

神州泰岳 (300002.SZ) 软件行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈运红
 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
 (8621)61038242
 chenylh@gjzq.com.cn

李哲人
 联系人
 (8621)61357580
 lizheren@gjzq.com.cn

业绩低于市场预期，主因收入确认谨慎

事件

神州泰岳公布 2010 年一季度季报，实现营业收入 1.67 亿，同比增长 27.97%，实现归属股东净利润 5716 万，同比增长 48.36%。

评论

业绩低于预期，主因收入确认较为谨慎：公司收入增长低于市场预期，我们分析主要的原因是移动结账周期较慢，公司对飞信业务的收入确认采取了比较谨慎的态度，移动互联网开发及运维支撑业务领域实现收入 1.30 亿，较去年同期增长仅为 27.31%。而 IT 运维管理的总部业务实现收入 3642 万，较去年同期增长 30.41%。

飞信用户平稳增长，预计二季度将加速：通过对公司飞信收入的简单测算，一季度的月平均飞信用户已经超过 6100 万，较去年年底的 5600 万保持了平稳的环比增长。我们认为一季度由于春节和学生放假等因素是飞信业务的淡季，二季度随着学生返校、移动推广和企业飞信的可能上线，以及移动相关政策的逐步清晰，飞信用户增长将有所加速，公司移动互联网业务收入增速将回升。

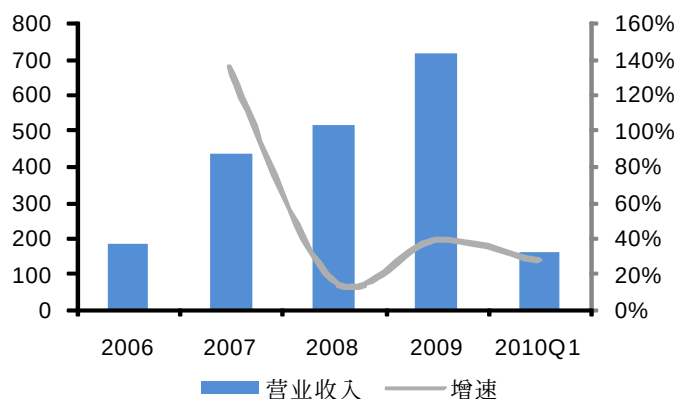
农信通收入增长迅速：来自于农信通的业务收入为 1395 万元，而去年全年为 1918 万，收入及用户规模增长迅速。公司 09 年与重庆移动签署的农信通合作协议原则上采用按有效用户数或收入分成的方式进行核算，我们认为与移动集团的农信通合作未来很有可能采取分成模式。

业绩驱动因素及其他事项：净利润增速超过收入增速的主要原因是毛利率提高 9.04 个百分点达到 78.07%，而销售费用和管理费用较去年同期分别增长 116.66%和 44.22%，主因公司经营规模扩大，增加了人手和营销力度造成。另公司在 Ultra-AMS 产品侵权案中败诉，公司打算提出上诉，我们认为 Ultra-AMS 系统不是公司的核心利润来源，此事项不会对公司的业绩造成重大影响。

投资建议

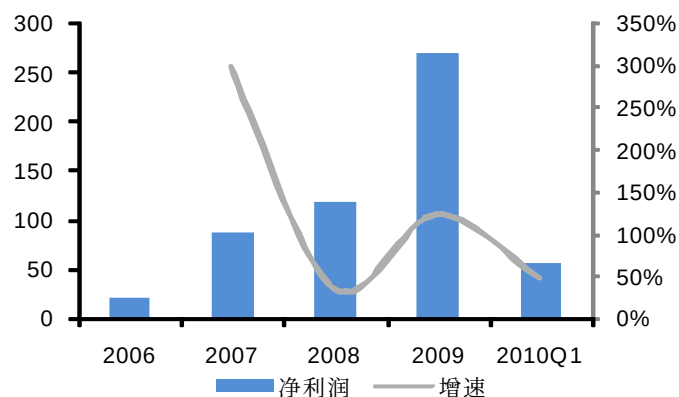
我们维持对公司的业绩预测，预计 2010-2012 年实现营业收入分别为 9.62 亿、12.12 亿和 14.46 亿，分别增长 33.09%、26.00%和 19.30%，实现 EPS 分别为 1.395 元、1.979 元和 2.415 元，增速为 62.82%、41.84%和 22.03%。并维持对公司的买入评级。

图表1：营业收入增长 27.97%（百万元）

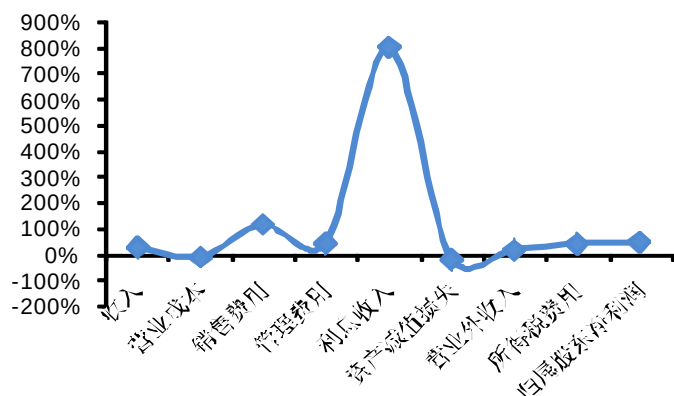


来源：公司报表，国金证券研究所

图表2：净利润增长 48.36%（百万元）

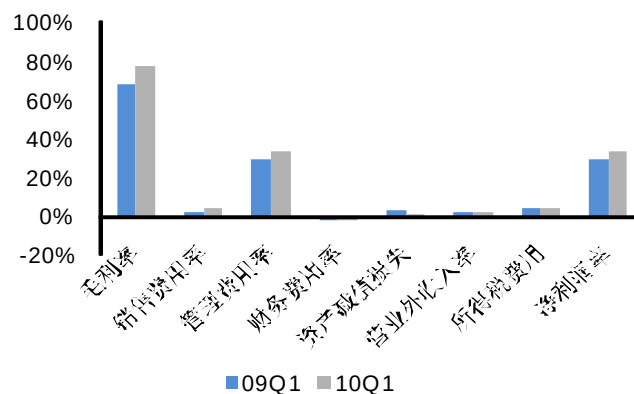


图表3：业绩驱动因素同比增速

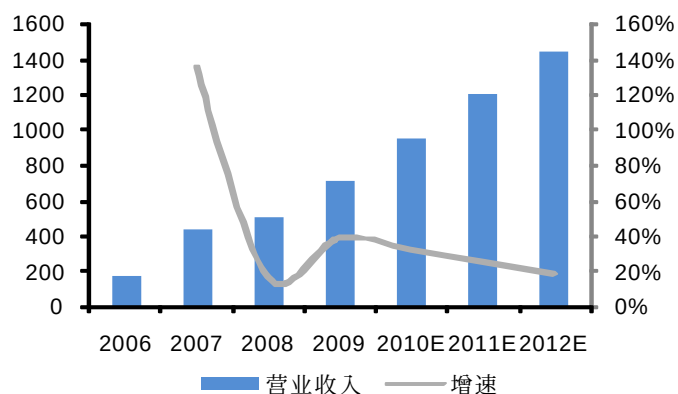


来源：公司报表，国金证券研究所

图表4：毛利率提高，销售及管理费用率上升

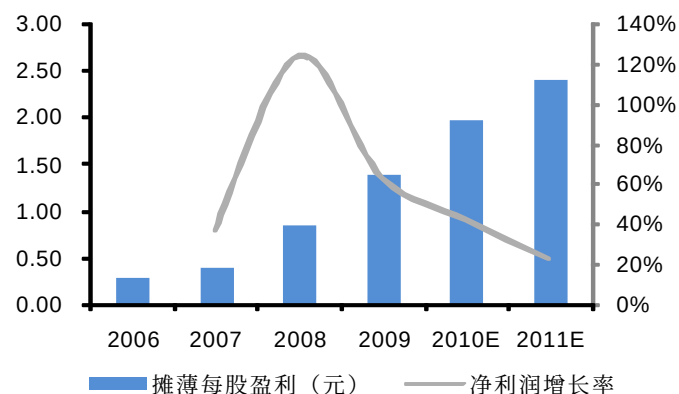


图表5：公司收入预测（百万元）



来源：国金证券研究所

图表6：公司EPS预测（元）



图表7：公司业务收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
软件产品开发与销售						
销售收入（百万元）	58.02	84.32	141.40	198.14	260.26	317.38
增长率（YOY）	20.75%	45.34%	67.68%	40.13%	31.35%	21.95%
毛利率	86.66%	94.05%	94.90%	95.50%	96.00%	96.00%
销售成本（百万元）	7.74	5.02	7.22	8.92	10.41	12.70
增长率（YOY）	-37.05%	-35.17%	43.87%	23.52%	16.76%	21.95%
毛利（百万元）	50.28	79.31	134.18	189.22	249.85	304.68
增长率（YOY）	40.63%	57.73%	69.19%	41.02%	32.04%	21.95%
占总销售额比重	13.10%	16.24%	19.56%	20.60%	21.47%	21.95%
占主营业务利润比重	29.64%	30.33%	25.22%	24.66%	24.21%	24.67%
飞信业务						
销售收入（百万元）	87.74	277.83	441.03	593.59	729.40	846.22
增长率（YOY）	#DIV/0!	216.66%	58.74%	34.59%	22.88%	16.02%
毛利率	59.08%	52.80%	76.55%	82.00%	88.00%	88.00%
销售成本（百万元）	35.91	131.12	103.43	106.85	87.53	101.55
增长率（YOY）	#DIV/0!	265.19%	-21.12%	3.30%	-18.08%	16.02%
毛利（百万元）	51.83	146.71	337.60	486.74	641.87	744.67
增长率（YOY）	#DIV/0!	183.03%	130.11%	44.18%	31.87%	16.02%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	61.02%	61.71%	60.18%	58.53%
占主营业务利润比重	30.55%	5868.30%	13503.81%	19469.67%	25674.89%	29786.98%
其他技术服务						
销售收入（百万元）	33.47	37.04	82.44	123.85	185.30	249.67
增长率（YOY）	22.71%	10.66%	122.59%	50.22%	49.62%	34.74%
毛利率	45.00%	52.00%	62.00%	67.00%	72.00%	72.00%
销售成本（百万元）	18.41	17.78	31.33	40.87	51.88	69.91
增长率（YOY）	35.25%	-3.42%	76.22%	30.46%	26.95%	34.74%
毛利（百万元）	15.06	19.26	51.11	82.98	133.42	179.76
增长率（YOY）	10.22%	27.88%	165.39%	62.34%	60.79%	34.74%
占总销售额比重	7.56%	7.13%	11.41%	12.88%	15.29%	17.27%
占主营业务利润比重	8.88%	7.36%	9.61%	10.81%	12.93%	14.56%
系统集成						
销售收入（百万元）	263.54	120.09	57.89	46.31	37.05	32.61
增长率（YOY）	134.71%	-54.43%	-51.79%	-20.00%	-20.00%	-12.00%
毛利率	19.91%	13.52%	15.94%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本（百万元）	211.07	103.86	48.67	37.98	30.38	26.74
增长率（YOY）	135.63%	-50.80%	-53.14%	-21.96%	-20.00%	-12.00%
毛利（百万元）	52.47	16.24	9.23	8.34	6.67	5.87
增长率（YOY）	131.11%	-69.06%	-43.17%	-9.65%	-20.00%	-12.00%
占总销售额比重	59.52%	23.13%	8.01%	4.81%	3.06%	2.26%
占主营业务利润比重	30.93%	6.21%	1.73%	1.09%	0.65%	0.48%
销售总收入（百万元）	442.77	519.28	722.76	961.88	1,212.01	1,445.87
销售总成本（百万元）	273.12	257.77	190.65	194.61	180.20	210.88
毛利（百万元）	169.64	261.51	532.11	767.28	1,031.81	1,234.98
平均毛利率	38.31%	50.36%	73.62%	79.77%	85.13%	85.41%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-10-11	减持	23.17	N/A
2	2010-03-18	买入	63.11	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室