

## 神州泰岳 300002.SZ



## 国内 IT 运维管理龙头：服务飞信，快速成长

**本报告导读：** ➤ 盈利模式：公司主要为中移动提供飞信业务的运维支撑外包服务，中移动根据活跃的飞信用户数量及其对公司的服务质量打分情况向公司结算相关费用。

## 投资要点：

- **国内IT运维管理龙头，BSM领域份额第一。**公司专注于IT运维管理领域，主营业务主要是向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供IT 运维管理的整体解决方案。公司在BSM领域市场份额居国内第一，2008年市场份额25.7%。
- **国内IT运维领域未来几年仍将快速增长。**2009年至2013年我国的BSM市场容量将以19.4%的年均复合增长率保持高速增长，至2013年达到47.9亿元的市场规模。预计2009-2011年OSS的需求将处于持续高增长阶段，增长率分别为30%、25%、20%，至2011年达到5.05亿元的市场规模。
- **飞信运维支撑业务是公司最大亮点。**公司对中移动的飞信业务运维整体外包服务是公司的主要营收来源。07A-09H1，飞信业务占公司技术服务收入比重分别为72.39%、88.24%和84.21%。07年、08年飞信业务营收增长100.00%和216.66%，快速成长。
- **公司独享飞信业务市场空间。**中国移动的手机用户是飞信的潜在客户群。截至2009年上半年，飞信的注册用户约为1.84亿户，活跃用户5348万户。在中国移动的营销推广之下，飞信用户保持快速增长。尽管如此，与中移动当前5亿多的手机用户相比，目前飞信活跃用户数仍较低，其成长空间仍很大。
- **手机上网用户的快速增长将是飞信用户增长的新驱动力。**随着国内移动互联网的快速发展，以及智能手机的渗透率逐步提高，国内手机上网用户呈现快速增长势头。到2009年9月份，国内手机上网用户数已达1.81亿户，较2008年底的1.18亿户增长53.4%。09年前三个季度手机上网用户增速分别达到13.6%、15.7%和16.8%，手机上网用户逐季快速增长。这将是飞信用户增长的新驱动力。
- **估值与建议。**基于相对审慎的盈利预测分析，我们预计公司未来几年符合增长率将达到48.7%左右的水平，按照公司作为高成长型企业09年PEG=1~1.2倍左右的水平估值，公司09年PE大约在48~58倍之间，对应未来6~12个月的合理目标价格在88元~106元之间。这个目标价区间较58元的发行价溢价51.7%~82.8%左右。

请务必阅读正文之后的重要声明

通信及计算机行业 2009.10.30

## 发行上市

|        |            |
|--------|------------|
| 合理估值区间 | ¥88~106    |
| 发行方式   | 网下询价+网上申购  |
| 发行价格   | ¥58.00     |
| 保荐机构   | 中信证券       |
| 上市日期   | 2009.10.30 |

## 发行数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 发行股本（百万股）   | 31.6    |
| 发行后总股本（百万股） | 126.4   |
| 流通股比例（%）    | 25      |
| 主要股东        | 王宁，李力   |
| 主要股东持股（%）   | 18.58×2 |

## 基础数据（2008 年度）

|          |      |
|----------|------|
| 每股收益（元）  | 1.4  |
| 每股净资产（元） | 5.41 |
| 毛利率（%）   | 50.4 |
| ROE（%）   | 65.5 |
| 资产负债率（%） | 38.5 |

## 发行后股本结构

| 股东  | 百万股   | %     |
|-----|-------|-------|
| 王宁  | 17.61 | 13.93 |
| 李力  | 17.61 | 13.93 |
| 齐强  | 9.23  | 7.3   |
| 黄松浪 | 7.74  | 6.13  |
| 王国华 | 7.33  | 5.8   |

|     |                      |
|-----|----------------------|
| 万阳松 | 行业研究员                |
| 电话  | 021-32229888*3501    |
| 邮箱  | wanyangsong@ajzq.com |

## 相关报告

## 内容目录

|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况：IT运维管理的领先企业</b> | <b>4</b>  |
| 1.1 IT运维管理为公司主业           | 4         |
| 1.2 公司在国内BSM市场份额高达 25.7%  | 4         |
| 1.3 公司股权结构及控股公司           | 4         |
| <b>2 国内IT运维管理行业仍快速成长</b>  | <b>5</b>  |
| 2.1 运维管理业务概念及业务分类         | 5         |
| 2.2 国际IT运维管理市场已较成熟        | 6         |
| 2.3 国内企业在BSM和OSS市场竞争优势突出  | 6         |
| <b>3 公司主营及业务模式分析</b>      | <b>9</b>  |
| 3.1 服务飞信，拓展IT运维支撑整体外包模式   | 9         |
| 3.2 技术服务中的飞信运维支撑业务是最大亮点   | 10        |
| 3.3 独享飞信业务市场空间，成长可期       | 11        |
| 3.4 飞信运维整体外包模式的可复制性       | 12        |
| <b>4 竞争优势分析</b>           | <b>13</b> |
| 4.1 技术与研发优势               | 13        |
| 4.2 市场品牌与客户资源优势           | 13        |
| 4.3 产品开发与创新优势             | 13        |
| <b>5 募投项目分析</b>           | <b>14</b> |
| <b>6 风险因素提示</b>           | <b>14</b> |
| <b>7 盈利预测分析</b>           | <b>15</b> |
| 7.1 盈利预测假设                | 15        |
| 7.2 盈利预测结果                | 16        |
| <b>8 估值及投资建议</b>          | <b>16</b> |

## 图表目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图表 1：国内领先BSM提供商的市场份额（2008） | 4  |
| 图表 2：公司股权结构图               | 5  |
| 图表 3：IT系统的完整生命周期           | 5  |
| 图表 4：IT运维管理的分类             | 6  |
| 图表 5：国内BSM市场未来 5 年增长趋势     | 7  |
| 图表 6：国内BSM解决方案市场应用领域分布     | 7  |
| 图表 7：国内OSS市场未来 3 年增长趋势     | 8  |
| 图表 8：移动基站月度累计增速较高          | 8  |
| 图表 9：国内OSS市场主要厂商竞争格局       | 9  |
| 图表 10：公司主营业务收入占比分析         | 10 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 11: 飞信业务是公司收入重要来源.....                   | 10 |
| 图表 12: 09Q3 中移动手机用户 5.08 亿, 累计市场 72.8%..... | 11 |
| 图表 13: 09Q3 手机上网用户增速达 16.8%.....            | 12 |
| 图表 14: 09H1 公司研发投入比率达 12.75%.....           | 13 |
| 图表 15: 公司具有产品开发与创新优势.....                   | 13 |
| 图表 16: 公司募投项目情况 .....                       | 14 |
| 图表 17: 公司募投项目盈利分析 .....                     | 14 |
| 图表 18: 公司分业务营业收入及毛利率预测.....                 | 15 |
| 图表 19: 公司期间费用率预测 .....                      | 16 |
| 图表 20: 公司利润表预测 .....                        | 17 |

## 1 公司概况：IT 运维管理的领先企业

### 1.1 IT 运维管理为公司主业

公司主营业务为向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供IT 运维管理的整体解决方案，包括软件产品开发与销售、技术服务和相应的系统集成；公司的业务涵盖了四大专业方向，即系统网络管理、信息安全管理、服务流程管理和面向电信网络的综合网络管理。

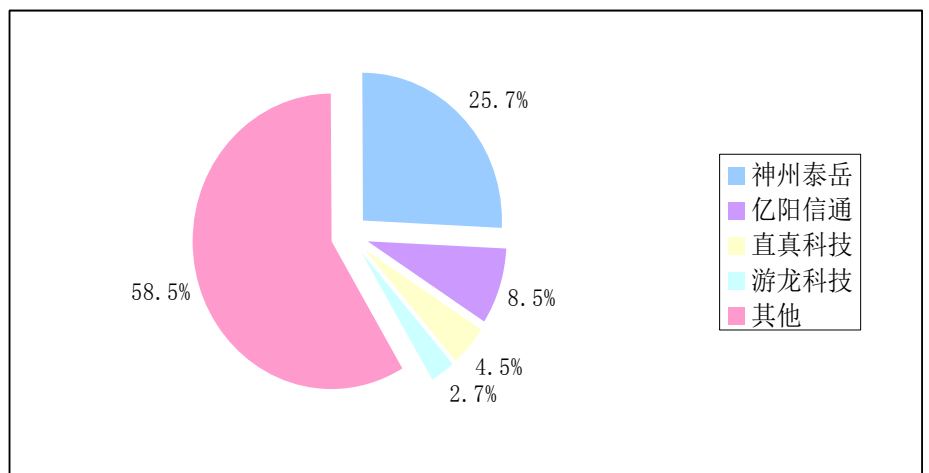
公司全资子公司新媒传信是移动互联网运维支撑专业公司，提供全方位的移动互联网运维领域的技术产品开发、运营支撑服务。控股子公司泰岳通信技术专业从事为电信主设备厂商和各运营商提供无线网络优化服务。

### 1.2 公司在国内 BSM 市场份额高达 25.7%

国内业务服务管理（BSM）厂商在为客户提供服务的过程中，对行业的理解和对客户需求的把握日益深刻，逐渐从以国外产品为平台，面向行业和业务进行二次开发，发展到自主开发形成具有自主知识产权的产品。

公司在电信、金融等领域的BSM项目实施过程中，深入理解客户的运维管理需求和业务特点，并将这些理解融入产品和服务，开发了一系列具有自主知识产权的产品，培育了稳定的客户群，逐步形成了较强的竞争优势，占据了较大的市场份额。目前公司在国内BSM市场份额居第一，高达25.7%。

图表 1：国内领先 BSM 提供商的市场份额（2008）



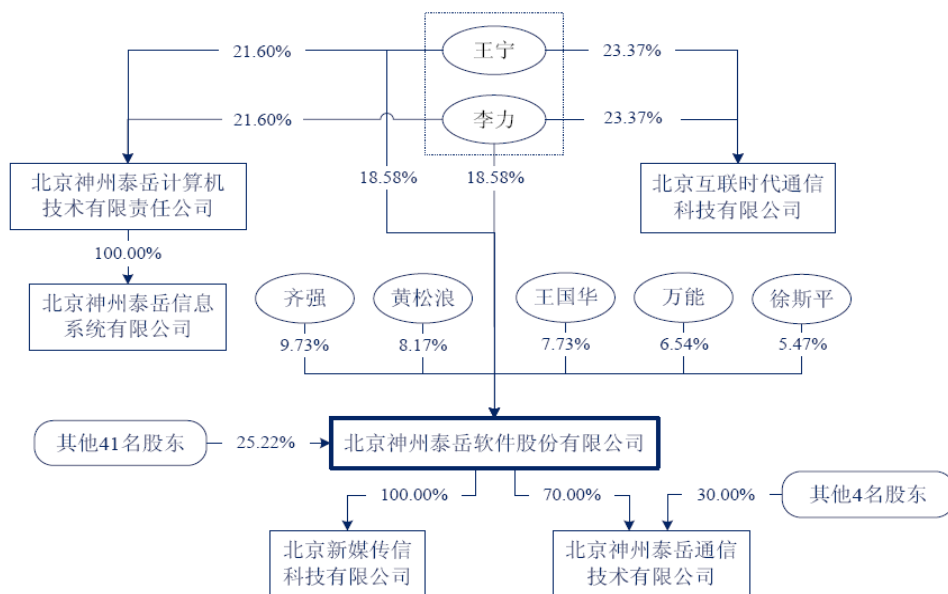
来源：招股说明书，爱建证券研究部

### 1.3 公司股权结构及控股公司

公司系自然人持股的股权结构，实际控制人和控股股东均为王宁和李力。为保证公司控制权的持续、稳定，王宁、李力于2009年6月10日共同签署了关于

一致行动的《协议书》。本次发行前，两人合计持有公司股权比例为37.16%；本次发行后，两人合计持有公司股权比例为27.86%，认为公司共同实际控制人。

图表 2: 公司股权结构图



来源：招股说明书，爱建证券研究部

## 2 国内 IT 运维管理行业仍快速增长

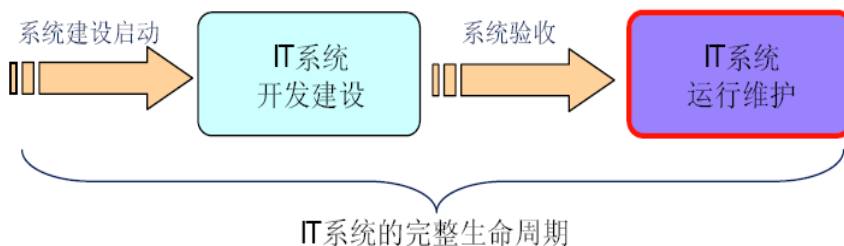
## 2.1 运维管理业务概念及业务分类

## ◆ IT系统的生命周期

企业的IT系统一般都会经历如下图所示的生命周期。当IT系统搭建完成后,需要IT部门进行相应的维护管理,以保证IT系统的正常运作。随着企业的业务日渐庞杂以及其对IT系统依赖程度的不断提高,对IT部门的运维管理能力提出了更高的要求。

以电信运营商、金融企业为代表的大型客户的IT系统，尤其是其在线关键业务IT应用系统对运维管理的刚性需求持续快速增长，以保障其关键业务系统能够7×24小时持续、不间断地稳定运行。

图表 3: IT 系统的完整生命周期

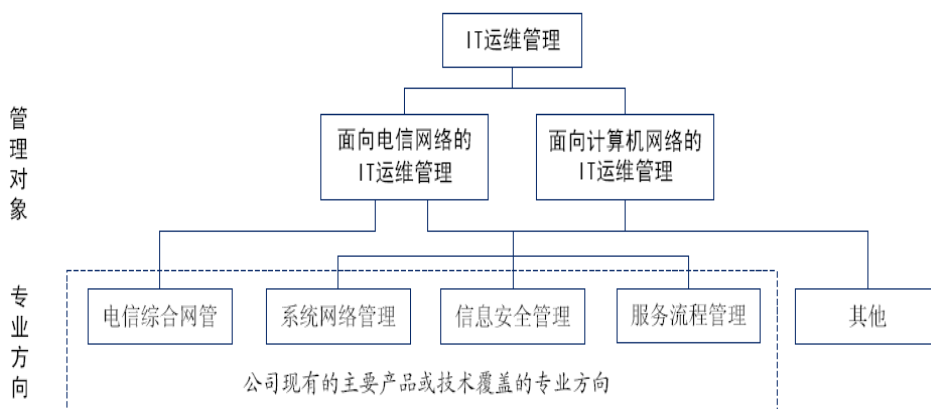


来源：招股说明书，爱建证券研究部

#### ◆ IT运维管理包括BSM和OSS

IT运维管理可以细分为面向计算机网络的IT运维管理和面向电信网络的IT运维管理，两者管理的对象不同，但其解决方案的总体框架是一致的，其主要功能是为信息系统与网络的安全、稳定和高效运行提供技术保障。下图从IT运维管理的对象和专业方向两个角度对IT运维管理领域进行了细分。

图表 4：IT 运维管理的分类



来源：招股说明书，爱建证券研究部

其中，业务服务管理（即BSM）相关产品与服务是面向计算机网络的IT运维管理市场的代表性组成部分；电信运维支撑系统（即OSS）相关产品与服务是面向电信网络的IT运维管理市场的主要组成部分。随着计算机网络和电信网络逐步走向融合，BSM与OSS两类产品及服务呈现出相互融合的趋势。

## 2.2 国际 IT 运维管理市场已较成熟

截至2008年末，全球已有超过2万多家在各行业处于领先地位的著名企业和多个政府机构成功实施了IT运维管理。在美国、欧洲等发达国家和地区，IT运维管理市场已经比较成熟。2007年，CA、BMC、IBM、HP四大国际IT厂商的IT运维管理相关软件销售收入达到了66.9亿美元，较2006年增长15.2%。

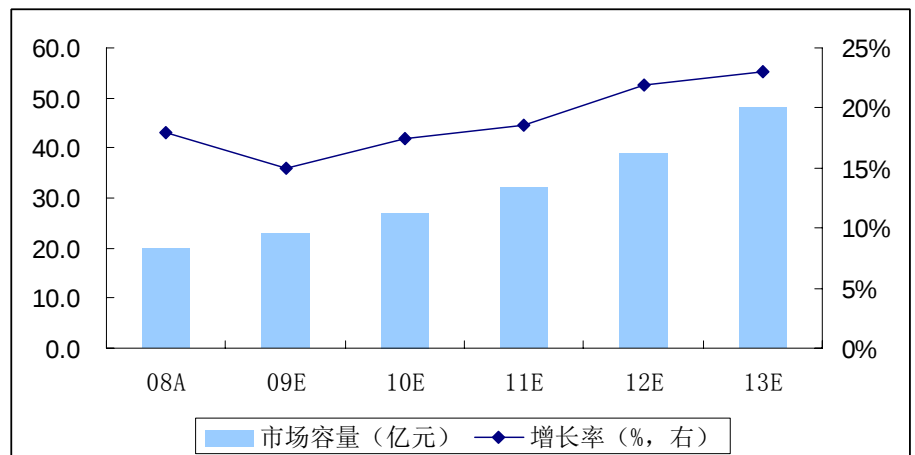
2007年，全球的OSS产品与服务的市场规模已达到423.1亿美元，预计到2012年，该市场的销售收入将达到627.5亿美元，年均复合增长率达到8.2%。

## 2.3 国内企业在 BSM 和 OSS 市场竞争优势突出

#### ◆ 国内BSM市场未来五年保持快速增长

2005年~2008年，我国的BSM解决方案市场的年均复合增长率达到24.4%。2009年至2013年我国的BSM市场容量将以19.4%的年均复合增长率保持高速增长，至2013年达到47.9亿元的市场规模。

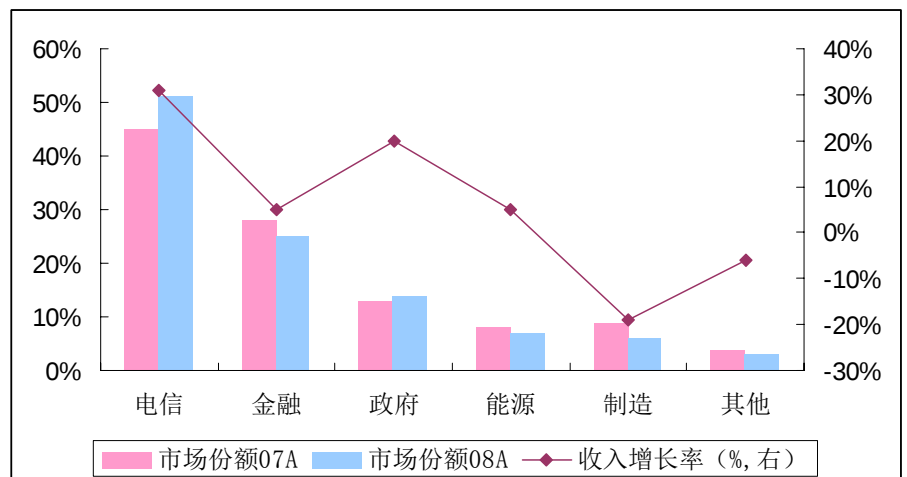
图表 5：国内 BSM 市场未来 5 年增长趋势



来源：招股说明书，爱建证券研究部

国内BSM的主要应用领域为IT成熟度较高的电信、金融和政府等领域，根据IDC市场研究报告，2008年上述三个领域内的BSM解决方案市场收入占总体市场份额的86.9%，为BSM主要应用领域。

图表 6：国内 BSM 解决方案市场应用领域分布



来源：招股说明书，爱建证券研究部

国内BSM厂商凭借其对国内市场的理解及对国内用户需求的把握，开发了一系列具有自主知识产权的产品，形成了较强的竞争优势，占据了较大的市场份额。前四大厂商如神州泰岳、亿阳信通等已经占据国内BSM市场42%左右的份额。

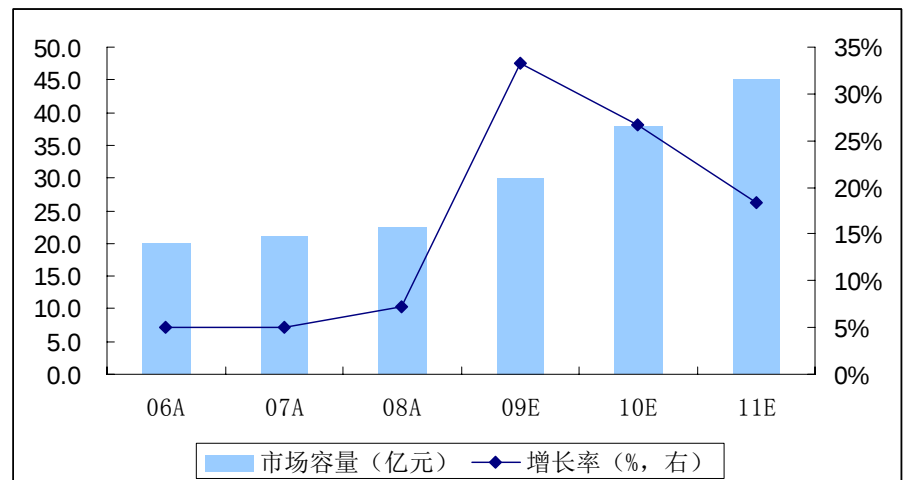
#### ◆ 国内OSS市场未来三年复合增长率25%

国内电信运营商为了适应全业务竞争的市场格局，逐步加大了支撑系统方面的投资力度，以形成良好的运营管理能力。同时，3G网络建设对OSS市场发展起到了较强的推动作用。

OSS作为电信运营商支撑系统的重要组成部分，3G网络建设的重点资本支出期，电信运营商基站数量的增长提升了对OSS的需求，预计2009-2011年OSS的需

求将处于持续高速增长阶段，增长率分别为30%、25%、20%，至2011年达到5.05亿元的市场规模。

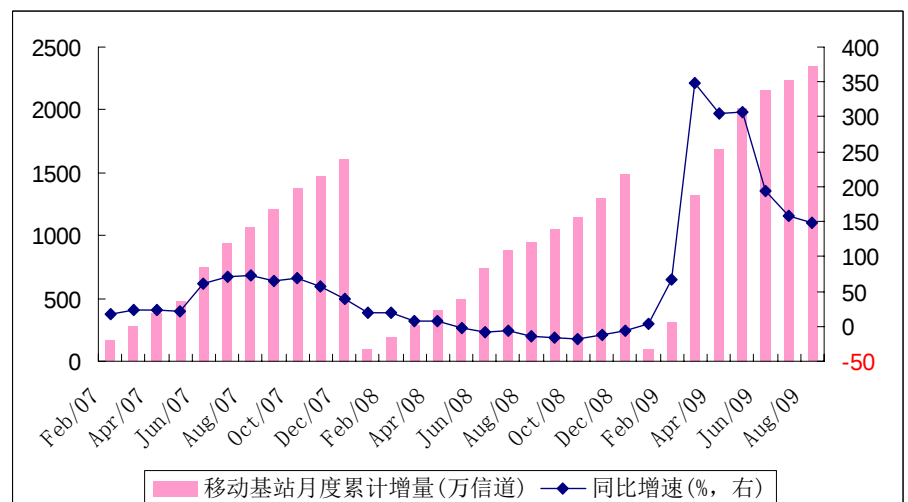
图表 7：国内 OSS 市场未来 3 年增长趋势



来源：招股说明书，爱建证券研究部

由于各大运营商3G建网，基站建设大规模展开。到09年8月份，移动基站累计增量2343万信道，增长147.4%。这将推动未来OSS市场的需求。

图表 8：移动基站月度累计增速较高



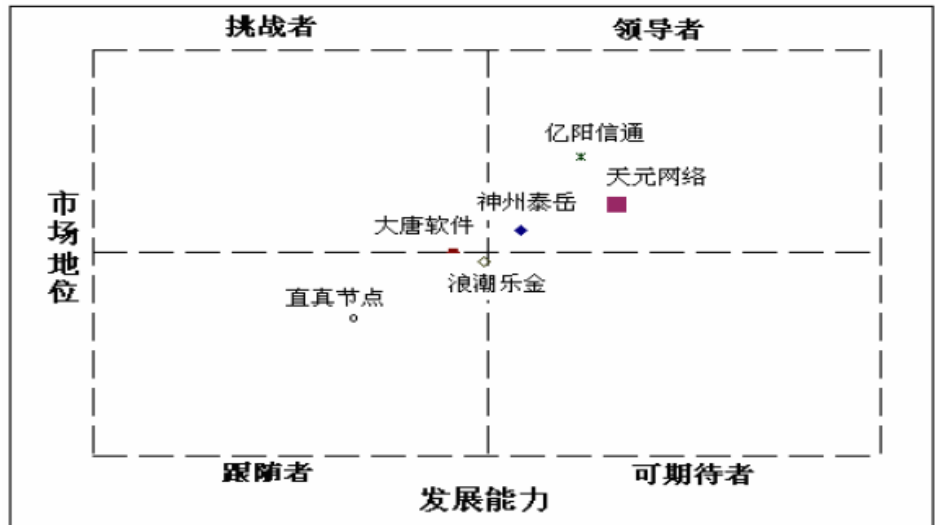
来源：工信部，爱建证券研究部

#### ◆ 国内OSS厂商竞争优势突出

国内OSS市场中，国内OSS厂商主要面向电信运营商提供OSS产品和服务。本土厂商占据着市场主导地位，而国际厂商的市场份额较小，其主要原因是国际厂商的OSS产品未能较好地适应我国电信行业的特点，而国内的OSS厂商具有完整的自主研发能力和丰富的电信运维管理经验，且人力成本有较大优势。

CCID对国内OSS市场的重点厂商进行了评价分析，通过对重点厂商的竞争能力、运行机制、品牌信誉、市场份额、财务状况制、内部运作有效性等因素进行评价得分，得出如图的国内OSS厂商竞争格局。

图表 9：国内 OSS 市场主要厂商竞争格局



来源：招股说明书，爱建证券研究部

### 3 公司主营及业务模式分析

#### 3.1 服务飞信，拓展 IT 运维支撑整体外包模式

##### IT 运维支撑整体外包服务的商业模式

IT 运维支撑整体外包服务是对传统解决方案模式的创新与延伸，其目标已由保障网络服务质量上升至保障系统终端用户的体验质量，实现了从面向系统网络的运维到直接面向业务运营的运维的升级。

2007年3月，公司成立新媒传信承接了中国移动飞信业务的开发维护和运营支撑的整体外包服务，其服务内容不仅包括了传统意义上的IT 运维管理技术解决方案，如软件开发与应用、系统维护与优化、技术支持服务等；还包括了飞信业务的产品实现，如协助飞信运营主体进行业务规划和规范制定，负责产品运营分析、产品的实施方案设计、产品开发与系统实现，以及运营支撑服务，如网站的建设与优化、业务统计分析、电子平台的建设维护、业务体验中心支撑、客服支撑、营销支撑、中国移动集团及各省市公司内部的业务培训、业务咨询、技术支持等服务内容。

##### 盈利结算模式

按照合同约定，中国移动飞信业务的运营主体应按月向公司结算收入。合同明确约定服务期限的，在合同约定的服务期限内按进度确认收入。公司的这类合同，主要包括飞信运营支撑外包服务合同。飞信运维支撑外包服务每月确认收入的具体公式为：

$$\text{每月确认收入金额} = \text{活跃用户数 (A)} \times \text{收费标准 (B)} \times 95\% (C)$$

其中，A：以中国移动飞信运营主体确认的活跃用户数为基础；B：飞信运营支撑服务合同规定的单位活跃用户数的收费标准；C：该比例为发行人对飞信业务

提供运维支撑服务以来，每月最低考核得分对应的支付比例。

### 3.2 技术服务中的飞信运维支撑业务是最大亮点

公司营业收入可分为软件产品开发与销售收入、技术服务收入和系统集成收入，2008年开始，公司竞争优势不断凸显，营收结构进一步优化，来自于高毛利率的技术服务的业务收入比重呈现快速提升趋势，而来自于系统集成的业务收入有了较大幅度的下降。

到09H1，技术服务收入占比升至81.95%，毛利率72.9%；系统集成业务收入占比降至5.6%，毛利率20.16%；软件产品开发销售业务收入占比稳中略降至12.4%，毛利率93.58%。

图表 10：公司主营业务收入占比分析

| (单位：万元)   | 2009H1    |        | 2008A     |        | 2007A     |        | 2006A     |        |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|           | 金额        | 比例     | 金额        | 比例     | 金额        | 比例     | 金额        | 比例     |
| 技术服务      | 26,729.74 | 81.9%  | 31,486.87 | 60.6%  | 12,120.87 | 27.4%  | 2,727.55  | 14.5%  |
| 软件产品开发与销售 | 4,057.21  | 12.4%  | 8,432.26  | 16.2%  | 5,801.73  | 13.1%  | 4,804.69  | 25.6%  |
| 系统集成      | 1,841.29  | 5.6%   | 12,009.16 | 23.1%  | 26,354.05 | 59.5%  | 11,228.19 | 59.9%  |
| 合计        | 32,628.24 | 100.0% | 51,928.29 | 100.0% | 44,276.65 | 100.0% | 18,760.43 | 100.0% |

来源：招股说明书，爱建证券研究部

2007年度、2008年度和2009年1-6月，公司来自飞信运维支撑外包服务的收入分别爆发式增长为8,773.92万元、27,783.08万元和22,508.75万元，2007年度、2008年度分别较上年增长100.00%和216.66%；2007年度、2008年度和2009年1-6月占公司技术服务类收入总额的比重分别为72.39%、88.24%和84.21%。来自飞信运维支撑外包服务的收入是公司技术服务类收入总额快速增长的主要原因，已成为公司技术服务类收入的重要组成部分，是公司营业收入的重要来源。

图表 11：飞信业务是公司收入重要来源

| (单位：万元)              | 2009H1    | 2008A     | 2007A     | 2006A    |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 技术服务收入               | 26,729.74 | 31,486.87 | 12,120.87 | 2,727.55 |
| 同比增速 YoY             | -         | 159.77%   | 344.39%   | -        |
| 来自飞信运维支撑外包服务的收入      | 22,508.75 | 27,783.08 | 8,773.92  | -        |
| 同比增速 YoY             | -         | 216.66%   | 100.00%   | -        |
| 在技术服务中占比             | 84.21%    | 88.24%    | 72.39%    | -        |
| 扣除飞信运维支撑服务收入后的技术服务收入 | 4,220.99  | 3,703.79  | 3,346.95  | 2,727.55 |
| 同比增速 YoY             | -         | 10.66%    | 22.71%    | -        |
| 在技术服务中占比             | 15.79%    | 11.76%    | 27.61%    | 100.00%  |

来源：招股说明书，爱建证券研究部

### 3.3 独享飞信业务市场空间，成长可期

#### 飞信产品的亮点

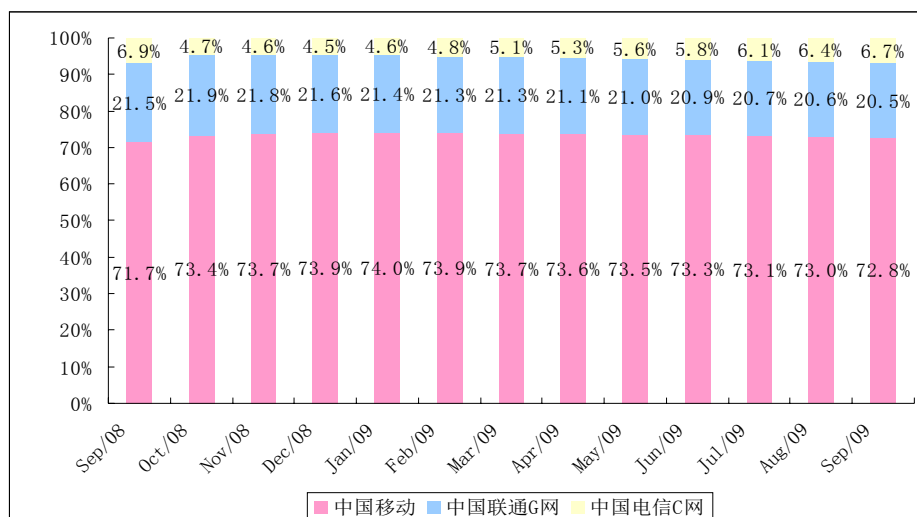
飞信产品的核心亮点是实现了互联网和移动通信网络之间的无缝通信，功能综合全面。通常，飞信用户可以通过PC客户端向中国移动用户免费发送短信，输入方便省时，通过手机客户端向好友发送信息时只产生GPRS流量费用。

#### 公司独享飞信业务市场空间

中国移动的手机用户是飞信的潜在客户群。到2009年9月份，中国移动手机用户达到5.08亿户，09年前三季度月均增长568万户手机用户。前三季度，中移动月度新增用户市场份额平均达到64.4%，目前累计用户市场份额达到72.8%。

而目前，中国手机用户的渗透率刚过50%，距离发达市场80%以上的渗透率水平还有较大成长空间。中国移动作为具有强大领先优势的移动运营商，仍将占未来新增用户市场的绝对优势份额。因此，中国移动总体用户规模仍将持续增长，预计未来超过6亿户是大概率事件。这是飞信业务成长的用户基础。

图表 12：09Q3 中移动手机用户 5.08 亿，累计市场 72.8%



来源：招股说明书，爱建证券研究部

截至2009年上半年，飞信的注册用户约为1.84亿户，活跃用户5348万户。在中国移动的营销推广之下，飞信用户保持快速增长。尽管如此，与中移动当前5亿多的手机用户相比，目前飞信活跃用户仍较低，其成长空间仍很大。

目前，公司独家运营飞信运维支撑服务，且与卓望信息（中移动下属的飞信运营主体）的合作合同由此前的1年一签改成了3年（本次服务期限从2008年11月1日~2011年10月31日），表明双方已经建立互信、持续、稳固的合作关系。因此，公司基本上是独享飞信业务的市场空间。

#### 手机上网用户快速增长将成飞信用户增长的新驱动力

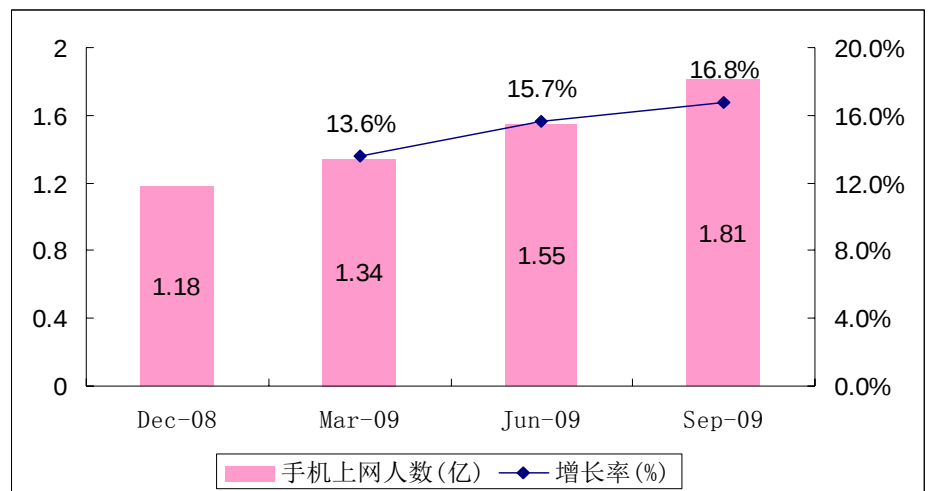
目前，国内互联网普及率达到25.5%，网民数量超过3.4亿户。我们认为，近两年互联网用户快速增长是PC端飞信用户快速增长的驱动力之一。

随着国内移动互联网的快速发展，以及智能手机的渗透率逐步提高，国内手机上网用户呈现快速增长势头。我们认为，手机上网用户的快速增长将是飞信用户增长的新驱动力。

中国拥有全球最大的手机市场，2008年中国手机总增长量只有6%到7%，智能手机这个细分市场却取得了20%的增长。计世资讯预计，国内智能手机市场的增长在2009年会达到30%，2012年智能手机的市场份额将占国内手机市场的40%。智能手机的渗透率提高将推动手机上网用户快速增长。

到2009年9月份，国内手机上网用户数已达1.81亿户，较2008年底的1.18亿户增长53.4%。09年前三个季度手机上网用户增速分别达到13.6%、15.7%和16.8%，手机上网用户逐季快速增长。这将是飞信用户增长的新驱动力。

**图表 13：09Q3 手机上网用户增速达 16.8%**



来源：招股说明书，爱建证券研究部

从长期来看，由于飞信是中国移动的一项战略性业务，中国移动在飞信业务上的投入将持续加大，随着飞信基础功能的日渐丰富、会员高级服务功能的不断细化，飞信的活跃用户数量将不断较快增长。

### 3.4 飞信运维整体外包模式的可复制性

目前，公司已具有把提供IT运维管理整体解决方案的能力与客户具体业务相结合、为客户具体业务提供整体外包服务的能力。这种模式具有可复制性。

公司已成功复制了飞信运维支撑外包服务模式，如2009年8月26日，新媒传信与中国移动就农村信息网的开发、维护、运营及支撑服务等相关工作达成一致，签订了为期三年（协议有效期为2009年1月1日至2011年12月31日）的《农村信息网开发及运营支撑合作框架协议》，该框架协议的签署将为发行人带来新的利润增长点，同时，其作为该模式下第二个成功案例，将提升发行人在关键业务在线系统运维支撑领域内的市场影响力。

飞信运维整体外包模式的可复制性，将为公司长远发展奠定可靠的基础。

## 4 竞争优势分析

### 4.1 技术与研发优势

至09H1，公司技术人员数量为1,555人，在员工总数中的比例高达89.72%，与公司高新技术企业、软件企业的性质相符。研发管理团队一直保持稳定，且均具有丰富的IT运维产品与项目的技术研发与系统实施经验，为公司的持续自主创新提供了有力的人才保障。

公司在研发的投入一直非常重视，2006年到09H1，公司研发费用投入占当年营业收入的比重分别为10.73%、11.27%、11.38%和12.75%。研发投入比重持续保持在较高的水平。对于一家科技型企业来说，这将使其保持较强的竞争力。

图表 14：09H1 公司研发投入比率达 12.75%

| 单位：万元     | 2009H1   | 2008A    | 2007A    | 2006A    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 公司营业收入    | 32628.24 | 51928.29 | 44276.65 | 18760.43 |
| 研发投入      | 4,161.68 | 5,907.96 | 4,991.40 | 2,012.84 |
| 研发投入比率(%) | 12.75%   | 11.38%   | 11.27%   | 10.73%   |

来源：招股说明书，爱建证券研究部

### 4.2 市场品牌与客户资源优势

公司在多年的业务发展过程中积累了一批以电信行业为主，兼顾金融、能源等行业中的大中型企业以及政府机构的优质客户群体。公司与优质客户的合作一方面有力地推动了公司技术水平的不断提高和服务手段的不断改进，另一方面也保障了业务的持续稳定发展。依此形成的良好的市场品牌形象，为公司进一步拓展新的市场空间、保持稳定的增长奠定了坚实的基础。

### 4.3 产品开发与创新优势

公司产品与IBM、HP、BMC、CA等国际厂商相比，在可靠性、丰富性、独特性和创新性等方面水平相当，公司所提供的解决方案也符合国内外的相关标准与规范，在理论基础和系统架构上均达到国际一流水平；与国内同行业厂商比较，公司的产品在上述各方面均具有一定的领先优势。

图表 15：公司具有产品开发与创新优势

| 项目    | IBM  | HP   | BMC  | CA   | 神州泰岳 | 直真科技 | 东信冠群 | 亿阳信通 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 产品可靠性 | 8    | 8    | 8.5  | 7.5  | 8    | 7    | 7    | 7    |
| 应用丰富性 | 8.7  | 8.3  | 8    | 8.7  | 8.3  | 7.5  | 7    | 7    |
| 产品独特性 | 7.5  | 7.5  | 7.5  | 7.5  | 7.8  | 7    | 7    | 6.5  |
| 技术创新性 | 8    | 8    | 7.8  | 8.2  | 8    | 7    | 6.5  | 6    |
| 综合得分  | 8.81 | 7.97 | 8.03 | 7.94 | 8.04 | 7.14 | 6.93 | 6.74 |

来源：招股说明书，爱建证券研究部

## 5 募投项目分析

本次募集资金投资项目是公司根据国家产业政策、行业发展趋势、公司实际情况和未来发展规划进行全面分析的基础，围绕现有主营业务及产品领域的客户需求，在公司原有的技术、产品、客户基础上进行的产品线深度整合、挖掘与提升。我国国家产业政策的支持和IT运维管理行业的快速发展，为本次募集资金项目的顺利实施提供了有利的保障。如本次募集资金投资项目能够顺利实施，将有利于实现现有业务的升级，进一步提升公司的行业地位和品牌影响力，进一步丰富公司的行业经验，为公司实现持续自主创新和快速成长奠定坚实的基础。

图表 16：公司募投项目情况

| 序号 | 项目名称                | 项目投资     | 募集资金使用计划 |          | 项目备案情况            |
|----|---------------------|----------|----------|----------|-------------------|
|    |                     |          | 第一年      | 第二年      |                   |
| 1  | 飞信平台大规模改造升级         | 16840.38 | 12725.38 | 4115.00  | 京海淀发改（备）【2009】45号 |
| 2  | 电信综合网管产品 Ultra-TIMP | 8813.7   | 7069.70  | 1744.00  | 京海淀发改（备）【2009】41号 |
| 3  | 无线网络优化平台 Ultra-WOSS | 6422.94  | 5018.94  | 1404.00  | 京海淀发改（备）【2009】44号 |
| 4  | IT 监控管理平台           | 7149.65  | 5793.94  | 1356.00  | 京海淀发改（备）【2009】40号 |
| 5  | 运维服务流程管理系统          | 5994.23  | 4818.23  | 1176.00  | 京海淀发改（备）【2009】42号 |
| 6  | 新一代安全运行管理中心         | 5031.90  | 4102.90  | 929.00   | 京海淀发改（备）【2009】43号 |
|    | 合计                  | 50252.80 | 39528.80 | 10724.00 |                   |

来源：招股说明书，爱建证券研究部

图表 17：公司募投项目盈利分析

| 序号 | 项目名称                | 年均销售收入（万元） | 年均净利润（万元） |
|----|---------------------|------------|-----------|
| 1  | 飞信平台大规模改造升级         | 39435.96   | 9369.38   |
| 2  | 电信综合网管产品 Ultra-TIMP | 11549.90   | 2219.33   |
| 3  | 无线网络优化平台 Ultra-WOSS | 8605.39    | 1530.41   |
| 4  | IT 监控管理平台           | 9930.96    | 1887.89   |
| 5  | 运维服务流程管理系统          | 8469.57    | 1743.54   |
| 6  | 新一代安全运行管理中心         | 6880.83    | 1367.71   |
|    | 合计                  | 84872.61   | 18118.26  |

来源：招股说明书，爱建证券研究部

本次募集资金项目开发期均为2年，项目开发成功后，年均新增销售收入84872.61万元，新增净利润18118.26万元。

## 6 风险因素提示

### 对电信行业依赖的风险

2006年度、2007年度、2008年度、2009年1-6月，公司来自电信行业的收入占营业收入的比例分别为71.10%、82.99%、81.51%和92.02%，公司对电信行业的依赖程度较高。随着电信行业对IT系统运行效率要求的进一步提升，未来几年内公司经营业绩对电信行业的依赖程度依然会比较高。如果未来电信行业发生不可预测的不利变化或者电信运营商对信息化建设的投资规模大幅下降，都将对公司的盈利能力产生较大不利的影响。

### 对飞信运维支撑外包服务依赖的风险

自2007年3月成立以来一直作为中国移动飞信业务唯一的运维支撑外包服务提供商，2007年度、2008年度和2009年1-6月实现的营业收入分别占公司当期营业收入的19.82%、53.50%和68.99%；实现的净利润分别占公司当期净利润42.23%、75.47%和76.30%，飞信运维支撑外包服务业务已经成为公司盈利来源的重要组成部分。如果中国移动飞信业务经营状况不佳或者中国移动在未来的合作过程中提出解除或不再与公司续签新的合作合同，或在合作过程中降低与公司的合同结算价格，都将对公司盈利能力产生较大不利影响。

## 7 盈利预测分析

### 7.1 盈利预测假设

假设1：公司分业务营业收入及毛利率预测

图表 18：公司分业务营业收入及毛利率预测

| (单位：元)           | 2006A     | 2007A     | 2008A     | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>技术服务</b>      |           |           |           |           |           |           |
| 收入               | 2.728E+07 | 1.212E+08 | 3.149E+08 | 5.353E+08 | 7.226E+08 | 9.539E+08 |
| YoY (%)          |           | 344.39%   | 159.77%   | 70.00%    | 35.00%    | 32.00%    |
| 成本               | 1.360E+07 | 5.431E+07 | 1.489E+08 | 1.606E+08 | 2.529E+08 | 3.339E+08 |
| 毛利率              | 50.14%    | 55.19%    | 52.71%    | 70.00%    | 65.00%    | 65.00%    |
| 毛利               | 1.368E+07 | 6.690E+07 | 1.660E+08 | 3.747E+08 | 4.697E+08 | 6.200E+08 |
| 毛利占比             | 18.96%    | 39.43%    | 63.46%    | 74.30%    | 74.39%    | 75.48%    |
| <b>软件产品开发与销售</b> |           |           |           |           |           |           |
| 收入               | 4.805E+07 | 5.802E+07 | 8.432E+07 | 1.223E+08 | 1.614E+08 | 2.098E+08 |
| YoY (%)          |           | 20.75%    | 45.34%    | 45.00%    | 32.00%    | 30.00%    |
| 成本               | 1.229E+07 | 7.730E+06 | 5.010E+06 | 1.100E+07 | 1.614E+07 | 2.308E+07 |
| 毛利率              | 74.42%    | 86.68%    | 94.06%    | 91.00%    | 90.00%    | 89.00%    |
| 毛利               | 3.576E+07 | 5.029E+07 | 7.931E+07 | 1.113E+08 | 1.453E+08 | 1.867E+08 |
| 毛利占比             | 49.56%    | 29.64%    | 30.33%    | 22.06%    | 23.01%    | 22.73%    |
| <b>系统集成</b>      |           |           |           |           |           |           |
| 收入               | 1.123E+08 | 2.635E+08 | 1.201E+08 | 1.081E+08 | 1.027E+08 | 9.754E+07 |
| YoY (%)          |           | 134.71%   | -54.43%   | -10.00%   | -5.00%    | -5.00%    |
| 成本               | 8.957E+07 | 2.111E+08 | 1.039E+08 | 8.971E+07 | 8.625E+07 | 8.291E+07 |
| 毛利率              | 20.23%    | 19.91%    | 13.52%    | 17.00%    | 16.00%    | 15.00%    |

|           |           |           |           |           |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 毛利        | 2.271E+07 | 5.247E+07 | 1.624E+07 | 1.837E+07 | 1.643E+07 | 1.463E+07 |
| 毛利占比      | 31.48%    | 30.93%    | 6.21%     | 3.64%     | 2.60%     | 1.78%     |
| 营收合计(元)   | 1.876E+08 | 4.428E+08 | 5.193E+08 | 7.656E+08 | 9.867E+08 | 1.261E+09 |
| YoY (%)   |           | 136.01%   | 17.28%    | 47.44%    | 28.87%    | 27.82%    |
| 毛利合计(元)   | 7.214E+07 | 1.697E+08 | 2.615E+08 | 5.043E+08 | 6.314E+08 | 8.214E+08 |
| 综合毛利率 (%) | 38.46%    | 38.32%    | 50.36%    | 65.87%    | 63.99%    | 65.13%    |

来源：爱建证券研究部

假设2：公司期间费用率假设

图表 19：公司期间费用率预测

|             | 06A    | 07A    | 08A    | 09E    | 10E    | 11E    |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 期间费用率(%)    | 26.29% | 22.08% | 26.92% | 30.80% | 29.60% | 29.80% |
| 销售费用率(%)    | 6.80%  | 4.03%  | 3.78%  | 3.60%  | 3.30%  | 3.30%  |
| 管理费用率(%)    | 19.61% | 18.03% | 23.28% | 28.00% | 27.50% | 27.50% |
| 其中：研发费用率(%) | 10.73% | 11.27% | 11.38% | 11.00% | 11.00% | 11.00% |
| 财务费用率(%)    | -0.12% | 0.02%  | -0.13% | -0.80% | -1.20% | -1.00% |

来源：爱建证券研究部

## 7.2 盈利预测结果

基于以上盈利预测假设，我们预计公司09~11年归属母公司股东的净利润为2.3亿、2.88亿和3.74亿元，对应总股本1.264亿股摊薄后的EPS为1.822元、2.281元和2.962元，三年复合增长率48.7%左右。

## 8 估值及投资建议

公司是属于具有高成长性特点的科技类公司，我们主要按照PEG和PE结合的方法对其进行估值。

基于相对审慎的盈利预测分析，我们预计公司未来几年符合增长率将达到48.7%左右的水平，按照公司作为高成长型企业09年PEG=1~1.2倍左右的水平估值，公司09年PE大约在48~58倍之间，对应未来6~12个月的合理目标价格在88元~106元之间。这个目标价区间较公司58元的发行价溢价51.7%~82.8%左右。

因此，我们建议投资者可以参考这一目标价区间选择合适的操作机会。

图表 20：公司利润表预测

| 单位：百万元         | 06A    | 07A     | 08A    | 09E     | 10E     | 11E    | 08Vs07  | 09Vs08 | 10Vs09  | 11Vs10 |
|----------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 主营业务收入         | 187.60 | 442.77  | 519.28 | 765     | 986     | 1261   | 17.3%   | 47.3%  | 28.9%   | 27.9%  |
| 增长率(%)         | 68.64% | 136.01% | 17.28% | 47.32%  | 28.89%  | 27.89% | -118.7% | 30.0%  | -18.4%  | -1.0%  |
| 毛利             | 72.12  | 169.63  | 261.50 | 504     | 631     | 821    | 54.2%   | 92.7%  | 25.2%   | 30.1%  |
| 综合毛利率(%)       | 38.44% | 38.31%  | 50.36% | 65.88%  | 64.00%  | 65.11% | 12.0%   | 15.5%  | -1.9%   | 1.1%   |
| 主营业务成本         | 115.48 | 273.13  | 257.78 | 261     | 355     | 440    | -5.6%   | 1.2%   | 36.0%   | 23.9%  |
| 营业税金及附加        | 3.40   | 7.40    | 13.90  | 20.48   | 26.40   | 33.76  | 87.9%   | 47.3%  | 28.9%   | 27.9%  |
| 占收入比率(%)       | 1.81%  | 1.67%   | 2.68%  | 2.68%   | 2.68%   | 2.68%  | 1.0%    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%   |
| 主营业务利润         | 68.73  | 162.24  | 247.60 | 483.52  | 604.60  | 787.24 | 52.6%   | 95.3%  | 25.0%   | 30.2%  |
| 期间费用           | 49.32  | 97.77   | 139.77 | 235.62  | 291.86  | 375.78 | 43.0%   | 68.6%  | 23.9%   | 28.8%  |
| 期间费用率(%)       | 26.29% | 22.08%  | 26.92% | 30.80%  | 29.60%  | 29.80% | 4.8%    | 3.9%   | -1.2%   | 0.2%   |
| 销售费用           | 12.75  | 17.83   | 19.60  | 27.54   | 32.54   | 41.61  | 9.9%    | 40.5%  | 18.1%   | 27.9%  |
| 销售费用率(%)       | 6.80%  | 4.03%   | 3.78%  | 3.60%   | 3.30%   | 3.30%  | -0.3%   | -0.2%  | -0.3%   | 0.0%   |
| 管理费用           | 36.79  | 79.84   | 120.87 | 214.20  | 271.15  | 346.78 | 51.4%   | 77.2%  | 26.6%   | 27.9%  |
| 管理费用率(%)       | 19.61% | 18.03%  | 23.28% | 28.00%  | 27.50%  | 27.50% | 5.2%    | 4.7%   | -0.5%   | 0.0%   |
| 财务费用           | -0.22  | 0.09    | -0.70  | -6.12   | -11.832 | -12.61 | -860.8% | 778.7% | 93.3%   | 6.6%   |
| 财务费用率(%)       | -0.12% | 0.02%   | -0.13% | -0.80%  | -1.20%  | -1.00% | -0.2%   | -0.7%  | -0.4%   | 0.2%   |
| 资产减值损失         | 5.24   | -3.34   | 2.78   | 3.83    | 2.96    | 2.52   | -183.3% | 37.7%  | -22.7%  | -14.7% |
| 减值损失率(%)       | 2.80%  | -0.75%  | 0.54%  | 0.50%   | 0.30%   | 0.20%  | 1.3%    | 0.0%   | -0.2%   | -0.1%  |
| 公允价值变动净收益      | -0.10  | -0.02   | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00   | -100.0% | -      | -       | -      |
| 投资净收益          | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00   | -       | -      | -       | -      |
| 营业利润           | 14.06  | 67.78   | 105.04 | 244.07  | 309.79  | 408.94 | 55.0%   | 132.4% | 26.9%   | 32.0%  |
| 增长率(%)         | 45.39% | 381.98% | 54.97% | 132.35% | 26.92%  | 32.01% | -327.0% | 77.4%  | -105.4% | 5.1%   |
| 营业利润率(%)       | 7.50%  | 15.31%  | 20.23% | 31.91%  | 31.42%  | 32.43% | 4.9%    | 11.7%  | -0.5%   | 1.0%   |
| 营业外收支净额        | 8.58   | 22.89   | 19.13  | 19.13   | 19.72   | 18.92  | -16.4%  | 0.0%   | 3.1%    | -4.1%  |
| 占收入比率(%)       | 4.57%  | 5.17%   | 3.68%  | 2.50%   | 2.00%   | 1.50%  | -1.5%   | -1.2%  | -0.5%   | -0.5%  |
| 利润总额           | 22.64  | 90.67   | 124.17 | 263.20  | 329.51  | 427.85 | 36.9%   | 112.0% | 25.2%   | 29.8%  |
| 减：所得税          | 0.69   | 2.31    | 3.62   | 32.90   | 41.19   | 53.48  | 57.0%   | 808.4% | 25.2%   | 29.8%  |
| 实际所得税率(%)      | 3.06%  | 2.54%   | 2.92%  | 12.50%  | 12.50%  | 12.50% | 0.4%    | 9.6%   | 0.0%    | 0.0%   |
| 净利润            | 21.95  | 88.36   | 120.55 | 230.30  | 288.32  | 374.37 | 36.4%   | 91.0%  | 25.2%   | 29.8%  |
| 减：少数股东损益       | -0.17  | 0.05    | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00   | -100.0% | -      | -       | -      |
| 占净利润比率(%)      | -0.79% | 0.06%   | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | -0.1%   | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%   |
| 归属母公司股东净利润     | 22.12  | 88.31   | 120.55 | 230.30  | 288.32  | 374.37 | 36.5%   | 91.0%  | 25.2%   | 29.8%  |
| 增长率(%)         | 62.10% | 299.26% | 36.50% | 91.04%  | 25.19%  | 29.85% | -262.8% | 54.5%  | -65.8%  | 4.7%   |
| 净利润率(%)        | 11.79% | 19.95%  | 23.21% | 30.10%  | 29.24%  | 29.69% | 3.3%    | 6.9%   | -0.9%   | 0.4%   |
| 期末每股收益（元）      | 0.233  | 0.932   | 1.272  | 1.822   | 2.281   | 2.962  | 36.5%   | 43.3%  | 25.2%   | 29.8%  |
| 最新总股本摊薄 EPS（元） | 0.175  | 0.699   | 0.954  | 1.822   | 2.281   | 2.962  | 36.5%   | 91.0%  | 25.2%   | 29.8%  |

来源：爱建证券研究部估算（模型更新日期：2009-10-29）

## 投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

### ● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

## 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。