

布局三网融合，业务多点开花

事件：

公司发布公告，对中科白云增资的工商注册登记手续已全部办理完毕，公司对中科白云增资 20,000 万元，占中科白云增资后注册资本的 11.1111%。

研究结论：

- **公司增资中科白云，布局三网融合业务。**据公司公告，中科白云已经完成广东省电视网络公司的增资。广东省电视网络公司大型现代化有线广电网络运营商，下一步将全面推进全省广电网络资源整合，**整合完成后有线电视用户预计将达到 1900 万户左右**。广东省电视网络公司致力于打造成国内领先的广电网络综合信息服务运营商，提升广东省广电网络产业在全国乃至世界视频及数据传输和信息服务领域的控制力和影响力。
- **公司以自有资金收购或增资了多家公司，业务多点开花。**公司自前年上市后，以自有资金收购或增资了奇点国际（物联网、Krtex 系列隧道安全与生命保障系统）、中科白云（三网融合）、千腾网络（国内特色产品 B2B2C 平台）、友联创新（电信级的运维管理）、事天讯通（医疗服务类的电子商务平台）等公司，随着公司内部整合完成，这些新业务将逐渐与神州泰岳的原有业务组成协同效应，使得公司的业务更加多元化，降低对于单一客户和单一业务的依赖性，而且，这些业务的逐渐上量，也会成为公司股价的催化因素。
- **公司业务的三驾马车：OSS、飞信、农信通将全面迎来发展机遇。**OSS 受益于运营商智能管道建设，复合增长率可达 30%；中移动对飞信平台化的战略部署，使得泰岳有望转型成为“平台+应用”提供商；农信通有望复制飞信爆发式增长的态势，预计今年收入贡献将增至 1 亿元。详见深度报告《三驾马车同发力，引领公司高成长》。
- **市场对公司飞信业务上与移动的合作存在分歧，使得公司的价值大大低估。**我们认为，基本不存在移动取消与公司合作的可能：飞信 8000 万活跃用户的规模使得移动必须谨慎考虑技术合作商的替换决策；从泰岳角度来说，去年在没有 KPI 支持、没有卓望运营支持的情况下，取得了活跃用户数从 5000 万迅速升至年底 8000 万的优异成绩，在移动面前证明了自己的能力。而且，飞信业务的重要性日益显现，将有力支撑公司与移动之间的合作地位。作为移动互联网业务中少数成功案例，飞信是唯一有可能做成平台型业务的，除非移动彻底放弃互联网战略，否则飞信在移动内部的地位就必定日益提升。作为一个重要战略业务的不可或缺的合作伙伴，移动必须予以充分市场化的尊重。
- **考虑到分配原因，根据公司最新股本，调整公司 2011—2013 年 EPS 为：1.16、1.59 和 1.94 元，对应目标价为 52.5 元，重申公司买入评级。**
- **风险因素：**中国移动客户集中度风险、对飞信业务依赖的风险以及飞信业务模式转换的风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（首次）

股价（2011 年 4 月 21 日） 39.08 元

目标价格 52.50 元

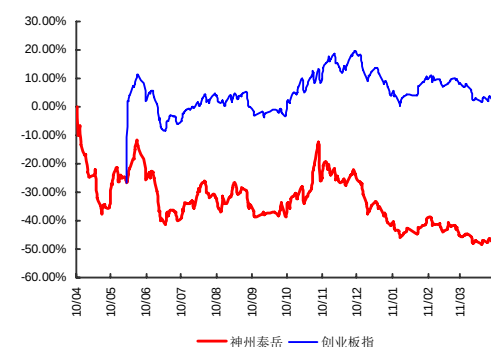
总股本（万股） 37920

国家/地区 中国

行业 通信设备

报告发布日期 2011 年 4 月 21 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	842	1,088	1,465	1,757
同比(%)	16%	29%	35%	20%
归属母公司净利润	328	442	602	736
同比(%)	21%	35%	36%	22%
毛利率(%)	73.9%	74.9%	74.9%	74.8%
ROE(%)	12.9%	15.2%	17.7%	18.6%
每股收益(元)	0.86	1.16	1.59	1.94
P/E (倍)	45.56	33.83	24.82	20.29
P/B (倍)	5.86	5.16	4.40	3.78
EV/EBITDA	39	28	21	17

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

时间

三驾马车同发力，引领公司高成长

2011.04.18

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,118	2,400	2,922	3,487	营业收入	842	1,088	1,465	1,757
现金	1,678	1,979	2,262	2,748	营业成本	220	272	368	442
应收账款	344	307	506	551	营业税金及附加	11	14	19	23
其它应收款	7	19	19	26	营业费用	29	37	50	61
预付账款	16	13	22	24	管理费用	253	315	410	474
存货	71	82	114	137	财务费用	(33)	(37)	(42)	(50)
其他	4	0	0	1	资产减值损失	11	11	11	11
非流动资产	624	697	732	759	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	76	76	76	76	投资净收益	4	4	4	5
固定资产	381	615	649	682	营业利润	354	477	653	800
无形资产	0	(0)	(0)	(0)	营业外收入	13	15	18	20
其他	168	7	7	1	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2,743	3,097	3,654	4,246	利润总额	365	491	669	818
流动负债	171	178	240	269	所得税	38	49	67	82
短期借款	-	-	-	-	净利润	327	442	602	736
应付账款	44	53	73	87	少数股东损益	(1)	-	-	-
其他	127	125	167	182	归属于母公司净利润	328	442	602	736
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	331	454	626	767
长期借款	-	-	-	-	EPS (元) -全面摊薄	0.86	1.16	1.59	1.94
其他	18	18	18	18	主要财务比率				
负债合计	189	197	258	287	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	3	3	3	3	成长能力				
股本	316	379	379	379	营业收入	16.4%	29.2%	34.7%	19.9%
资本公积	1,562	1,499	1,499	1,499	营业利润	24.9%	34.8%	36.7%	22.6%
留存收益	673	1,020	1,515	2,078	归属于母公司净利润	21.3%	34.7%	36.3%	22.3%
归属母公司股东权益合计	2,551	2,898	3,393	3,955	获利能力				
负债和股东权益	2,743	3,097	3,654	4,246	毛利率	73.9%	74.9%	74.9%	74.8%
现金流量表					净利率	39.0%	40.6%	41.1%	41.9%
单位:百万元					ROE	12.9%	15.2%	17.7%	18.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.3%	13.7%	16.2%	17.1%
经营活动现金流	145	441	393	656	偿债能力				
净利润	327	442	602	736	资产负债率	6.9%	6.4%	7.1%	6.8%
折旧摊销	10	13	16	17	净负债比率	93.10%	93.65%	92.93%	93.23%
财务费用	(33)	(37)	(42)	(50)	流动比率	12.40	13.45	12.18	12.96
投资损失	(4)	(4)	(4)	(5)	速动比率	11.99	13.00	11.70	12.45
营运资金变动	(173)	28	(190)	(52)	营运能力				
其它	18	(1)	12	9	总资产周转率	0.33	0.37	0.43	0.44
投资活动现金流	(527)	(24)	(46)	(45)	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	401	81	50	50	应付账款周转率	5.48	5.61	5.84	5.54
长期投资	76	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	(50)	57	4	5	每股收益	0.86	1.16	1.59	1.94
筹资活动现金流	(12)	(116)	(65)	(124)	每股经营现金流	0.52	1.16	1.04	1.73
短期借款	-	-	-	-	每股净资产	6.73	7.64	8.95	10.43
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	190	-	-	-	P/E	45.56	33.83	24.82	20.29
资本公积增加	(196)	(59)	-	-	P/B	5.86	5.16	4.40	3.78
其他	(5)	(56)	(65)	(124)	EV/EBITDA	38.85	28.36	20.55	16.77
现金净增加额	(393)	302	282	487					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn