

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 4.11

当前价格: 3.92

2019.09.19

神州泰岳 (300002)

ICT 运营与手游为基石, 推进物联网转型

李沐华 (分析师)

010-59312799

limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

本报告导读:

公司转型后物联网通讯业务进展顺利, ICT 运营管理业务受大客户开支影响较大, 游戏业务后续不确定性较高

投资要点:

- 首次覆盖, 给予“中性”评级, 目标价 4.11 元。公司物联网通讯业务增长可期, ICT 运营管理业务受大客户开支影响较大, 游戏业务后续不确定性较高。预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 22.30、25.60、29.23 亿元, EPS 分别为 0.03、0.07、0.11 元。根据 PS 估值法, 给予公司 2019 年行业平均 3.61 倍 PS, 目标价 4.11 元。
- 公司起源于飞信运营外包业务, 目前形成四大业务体系。2006 年 5 月, 公司中标中国移动飞信项目, 成为我国 ICT 市场领军企业。公司通过并购扩充产品体系, 目前拥有人工智能和大数据、物联网通信、ICT 运营管理和手机游戏四大核心业务体系。ICT 与手机游戏业务目前收入占比较大, 物联网通信业务发展迅速。
- 物联网通讯业务成为公司转型后新增长点。公司的物联网业务中, 核电通讯业务满足核电站要求并顺利在多个核电站落地, 使得物联网通讯业务成为公司新的增长点。
- ICT 业务面临变革, 新游推出有望延续增长。运营商 5G 建设带来了运营商通信、网络层的相应变革。公司的 ICT 会随着 5G 的推出而进行迭代, 以适应新时期电信客户 ICT 需求。新游戏《Age of Z》于 2019 年 3 月正式在海外推广, 有望延续手游业务的增长。
- 风险提示: 物联网通讯业务落地进程不及预期, ICT 客户需求出现大幅波动, 手机游戏流水不及预期

交易数据

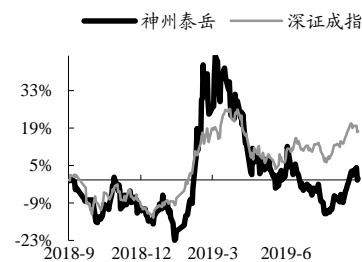
52 周内股价区间 (元)	2.92-5.95
总市值 (百万元)	7,687
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,961/1,415
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	72%
日均成交量 (百万股)	17.24
日均成交值 (百万元)	67.47

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,991
每股净资产	2.55
市净率	1.5
净负债率	4.03%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.02	-0.05
Q2	-0.05	-0.06
Q3	-0.01	0.01
Q4	0.12	0.13
全年	0.04	0.03

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	-1%	1%
相对指数	5%	-12%	-18%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,026	2,019	2,230	2,560	2,923
(+/-)%	-31%	0%	10%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	186	152	67	151	238
(+/-)%	-49%	-18%	-56%	126%	58%
净利润 (归母)	120	80	64	141	220
(+/-)%	-76%	-33%	-21%	122%	56%
每股净收益 (元)	0.06	0.04	0.03	0.07	0.11
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.2%	7.5%	3.0%	5.9%	8.1%
净资产收益率 (%)	2.3%	1.5%	1.2%	2.6%	3.9%
投入资本回报率 (%)	3.3%	3.4%	1.2%	2.7%	4.2%
EV/EBITDA	41.53	27.66	117.31	51.32	31.63
市盈率	64.30	95.80	120.65	54.38	34.90
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2019.09.19

股票研究

信息科技
计算机

神州泰岳 (300002)

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 4.11

当前价格: 3.92

2019.09.19

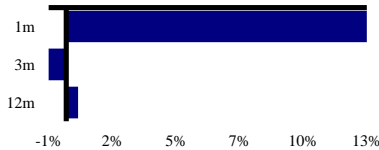
公司网址

www.ultrapower.com.cn

公司简介

公司在人工智能与大数据方向, 专注于自然语言处理和大数据技术的研发与应用, 已成为国内本领域的技术创新重镇, 在基础研究、平台建设、行业应用三个层面形成了核心竞争力和市场影响力。在物联网与通信方向, 公司运用独创设计和先进工艺, 将物联网芯片嵌入到通信电缆中, 打造了集无线通信、物联网传感、精准定位、安防监控、敌我识别等多种功能于一身的物联网通信产品——智慧线, 该产品被北京市纳入二十大颠覆

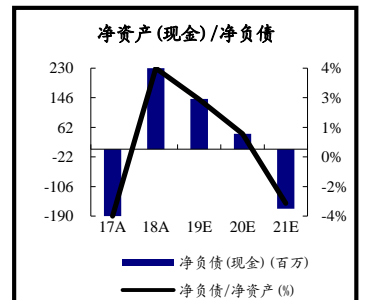
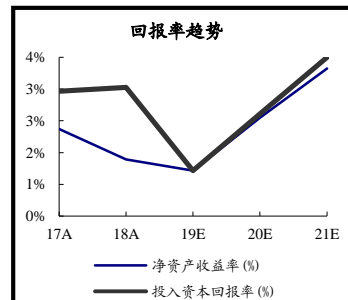
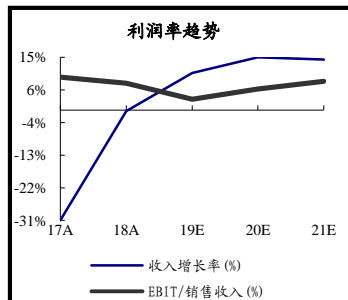
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 2.92-5.95
市值 (百万) 7,687

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,026	2,019	2,230	2,560	2,923
营业成本	623	581	757	889	1,042
税金及附加	16	21	19	23	27
销售费用	457	449	495	526	558
管理费用	663	714	770	832	899
EBIT	186	152	67	151	238
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	55	7	31	43	32
财务费用	69	38	23	22	21
营业利润	106	67	70	156	243
所得税	22	-10	7	16	24
少数股东损益	-22	-1	-1	-1	-1
归母净利润	120	80	64	141	220
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	789	536	621	722	935
其他流动资产	1,996	1,860	1,974	2,132	2,295
长期投资	305	314	314	314	314
固定资产合计	423	408	408	408	408
无形及其他资产	3,411	3,517	3,493	3,470	3,446
资产合计	6,925	6,635	6,811	7,046	7,398
流动负债	1,464	1,313	1,427	1,523	1,655
非流动负债	321	92	92	92	92
股东权益	5,140	5,230	5,291	5,432	5,651
投入资本(IC)	4,587	5,093	5,069	5,109	5,115
现金流量表					
NOPLAT	151	175	60	136	214
折旧与摊销	99	91	0	0	0
流动资金增量	-194	-28	0	64	30
资本支出	-516	-139	24	24	24
自由现金流	-460	98	84	223	268
经营现金流	541	272	58	60	183
投资现金流	-280	-97	55	67	56
融资现金流	-312	-451	-28	-27	-27
现金流净增加额	-51	-276	85	101	213
财务指标					
成长性					
收入增长率	-31.0%	-0.3%	10.4%	14.8%	14.2%
EBIT 增长率	-48.8%	-18.3%	-56.0%	125.7%	57.8%
净利润增长率	-76.4%	-32.9%	-20.6%	121.9%	55.8%
利润率					
毛利率	69.3%	71.2%	66.0%	65.3%	64.4%
EBIT 率	9.2%	7.5%	3.0%	5.9%	8.1%
归母净利润率	5.9%	4.0%	2.9%	5.5%	7.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.3%	1.5%	1.2%	2.6%	3.9%
总资产收益率(ROA)	1.7%	1.2%	0.9%	2.0%	3.0%
投入资本回报率(ROIC)	3.3%	3.4%	1.2%	2.7%	4.2%
运营能力					
存货周转天数	162	123	90	80	70
应收账款周转天数	251	205	200	190	180
总资产周转天数	1,257	1,225	1,101	988	902
净利润现金含量	452.2%	339.1%	91.5%	42.6%	83.2%
资本支出/收入	25.5%	6.9%	-1.1%	-0.9%	-0.8%
偿债能力					
资产负债率	25.8%	21.2%	22.3%	22.9%	23.6%
净负债率	-3.7%	4.4%	2.7%	0.8%	-3.0%
估值比率					
PE(现价)	64.30	95.80	120.65	54.38	34.90
PB	2.33	1.24	1.45	1.41	1.36
EV/EBITDA	41.53	27.66	117.31	51.32	31.63
P/S	3.79	3.81	3.45	3.00	2.63
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. 核心逻辑，盈利预测与估值.....	4
1.1. 核心逻辑及盈利预测.....	4
1.2. 公司估值.....	4
2. ICT 领军转型物联网、人工智能业务.....	5
2.1. 公司壮大于飞信电信运营外包业务.....	5
2.2. 目前形成布局多领域的四大核心业务.....	5
3. 物联网业务进展顺利，核电通讯为主要方向.....	6
3.1. 物联网业务成为公司核心增长点.....	6
3.2. 核电领域前景广阔，再次中标彰显客户认可度.....	7
3.3. 周界安防领域和地下空间物联网领域加速落地.....	8
4. ICT 运营龙头地位稳固，游戏业务稳定增长.....	8
4.1. 传统优势：ICT 运营管理业务.....	8
4.2. 手机游戏以海外为主，多元化发展.....	9
4.3. 积极拓展人工智能和大数据业务，多项产品落地.....	9
5. 风险提示.....	9

1. 核心逻辑，盈利预测与估值

1.1. 核心逻辑及盈利预测

公司物联网通讯业务增长可期，ICT 运营管理业务受大客户开支影响较大，5G 到来有望促进电信客户 ICT 开支，游戏业务不确定性较高。预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 22.30、25.60、29.23 亿元，净利润分别为 0.64、1.41、2.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.03、0.07、0.11 元。

1.2. 公司估值

PE 估值法：A 股中与公司物联网业务相近的公司有日海智能、高德红外、广和通、华工科技。2019 年行业平均 PE 为 48.47 倍，预测公司 2019 年 EPS 为 0.03 元。我们认为公司业务尚处于转型期，短期利润受影响较大。按照 2019 年 50 倍 PE 计算，公司合理估值为每股 1.50 元。

表 1: 可比公司 PE 估值

公司名称	收盘价 2019/9/18	EPS (万得一致预期)			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
日海智能	21.25	0.53	0.75	0.97	40.13	28.29	21.95
高德红外	23.01	0.28	0.37	0.48	82.95	62.36	48.43
广和通	69.89	1.48	2.16	2.94	47.18	32.35	23.75
华工科技	20.22	0.48	0.56	0.69	41.75	36.41	29.50
可比公司平均	33.59	0.69	0.96	1.27	48.47	35.03	26.49

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

PS 估值法：A 股中与公司物联网业务相近的公司有日海智能、高德红外、广和通、华工科技。2019 年行业平均 PS 为 3.61 倍，公司 2019 年预测营业收入为 22.30 亿元，给予行业平均 PS 3.61 倍，公司合理市值为 80.50 亿元，合理估值为每股 4.11 元。

表 2: 可比公司 PS 估值

公司名称	总市值 2019/9/18	营业总收入 (万得一致预期)			PS		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
日海智能	66.30	59.79	76.46	95.71	1.11	0.87	0.69
高德红外	215.46	19.14	24.48	30.86	11.26	8.80	6.98
广和通	84.70	20.45	29.31	40.21	4.14	2.89	2.11
华工科技	203.31	58.54	72.95	87.50	3.47	2.79	2.32
可比公司平均	142.44	39.48	50.80	63.57	3.61	2.80	2.24

数据来源：Wind，国泰君安证券研究 注：单位（亿元）

结合 PE、PS 估值法，我们认为，公司尚处于转型期，新业务投入较大导致盈利能力未能释放，因此 PS 估值法更为合适，给予公司 2019 年行

业平均 3.61 倍 PS，目标价 4.11 元，首次覆盖给予“中性”评级。

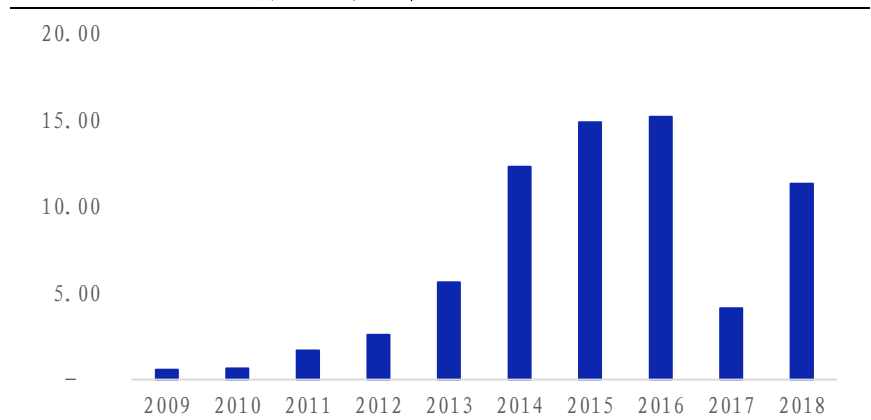
2. ICT 领军转型物联网、人工智能业务

2.1. 公司壮大于飞信电信运营外包业务

公司通过飞信业务迅速壮大，2009 年首批登录深交所创业板。2001 年 5 月，公司正式成立并确立了投入到系统网络管理的领域中的目标，并持续深耕 ICT 运营管理市场。公司 ICT 运营管理业务在成立初期市占率大幅度提升，规模也逐渐扩大。2006 年 5 月，公司中标中国移动飞信项目、中国网通 EDC 项目，在业务管理解决方案市场中公司市占率提高到 19.1%。2008 年，飞信系统在线用户突破 100 万，公司的 ICT 业务也进入全面发展期。2009 年成功登录深交所创业板，成为首批创业板上市公司之一。

ICT 业务大客户较为集中，受影响较大。公司上市后 ICT 业务发展迅猛，在 2015 年之前一直保持高速增长，然而公司前期大部分收入来源于电信行业，收入来源较为单一。2017 年，公司 ICT 运营管理业务因为大客户业务管理体系的调整等因素，大大影响了项目的推进进程，2017 年度 ICT 运营管理，尤其是移动互联网运营支撑方面，业绩下滑严重。

图 1: 公司 ICT 业务收入来源单一，波动较大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 单位 (亿元)

2.2. 目前形成布局多领域的四大核心业务

通过并购扩充产品体系，摆脱受单一行业波动束缚。2014 年 7 月，公司成立泰岳梧桐基金，进军游戏产业，打造完备的游戏产业链。2016 年 6 月，神州泰岳全资收购鼎富科技，着力拓展大数据业务。目前公司拥有包括传统 ICT 业务在内的四大核心业务，分别为人工智能和大数据、物联网通信、ICT 运营管理和手机游戏业务。

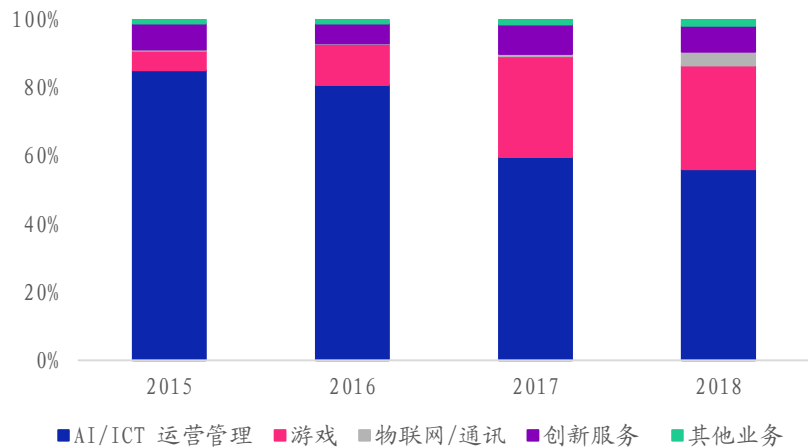
图 2: 公司四大核心业务布局多项领域



数据来源: 公司公告

ICT运营和手游业务为支撑, 物联网业务快速增长。目前公司收入占比最高的业务仍为传统 ICT 运营业务以及手游业务。然而物联网通讯业务增长迅猛, 成为公司四大业务条线中的重要增长点。

图 3: ICT 与游戏仍占主导, 物联网通讯进展迅速



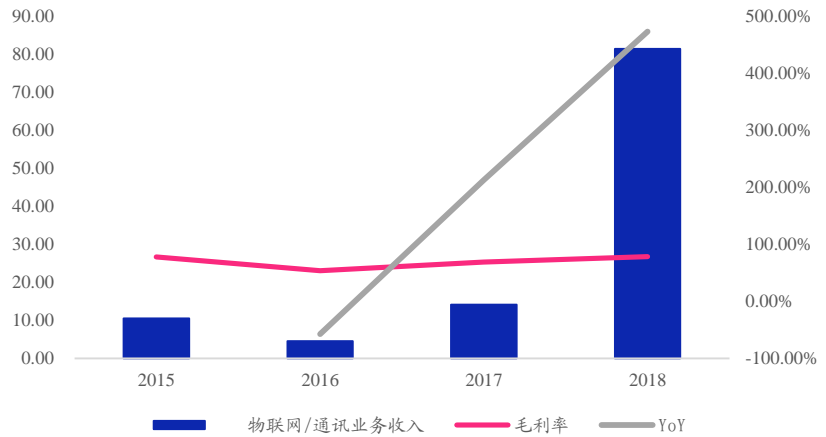
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 物联网业务进展顺利, 核电通讯为主要方向

3.1. 物联网业务成为公司核心增长点

公司物联网业务收入增长迅速, 促进公司业务转型。公司物联网通信业务包括核电通讯产品系列、周界安防产品系列和地下空间物联网与通讯接入产品系列。其收入在 2017 年和 2018 年分别增长了 212.60% 和 473.26%, 同时毛利率也从 2016 年的 54.08% 提升至 2018 年的 78.42%。物联网通讯业务占总收入的比例也从 2016 年的 0.15% 提升至 2018 年的 4.03%, 呈现出快速发展之势。公司物联网通讯业务有望成为公司业务主要增长点并促进公司业务的转型, 其中, 核电通讯产品的顺利落地是物联网业务收入快速增长的主要原因。

图 4: 物联网通讯业务收入快速增长, 毛利率同步提升

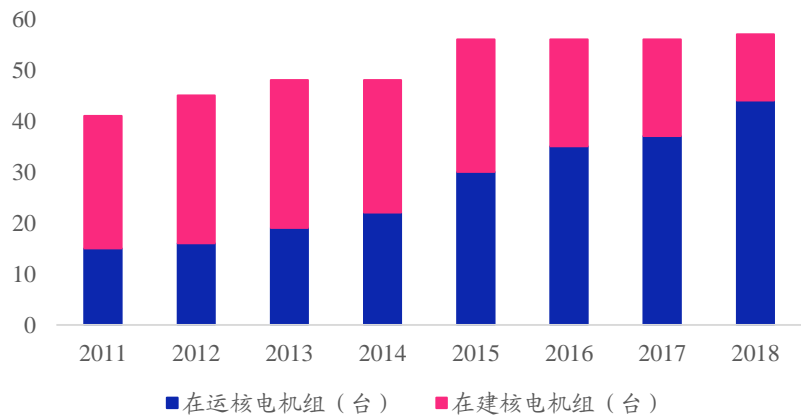


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究注: 单位 (百万元)

3.2. 核电领域前景广阔, 再次中标彰显客户认可度

国内核电领域有很广阔的发展前景, 推动公司核通讯系列产品的发展。发展核电是国家的重要战略之一, 核电发展专题规划是电力发展规划的重要组成部分。根据《中国核电中长期发展规划》, 到 2020 年, 核电运行装机容量争取达到 4000 万千瓦, 核电年发电量达到 2600-2800 亿千瓦时。公司的 Nu-WiFi 核专业无线通信系统是满足核电站高电磁安全、高信息安全、高辐照要求的无线通信系统, 核电运行装机量的提升将有利于公司的核电通讯业务的可持续发展。

图 5: 国内核电领域发展前景广阔



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

再次中标核电机组无线通讯业务。公司曾经负责中核田湾核电五六号机组无线通信系统建设、中广核防城港核电一、二、三、四号机组无线通信系统改造工程项目。到 2019 年上半年, 公司再次中标中广核防城港 3-4 号机组项目两台核电机组的无线通信系统建设, 而该机组采用具有我国自主知识产权的第三代核电技术。在核电领域, 公司渐渐积累了一定的客户基础。

图 6: 公司核通讯产品在多处核电站实施



数据来源: 公司公告

3.3. 周界安防领域和地下空间物联网领域加速落地

公司的周界安防系列产品和地下空间物联网与通讯接入系列产品都在各自的领域中顺利落地并发挥出了明显的效力。公司的智慧墙入侵探测系统是公司周界安防产品的代表，其整体系统技术能力和功能应用处于世界领先水平。在公司周界安防产品方面，公司成功落地中国铁路总公司项目、独山子石化项目和田湾核电站项目等。公司独创的“基于智慧线的城市综合管廊通信安防一体化系统”在北京、天津、南宁、成都、合肥、连云港、江苏、河南等多地管廊项目中落地。

4. ICT 运营龙头地位稳固，游戏业务稳定增长

4.1. 传统优势：ICT 运营管理业务

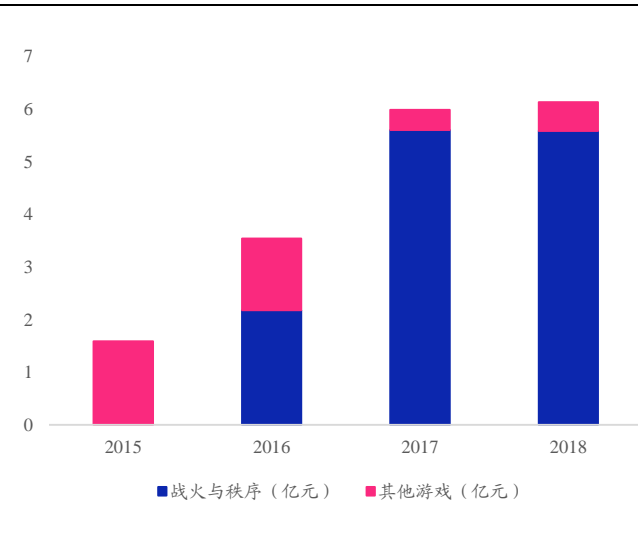
ICT 运营管理是公司创始之初的定位和目标，在中国 IT 服务管理市场中公司保持了多年的市场占有率第一。ICT 是信息产业（IT）与通信产业（CT）的统称，ICT 运营管理即通过提供软件与服务等方式对 ICT 基础设施、业务应用和运维体系进行管理。在 ICT 运营管理行业，公司具长期绑定众多高端客户，如中国移动、中国联通、建设银行和农业银行等，公司具有的 ICT 产品线，并具备大规模的全国性项目建设能力。集聚客户优势、产品优势和建设能力优势将有利于公司稳固 ICT 运营管理龙头的地位。

5G 来临，ICT 面临变革。公司的 ICT 运营管理业务是针对电信客户通信层、网络层的运营管理，5G 的建设带来了运营商通信、网络层的相应变革。公司是 ICT 运营龙头，长期市占率保持第一，与运营商有着良好的合作关系，在品牌、技术等方面均具有优势。预计公司的 ICT 会随着 5G 的推出而进行迭代，以适应新时期电信客户 ICT 需求。

4.2. 手机游戏以海外为主，多元化发展

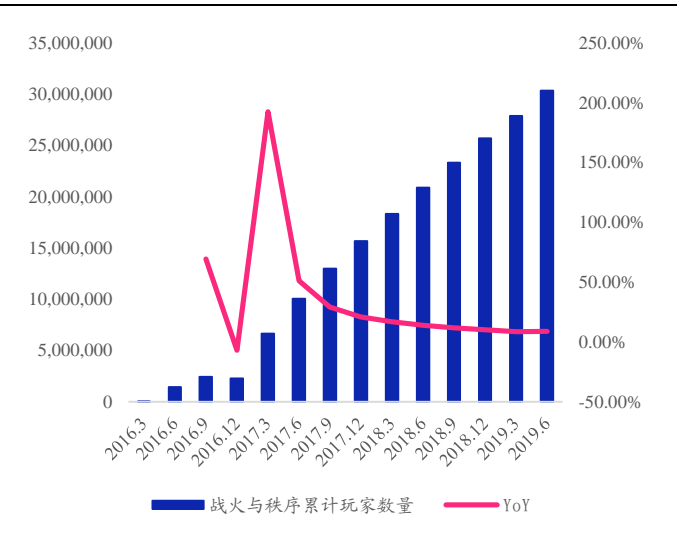
《战火与秩序》在海外成为爆款，持续推出新游稳定增长。公司精耕细作的《战火与秩序》于2016年上线，便引发海外玩家巨大的反响，该游戏多次获得谷歌全球精选游戏首页推荐，全球流水月均1,000万美元以上。新游戏《Age of Z》于2019年3月正式在海外推广，目前该游戏各项数据都在稳定的增长中。

图 7：游戏业务流水保持稳定



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 8：战火与秩序用户数量稳定增长



数据来源：Wind、国泰君安证券研究 注：单位（人）

4.3. 积极拓展人工智能和大数据业务，多项产品落地

公司在人工智能方面专长于自然语言处理，在大数据方面专长于大数据技术等融合应用。公司的自然语言处理技术有领先的语义认知能力，智能语义技术涵盖面向业务的自然语言文本分析、基于增强学习语义模型分析检索、多维度组合模式检索等三大能力，主要落地的产品有中文信息（深度）处理开放创新平台、泰岳语义工厂和智能写作产品。另外，公司的大数据技术有着强大的数据采集能力、独特的算法整合和深度解析能力，主要落地的产品为 Ultra-D 云数据仓库、DataWave 数据虚拟化管理平台、DataView 数据可视化平台、Data Exchange 数据共享交换平台、UltraSearch 云搜索引擎、“智脑 2.0”系列产品和“睿达控”大数据风控平台。

5. 风险提示

(1) 物联网通讯业务落地进程不及预期

公司物联网通讯业务的爆发性增长来自于该业务在核电通讯领域的顺利落地。但由于目前行业技术更新快、竞争激烈，项目落地不及预期可能影响公司业绩。

(2) ICT 客户需求出现大幅波动

在云计算、人工智能和大数据等一系列新技术的作用下，ICT 运营管理的对象、重点和要求都在发生巨大的变化。因为 ICT 运营管理业务仍然是占公司总收入比例超过 50% 的业务，并且仍然集中于电信行业。ICT 业务后续发展取决于电信客户在该领域的投入，因此不确定性较大。

(3) 手机游戏流水不及预期

手机游戏市场竞争激烈，产品更新迅速，玩家喜好转移快。而游戏研发周期长，沉默成本大，公司新游《Age of Z》能否延续《战火与秩序》的高人气存在不确定性，游戏业务收入波动风险较大。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		