

神州泰岳 (300002.SZ)

软件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 17.27元

目标(人民币): 20.34元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	103.28
总市值(百万元)	65.49
年内股价最高最低(元)	34.42/16.47
沪深300指数	2349.11



相关报告

1. 《低位再推股权激励,估值有望修复》, 2012.5.25
2. 《涉足飞信以外的自主互联网业务》, 2011.12.9
3. 《各项业务平稳,维持买入评级》, 2011.10.25

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

赵旭翔 联系人
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

业绩好于预期, 估值处在低位

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.038	0.938	1.127	1.358	1.490
每股净资产(元)	8.07	7.48	8.60	9.96	11.45
每股经营性现金流(元)	0.62	0.57	1.60	1.47	1.65
市盈率(倍)	53.86	19.47	15.32	12.72	11.59
行业优化市盈率(倍)	80.25	26.96	23.40	23.40	23.40
净利润增长率(%)	21.11%	8.47%	20.18%	20.46%	9.76%
净资产收益率(%)	12.86%	12.55%	13.10%	13.63%	13.02%
总股本(百万股)	316.00	379.20	379.20	379.20	379.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 神州泰岳于7月29日晚发布2012年中报,实现营业收入6.80亿元,同比增长27.06%;实现净利润2.21亿元,同比增长10.91%。收入增长的主要动力来自于IT运维管理业务的大幅增长。净利润的增长得益于收入的增长和各项业务毛利率的改善。

经营分析

- 上半年收入和主营利润增长均好于预期: 在通信行业整体不景气的情况下,公司上半年收入增速超过27%,扣除投资收益影响后净利润增长超过20%,业绩表现好于市场预期。
- 收购宁波普天等公司带来运维管理业务的大幅增长: 运维管理是公司非常成熟的业务,行业增长有限。但是公司在该领域外延式扩张能力较强,给公司带来了较大幅度的增长。
- 飞信收入增速进入低谷: 上半年实现飞信收入3.01亿元,同比仅增长2.84%,飞信的增长进入了低谷。目前,我们还没有明确看到飞信增速走出低谷的时间区间。飞信业务对公司的净利润贡献超过50%,这整体拉低了公司未来的潜在增长率。
- 各项业务毛利率均有所上升: 飞信、农信通等互联网业务以及IT运维管理业务的毛利率均出现比较明显的改善,这是公司在飞信增速低迷的情况下,仍能获得不错的主营利润增长的主要原因之一。
- 公司的长期基本面取决仍然取决于飞信产品,飞信产品的前途取决于中移动对自有移动互联网OTT业务的态度。在目前的环境下,这个态度可直接落实到中移动对飞聊的推广力度。因此公司长期基本面加速增长的拐点就在于中移动开始大力推广飞聊之时。

盈利预测和投资建议

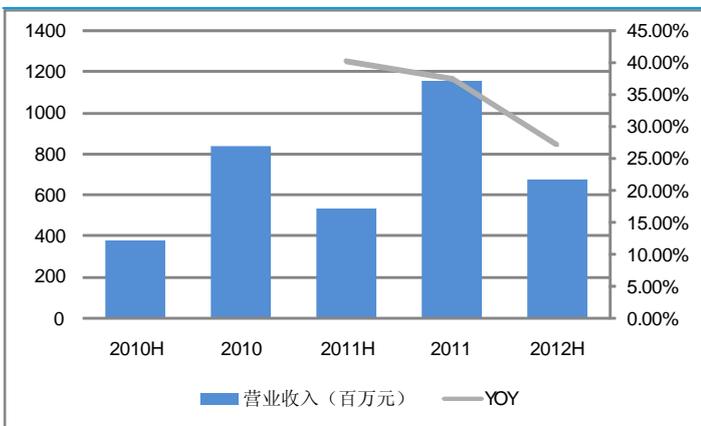
- 略微调整2012-2014年EPS预测至,1.13元、1.36元和1.48元。考虑到公司2012-2013年的复合增长率超过20%,未来在飞信业务上仍有不小的弹性。我们给予公司18×2012EPS目标价,20.34元。目前估值相当于15.28×2012EPS估值,存在15%-20%左右的低估。
- 维持对公司的“增持”评级。

业绩简评

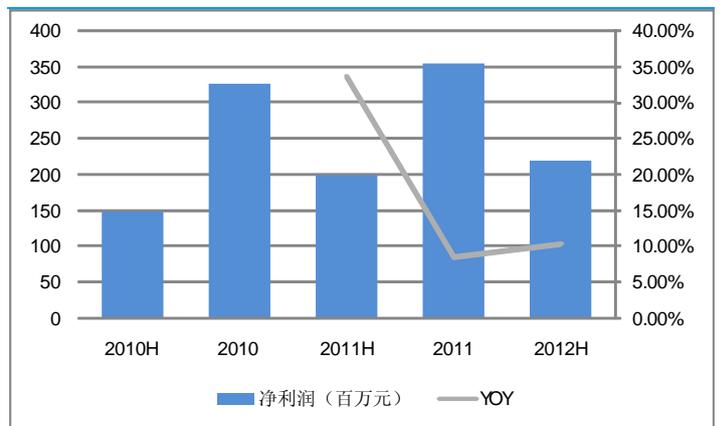
收入和主营业务净利润略超市场预期

- 神州泰岳于 7 月 29 日晚发布 2012 年中报，实现营业收入 6.80 亿元，同比增长 27.06%；实现净利润 2.21 亿元，同比增长 10.91%。收入增长的主要动力来自于 IT 运维管理业务的大幅增长。净利润的增长得益于收入的增长和各项业务毛利率的改善。
- 值得注意的是，2011H1，公司参股的大连华信因出售土地获得投资收益，因此公司 2011H1 投资收益达 2378 万元；而 2012H1，公司投资收益仅 315 万元。这在一定程度上扭曲了净利润的增速，若我们将其还原至可比口径，公司净利润增速超过 20%。
- 因此，可以说公司的收入和主营业务净利润均略好于市场预期。

图表1: 2012H1, 公司实现营业收入 6.80 亿元, 同比增长 27.06%



图表2: 2012H1, 公司实现净利润 2.21 亿元, 同比增长 10.91%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

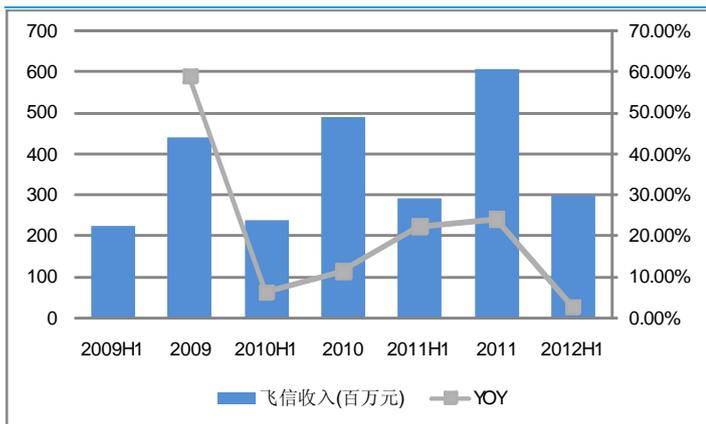
IT 运维管理业务大幅增长系外延式扩张的贡献

- 公司收入增长的主要贡献来自于 IT 运维管理业务。2012H1，公司共实现 IT 运维管理业务收入 3.09 亿元，同比增长 42.71%。其中宁波普天贡献接近 2500 万元收入，系统集成的收入增长也超过 4000 万元（系统集成业务主要由北京友联承担）。
- 由此可见，公司自上市以来实施的外延式扩张路线产生效果，为公司最大程度去飞信化带来了一定的贡献。

飞信进入增长低谷，收入占比大幅下降，但利润占比仍然较高

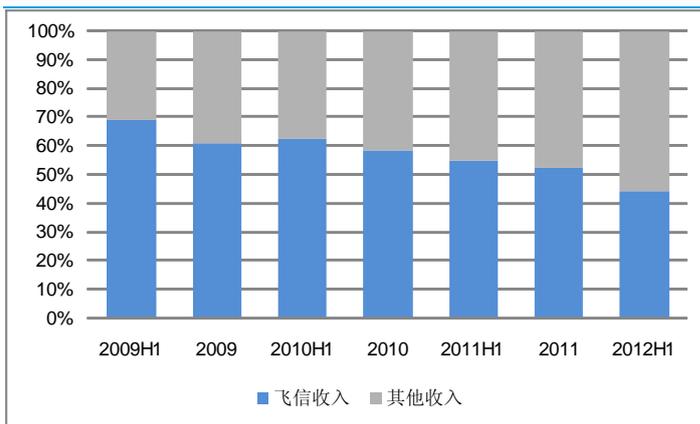
- 由于中移动和神州泰岳签订的 2012 年飞信服务主合同金额上限为 6 亿元，基本处于不增长状态。因此 2012H1，公司来自于飞信的收入增速也基本上降到了 0。我们预计下半年，公司有望与中移动再签订除主合同外的其他小额飞信合同，预计全年飞信类业务的收入增速要高于上半年，但整体来说飞信业务进入了增长的低谷。
- 正是由于飞信增速大幅放缓、运维服务类业务收入大幅增长，飞信收入的占比首次下滑至 50% 以下。但是由于飞信业务的利润率水平较高，所以从净利润的贡献上来说，飞信仍然占有非常重要的地位。飞信的增长放缓，必然导致公司整体业绩增长乏力。从我们目前了解到的状况，公司的飞信业务短期内还看不到重回高速增长希望。

图表3: 2012H1 飞信收入增速下降至 2.84%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 飞信收入占比首次下降至 50% 以下



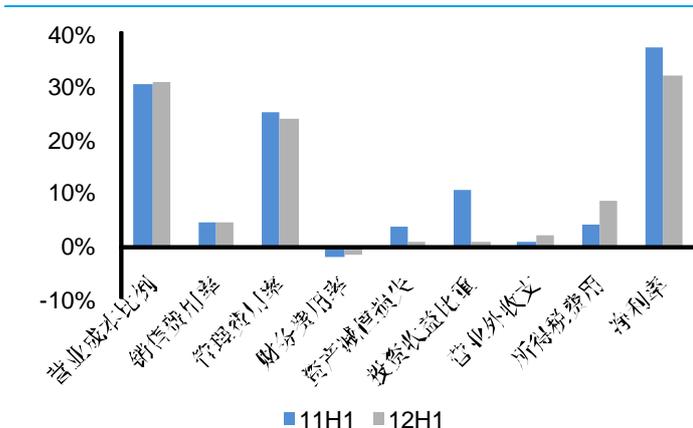
主要业务毛利率显著提升, 但因结构变化综合毛利率下降

- 公司各项主要业务毛利率水平出现明显的提升, 这是公司在飞信收入仅增长 2.84%, 但主营可比利润增长超过 20% 的另一个重要原因。
- 具体来说, 飞信毛利率提升 1.08 个百分点至 81.33%, 农信通毛利率提升 18.26 个百分点至 57.95%, 运维管理业务毛利率提升 3.66 个百分点至 60.66%。但是由于低毛利率业务增速高于高毛利率业务, 所以最终综合毛利率出现了一定程度的下降, 由 2011H1 的 69.31% 下滑 0.5 个百分点至 68.81%。

业绩增长归因分析

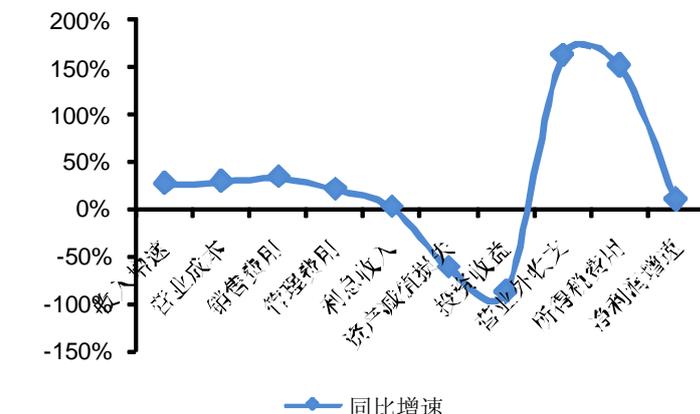
- 对比 2011H 和 2012H, 除收入增速以外, 投资收益、营业外收入和所得税费用对净利润增速的影响也都比较大。
- 若不考虑投资收益的影响, 2012H 公司净利润增速能够超过 20%。
- 另外, 由于全资子公司新媒传信所得税优惠已于 2011 年结束, 新的优惠政策正在审批中, 因此公司在中报采用了比往年更高的所得税率计税。对净利润的额影响在 1500 万左右, 预计这个影响在年底能够冲回。

图表5: 2011H 和 2012H 财务指标对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 收入增速、投资收益、营业外收入和所得税费用对净利润增速影响都比较大



短期平稳增长, 长期基本面的拐点在于中移动何时开始大力推广飞聊

- 短期来看，飞信合同的平稳增长没有太大悬念，飞信以外的各项业务亦能保持较快发展。公司在股价低位实施了较大规模的股权激励，形成了股价也基本面的良性循环。因此，公司短期基本面已经进入了稳定增长阶段，确定性很高。
- 但是从长期看，公司更高增长拐点目前仍然很难观察到。2011年以来各类OTT业务发展迅猛，对运营商生存空间的挤压非常明显，飞信也受到了挤压。但是，考虑到中移动现有短信和语音业务收入太庞大，我们认为中移动短期内也不会采取过于激进的OTT策略，飞信产品在智能终端上的推广（即飞聊）仍然需要经历较长的犹豫期。
- 我们认为，公司的长期基本面取决仍然取决于飞信产品，飞信产品的前途取决于中移动对自有移动互联网OTT业务的态度。在目前的环境下，这个态度可直接落实到中移动对飞聊的推广力度。因此公司长期基本面加速增长的拐点就在于中移动开始大力推广飞聊之时。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司2012-2014年营业收入分别为，14.61亿元、16.50亿元和17.72亿元；预计净利润分别为4.27亿元、5.15亿元和5.65亿元，对应EPS为1.13元、1.36元和1.49元。
- 考虑到公司2012-2013年净利润符合增速超过20%，未来飞信仍有超预期的空间，给予公司18×2012EPS估值，20.34元。
- 维持对公司的“增持”评级。

图表7: 预计2012-2014年公司营业收入分别为14.61亿元、16.50亿元和17.72亿元



来源：国金证券研究所

图表8: 预计2012-2014年，公司EPS分别为1.13元、1.36元和1.49元



图表9：销售预测表

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
IT运维管理业务									
销售收入（百万元）	317.12	545.49	661.19	739.04	817.94	858.84	888.90	920.01	952.21
增长率（YOY）	20.78%	72.01%	21.21%	11.77%	10.68%	5.00%	3.50%	3.50%	3.50%
毛利率	76.08%	59.34%	60.47%	58.59%	57.32%	57.32%	57.32%	57.32%	57.32%
销售成本（百万元）	75.86	221.80	261.35	306.07	349.08	366.54	379.37	392.65	406.39
增长率（YOY）	5.33%	192.40%	17.83%	17.11%	14.05%	5.00%	3.50%	3.50%	3.50%
毛利（百万元）	241.27	323.69	399.85	432.97	468.86	492.30	509.53	527.36	545.82
增长率（YOY）	26.63%	34.16%	23.53%	8.28%	8.29%	5.00%	3.50%	3.50%	3.50%
占总销售额比重	37.68%	44.80%	45.24%	44.79%	46.17%	45.68%	44.99%	44.27%	43.91%
占主营业务利润比重	38.81%	39.62%	39.79%	38.75%	39.83%	39.35%	38.82%	38.26%	37.92%
移动互联网业务									
销售收入（百万元）	524.51	672.09	800.29	910.99	953.80	1,021.34	1,086.78	1,158.37	1,216.29
增长率（YOY）	13.97%	28.14%	19.08%	13.83%	4.70%	7.08%	6.41%	6.59%	5.00%
毛利率	72.51%	73.40%	75.61%	75.13%	74.25%	74.28%	73.90%	73.47%	73.47%
销售成本（百万元）	144.19	178.78	195.16	226.52	245.61	262.65	283.69	307.36	322.73
增长率（YOY）	21.53%	23.99%	9.16%	16.07%	8.43%	6.94%	8.01%	8.34%	5.00%
毛利（百万元）	380.32	493.31	605.14	684.47	708.19	758.69	803.09	851.01	893.56
增长率（YOY）	11.35%	29.71%	22.67%	13.11%	3.46%	7.13%	5.85%	5.97%	5.00%
占总销售额比重	62.32%	55.20%	54.76%	55.21%	53.83%	54.32%	55.01%	55.73%	56.09%
占主营业务利润比重	61.19%	60.38%	60.21%	61.25%	60.17%	60.65%	61.18%	61.74%	62.08%
其中： 飞信业务									
销售收入（百万元）	491.21	609.81	658.59	724.45	716.45	752.28	789.89	829.39	870.85
增长率（YOY）	11.38%	24.15%	8.00%	10.00%	-1.10%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	75.32%	74.13%	73.02%	81.50%	80.50%	79.00%	79.00%	79.00%	79.00%
销售成本（百万元）	121.23	157.76	177.69	134.02	139.71	157.98	165.88	174.17	182.88
增长率（YOY）	-41.75%	30.13%	12.63%	-24.57%	4.24%	13.08%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	369.97	452.05	480.91	590.43	576.75	594.30	624.01	655.21	687.98
增长率（YOY）	58.87%	22.19%	6.38%	22.77%	-2.32%	3.04%	5.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	58.36%	50.08%	45.06%	43.91%	40.44%	40.01%	39.98%	39.91%	40.16%
占主营业务利润比重	59.52%	55.33%	47.85%	52.84%	49.00%	47.51%	47.54%	47.54%	47.80%
农信通									
销售收入（百万元）	33.30	62.28	86.25	120.00	157.50	173.25	181.91	191.01	200.56
增长率（YOY）	N/A	87.04%	38.49%	39.13%	31.25%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	48.60%	77.12%	60.00%	65.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本（百万元）	17.12	14.25	34.50	42.00	47.25	51.98	54.57	57.30	60.17
增长率（YOY）	N/A	-16.74%	142.11%	21.74%	12.50%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	16.18	48.03	51.75	78.00	110.25	121.28	127.34	133.71	140.39
增长率（YOY）	N/A	196.80%	7.74%	50.72%	41.35%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	3.96%	5.12%	5.90%	7.27%	8.89%	9.21%	9.21%	9.19%	9.25%
占主营业务利润比重	2.60%	5.88%	5.15%	6.98%	9.37%	9.69%	9.70%	9.70%	9.75%
自主互联网服务									
销售收入（百万元）	0.00	0.00	55.45	66.54	79.85	95.82	114.98	137.98	144.88
增长率（YOY）				20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	5.00%
毛利率	0.00%	0.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	38.82	43.25	47.91	52.70	63.24	75.89	79.68
增长率（YOY）				11.43%	10.77%	10.00%	20.00%	20.00%	5.00%
毛利（百万元）	0.00	0.00	16.64	23.29	31.94	43.12	51.74	62.09	65.19
增长率（YOY）				40.00%	37.14%	35.00%	20.00%	20.00%	5.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	3.79%	4.03%	4.51%	5.10%	5.82%	6.64%	6.68%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.66%	2.08%	2.71%	3.45%	3.94%	4.50%	4.53%
销售总收入（百万元）	841.63	1,217.58	1,461.49	1,650.03	1,771.74	1,880.18	1,975.68	2,078.38	2,168.50
销售总成本（百万元）	220.04	400.58	456.50	532.59	594.70	629.19	663.06	700.01	729.12
毛利（百万元）	621.59	817.01	1,004.99	1,117.44	1,177.04	1,250.99	1,312.62	1,378.37	1,439.38
平均毛利率	73.86%	67.10%	68.76%	67.72%	66.43%	66.54%	66.44%	66.32%	66.38%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	6	9
增持	0	0	0	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.27	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-15	增持	44.96	N/A
2 2010-10-28	增持	46.89	N/A
3 2011-02-25	增持	40.68	75.00
4 2011-03-17	增持	38.07	75.00
5 2011-08-08	增持	27.72	34.50 ~ 34.50
6 2011-10-25	增持	25.67	32.50 ~ 32.50
7 2011-12-09	增持	22.02	N/A
8 2012-05-25	增持	17.34	22.60 ~ 22.60

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B