

增持(首次评级)

业绩增长有想象空间，不确定性较大

——神州泰岳调研报告

目标价格: 65.00 元

当前价格: 55.00 元

市场数据

信息技术指数 1137.64

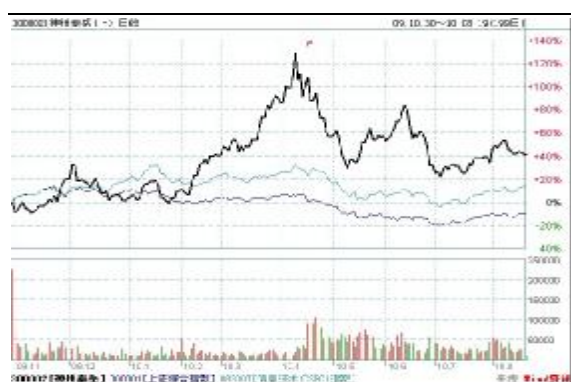
年初至今涨跌幅 -7.22%

基础数据

总市值(百万) 17380

总股本(百万) 316

相对股价表现



相关研究

研究员: 李项峰

联系人: 夏根大

8621-68761616-8502

xiagd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

投资要点:

飞信业务结束高增长时代。公司的飞信业务收入上半年同比增长 6.28%，增速大幅下降的原因有二，一是移动将飞信业务移出 KPI 指标，二是飞信业务用户数基数变大，进一步快速增长难度变大。我们认为飞信业务的高速增长时代已经结束，如果没有移动面向全网开放等进一步刺激措施的出台，飞信业务今后 3-5 年的收入增长仅将保持 10% 左右。

IT 运维管理业务发展空间广阔。公司 IT 运维管理业务上半年同期增幅较大，为 26.76%。IT 运维管理市场空间巨大，电信、银行、保险等行业都有很大的需求，随着公司上市后资本实力和技术实力的提高，预计公司今后 3-5 年的 IT 运维管理业务将保持 30% 左右的持续增长。

农信通业务是公司今后几年重要利润增长点，但是存在较大不确定性。公司农信通业务平台已经搭建完成，目前还处于业务的拓展初期，发展趋势以及与移动分成的结算模式有很大的想象空间，但也应注意农村市场对农信通的接受程度还有待时间的检验，具有较大的不确定性。

超募资金将来可能会给公司带来超额收益。公司还有 7.89 亿的超募资金没有明确投资方向，我们认为如果合理使用这部分资金，将有助于公司的利润增长。

盈利预测及估值分析：我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 22.6%、24.9% 和 25%，EPS 分别为 1.17 元/1.44 元/1.78 元。公司目标价格为 65 元/股，对应 2010-2012 年 PE 分别为 47 倍/38 倍/31 倍。

重要财务指标

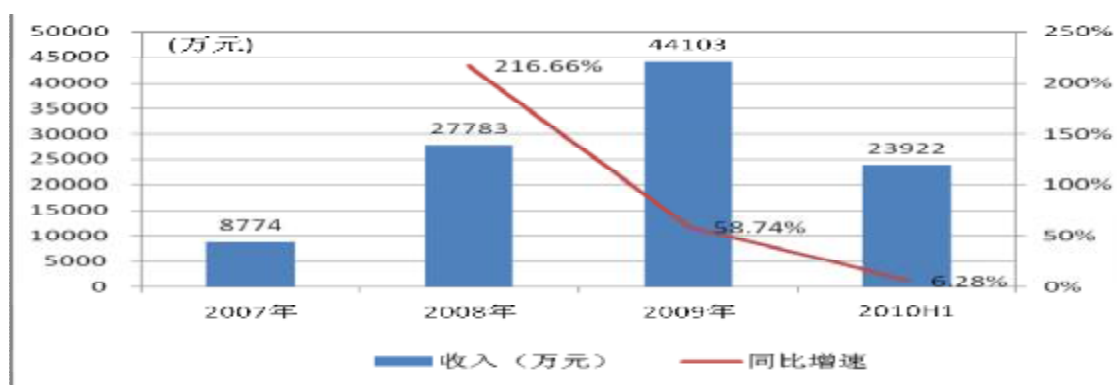
单位:百万元

主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	723	886	1107	1384
收入增幅(%)	39.2%	22.6%	24.9%	25.0%
净利润	270	369	454	562
净利增幅(%)	124.6%	36.3%	23.1%	23.8%
毛利率(%)	73.6%	78.0%	78.0%	78.1%
ROE(%)	11.4%	14.2%	15.1%	16.0%
EPS(元)	0.85	1.17	1.44	1.78

1. 飞信业务结束高速增长时代

公司飞信业务收入增速在 2010 年上半年出现大幅下滑，下降至 6.28%。我们认为这一方面是因为移动 2010 年将飞信业务移出 KPI 指标，降低了员工开展此项业务的积极性，另外一方面是因为飞信业务用户数基数变大，维持超高速增长遇到瓶颈。

图 1：公司最近 4 年飞信收入数据和增长情况



数据来源：公司数据，德邦证券研究所

我们认为飞信作为即时通讯软件，虽然有移动手机和电脑无缝衔接的优势，但是依然有下面的五个主要因素制约其发展：一、QQ 占据了即时通讯软件霸主的地位，用户对其已形成一定依赖，这部分用户转向使用飞信终端尚需时日。二、无法向中国联通和中国电信手机用户发送免费短信，极大限制了飞信作为手机和电脑无缝衔接这一优势的发挥。三、注册客户主要还是限制于中国移动手机用户，虽然新版本增加了可使用邮箱注册成为用户的功能，但这部分用户权限受到了很大限制。四、飞信目前客户群主要集中在学校，尚未形成多层次，高质量的用户群体。五、目前飞信技术上面还需要进一步

完善，例如在手机和电脑衔接中依然有信息丢失现象，

基于目前飞信的发展状况和前面提到的制约因素，我们认为飞信业务已遇到了发展的瓶颈。飞信的进一步发展不仅需要神州泰岳更完善的技术支持，更需要中国移动放开飞信的注册条件，同时实现飞信的跨网免费发送。但是考虑到中国移动用飞信增加移动手机粘性的目标，短期内对于飞信大踏步放开的可能性不大。所以我们预测飞信业务接下来将会发展放缓，业务收入今后 3-5 年也将保持 10%左右的增长

飞信业务目前的合约执行期到 2011 年 10 月 31 日，我们认为到期后结束合作的可能性极小，这主要是因为，神州泰岳的飞信维护团队有 1400-1500 人，中国移动短期内无法另外寻找到和组建成这样规模的维护队伍。虽然双方有进一步合作的可能和空间，但考虑到目前移动谈判地位的强势，我们认为 2010 年 10 月以后的新合约也很难为神州泰岳争取到更多的利益。

2.IT 运维管理业务发展空间广阔

2010 年上半年，公司 IT 运维管理业务达到 1.28 亿元，较去年同期增长 26.76%。值得注意的是，公司在巩固提高电信行业内市场份额的同时，加大了在金融领域内的市场推广力度，报告期内公司金融领域实现营业收入 1367.67 万元，比去年同期增长 145.80%。基于公司目前在 IT 运维业务上较为强大的研发能力和成熟的技术能力，我们看好其在金融领域运维业务的高速成长潜力。

根据 IDC 的市场研究报告，我国的 IT 运维管理业务中，BSM 业务的市场规模在 2009 年至 2013 年将以 19.4%的复合增长率高速增长，另外根据中信证券的研究资料，OSS

业务预计在 2010 年和 2011 年市场规模将分别增长 25%和 20%。考虑到神州泰岳上市后资金实力、技术能力和知名度的提升，我们认为公司的 IT 运维管理业务将取得高于市场平均值的的增长，今后 3-5 年的复合增长率将保持在 30%左右。

3.农信通业务是公司今后几年重要利润增长点，但是存在较大不确定性。

8 月 2 日，新媒传信（公司的全资子公司）和互联时代（即将全资收购的同一控制人下的关联公司）与重庆移动签署农信通相关商务合同共计五项，包括《中国移动通信农村信息网日常运营支撑合同》、《2010 年中国移动通信农村信息网网站运营合同》、《商贸业务合作协议》、《务工易业务合作协议》、《百事易业务合作协议》。这些协议表明，公司在农信通运营中获得了 TP 和 SP 的重要角色，

公司目前组建了 10 人左右规模的团队在进行务工信息的收集和整理，这表明公司同时充当了 CP 的角色。在当前大力推进农村建设的背景下，农信通比较容易获得政府的大力支持，同时考虑到农村广阔的市场前景和目前农村信息化建设还是一片蓝海，农信通业务给人很大的想象空间。再考虑到农信通主要是一种收入分成的结算模式，所以农信通业务可能会成为公司今后利润的主要增长点。

但是我们同时需要看到，农信通重庆基地刚刚开始运作，实际的运营以及收入状况还需要时间的检验。仅就目前来看，农信通的发展至少还需要克服如下困难。首先是如何获得丰富和有效的信息，从而切实的帮助农民解决务工难等问题；其次是如何让农民从依赖熟人介绍等传统信息渠道转向农信通这一收费信息渠道，还有很长的路要走。总

之，只有真正给农民带来信息上的便利和利益上的好处，农信通才可能在农村得到全面的推广。

总的来看，我们认为农信通业务具有广阔的发展空间，收入分成的模式可能会给公司未来的利润增长带来惊喜。在具体营业收入预测中，考虑到农信通业务刚刚起步，我们认为 2010 年农信通收入贡献将相对有限，全年在 6000 万元左右。

4、超募资金将来可能会给公司带来超额收益

公司上市发行时超募了 12 亿的资金，目前还有 7.89 亿元的超募资金暂无投资项目，这部分资本降低了公司的 ROE，将来如果能寻找到合适的投资项目，很可能会为公司带来利润的大幅增长。目前公司超募资金有三个投资项目，2.55 亿元的研发及办公用房的建设，0.73 亿元收购大连华信计算机技术股份有限公司部分股权，1.03 亿元在重庆新区设立全资子公司。

总体来说，我们预测公司飞信业务收入今后 3-5 年将保持 10%左右的增长，IT 运维管理业务将保持 30%左右的增长速度，农信通业务有很大发展空间，但是同时存在一定的不确定性，超募资金将可能给公司未来带来利润的大幅增长。我们预测公司 10 年-12 年每股收益分别为 1.10 元、1.30 元和 1.58 元，目前股价 58.25 元，对应的市盈率分别是 53、45 和 37 倍，给予增持评级。

表格 1：公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2285	2035	2443	2959	营业收入	723	886	1107	1384
货币资金	2077	1780	2123	2561	营业成本	191	195	243	303
应收账款	154	189	236	295	营业税金及附加	8	11	15	19
其他应收款	8	10	12	15	销售费用	19	33	42	54
预付款项	5	6	7	9	管理费用	223	239	299	374
存货	42	52	62	81	财务费用	-4	-14	-15	-18
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	21	24	26
非流动资产	94	702	740	773	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	74	74	74	投资净收益	0	16	20	26
固定资产	21	515	537	565	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	284	422	523	652
其他非流动资产	224	113	129	134	营业外净收支	17	13	11	9
资产总计	2379	2738	3182	3733	利润总额	300	434	534	661
流动负债	108	132	165	207	所得税	30	65	80	99
短期借款	0	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	36	45	56	70	净利润	270	369	454	562
其他流动负债	72	87	109	137	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	9	12	15	19	归属母公司净利润	270	369	454	562
负债合计	118	144	180	225	EPS（元）	0.85	1.17	1.44	1.78
归属母公司股东权益	2260	2593	3002	3508	主要财务比率				
少数股东权益	1	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益	2379	2738	3182	3733	成长能力				
价值分析数据					营业收入	39.2%	22.6%	24.9%	25.0%
每股指标（元）					营业利润	170.0%	40.1%	19.2%	21.7%
EPS	0.85	1.17	1.44	1.78	归属于母公司净利润	124.6%	36.3%	23.1%	23.8%
每股净资产	7.15	8.21	9.50	11.10	盈利能力				
每股营业收入	2.29	2.81	3.50	4.38	毛利率(%)	73.6%	78.0%	78.0%	78.1%
估值比率					净利率(%)	37.4%	41.6%	41.0%	40.6%
P/E	65	47	38	31	ROE(%)	11.4%	14.2%	15.1%	16.0%
P/B	7.69	6.70	5.79	4.95	偿债能力				
P/S	24.02	19.57	15.71	12.56	资产负债率(%)	4.95%	5.27%	5.67%	6.04%
					流动比率	21.2	15.4	14.8	14.3
					速动比率	20.8	15.0	14.4	13.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.35	0.37	0.40
					净资产周转率	0.32	0.37	0.40	0.43

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。