

证券研究报告—动态报告

信息技术

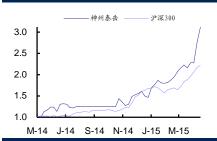
神州泰岳(300002)

买入

2014 年年报点评 通信

(维持评级) 2015年04月27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) 1,323/726 总市值/流通 (百万元) 47,055/25,822 上证综指/深圳成指 4,394/14,599 12 个月最高/最低元) 35.65/11.14

相关研究报告:

《神州泰岳-300002-重大事件快评: 持续外 近,天元、祥升完善转型》 ——2015-03-17 《神州泰岳-300002-重大事件快评: 与管理团 队共同设立三家公司, 围绕主业发展新业务》 -2015-03-10

《神州泰岳-300002-2014 年年报快报点评: 符合预期,关注大幅投资收益及智慧线》— 2015-03-05

《神州泰岳-300002-事件点评: 战略转型初见 成效,期待全方位改善》 ——2014-09-03 《神州泰岳-300002-2014 年半年报点评: 成效,期待全方位改善》 信影响触底,看好智慧线前景》 2014-08-08

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: 李亚军

电话: 0755-22940077 E-MAIL: liyaj@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514080002

财报点评

继续稳定增长,分红超预期

●公司发布 2014 年年度报告和一季度报告:公布 2014 年实现营业收 入 25.49 亿元,同比增长 33.69%,实现净利润 6.24 亿元,同比增长 20.65% 实现经营活动现金流净额 3.50 亿元,同比减少 3.76%, 整 体保持健康增长。同时分红方案为每10股派1.2元(含税),每10股 转增5股。

• 稳定增长, 分红方案超预期

公司 2014 年营收30%+,净利润20%+,在战略转型的情况下继续稳定增长, 在创业板软件服务企业中实属难得。同时公司预分配预案 10 送 1.2,转增 5 股 透露出公司未来依旧高速增长的信心,值得关注。另外,一季报业绩下降主要 是项目验收延迟,同时业务拓展带来较高费用的原因,对全年业绩影响不大。

• 游戏、融合通信、海外将放量,积极布局在线教育

公司业务布局虽多但不乱,2014 年整体转型顺利: 1、融合通信海外已成为共 同运营商而不是单纯软件支撑商,融云用户在行业内占据第一。2、游戏业务开 始获利,天津壳木完成并购并达到业绩承诺;游戏基金打造一条龙生态,已投 资 15 个项目。3、在线教育已经引进环球职业教育在线、蓝欧科技、千峰教育、 溪聚网络等在校教育公司,引入60多门互联网热门课程,整体发展趋势良好。 未来各项业务都可能"独当一面",形成业绩支撑,而又不会拖累公司运行。

• 风险提示

1、公司海外业务慢于预期; 2、中清龙图借壳事项仍然存在重大不确定性;

●看好业绩支撑下的积极外延转型,维持公司"买入"投资评级

公司去年全年业绩继续稳定增长,虽然飞信业务收入下滑对公司去年上半年业 绩有一定影响,但鉴于飞信影响已经触底;且在融合通信业务对飞信形成互补 替代,整体支撑仍然明确,公司游戏、互联网运营业务整体也在快速增长。另 外,基于公司较为优异的业绩支撑,且此次分配预案超出我们预期,看好公司 在智慧线业务以及海外市场的拓展。预计公司未来 15-17 年 EPS 为 0.62/0.79/0.94 元 (由于具有不确定性, 暂不考虑龙图的投资收益, 投资收益可 达 40~50 亿元), 且伴随公司进一步的外延扩张能力, 维持"买入"评级。

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。

盈利预测和财务指标	标						
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		
营业收入(百万元)	1,906	2,549	3,299	4,151	5,108		
(+/-%)	35.3%	33.7%	29.4%	25.8%	23.1%		
净利润(百万元)	518	624	814	1,046	1,245		
(+/-%)	20.6%	20.6%	30.4%	28.5%	19.0%		
摊薄每股收益(元)	0.39	0.47	0.62	0.79	0.94		
EBIT Margin	27.7%	24.9%	25.5%	26.1%	25.2%		
净资产收益率(ROE)	14.4%	12.9%	14.0%	15.5%	15.8%		
市盈率 (PE)	90.9	75.4	57.8	45.0	37.8		
EV/EBITDA	84.7	70.2	54.2	42.7	36.2		
市净率 (PB)	13.1	9.7	8.1	7.0	6.0		
索利市区 MELT 同位分单位连环中枢控制 12 拉兹在亚北亚拉里亚亚亚土兰兹							

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



稳定增长, 分红方案超预期

公司 2014年实现营业收入 25.49 亿元,同比增长 33.69%。营业收入的增长主要来自于运维管理中的系统集成购销业务,本年增长 157.89%。另外,公司互联网运营业务(飞信、农网、其他)收入有所下降,飞信业务全年收入 3.89 亿元,下降 12.85%,在预期之内。值得关注的是,融合通信等其他互联网运营业务本年收入 7409万元,同比增长 558.21%,预计未来能够弥补飞信业务收入下降带来的损失。

图 1: 公司 2010-2014 年营业收入及变化情况(百万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

成本端方面,公司营业成本上升较快,本年营业成本相比去年增长 68.59%,主要原因是业务在不同行业拓展带来的运维服务中解决方案成本有所上升。公司全年实现实现净利润 6.24 亿元,同比增长 20.65%。

图 2: 公司 2010-2014 年净利润及变化情况(百万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司在年报中披露分配预案: 以 2015 年 3 月 31 日总股本为基数,向全体股东 每 10 股派发现金红利 1.20元(含税),以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。



我们认为:公司此次分配预案超出我们预期,说明公司对未来业绩增长仍然保持 信心,我们同公司一致,看好未来发展。

另外,公司一季报中公告公司一季度实现营业收入 4.69 亿,增 0.46%,实现净利润 3938 万元,同比下降 41.61%。业绩下降主要原因是项目验收延迟、业务又迅速拓展带来费用增加,相信全年将顺利确认相关收入。

游戏、融合通信、海外将放量,积极布局在线教育

公司 2013~2014 年依靠内生和外延的方式积极做了战略转型,从现在来看,各项业务均取得了阶段性发展:

公司融合融信业务在海外取得了突破,最重要的是公司从传统的运营支撑提供商变成了共同合作运营商,这是一般软件服务企业很难取得的成就。同时,公司融合通信(2014年在金融领域融合通信业务拓展顺利)、融云等业务可能迅速放量,从而弥补飞信业务带来的收入下滑,未来大概率取代飞信业务,成为公司业绩的支撑点之一。

图 3: 融云多版本 SDK 支撑



资料来源: 神州泰岳、国信证券经济研究所整理

- 公司本年完成壳木的并购,壳木也达到了相关的业绩承诺。公司全年游戏业务本年取得收入8365万,毛利率高达91.98%。同时,公司的游戏基金从CP、发行到资本一体化完善,已经投资了15个项目。
- 物联网业务也顺利推进:奇点科技研发的智慧线获得国家安标资质,在神华等企业获得了试应用。而智慧线无线延伸也突破了基于智慧线的周界安防技术,在石油行业装置屏蔽区域 Wi-Fi技术,实验效果良好。
- 另外,公司积极布局在线教育,相关业务格局基本完成。已经引进环球职业教育在线、蓝欧科技、千峰教育、溪聚网络等在校教育公司,引入 60 多门互联网热门课程,整体发展趋势良好。

我们认为:公司业务布局虽多但是合理,且在稳定增长有业绩支撑的情况下,每项业务未来都可能"独当一面",形成业绩支撑。因此,公司 2014 年全年战略转型进行顺利。



看好业绩支撑下的积极外延转型,维持公司"买入" 投资评级

公司去年全年业绩继续稳定增长,虽然飞信业务收入下滑对公司去年上半年业绩有一定影响,但鉴于飞信影响已经触底;且在融合通信业务对飞信形成互补替代,整体支撑仍然明确,公司游戏、互联网运营业务整体也在快速增长。另外,基于公司较为优异的业绩支撑,看好公司在智慧线业务以及海外市场的拓展。预计公司未来14-16年 EPS 为 0.62/0.79/0.94 元元(由于具有不确定性,暂不考虑龙图的投资收益,投资收益可达 40~50 亿元),且伴随公司进一步的外延扩张能力,维持"买入"评级。



附表: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
现金及现金等价物	1235	1881	2655	3460	
应收款项	1059	1447	1773	2212	
存货净额	216	238	305	380	
其他流动资产	90	140	177	217	
流动资产合计	2600	3706	4910	6269	
固定资产	382	348	301	251	
无形资产及其他	148	145	141	138	
投资性房地产	1990	1990	1990	1990	
长期股权投资	418	429	440	450	
资产总计	5537	6618	7782	9098	
短期借款及交易性金融负 债	66	30	100	80	
应付款项	91	127	148	194	
其他流动负债	412	516	640	803	
流动负债合计	569	673	888	1076	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	
其他长期负债	36	43	51	59	_
长期负债合计	36	43	51	59	
负债合计	605	716	939	1135	
少数股东权益	88	88	88	88	
股东权益	4844	5813	6755	7875	
负债和股东权益总计	5537	6618	7782	9098	

V 15 = 1 & 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	0044	00455	00405	00475
关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.47	0.62	0.79	0.94
每股红利	0.12	0.06	0.08	0.09
每股净资产	3.65	4.39	5.11	5.95
ROIC	13%	16%	20%	23%
ROE	13%	14%	15%	16%
毛利率	47%	53.57%	52.90%	52.41%
EBIT Margin	21%	25%	26%	25%
EBITDA Margin	23%	27%	27%	26%
收入增长	34%	29%	26%	23%
净利润增长率	21%	30%	28%	19%
资产负债率	13%	12%	13%	13%
息率	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	75.6	57.8	45.0	37.8
P/B	9.7	8.1	7.0	6.0
EV/EBITDA	82.4	54.2	42.7	36.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2549	3299	4151	5108
营业成本	1351	1532	1955	2431
营业税金及附加	9	19	24	29
销售费用	85.67	142.51	159.43	196.18
管理费用	566.55	765.63	931.31	1164.5 1
财务费用	(18)	(13)	(19)	(25)
投资收益	80.32	0.00	0.00	0.00
资产减值及公允价值变 动	(17.12)	(17.12)	(17.12)	(17.12)
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	618.32	836.03	1083.3 7	1295.5 8
营业外净收支	33.10	36.41	43.69	45.88
利润总额	651.42	872.44	1127.0 6	1341.4 6
所得税费用	47.29	58.29	80.93	96.33
少数股东损益	(20.28)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	624.41	814.15	1046.1 3	1245.1 3

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	624	814	1046	1245
资产减值准备	3	(17)	0	0
折旧摊销	43	42	43	44
公允价值变动损失	17	17	17	17
财务费用	(18)	(13)	(19)	(25)
营运资本变动	(1559)	(330)	(277)	(338)
其它	(18)	17	0	0
经营活动现金流	(889)	543	829	968
资本开支	(39)	(5)	(10)	(8)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	131	(16)	(21)	(19)
权益性融资	122	237	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(157)	(81)	(105)	(125)
其它融资现金流	701	(36)	70	(20)
融资活动现金流	509	120	(35)	(145)
现金净变动	(249)	646	774	805
货币资金的期初余额	1484	1235	1881	2655
货币资金的期末余额	1235	1881	2655	3460
企业自由现金流	(1020)	491	760	893
权益自由现金流	(319)	467	848	896



国信证券投资评级

	T	
类别	级别	定义
	买入	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
股票	增持	预计6个月内,股价表现优于市场指数10%-20%之间
投资评级	中性	预计6个月内,股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计6个月内,股价表现弱于市场指数10%以上
ار یا	超配	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上
行业 投资评级	中性	预计6个月内,行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数10%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。

本报告仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险,我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。



策略 技术分析 董徳志 021-60933158 剛 彬 021-6093 3155 闰 莉 010-88005316 利 010-88005316 利 010-88005317 孔令超 021-60933159 八下5-22940141 本智能 0755-22940456 四定收益 対象/日化/零售 互联网 重徳志 021-60933158 郭陈杰 021-60875168 王学恒 010-88005382 利 021-60875174 朱元 021-60933162 郑 到 010-88005307 列 010-88005307 列 010-88005305 河中 010-88005322 区
林 虎 010-88005302 朱俊春 0755-22940141 陶 川 010-88005317 孔令超 021-60933159 燕 翔 021-60875174 李智能 0755-22940456 固定收益
胸川010-88005317孔令超021-60933159燕 翔021-60875174李智能0755-22940456固定收益纺织/日化/零售互联网董德志021-60933158郭陈杰021-60875168王学恒010-88005382赵 婧021-60875174朱 元021-60933162郑 剑010-88005307魏五敏021-60933161李树国010-88005305柯聪伟021-60933152何立中010-88005322医药生物社会服务(酒店、餐饮和休闲)家电邓周宇0755-82133263曾 光0755-82150809王念春0755-82130407
無 翔 021-60875174 李智能 0755-22940456 固定收益 纺织/日化/零售 互联网 董徳志 021-60933158 郭陈杰 021-60875168 王学恒 010-88005382 赵 婧 021-60875174 朱 元 021-60933162 郑 劍 010-88005307 魏玉敏 021-60933161 李树国 010-88005305 何立中 010-88005322 柯聪伟 021-60933152 社会服务(酒店、餐饮和休闲) 家电 邓周宇 0755-82133263 曽 光 0755-82150809 王念春 0755-82130407
李智能 0755-22940456 固定收益 纺织/日化/零售 互联网 董德志 021-60933158 郭陈杰 021-60875168 王学恒 010-88005382 赵婧 021-60875174 朱元 021-60933162 郑 劍 010-88005307 魏五敏 021-60933161 李树国 010-88005305 何立中 010-88005322 概算 位立中 社会服务(酒店、餐饮和休闲) 家电 邓周宇 0755-82133263 曾光 0755-82150809 王念春 0755-82130407
固定收益纺织/旧 化零售互联网董德志021-60933158郭陈杰021-60875168王学恒010-88005382赵 婧021-60875174朱 元021-60933162郑 剑010-88005307魏玉敏021-60933161李树国010-88005305柯聪伟021-60933152何立中010-88005322医药生物社会服务(酒店、餐饮和休闲)家电邓周宇0755-82133263曾 光0755-82150809王念春0755-82130407
董徳志021-60933158郭陈杰021-60875168王学恒010-88005382赵 婧021-60875174朱 元021-60933162郑 剑010-88005307魏玉敏021-60933161李树国010-88005305柯聪伟021-60933152何立中010-88005322医药生物社会服务(酒店、餐饮和休闲)家电邓周宇0755-82133263曾 光0755-82150809王念春0755-82130407
起 婧021-60875174朱 元021-60933162郑 剑010-88005307魏玉敏021-60933161李树国010-88005305柯聪伟021-60933152何立中010-88005322医药生物社会服务(酒店、餐饮和休闲)家电邓周宇0755-82133263曾 光0755-82150809王念春0755-82130407
魏玉敏021-60933161李树国010-88005305柯聪伟021-60933152何立中010-88005322医药生物社会服务(酒店、餐饮和休闲)家电邓周宇0755-82133263曽 光0755-82150809王念春0755-82130407
柯聪伟021-60933152何立中010-88005322医药生物社会服务(酒店、餐饮和休闲)家电邓周宇0755-82133263曽光0755-82150809王念春0755-82130407
医药生物 社会服务(酒店、餐饮和休闲) 家电 邓周宇 0755-82133263 曾光 0755-82150809 王念春 0755-82130407
邓周宇 0755-82133263 曾 光 0755-82150809 王念春 0755-82130407
林小伟 0755-22940022 钟 藩 0755-82132098
通信服务 环保与公共事业
程成 0755-22940300 刘翔 021-60875160 陈青青 0755-22940855
李亚军 0755-22940077 刘 洵 021-60933151 徐 强 010-88005329
蓝逸翔 021-60933164
军工 机械 非金属及建材
梁 铮 010-88005381 成尚汶 010-88005315 黄道立 0755-82130685
王 东 010-88005309 刘 宏 0755-22940109
房地产 食品饮料 银行
区瑞明 0755-82130678 刘 鹏 021-60933167 李关政 010-88005326
朱宏磊 0755-82130513
电力设备新能源 化工 建筑工程
杨敬梅 021-60933160 李云鑫 021-60933142 邱 波 0755-82133390
苏 淼 021-60933150 刘 萍 0755-22940678
金融工程
黄志文 0755-82133928 李忠谦 010-88005325
字心脉 010-88005325 邹 璐 0755-82130833-701418



			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)	海外销售	交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573	
liwying@gu	wying@guosen.com.cn yelf@guosen.com.cn		shaoyf@gu	shaoyf@guosen.com.cn		uosen.com.cn		
赵海英	010-66025249 13810917275	李 佩	021-60875173 13651693363	郑 灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740	
zhaohy@g	uosen.com.cn	lipei@guos	en.com.cn	zhengcan@	zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣湾)	886-0975503529(台	
yuanyi @gu	ıosen.com.cn	tangjingwe	n@guosen.com.cn	yanxy@gu	osen.com.cn	chengkx@	guosen.com.an	
许 婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448	
		liangyc@g	uosen.com.cn	zhaoxxi@g	guosen.com.cn	liuyan3@g	guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1	
		吴 国	15800476582	黄明燕	18507558226			
		储贻波	18930809296					
		倪 婧	18616741177					