

深化互联网业务，打造餐饮电子商务平台

事件：

公司拟使用超募资金 8,400 万元与奇点新源国际技术开发（北京）有限公司等单位共同出资设立北京神州泰岳良品电子商务有限公司。公司业务定位于构建与运营面向餐饮行业的电子商务平台，开展包括食材业务在内的电子商务、餐饮企业管理软件、第三方订餐服务、互联网信息服务等业务。经论证该项目预计实现年均实现净利润 1,956.20 万元，静态投资回收期 6.18 年。

研究结论：

- **打造餐饮电子商务平台，深化互联网业务，提高互联网领域的竞争优势。** 飞信和农信通是公司所有业务的基础，此次对外投资设立面向餐饮行业的电子商务公司，是公司深化互联网业务的一项具体举措，有利于拓展、丰富公司的互联网业务与产品，吸引更多的互联网人才，提升公司在互联网领域的技术积累与运营经验，进一步增强公司在互联网领域的竞争优势，构建公司持续成长的长效格局。
- **合作伙伴经验丰富。** 中利丰专业从事面向餐饮行业的粮油制品销售，与益海嘉里、中粮集团等大型粮油生产企业以及海底捞、宏状元等知名餐饮企业有着长期良好的合作关系，具有丰富的食材行业销售经验。中秀明天专业从事国内务工市场信息服务与培训业务，在农民工求职信息、相应用工企业信息方面积累了丰富的数据，与许多人才中介机构、人才报刊、劳务招聘市场、劳务外包派遣公司等有着长期的合作。
- **原有业务高速增长，终止激励计划确认的成本拖累今年业绩。** 公司的飞信业务发展势头良好，活跃用户数较去年同期及 2010 年末均有增长，2011 年 1-9 月实现营业收入 45,524.52 万元，较去年同期增长 28.13%；农信通业务已纳入到中国移动基地化管理中，2011 年 1-9 月，农信通业务累计实现营业收入 3,371.39 万元，较去年同期增长 23.55%。公司 1-9 月实现收入 37.46% 的增长，但归属母公司净利润增长 17.01%，慢于收入增速的主要原因系公司终止了股权激励计划，计提了 2,196.40 万元的股份支付费用。
- **维持公司买入评级。** 预计公司 2011 年至 2013 年的 EPS 为 1.02、1.29 和 1.64 元，考虑到公司的成长性和可比公司估值水平，给予公司 2011 年 40 倍 PE，对应目标价 40 元，维持公司买入评级。
- **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
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

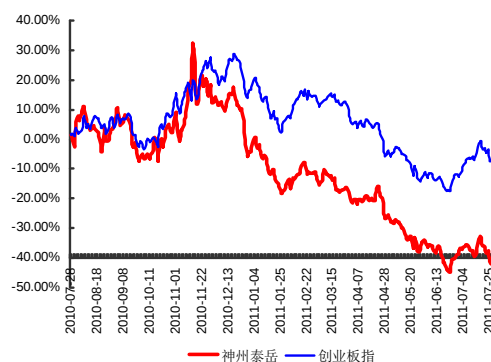
021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 12 月 7 日）	23.04 元
目标价格	40.00 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 12 月 8 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	1,151	1,484	1,790
同比(%)	16%	37%	29%	21%
归属母公司净利	328	386	489	622
同比(%)	21%	18%	27%	27%
毛利率(%)	73.9%	73.9%	74.0%	74.1%
ROE(%)	12.9%	13.6%	15.1%	16.7%
每股收益(元)	0.86	1.02	1.29	1.64
P/E (倍)	26.64	22.64	17.88	14.05
P/B (倍)	3.43	3.07	2.70	2.35
EV/EBITDA	20	17	13	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

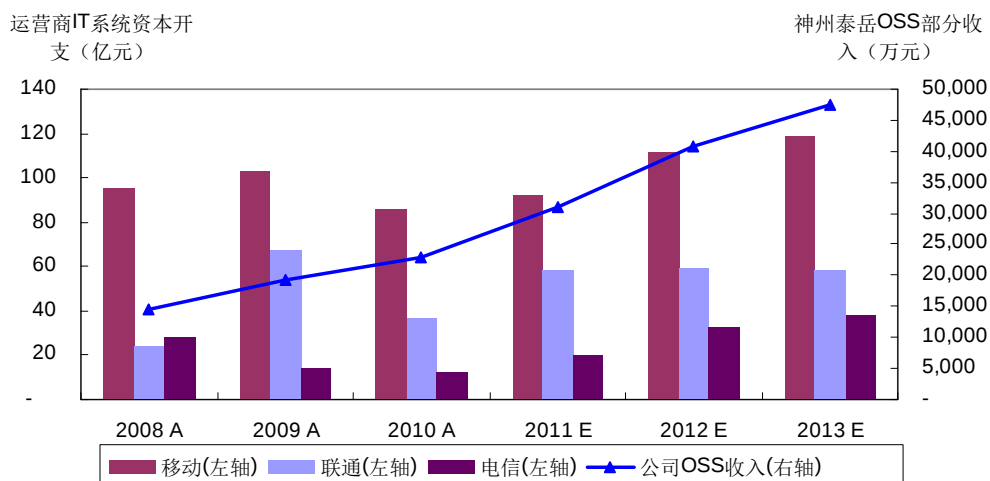
时间

三驾马车同发力，引领公司高成长	2011.04.18
向运营商 OSS 业务拓展更进一步	2011.06.29
收入高增长，期权成本拖累净利润增速	2011.10.25

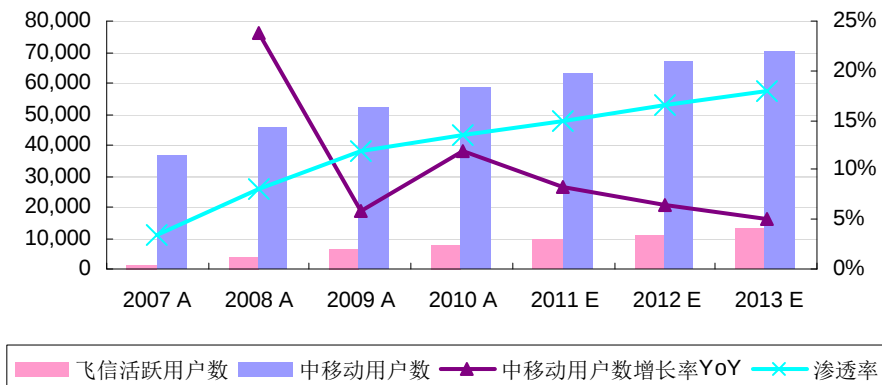
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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。

图 1：神州泰岳 OSS 部分的收入将随着运营商智能管道的建设加速成长


资料来源：公司公告，东方证券研究所预测

图 2：飞信业务用户数预测


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：神州泰岳分拆业务收入估计

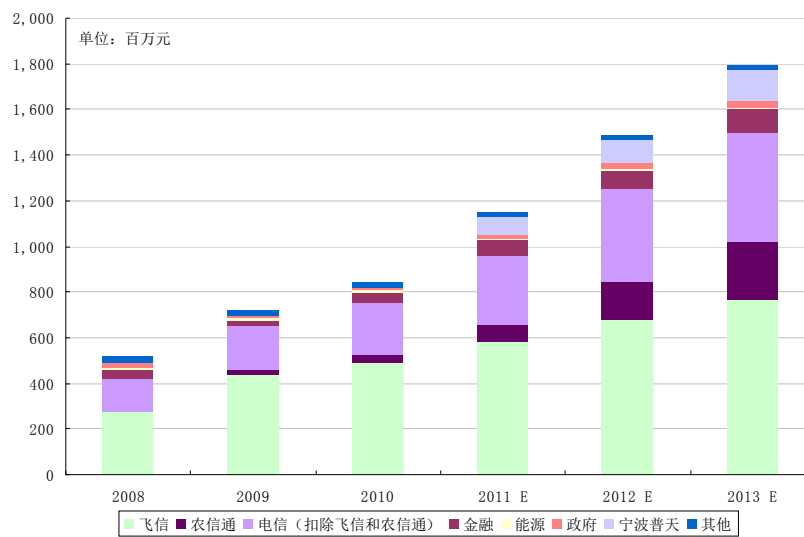
	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E
IT 运维管理业务	24,144.75	26,269.39	31,712.32	49,706.10	64,196.17	76,824.50
YOY	68.01%	8.80%	20.72%	56.74%	29.15%	19.67%
<u>IT 运维管理业务-毛利率</u>	49.69%	75.91%	80.26%	75.80%	75.93%	76.30%
IT 运维管理业务-营业成本	12,147.70	6,328.42	6,260.15	12,029.17	15,450.32	18,208.79
IT 运维管理业务毛利润	11,997.25	19,940.97	25,452.17	37,676.93	48,745.85	58,615.71
 电信（扣除飞信和农信通）	14,545.57	19,159.33	23,019.18	30,909.60	40,900.00	47,520.00
YOY		31.72%	20.15%	34.28%	32.32%	16.19%
<u>毛利率</u>	35.49%	71.49%	79.88%	80.00%	80.00%	80.00%
营业成本	9,382.84	5,462.84	4,632.41	6,181.92	8,180.00	9,504.00
毛利润	5,162.73	13,696.49	18,386.77	24,727.68	32,720.00	38,016.00
 金融	3,297.14	2,207.16	4,237.31	6,355.96	8,262.75	10,741.58
YOY		-33.06%	91.98%	50.00%	30.00%	30.00%
<u>毛利率</u>	76.75%	80.38%	76.97%	76.97%	76.97%	76.97%
营业成本	766.53	433.01	975.76	1,463.64	1,902.73	2,473.55
毛利润	2,530.61	1,774.15	3,261.55	4,892.33	6,360.02	8,268.03
 能源	1,539.90	1,284.80	861.84	689.47	586.05	527.45
YOY		-16.57%	-32.92%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
<u>毛利率</u>	77.17%	80.90%	82.64%	80.00%	80.00%	80.00%
营业成本	351.53	245.37	149.60	137.89	117.21	105.49
毛利润	1,188.37	1,039.43	712.24	551.58	468.84	421.96
 政府	1,558.91	895.28	1,291.18	1,678.54	2,182.10	2,836.73
YOY		-42.57%	44.22%	30.00%	30.00%	30.00%
<u>毛利率</u>	57.79%	79.09%	61.09%	61.09%	61.09%	61.09%
营业成本	657.99	187.20	502.38	653.09	849.02	1,103.73
毛利润	900.92	708.08	788.80	1,025.45	1,333.08	1,733.00
 其他	3,203.23	2,722.82	2,302.80	2,072.52	1,865.27	1,678.74
YOY		-15.00%	-15.43%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
<u>毛利率</u>	69.10%	67.95%	42.46%	42.46%	42.46%	42.46%
营业成本	989.72	872.74	1,325.14	1,192.62	1,073.36	966.02
毛利润	2,213.51	1,850.09	977.66	879.90	791.91	712.72
				1.20	1.64	2.06
宁波普天				8,000.00	10,400.00	13,520.00
YOY					30.00%	30.00%

毛利率	70.00%	68.00%	70.00%
营业成本	2,400.00	3,328.00	4,056.00
毛利润	5,600.00	7,072.00	9,464.00

移动互联网开发及运维支撑业务						
移动互联网开发及运维支撑业务	27,783.54	46,020.66	52,450.58	68,678.24	91,550.02	113,883.04
YOY		65.64%	13.97%	30.94%	33.30%	24.39%
毛利率	50.94%	74.22%	72.51%	72.51%	72.51%	72.51%
营业成本	13,629.80	11,863.38	14,419.98	18,881.37	25,169.40	31,309.31
毛利润	14,153.74	34,157.28	38,030.60	49,796.87	66,380.63	82,573.74
YOY	0.54	0.61	0.59	0.49	0.44	0.40
飞信	27,783.08	44,102.83	49,120.76	58,022.82	68,108.09	76,375.95
YOY		58.74%	11.38%	18.12%	17.38%	12.14%
毛利率		73.28%	74.13%			
营业成本		11,785.67	12,708.49			
毛利润		32,317.16	36,412.27			
农信通		1,917.83	3,329.82	7,325.60	16,116.33	25,786.13
YOY			73.62%	120.00%	120.00%	60.00%
毛利率		95.93%	48.60%			
营业成本		78.11	1,711.49			
毛利润		1,839.72	1,618.33			
合计(万元)	51,928.29	72,290.05	83,956.09	115,054.52	148,420.59	178,986.57
YOY	17.28%	39.21%	16.14%	37.04%	29.00%	20.59%
毛利率	50.36%	74.83%	75.37%	73.93%	73.99%	74.13%
营业成本	25,777.30	18,191.80	20,680.13	29,995.09	38,605.73	46,295.71
毛利润	26,150.99	54,098.25	63,275.96	85,059.43	109,814.87	132,690.87

资料来源：东方证券研究所

图 3：公司分业务收入预测



资料来源：东方证券研究所

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	2,354	2,772	3,256	营业收入	842	1,151	1,484	1,790
现金	1,678	1,905	2,098	2,499	营业成本	220	300	386	463
应收账款	344	324	512	561	营业税金及附加	11	15	20	24
其它应收款	7	20	19	27	营业费用	29	58	74	89
预付账款	16	14	23	25	管理费用	253	391	505	573
存货	71	90	120	144	财务费用	(33)	(36)	(40)	(46)
其他	4	0	0	0	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	415	533	681
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	3,052	3,504	4,015	利润总额	365	429	549	699
流动负债	171	188	245	276	所得税	38	43	60	77
短期借款	-	-	-	-	净利润	327	386	489	622
应付账款	44	59	76	91	少数股东损益	(1)	-	-	-
其他	127	130	169	185	归属于母公司净利润	328	386	489	622
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	331	392	509	652
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)-全面摊薄	0.86	1.02	1.29	1.64
其他	18	18	18	18	主要财务比率				
负债合计	189	207	263	294	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%	36.7%	29.0%	20.6%
资本公积	1,562	1,499	1,499	1,499	营业利润	24.9%	17.4%	28.3%	27.7%
留存收益	673	964	1,360	1,840	归属于母公司净利润	21.3%	17.7%	26.6%	27.2%
归属母公司股东权益合计	2,551	2,842	3,238	3,718	获利能力				
负债和股东权益	2,743	3,052	3,504	4,015	毛利率	73.9%	73.9%	74.0%	74.1%
现金流量表					净利率	39.0%	33.5%	32.9%	34.7%
单位:百万元					ROE	12.9%	13.6%	15.1%	16.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.3%	12.0%	13.5%	15.2%
经营活动现金流	145	368	292	542	偿债能力				
净利润	327	386	489	622	资产负债率	6.9%	6.8%	7.5%	7.3%
折旧摊销	10	13	16	17	净负债比率	93.10%	93.23%	92.48%	92.68%
财务费用	(33)	(36)	(40)	(46)	流动比率	12.40	12.50	11.31	11.81
投资损失	(4)	(4)	(4)	(5)	速动比率	11.99	12.02	10.82	11.29
营运资金变动	(173)	8	(179)	(56)	营运能力				
其它	18	1	11	10	总资产周转率	0.33	0.40	0.45	0.48
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	5.85	5.73	5.54
长期投资	76	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	(50)	57	4	5	每股收益	0.86	1.02	1.29	1.64
筹资活动现金流	(12)	(116)	(54)	(95)	每股经营现金流	0.52	0.97	0.77	1.43
短期借款	-	-	-	-	每股净资产	6.73	7.49	8.54	9.81
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	190	-	-	-	P/E	26.64	22.64	17.88	14.05
资本公积增加	(196)	(59)	-	-	P/B	3.43	3.07	2.70	2.35
其他	(5)	(57)	(54)	(95)	EV/EBITDA	20.11	16.97	13.09	10.22
现金净增加额	(393)	228	192	401					

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