据合同内容，新媒传信负责中国移动融合通信扩展功能平台定制软件，主要包括负责中国移动融合通信 Native 终端及 RCS (Rich Communication Suite) APP 业务与飞信平台互通互联，Profile、二维码、好友关系调用、公众平台、圈子、表情商城和网上营业厅底层平台建设，同时提供部分扩展 AS 的 Android 和 IOS 版本的 SDK 能力，周期为自合同签订之日起一年。

2. 融合通信时代到来，核心供应商受益

中国移动融合通信是指将手机中原有的通话、消息、联系人，升级为新通话、新消息、新联系。用户可以直接像 whatsapp、iMessage、微信等一样发送文字、图片、位置等通信功能。在没有数据网络的情况下，也可以通过短信发送。中国移动布局融合通信由来已久，在 2013 年巴塞罗那世界移动通信大会上，中国移动将融合通信作为重点展示对象；2014 年 2 月发布《下一代融合通信白皮书》，致力于面向 4G 时代重新定义基础通信服务，携手产业合作伙伴一同升级基础通信服务。根据当时白皮书的规划，中移动今年启动融合通信端到端系统测试，下半年启动现网测试，预计在四季度实现试商用，2015 年中实现融合通信的全面商用，融合通信将成为中国移动下一个发展方向。目前全球主流电信运营商也都纷纷将融合通信业务定位为业务和技术发展的核心方向，全球 17 个国家的 28 家运营商在 2014 年推出了 RCS/joyn 服务，有 85 家顶级的移动网络运营商承诺在 2015 年前推出 RCS 服务。

近年来我国融合通信的市场规模从 2006 年的 16.2 亿元增加到 2012 年的 60 多亿元，市场规模快速扩张。而本次合同的签订进一步体现公司融合通信技术的创新、研发能力受到运营商认可。作为中国移动融合通信业务合作的核心供应商，公司发挥产品开发能力、运营能力、丰富的互联网运营实践等竞争优势，融合通信业务收入大幅增长可期。

二. 业务经验丰富，借力移动“三新·和”手机开拓广阔市场空间

1. 国内外业务经验丰富，业内优势明显

从整体战略上来讲，公司业务架构包括四大板块：软件开发和技术服务、通信领域、互联网娱乐、互联网教育。通信领域中的融合通信业务成长性最快，也最引人注目。

(1) 印度融合通信项目

2013 年 7 月，公司下属企业——智桥资讯公司 (Bridge Minds Consulting Pte Ltd) 与印度 Reliance Jio Infocomm Limited 签署了《富媒体通信及社交通信解决方案的交易清单》；并于 2013 年 8 月签署了该项目的正式商务合同，约定公司为其提供 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，这是公司海外融合通信业务的重要突破。

Urapport 平台清单大致可分为三部分：1、软件许可费；2、定制开发、运营支撑服务费；3、附加服务。软件许可费共 5 年，每年约 175 万美元，折合人民币 1000 万元左右。定制开发、支撑服务按照 360—900 美元/人/天支付，此平均价格较国内同类服务价格高出近一倍，如果未来该平台用户数增长较快，需开发功能较多，将为公

司带来可观的收入与利润。平台的运营收入未来如果能够采用分成模式，将给公司带来巨大的想象空间。Urapport 平台已经能够提供即时通讯、聊天、在线视频、文件共享、游戏等功能，未来随着用户量的增加和服务内容的增多，基于该平台的收入将可能呈指数及上升。

该项目对于在其他电信运营商的应用拓展起到示范作用，对公司业务经营产生积极的影响。公司的海外 Urapport 平台已经能够提供即时通讯、聊天、在线视频、文件共享、游戏等功能，随着用户量的增加和服务内容的增多，该平台已成为公司的重要看点。在印度 Reliance 业务上，经过各种测试与竞争，充分体现了公司的优势。在融合通信方面，公司主要市场在发达国家，全球 750 家运营商中 150 余家有 4G 网络，公司在通信功能与娱乐功能方面均有融合。面对非发达国家泰国、越南等，公司则可主推类似飞信的综合通信模式。从 2012 年开始，公司先后与十几个国家的电信运营进行交流，经过公司 2013 年产业布局的调整，2014 年新业务的开拓与执行，2015 年公司业绩有望明显提升。

基于对海外融合通信市场情况的基本判断，根据目前已签署的或正在上线测试的融合(或综合)通信海外订单情况，保守估计，未来 5 年内公司通过智桥资讯实现的海外营业收入、净利润预计如下：

表 1：海外融合通信营业收入预估（单位：万元）

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
营业收入	3,684.00	4,789.20	6,225.96	7,782.45	9,728.06
净利润	1,105.20	1,436.76	1,867.79	2,334.74	2,918.42

资料来源：公司公告，宏源证券

注：收入预估主要基于(1)目前印度融合通信业务的商务合同已签署完成，服务费用，包括基础软件许可费与服务费、上线定制开发费、以及按人天费用标准(约 360—900 美元/人/天)、工作天数支付的平台定制功能开发、运营支撑等附加服务、培训费用，初步估计每年 500-600 万美元，随着平台的建设会有一定的增长；(2)目前正在进行部分地区的平台上线测试，待测试完成后签署正式的商务合同，带动相应的业务规模增长。

(2) 中国工商银行融合通信业务

在国内，今年 8 月，公司与中国工商银行股份有限公司就移动即时通讯平台产品达成《软件产品合同》，软件产品费为 1260 万元人民币，成为公司在国内首次签订的面向企业提供融合通信技术的商务合同。

根据合同内容，神州泰岳向工商银行提供即时通信软件开发系统软件并按本合同的要求在工商银行现场进行安装与实施，并提供维护升级及培训等售后服务。产品提供一整套即时通讯服务平台，提供客户、群组、公众平台、朋友圈等针对文本、语音、图片、视频、文件及多媒体消息的传输、播放、下载、保存、转发等基本功能，同时提供客户注册管理、好友管理、会话管理、群组管理、客户信息权限设置等客户端功能和即时通讯所涉及的通讯、会话、产品组件管理等服务器端功能。产品提供公众平台服务功能，支持对公众平台的接入、维护界面并涵盖但不限于关注用户检索、回复、收藏、消息推送等基本功能。产品提供相关系统参数的新增、维护以及产品业务数据统计报表功能。

目前公司为工行提供的融合通信软件已经交付，工行已于 12 月开始上线运行（“工行融 e 联”），神州泰岳就其中的融合通信软件提供支撑服务。工银融 e 联作为工行最新推出的社交型移动金融生活服务平台，让客户与客户经理、95588 服务专家及其他好友发送图文及语音，体验投资理财、账户管理、金融资讯等全景化服务。

图 1：中国工商银行融合通信业务



资料来源：公开资料，宏源证券

包括银行在内的大型金融机构以及提供公共服务的大型企业和服务机构，在面向客户沟通、服务的融合通信平台建设方面的需求强烈，且安全性要求极高，工商银行项目对于公司在金融机构及其他大型组织机构的应用拓展奠定了基础。

2. 中移动正式发布基于融合通信的“三新·和”手机，市场空间广阔

在2014年12月18日召开的“2014中国移动全球合作伙伴大会”上，中国移动发布了搭载“新通话”、“新消息”、“新通讯录”三大核心功能的“三新·和”手机。其中“新通话”凭借崭新的VoLTE技术可进行流畅稳定的高清音视频通话；“新消息”可发送短信、图片、视频和语音留言到任何号码。“新联系”除了作为通讯录外，还具有黄页和号码搜索等多元社交功能。融合通信为中国移动传统业务带来新活力，预计到明年一季度，三星、华为、酷派、中兴通讯、联想等主流终端厂商都会推出采用融合通信技术的“三新·和”手机新品。根据中移动终端2015年规划，预计2015年下半年融合通信业务将规模商用，6月底之后，1500元以上的定制终端须支持VoLTE和RCS。

借助通信运营商的核心资产号码资源、优于互联网企业的网络通道能力、基于语音通道的通信质量和对通信业务的深厚理解，运营商融合通信业务前景看好。中国移动借助通信网络升级到4G的时机，将基础通信能力进行一次升级，随着该项业务的逐渐成熟与稳定，神州泰岳也将通过与运营商合作拥有更高的业绩确定性，明年业绩的稳定增长可期。

三、盈利预测

《刀塔帝国》由公司全资子公司壳木软件研发，与奇虎360合作设立的泰奇互动负责发行推广，基于良好的内测数据预计2015年月流水3000万元，预计全年贡献净利润近3亿元，超出之前的预期。

假设并购天元网络和祥升软件2015年并表，预测2014/15/16年公司营业收入分别为26.26亿/33.38亿/41.20亿元，净利润分别为5.95亿/7.53亿/8.51亿元，EPS分别为0.45元、0.57元和0.64元。考虑主营电信运维行业增速平缓，海外游戏平台业务进展低于预期，中移动推进融合通信的进展需要进一步观察效果才能判断后续投入，维持“增持”评级。

图 2：财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,157	1,410	1,906	2,625.52	3,337.70	4,120.15
增长率		21.9%	35.2%	37.8%	27.1%	23.4%
主营业务成本	-377	-496	-801	-1,229	-1,597	-2,031
% 销售收入	32.6%	35.2%	42.0%	46.8%	47.8%	49.3%
毛利	780	914	1,105	1,397	1,741	2,089
% 销售收入	67.4%	64.8%	58.0%	53.2%	52.2%	50.7%
营业税金及附加	-14	-12	-9	-13	-17	-21
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-77	-85	-89	-120	-160	-198
% 销售收入	6.7%	6.0%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-371	-430	-505	-658	-834	-1,030
% 销售收入	32.1%	30.5%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	318	387	502	602	730	840
% 销售收入	27.5%	27.4%	26.3%	22.9%	21.9%	20.4%
财务费用	28	30	36	24	51	40
% 销售收入	-2.4%	-2.1%	-1.9%	-0.9%	-1.5%	-1.0%
资产减值损失	-17	-17	-14	-13	-5	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	32	10	6	5	5	5
% 税前利润	8.3%	2.2%	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	361	410	530	618	781	881
营业利润率	31.2%	29.1%	27.8%	23.5%	23.4%	21.4%
营业外收支	25	35	35	36	36	36
税前利润	386	445	565	654	817	917
利润率	33.4%	31.6%	29.6%	24.9%	24.5%	22.3%
所得税	-33	-18	-49	-59	-106	-119
所得税率	8.5%	4.0%	8.7%	9.0%	13.0%	13.0%
净利润	353	427	516	595	711	798
少数股东损益	-2	-2	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	355	429	519	595	713	801
净利润率	30.7%	30.4%	27.2%	22.7%	22.6%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	354	427	514	593	710	799
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	44	50	48	49	41	39
非现金收益	-45	-11	-1	-32	-41	-41
营运资金变动	-138	-237	-199	363	88	-405
经营活动现金流净额	215	229	362	973	798	392
资本开支	-88	-82	-49	33	-382	34
投资	-388	-91	-74	0	-941	0
其他	12	3	-4	5	5	5
投资活动现金流净额	-444	-150	-127	38	-1,318	39
股权融资	11	42	22	0	0	0
债权融资	-10	0	144	-132	12	-19
其他	-84	-110	-157	-9	0	0
筹资活动现金流净额	-83	-68	9	-141	12	-19
现金净流量	-312	11	244	870	-508	412

资料来源: 宏源证券

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,367	1,376	1,484	2,463	1,958	2,367
应收账款	603	721	881	1,489	2,063	2,546
存货	100	105	119	183	263	334
其他流动资产	30	38	95	147	194	248
流动资产	2,100	2,240	2,579	4,282	4,478	5,493
% 总资产	64.2%	63.8%	62.1%	99.9%	72.5%	76.7%
长期投资	503	577	785	0	941	941
固定资产	331	357	358	1	322	290
% 总资产	10.1%	10.2%	8.6%	0.0%	5.2%	4.0%
无形资产	314	314	437	0	438	438
非流动资产	1,169	1,270	1,576	3	1,701	1,869
% 总资产	35.8%	36.2%	37.9%	0.1%	27.5%	23.3%
资产总计	3,269	3,510	4,155	4,285	6,177	7,162
短期借款	0	11	155	0	0	0
应付账款	276	209	280	0	594	748
其他流动负债	110	72	108	0	198	332
流动负债	386	292	543	0	792	1,078
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	41	21	21	32	32	0
负债	427	313	564	32	825	1,081
普通股股东权益	2,835	3,192	3,585	4,545	5,258	5,974
少数股东权益	19	21	22	21	21	21
负债股东权益合计	3,281	3,526	4,171	4,588	6,102	7,076

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.938	1.119	0.844	0.450	0.569	0.643
每股净资产	7.475	8.327	5.832	7.393	8.548	9.717
每股经营现金流	0.570	0.600	0.590	1.580	1.300	0.640
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	12.55%	13.44%	14.43%	13.05%	13.51%	13.37%
总资产收益率	10.85%	12.17%	12.40%	12.90%	11.84%	11.29%
投入资本收益率	10.20%	11.51%	12.17%	11.97%	12.02%	12.20%
增长率						
主营业务收入增长率	37.50%	21.80%	35.28%	57.78%	27.13%	23.44%
EBIT增长率	-3.14%	21.52%	29.60%	76.90%	21.45%	15.33%
净利润增长率	8.47%	20.61%	20.64%	97.55%	19.72%	12.49%
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	182.0	184.9	143.8	184.1	200.0	200.0
存货周转天数	96.7	77.6	54.4	54.4	60.0	60.0
应付账款周转天数	103.4	47.2	35.4	#DIV/0!	40.0	40.0
固定资产周转天数	103.0	87.3	62.4	#DIV/0!	28.5	20.2
偿债能力						
资产负债/股东权益	-47.90%	-42.50%	-36.80%	-53.90%	-37.00%	-39.40%
EBIT利息保障倍数	-11.2	-13.1	-14.0	-25.5	-14.3	-20.9
资产负债率	13.00%	8.90%	13.50%	0.70%	13.50%	15.30%

四、风险因素

融合通信业务面临互联网公司 OTT (Over The Top) 业务的竞争, 且后者拥有先发优势、平台优势; 目前只有中国移动一家在推进融合通信, 业务的进一步发展有赖于运营商之间打破封闭壁垒; 融合通信的市场突破也有赖于与芯片制造商的协调发展和 4G 网络的普及, 多因素下推进速度可能不达预期。

作者简介:

顾海波: 宏源证券通信行业分析师, 本/硕/博毕业于华中科技大学, 计算机博士学位; 在国内 IT 领军企业神州数码工作多年, 任职事业部技术总监兼售前总监, 中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。2013 年 6 月加盟宏源证券, 2014 年起负责通信组。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	zhouidi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。