

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：梁铮

0755-83707451 [liangz02@ghzq.com.cn](mailto:liangz02@ghzq.com.cn)

联系人：孔令峰

0755-23618502 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)

## 重新定义公司的增长逻辑

## ——神州泰岳（300002）深度报告

## 投资要点：

- **运维业务持续增长，电信领域优势尤其明显** 公司积累了丰富的电信行业项目经验，多次参与电信运营商技术标准的制定，公司来自电信行业收入占比 75%以上，近几年向金融、政府、能源等领域开拓，效果明显。飞信业务是公司互联网业务的支柱之一，随着公司在运维管理业务领域和其他互联网业务的崛起，飞信业务在收入稳步增长的同时占整体收入的比重呈现下降趋势，今年上半年收入占比降至 44.26%，显示出公司业务结构不断优化，这些业务构成了公司发展的稳定器。
- **飞信成为中国移动未来重要的战略平台** 公司最初负责飞信业务开发及运营时充分受益飞信活跃用户数量的高增长，市场也赋予公司较高估值，随着微信、米聊等一系列 IM 工具的出现，飞信用户数增速大幅放缓，市场甚至一度认为飞信可能被中国移动边缘化，导致公司估值开始快速下滑。我们认为，移动互联网是未来的必然趋势，为了防止或者延缓单纯的管道化，运营商必然在移动互联网的接入口发力，飞信将成为中国移动未来的重要战略平台，对外实现平台开放，对内作为移动互联网一揽子业务的集中平台。因此飞信在中国移动的地位越来越重要，中国移动的移动互联网策略将会依托飞信来构建。
- **公司来自大飞信业务的收入能够保持稳定增长** 在中国移动目前的互联网支撑团队中，公司的规模是最大的，单是飞信业务就有 2000 多人的研发运营团队，并且对整个飞信业务有着多年的研发、运营、维护经验。中国移动更换合作方、重新熟悉开发的转换成本极高，新合同中增加了飞聊、社区等其他重要内容，可见中国移动对公司的业务开发和运营能力是非常肯定的，公司上半年飞信业务收入已经达到 3.01 亿元，我们认为今年单是飞信业务的收入将与去年齐平，加上飞聊、社区、企业飞信、校园飞信等业务的收入，大飞信平台的总收入将维持 15% 的增长达到 7 亿元，未来公司来自大飞信业务的收入将保持稳定增长。
- **技术产品的稳定性优势保障了稳定增长空间** 在运维管理领域，受人工成本上涨和管理难度提高的影响，单一产品的运维管理公司的业绩长期增长很难得到维持，公司在运维管理领域的综合性优势较好地解决了运维管理产品周期的问题，未来几年来看能够保持较为稳定的增长趋势。同时，上市以来，公司通过外延式并购扩张，在产品领域、应用行业等方面得到较好拓展，充分利用自己在飞信、农信通的运营经验，积极试水互联网领域，投资控股的神州泰岳良品，定位于构建于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、餐饮企业企业管理软件、第三方订餐服务、互联网信息服务等业务。神州良品上半年已经实现 1580 万的收入，但目前尚处于培育期，我们认为公司在互联网运营领域有着深厚的经验，未来参控股公司将打开新的增长空间，打破纯运维公司业绩增速不稳定的瓶颈。
- **估值优势明显，首次覆盖，给予买入评级** 与可比公司对比，公司的估值明显较低，新一期股权激励业绩考核保障未来四年净利润 20% 的增速，目前股价的 PEG 依然小于 1，估值优势明显。我们预计公司 2012-2014 年收 EPS 分别为 1.14 元、1.4 元和 1.7 元，对应当前股价的 PE 分别为 16.2 倍、13.2 倍和 10.9 倍，首次覆盖，给予买入评级。

## 目 录

1、电信领域运维强者，业务不断优化.....	3
1.1、国内 BSM 领域最大的软件开发和服务提供商.....	3
1.2、电信领域优势明显，其他领域逐渐发力.....	4
1.3、飞信收入稳步增长，收入占比递减.....	4
1.4、客户粘度较高，盈利能力强.....	5
2、飞信业务一度直接决定公司的估值水平.....	6
2.1、充分受益飞信发展初期的高增长.....	6
2.2、估值伴随飞信用户数增速的下滑而下降.....	6
2.3、飞信新合同让公司增长逻辑发生本质变化.....	7
3、重新定义飞信的业务特点.....	8
3.1、移动互联网是必然趋势.....	8
3.2、防止或延缓管道化，运营商发力移动互联网接入口.....	9
3.3、飞信成为中国移动未来的重要战略平台.....	10
3.4、公司被更换的可能性极小.....	12
3.5、飞信业务未来依然能够维持小幅增长.....	12
4、云计算和移动互联网推动运维管理业务稳定增长.....	13
4.1、云计算对 BSM 提出更高需求.....	13
4.2、移动互联网推动 OSS 持续高增长.....	13
4.3、公司在运维管理领域持续强化领先地位.....	14
5、技术相关多元化，开启新增长空间.....	14
5.1、单一产品的运维服务公司难以做大做强.....	14
5.2、切入气象行业信息化.....	15
5.3、积极试水互联网领域.....	18
6、盈利预测与估值.....	19
6.1、神州良品收入增长致毛利率将维持下降趋势.....	19
6.2、员工数量增速放缓，期间费用率有望回落.....	20
6.3、股权激励保障未来四年的业绩增速.....	20
6.4、分产品收入预测.....	21
6.5、估值优势明显.....	21
6.6、首次覆盖，给予买入评级.....	22

## 1、电信领域运维强者，业务不断优化

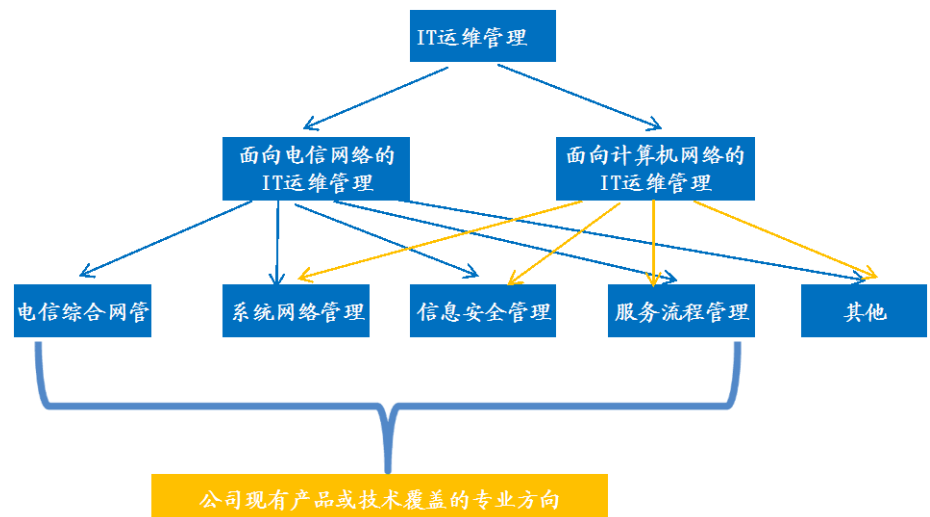
公司成立于 2001 年，目前基本形成以运维管理、互联网领域为主的业务格局。在运维管理领域，公司主要向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供 IT 运维管理的整体解决方案；在互联网领域，目前主要从事以中国移动“飞信”、“农信通”为代表的互联网业务的开发及运营服务。

### 1.1、国内 BSM 领域最大的软件开发和服务提供商

公司主营业务为业务服务管理（BSM），目前基本形成以运维管理、互联网领域为主的业务格局。以软件和服务为核心，为用户提供系统网络管理、信息安全管理、服务流程管理等方面的整体运营管理解决方案、管理软件、系统集成、技术服务和运营支撑外包服务等，是目前国内专注于 BSM 领域规模最大的软件开发商、解决方案提供商、服务提供商。公司在国内电信、金融、能源等领域的业务均是基于拥有自主知识产权的 Ultra 系列产品。

在运维管理领域，公司主要向国内电信、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；在互联网领域，目前主要从事以中国移动“飞信”、“农信通”为代表的互联网业务的开发及运营，2011 年 12 月，公司筹划设立北京神州泰岳良品电子商务有限公司，从事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，构建全面面向餐饮行业与食材行业之间的快捷、安全、可靠的交易服务平台，打造面向餐饮行业与食材行业的领先的电子商务公司。

图 1、公司运维管理业务覆盖领域

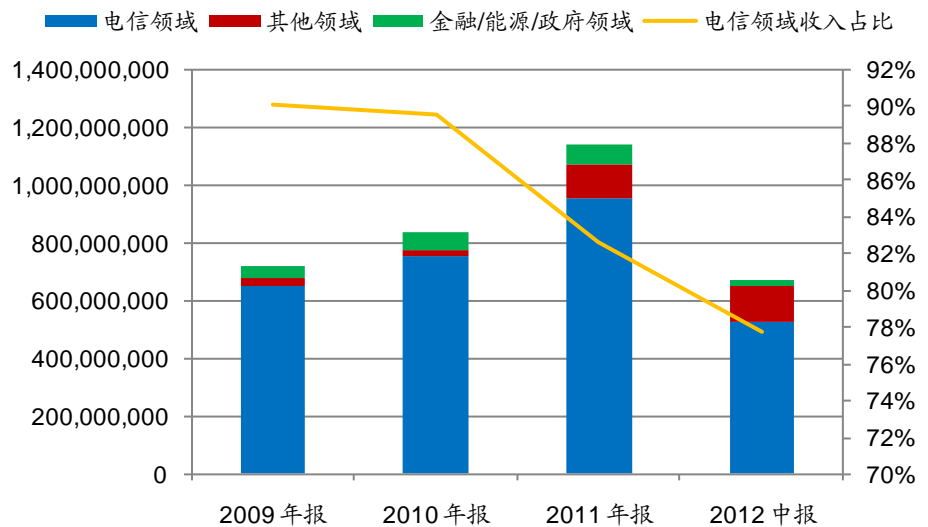


资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

## 1.2、电信领域优势明显，其他领域逐渐发力

公司一直作为电信运营商的重要合作伙伴，积累了丰富的电信行业项目经验，多次参与电信运营商技术标准的制定，通过对电信运营商的运维需求进行深入分析和梳理，沉淀了丰富的实践经验并将其向其他行业推广，从而为其他行业的客户提供成熟优质的产品和服务。近几年，公司在金融、政府、能源等其他领域的开拓效果明显，但是无论是运维管理还是互联网业务中，电信行业依然是公司的主要收入来源，占比在 75%以上，但其收入占比呈现递减趋势。

图 2、电信领域收入占比呈下降趋势

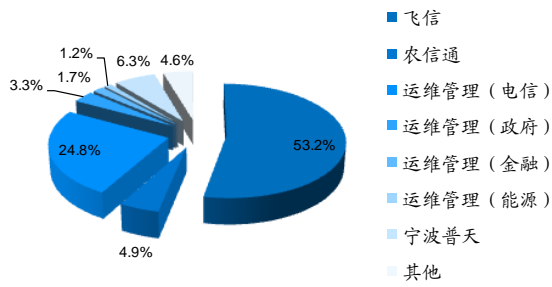


资料来源：国海证券研究所，Wind

## 1.3、飞信收入稳步增长，收入占比递减

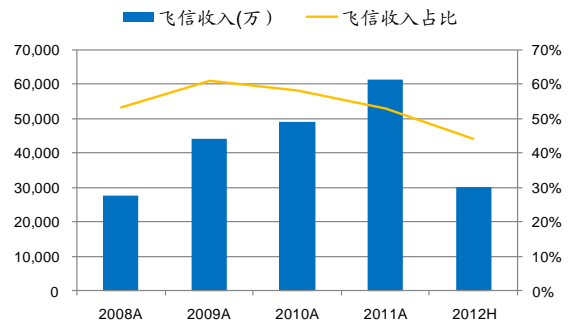
飞信业务是公司互联网业务的重要组成部分，也在公司收入和利润中占比最大。在飞信产品上，公司和中国移动形成了互相依存、合作共赢的紧密战略合作关系，近几年，随着飞信活跃用户数基数的增大和 IM 领域其他产品的兴起，以及公司在其他运维管理和互联网业务的崛起，飞信业务收入占比呈下降趋势，但收入整体依然保持稳定增长态势。今年上半年，公司飞信业务收入占比降至 44.26%，其他领域运维管理业务的拓展使得公司业务结构越来越合理。

图 3、公司 2011 年飞信业务收入占比



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

图 4、2008-2011 年及 2012 上半年飞信业务收入占比



资料来源：国海证券研究所，公司年报

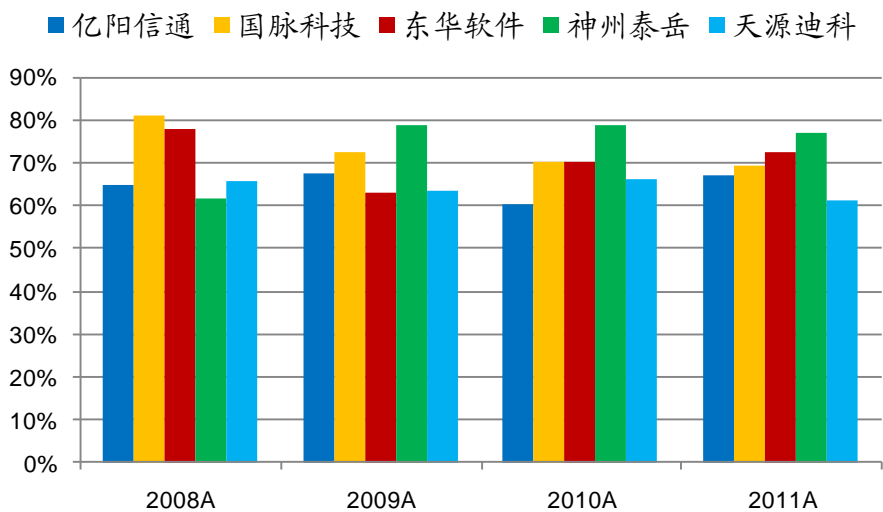
### 1.4、客户粘度较高，盈利能力强

BSM 提供商日益和客户的业务融合，需要对客户的业务流程、管理体制、应用环境有较深入的了解，并且能够与客户的其他系统紧密集成，这种知识和经验是在跟客户长期的服务和合作中形成的，能够维持长期稳定的竞争格局，竞争对手短期内很难进入。

由于 BSM 领域客户和提供商之间的关系非常紧密，客户试用和熟悉了供应商的软件和服务后，更换成本非常高，客户的 IT 投资规模越大，服务周期越长，客户忠诚度越高。

BSM 与客户这种紧密的合作关系以及产品服务定制性强的特点给予了 BSM 提供商长期稳定的盈利能力。

图 5、5 家 BSM 厂商 08-11 年 IT 服务和软件开发的毛利率均比较稳定



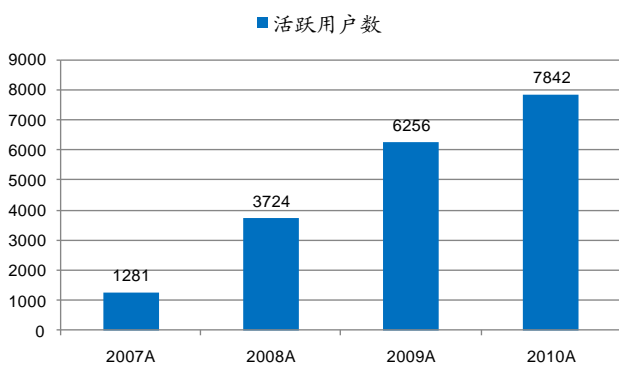
资料来源：国海证券研究所，各公司年报

## 2、飞信业务一度直接决定公司的估值水平

### 2.1、充分受益飞信发展初期的高增长

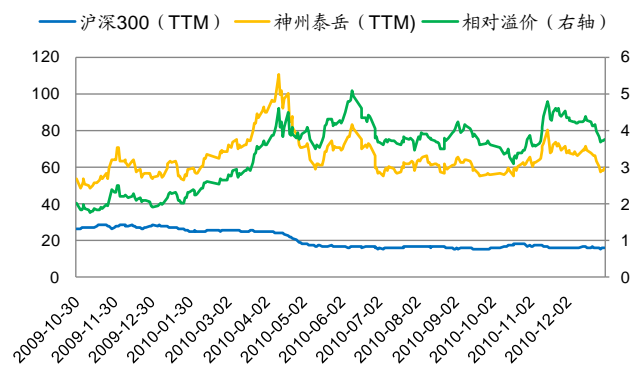
公司全面负责中国移动飞信平台及产品的开发建设，负责飞信的平台维护及运营，在 2008-2010 年，飞信活跃用户数获得了高速增长，而当时公司与中国移动所签订的服务合同规定价格确定方式为活跃用户数\*用户单价，市场基于对飞信业务未来发展的乐观预期给予了公司较高的估值。

图 6、07-10 年飞信活跃用户数快速增长



资料来源：国海证券研究所,中国移动公告

图 7、飞信快速增长阶段公司获得高估值



资料来源：国海证券研究所, Wind

### 2.2、估值伴随飞信用户数增速的下滑而下降

随着 2011 年初腾讯推出移动互联网杀手锏产品—微信，以及米聊、陌陌的兴起和移动 QQ 的不断升级完善，飞信的吸引力大大降低，2011 年飞信活跃用户数仅同比增长 7%，市场曾一度认为飞信可能会被中国移动抛弃。由于公司飞信业务的收入主要取决于飞信活跃用户数的增长，公司估值开始快速下滑，与沪深 300 的估值溢价由巅峰时期最高的 5.1 倍下降至最低的 1.6 倍，充分反映了市场对公司未来业绩增长不确定性的担忧。

图 8、2011 年飞信活跃用户数增速大幅放缓

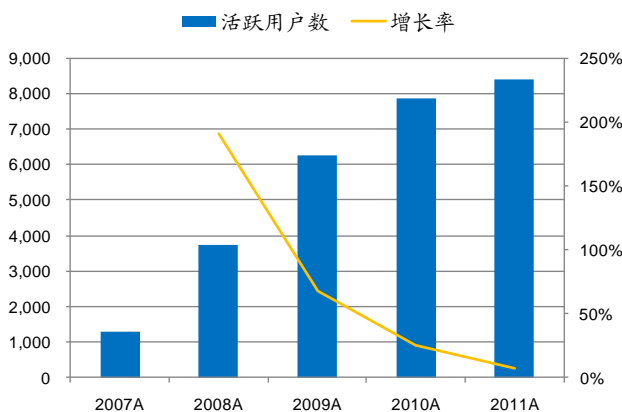
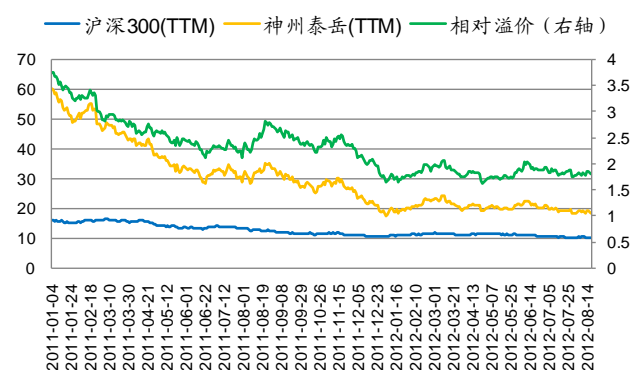


图 9、飞信用户数增速下降公司估值回落





资料来源：国海证券研究所,中国移动公开资料

资料来源：国海证券研究所, wind

## 2.3、飞信新合同让公司增长逻辑发生本质变化

2012年4月11日，公司与中国移动围绕着飞信业务的主要工作内容签署了《飞信系统技术实施与支撑合同》，新签订的合同内容有喜有忧，利好的一面是，除飞信业务之外，合作业务又增加了飞聊、社区的产品开发、技术实施与支撑服务等工作，业务量有所增加，直接与广东移动签约，飞信升级业务更快捷（以前与北京卓望签约时，公司对飞信业务和功能的更新升级需要通过中国移动数据部门和卓望公司的双重审核，效率极其低下）。不利的一面是，结算支付方式由之前的基于活跃用户数考核更改为依据核定的实际工作量并结合考核情况进行结算支付，并且限定了飞信合同服务价款的上限金额6亿元，合同履行年限由上次的三年更改为一年。市场普遍担忧新合同天花板问题明显，且一年一次签约导致未来不确定性加大。

对于新合同，我们认为最大的区别在于公司的增长逻辑发生了本质的变化。我们有别于市场的认识是：

市场普遍认为结算支付方式由之前的基于活跃用户数考核更改为以及核定的实际工作量进行考核支付对公司而言是一种利空，降低了未来的高成长预期，而我们认为，飞信发展至今活跃用户数增长本身已经降至个位数，微信、米聊、移动QQ等强大竞争对手替代性越来越强，依靠飞信活跃用户数的增长来考核本身已经难以具备高增长预期，这也是市场给公司目前的TTM估值只有15倍的根本原因。新合同中通过核定实际工作量进行支付，且飞信业务合同价款上线6亿元，让市场普遍认为公司飞信业务后期基本不会有增长，我们认为，中国移动未来在移动互联网的发展必然将飞信作为重要的战略平台（第三章我们会详细讨论这个问题），基于飞信平台的移动互联网业务越来越丰富，投入也将越来越多，而6亿元上线并为包括企业飞信、校园飞信、飞聊、社区、邮箱等其他业务，因此并不代表未来增长遇到瓶颈，相反，由于新合同中承包的运营业务变多，未来大飞信业务收入有望保持15-20%的增长。

新飞信合同有望给公司带来稳定的业绩增长，与之前相比，明显摆脱了受飞信业务活跃用户数低增长的影响，因此我们认为需要重新定义公司的估值水平和未来的增长逻辑。

图 10、公司与中国移动签订的新旧飞信运维合同对比

新旧合同对比	2012年合同明细	2008年合同明细
签约对方	中国移动广东公司	北京卓望
合同期限	一年	三年
业务内容	飞信、飞聊、社区的产品开发、技术实施与支撑服务工作	飞信相关系统开发、技术实施与支撑服务工作
价款与结算方式	依据核定的实际工作量并结合考核情况	基于活跃用户数结合考核情况
合同服务价款上限	6亿元	无上限

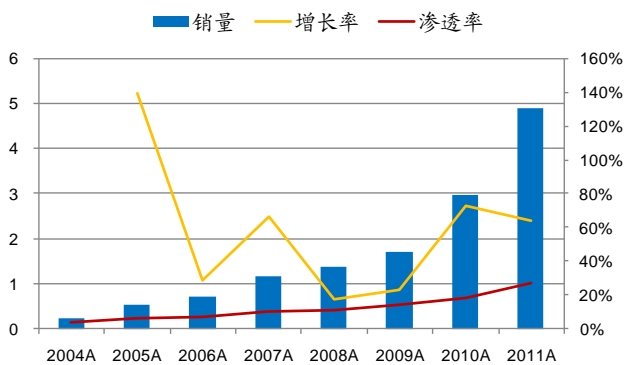
资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

### 3、重新定义飞信的业务特点

#### 3.1、移动互联网是必然趋势

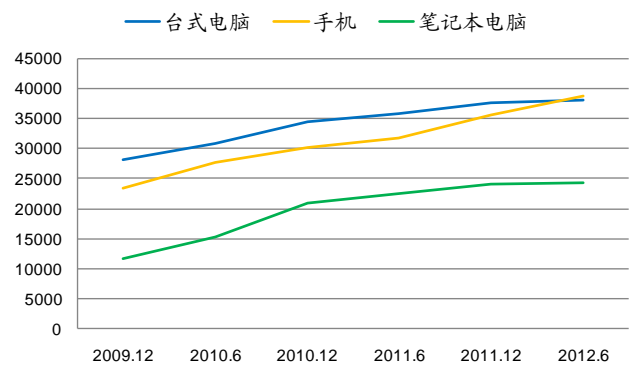
根据深圳华强电子产业研究所统计，2011 年中国厂商智能机出货量为 4800 万台，2012 年这一数据将激增至 2 亿台，占全球智能手机市场的 30%。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）统计数据显示，截止到 2012 年 6 月份，我国通过台式电脑上网的网民为 3.8 亿，而通过手机接入互联网的用户已经达到了 3.88 亿元，超过了台式机。

图 11、全球智能手机出货量和渗透率（亿）



资料来源：国海证券研究所

图 12、使用各类终端上网的网民规模（万人）



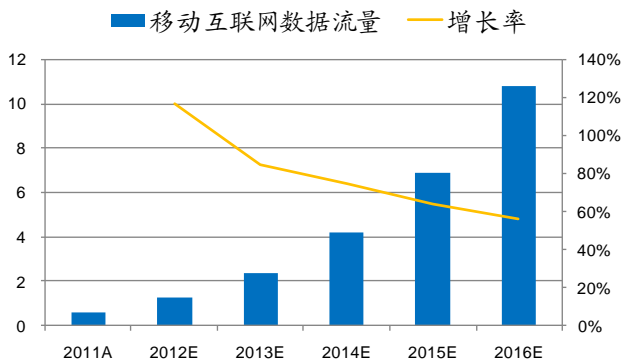
资料来源：CNNIC，国海证券研究所

根据艾瑞咨询统计，2012 年二季度中国网络经济整体规模达到 943.4 亿元，同比上升 66.1%，环比上涨 22.5%，其中桌面网络经济市场规模为 816.9 亿元，同比增长 60.9%；移动网络经济市场规模为 126.5 亿元，同比增速高达 108.9%，移动网络市场经济规模同比增速明显高于桌面网络经济市场。

随着 3G、4G 网络的完善和移动终端的普及，以及移动应用的不断更新，未来移动互联网带来的经济规模将远超过桌面网络，而现阶段，苹果 iPhone 引爆了智能手机的更新换代，全球智能手机渗透率迅速提升，未来随着千元智能机在中低收入人群和新兴市场的普及，智能手机的高渗透率将很快到来，与此同时，消费电子的薄轻量化发展提高了其反应速度和便携性，平板电脑、超级本等新一代智能终端更好地迎合了消费者的体验性，**显而易见，移动互联网是必然趋势，而现在恰是移动互联网的爆发期，也是各利益相关方跑马圈地的重要时期。**

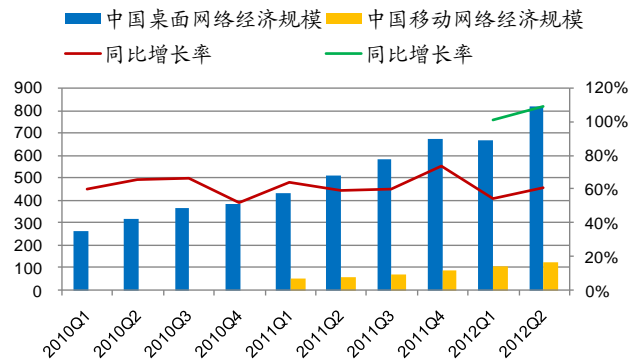


图 13、移动互联网数据流量 (EB)



资料来源: Cisco Systems, 国海证券研究所

图 14、2010Q1-2012Q2 中国桌面网络和移动网络经济规模 (亿元) 及增长率

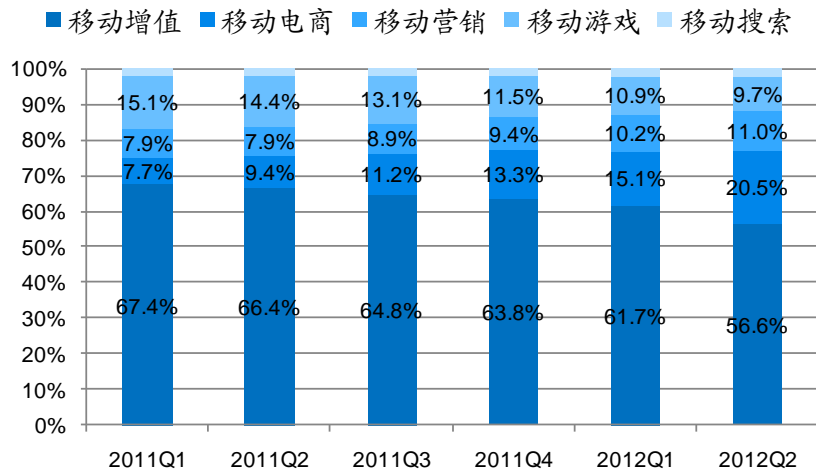


资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

### 3.2、防止或延缓管道化, 运营商发力移动互联网接入口

从现阶段移动互联网经济的细分行业市场份额来看, 移动增值仍是占比最大的细分行业, 根据艾瑞咨询统计, 2012 年二季度, 移动增值在移动网络经济领域占比高达 56.6%, 但呈现不断下滑态势。

图 15、2011Q1-2012Q2 中国网络经济细分行业市场份额



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

从未来的发展趋势来看, 电信运营商受益于移动互联网的增值业务收入份额占比呈下降趋势, 并且国外部分运营商已经管道化, 但现在就断言国内运营商未来管道化还言之尚早, 毕竟国内的运营商市场化程度与国外不能相比, 控制权和地位差异性也迥然。着眼于移动互联网未来的发展, 电信运营商必然不愿意被边缘化, 我们知道, 管道化的结果是用户对移动、联通或者电信并不敏感, 而只关注自己使用的移动终端, 从这方面讲, 运营商将会在移动互联网接入口发力。

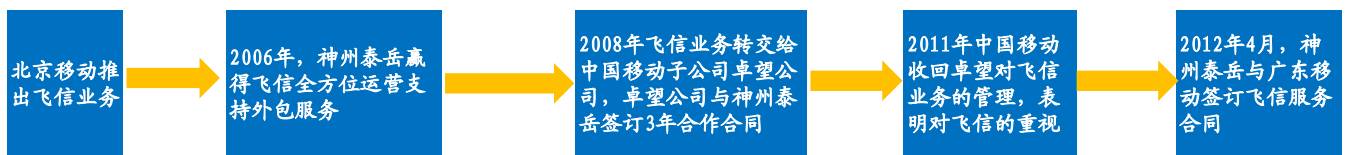
### 3.3、飞信成为中国移动未来的重要战略平台

移动互联网时代，用户规模是企业能够获得移动互联网市场先机的关键性因素，因此用户接触移动互联网的渠道和接入口成为竞争的焦点所在，移动互联网的入口之争更加激烈，硬件终端方面有智能手机、平板电脑、笔记本电脑、上网本等，软件方面有浏览器、操作系统、移动IM等。

对于中国移动来说，除了加大TD终端的采购推广之外，大力发展飞信业务成为未来移动互联网的重要战略。飞信也因此由之前的单纯IM工具转变为未来中国移动在移动互联网时代的重要布局平台。从中国移动未来的发展趋势来看，飞信在移动互联网中是最具优势的，用户数量也是遥遥领先，活跃用户量仅次于腾讯，远远好于MSN和旺旺。在中国移动的移动互联网战略中，飞信的地位至关重要。对此，中移动董事长王建宙曾亲自率队造访腾讯总部，并描述：**中国移动的移动互联网策略将会依托即时通讯工具飞信来构建。**

从公司这次与中国移动的签约中可以看到，签约公司从先前的北京卓望变成广东移动，我们知道，中国移动将广东移动视作移动互联网基地，这充分说明飞信未来的发展将充分融合到其他移动互联网业务中，作为重要的接入口和平台。

图 16、公司参与飞信运营的过程一览



资料来源：国海证券研究所

图 17、中国移动基于移动网络的主要业务

沟通	行业	办理	娱乐	生活	商务	集团
飞信	农信通	短信套餐	无线音乐	MM	积分商城	移动400
139邮箱	农政通	GPRS套餐	手机游戏	12580	手机支付	手机邮箱
移动微博	政务易		手机动漫	位置服务	手机钱包	移动财务
	手机政界			手机医疗		一卡通
	手机商界			随E行		移动办公
				手机报		集团通讯录
						800电话
						移动CRM
						物联网应用
						视频监控
						车务网

资料来源：国海证券研究所,中国移动公开资料

#### 开放平台

平台的开放首先是打破了飞信注册壁垒，联通和电信手机用户也可以注册使用飞信业务。开放平台是一个内容合作型的服务平台，将各种内容源聚合到飞信的

Web、PC，手机，短信全客户端渠道。充分整合移动的渠道资源优势和专业第三方的内容优势，实现双赢。

图 18、飞信开放平台



资料来源：国海证券研究所，公开资料整理

图 19、飞信与内容商的合作



资料来源：国海证券研究所，公开资料整理

飞信通过 open API 开放汇聚内容服务的 Feed，成为未来中国移动在移动互联网领域的重要战略平台。而在中国移动的内部，中国移动数据副总裁也在 2011 年 9 月的中国移动增值业务基地研讨会上也提出未来以 MM、飞信和无线城市作为主要产品入口，融合各平台型产品，向用户提供一站式的产品体验。

我们认为，随着飞信的运营在南方基地顺利落地，后续将成为中国移动互联网战略的核心，作为所有互联网业务的承载平台。类似于腾讯的 QQ 客户端，飞信与中国移动未来在移动互联网领域开发的产品和服务具有统一认证、统一界面、内容同步和数据共享的特点，为中国移动的用户乃至所有互联网用户提供整合业务体验，如飞信、139 社区、手机邮箱、电子商务、移动支付等，构建“通信能力+互联网能力+客户端+终端”的完整体验。

图 20、飞信对外实现平台开放，对内作为重要整合平台



**对外实现平台开放**

- 手机号登陆合作网站
- 基于手机号的社交
- 向所有运营商开放，实现移动、电信和联通的无缝对接（飞聊）
- 通过feed向移动多通道推送信息
- 企业公共主页，将信息免费短信群发给粉丝

**对内实现统一整合**

- 平台内及时通信：飞信
- 跨平台及时通信：飞聊
- 社交类网络：139 社区
- 资讯类网络：飞信迷你页
- 邮箱
- 手机支付
- 办公工具
- 娱乐
- 其他

资料来源：国海证券研究所

从飞信平台的内外开放性来看，飞信在中国移动的地位已经明显转变成战略性平台，也就是说，认可移动互联网的发展趋势，中国移动就不会遗弃飞信，反而会加大平台作用的投入和开发。基于这个逻辑，我们认为虽然市场对中国移动未来在移动互联网的发展成效褒贬不一，但是中国移动在现阶段对移动互联网的投资力度和重视程度是不会下降的，神州泰岳将在这个过程中充分受益。

### 3.4、公司被更换的可能性极小

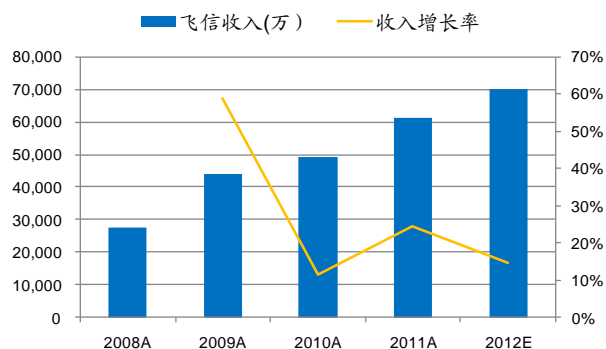
新合同中规定的合作期限是一年，未来可能继续按照一年一续签的方式合作，导致市场认为公司跟中国移动飞信业务的合作关系不确定性加大。我们认为，公司未来与中国移动的合作关系很难被终止更换，在中国移动目前的互联网支撑团队中，公司的规模是最大的，单是飞信业务就有 2000 多人的研发运营团队，并且对整个飞信业务有着多年的研发、运营、维护经验，中国移动更换合作方、重新熟悉开发的转换成本极高，并且在新合同中又新增了飞聊、社区等其他重要内容，可见中国移动对公司的业务开发和运营能力是非常肯定的。随着公司未来在飞聊、社区等其他业务的开发运营，合作关系将日益紧密。

### 3.5、飞信业务未来依然能够维持小幅增长

作为公司现阶段的大头收入，飞信业务的收入情况直接影响公司整体的业绩。新合同规定了飞信服务合同的价款上线为 6 亿元，并且公司去年来自飞信业务的收入已经达到了 6.1 亿元，表面上看未来的增长空间被大大压缩，实则不然。首先，我们认为合同中的“6 亿元”并不是绝对的上限，这背后更是央企制定年度预算的体制问题，在以后的具体工作中，双方可以针对新业务展开谈判。新合同的 6 亿元并未包含飞聊、社区在内，而且针对飞信业务的企业飞信、校园飞信、飞信+展开的业务可以另行核算。

上半年飞信业务收入已经达到 3.01 亿元，我们认为全年飞信业务收入将与去年齐平，加上飞聊、社区等新业务的收入，今年大飞信业务的总收入将维持 15% 的增长达到 7 亿元，净利润会在 2 亿左右。

图 21、公司来自飞信业务的收入



资料来源：国海证券研究所

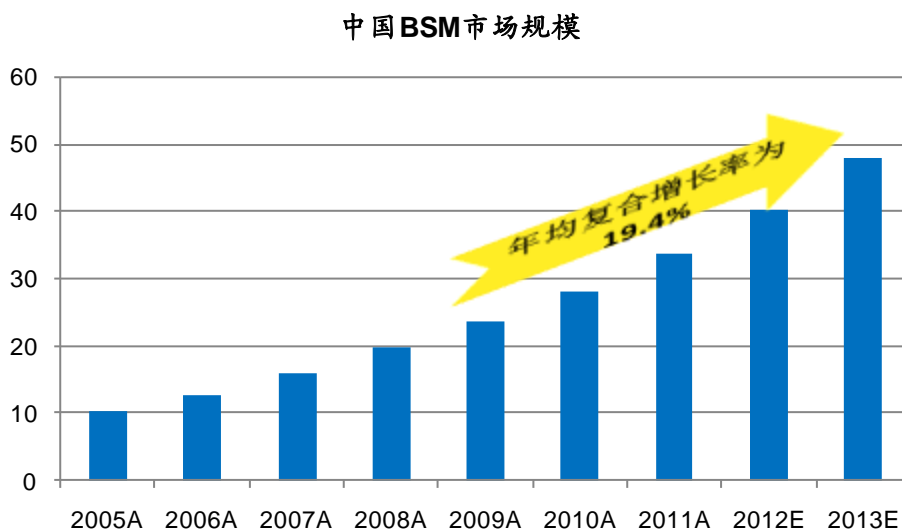
## 4、云计算和移动互联网推动运维管理业务稳定增长

### 4.1、云计算对 BSM 提出更高需求

BSM 是企业 IT 系统建设和运维管理发展的必然趋势。企业信息化完成基础架构和业务系统建设滞后，普遍面临的问题是 IT 系统的运营维护问题。BSM 主要是通过专业的软件产品、技术、解决方案和运维服务来保障企业信息化系统稳定高效地运行，帮助企业实现和提升核心业务系统的价值。

云计算的本质是在线使用服务，将应用软件和计算能力集中到服务器端，必然会对运维管理提出更高的要求。虚拟化和云计算技术将推动整个 IT 基础架构的监控的变革，对于 IT 资源的动态申请、分配和回收导致整个 IT 资源管理的需求面临巨大的变化与市场机会。根据 IDC 预测，2009-2013 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，到 2013 年达到 47.9 亿元的市场规模。公司在国内 BSM 市场拥有接近 20% 的最高市场份额，未来将充分受益国内产业信息化和云计算升级过程中市场的高速增长。

图 22、前店后库交易形式图例



资料来源：国海证券研究所，IDC

### 4.2、移动互联网推动 OSS 持续高增长

随着 3G 网络建设的逐步完善以及 4G 时代的到来，各种新业务的不断推出以及电信运营商对精细化管理的需求加强，都将促使电信运营商对 OSS 市场提出新的需求，包括 3G 网络管理系统、服务保障系统、网络优化系统与网络优化服务等。OSS 市场的需求将处于持续高增长阶段。

移动互联网催生庞大的数据流量，数据业务在无线网络上快速增长，终端用户对



无线网络的速度、运营质量等提出了更高的要求，三大运营商之间的竞争逐渐转移到改善用户体验、提高现有员工效率的降本增效上，对网络质量的持续性保障和投入力度进一步提升，在网络资源有限的条件下合理配置资源、提高设备利用率、优化网络运行质量，对网络优化测试产品及网络优化服务需求将保持较快增长。根据 CCID 预测，到 2013 年，国内通信网络优化市场规模预计超过 350 亿元。

### 4.3、公司在运维管理领域持续强化领先地位

公司在 BSM 领域拥有国内第一市场份额，在 OSS 领域公司也与三大运营商都有着广泛的业务往来，参与了电信运营商有关技术与业务标准的制定。网络优化业务是公司近几年在运维管理行业着力拓展的领域之一，公司形成了较为全面的网络优化整体解决方案，涵盖了自动路测系统、网络优化软件、网络优化服务三大方向，去年公司基于无线网络优化平台“Ultra-Woss”项目所形成的产品与技术，进一步提升网络优化的技术实力与服务能力，公司去年并购了宁波普天通讯技术有限公司，其自动路测系统已经成为中国移动全国唯一无线网络质量测试考核系统，网优平台产品是中国移动入围厂家之一，并拓展到中国电信市场。

上市以来，公司进行了一系列与运维管理业务相关的投资并购，进一步巩固了自身的产品优势和市场地位。

图 23、公司上市以来在运维管理领域进行的投资活动

投资目标	时间	控股比例	转让方	对公司业务贡献
友联创新	2011.11	100%	徐伟、徐秀华、聂小平、赵朝华	加强监控管理、服务管理能力，提高在联通市场地位
奇点国际	2011.3	80%	人邵起明、陈翔宇，增资	无线网络优化、物联网
宁波普天通信	2011.6	100%	孙海粟等	自动拨测

资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

## 5、技术相关多元化，开启新增长空间

### 5.1、单一产品的运维服务公司难以做大做强

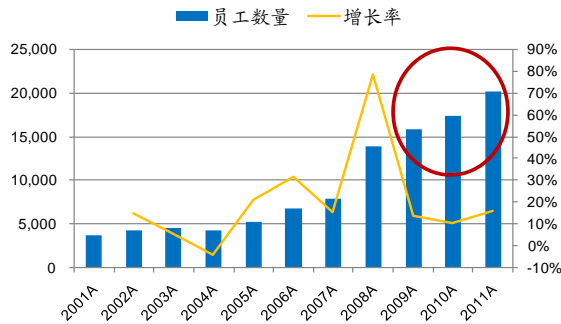
运维服务类业务关键在于企业研发技术和整体解决方案能力，具体的业务实施过程中“人头堆积”效应明显，纯运维服务公司未来的业绩增长更多取决于人员规模扩大和效率的提高。运维服务商在发展初期，企业会在规模扩大的过程中获得高增长，等规模达到一定程度后，由于管理难度的加大以及人工成本压力的上升，边际效应出现下降，业绩增速也将放缓，尤其是规模较大的 IT 服务商，很难再获得业绩的高增长。

以东软集团为例，公司在 2006-2008 年期间员工数量高速增长，对应期间的净利润也由 0.7 亿元快速增长至 5 亿元，之后 2010 年和 2011 年的员工人数依然保持



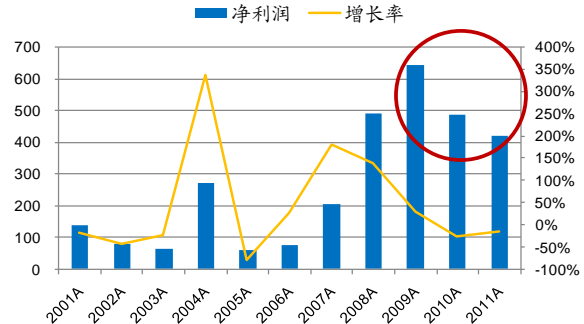
10%左右的增速，但净利润却出现明显下滑，可见员工规模快速增长至一定阶段后，管理压力和员工工资的上涨压力成为纯服务商提升业绩的主要瓶颈。

图 24、2001-2011 年东软集团员工人数及增长率



资料来源：国海证券研究所，东软集团年报

图 25、2001-2011 年东软集团净利润及增长率



资料来源：国海证券研究所，东软集团年报

## 5.2、切入气象行业信息化

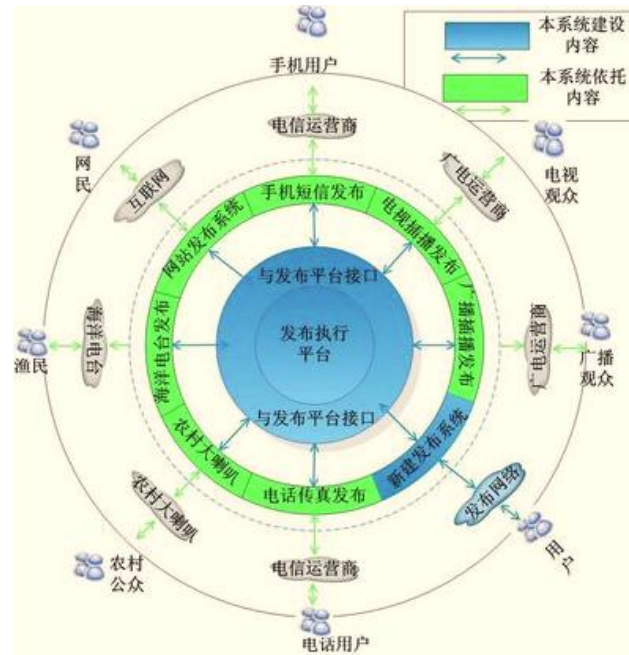
2011 年 9 月，公司与大连华信和深圳市掌控科技共同出资设立合资公司—北京华泰德丰技术有限公司，神州泰岳占合资公司注册资本的 38%，属于第一大股东。华泰德丰致力于为气象行业提供信息技术服务，当前着眼的气象信息化建设的主要领域包括：气象预警信息发布系统与服务（小区广播机客户端软件、执行平台、调频载波广播系统）、各种气象应用平台建设（气象信息共享数据库及气象信息综合服务平台等）；物联网技术在人工影响天气作业中的应用（综合指挥调度平台及炮弹、火箭弹管理）；气象行业的各项系统集成业务。

北京大水过后，引起各地政府对预警应急系统的重视，我们认为，在我国现阶段的基础设施条件下，通过大规模的基础建设改造来治理天灾、交通等民生问题并不现实，不仅成本巨大，也容易对现有的基础设施造成关联性损害，而通过软件方式打造快速响应的应急预警系统可以有效减少灾害的损失。

**预警信息发布执行平台** 实现与中国气象局发布的预警信息平台对接，集成现有的各种预警信息发布渠道，统一管理预警信息发布的策略，支持对信息发布过程的监控、查询；在信息发布异常时短信通知相关人员进行处理。对各种信息的发布制定标准，明确对应的发布手段、发送对象、信息发送格式，确定信息发布计划；在信息生成后根据发布计划，通过接口将信息发布到各个平台。

发布手段可以多种多样，结合气象系统已经采取的和目前用户群体实际情况来考虑，预警发布手段主要有声讯电话、电视、短信、网站、微博、海洋气象广播、调频副载波广播、广播大喇叭和气象信息显示屏等方式。

图 26、气象预警平台支撑图

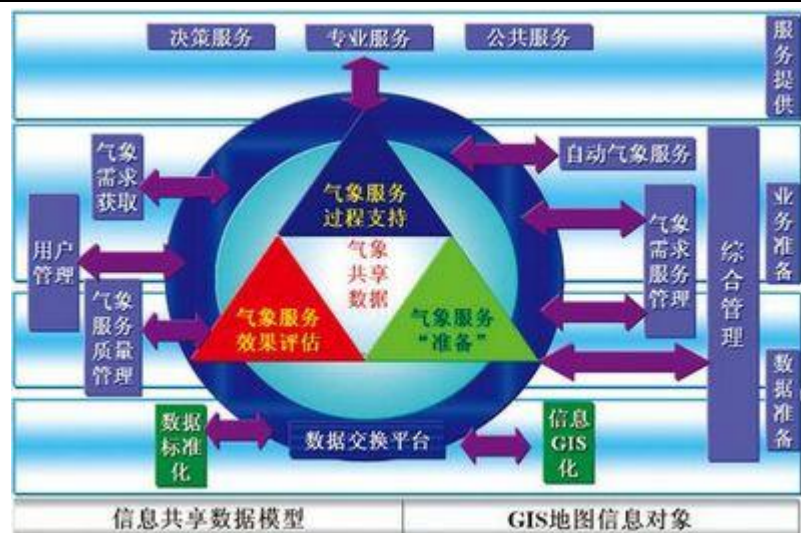


资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

**气象信息共享平台** 以各项气象监测和预报数据为基础，建立开放、标准、安全的信息共享体系，提供可扩展的服务接口，实现准确及时的数据流动。业务服务平台包括决策服务平台、专业服务平台和公共服务平台。

决策服务平台将突发事件材料通过发布渠道接口自动实现自动处理，快速发送。专业气象服务平台自动将预报产品和资料自动提供给用户，用邮件、传真、网页、短信等方式取代或者减少人工处理。公共气象服务平台特点是以个性需求为驱动，扩展以移动互联网技术为基础的接触渠道（智能手机普及率 35%、8.5 亿 QQ 注册用户，5.4 亿飞信注册用户，2 亿新浪微博用户等），形成覆盖面广泛的个性化、精细化的公共气象服务体系，扩大气象服务的社会影响力，提高公众的满意度。

图 27、全过程气象服务支撑体系



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

**人工影响天气作业综合管理系统** 可以为人影作业提供可靠的、准确的科学分析依据，提高科学化的管理水平，**增强作业过程的现代化管理以及突发事件的预案和快速反应能力**。从作业前气象数据分析，到作业中综合调度指挥，再到作业后效果检验，以及整个作业过程中基于物联网的物资管理支持等工作，全部纳入作业平台进行综合管理。

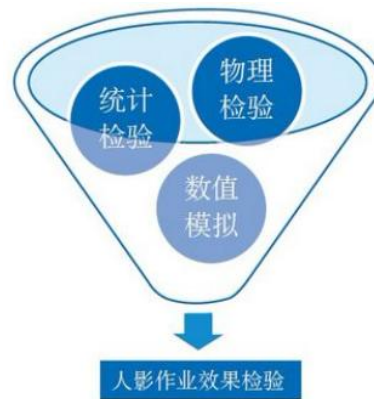
该系统主要是通过对接各专业气象数据分析平台和数据支撑平台，及时将人影作业需要的气象数据，如土壤墒情、卫星遥感、卫星云图、雷达回波图等，推送至平台前段，为人影作业的进行提供数据支持，对非随机性人影作业的效果进行基于统计、物理机制、数值模拟等方式的检验，为总结和改进人影工作提供有力的支持。采用物联网技术，实现对气象物资和装备（如作业炮弹、火箭弹、高炮、火箭发射架等）的采购、仓储、生产、运输等各环节，全生命周期 24 小时全天候监控；同时，基于 GIS 平台直观显示气象物资装备的存储、运输和使用状态，随时掌握物资装备的动态。

图 28、作业指挥系统构成图



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

图 29、效果检验模型图



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

华泰德丰自去年 9 月份成立之处就开始陆续中标全国各地政府的气象保障项目，在近期北京大水灾难后，各地政府加快了气象预警、应急系统项目的建设，气象信息化在我国尚处于初级阶段，未来空间巨大，由于直接关系到社会和生产安全，现阶段已经进入快速增长阶段。

图 30、全过程气象服务支撑体系

合作方	工程项目	时间
天津市气象局	天津公共服务平台一期建设（6个子系统）	2012.7
天津市气象局	天津气象万千账上气象	2012.6
陕西省气象局	县级现代综合业务服务平台	2012.6
珠海市气象局	气象信息共享服务平台	2012.5
陕西气象局	农用气象信息机项目	2012.5
成都市气象局	气象应急服务移动视频网络系统和人工影响天气作业指挥调度系统	2012.4
福建气象局	移动视频会商系统工程（军工级）	2012.4
德清气象局	移动视频会商系统工程（军工级）	2012.4
重庆气象局	移动视频会商系统工程（军工级）	2012.4
广西气象技术装备中心	合作研发气象装备保障综合管理平台	2011.9

资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

### 5.3、积极试水互联网领域

公司在互联网领域，目前主要从事以中国移动“飞信”、“农信通”为代表的互联网业务的开发及运营，近几年深入开展了包括手机游戏、千腾网、务工易等在内的互联网业务的技术开发、市场推广工作，已经拥有了互联网的技术储备和业务布局。但公司目前在飞信、农信通业务上仅提供运维服务，单纯的服务方式难以做大做强。

公司自上市以来于进行了多次互联网领域的尝试，目前均处于研发、培育阶段，短期内业绩贡献有限。

**神州良品** 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，公司的目标是通过 3-5 年的运作，利用信息化的技术与模式，构建一个餐饮行业与食材行业之间最快捷、最安全可靠的交易服务平台，为餐饮行业、石材行业提供一个全新的服务链。

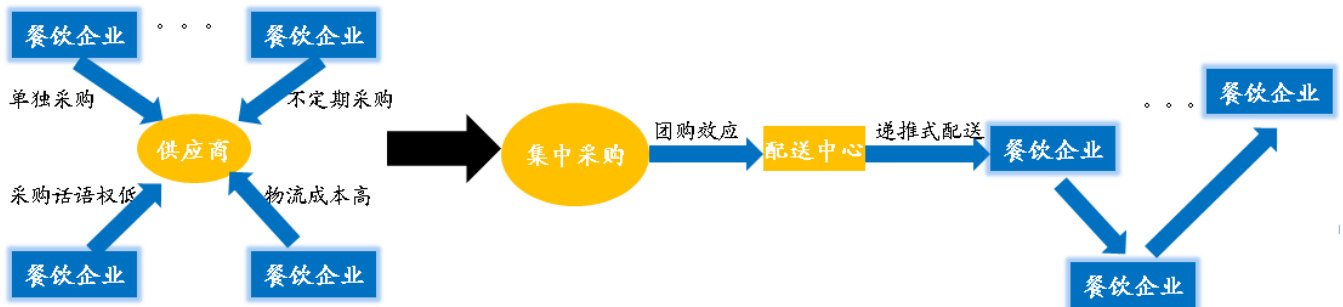
公司在具体的业务发展中，在以食材业务为主的同时，将凭借公司技术优势为餐饮行业、石材行业提供多种增值服务，包括“务工易”产品服务、飞信产品服务、第三方订餐、点菜服务等等，以优化用户体验、增强用户粘性。

公司在餐饮行业的电子商务并不是与企业分成，公司提供一个物联网性质的产品，运营无线通信技术，类似于点菜宝、对讲机等，我们认为这种产品对于中小餐饮企业来说采购意愿有待考察，公司接下来打算做点菜网站，提供 SAAS（点餐云服务的 ERP 软件）服务，向客户提供食材供应服务和网上订单服务。



公司提供的食材供应服务核心是整合餐饮、食材行业的物流，对客户来说，可以省去中间环节，并且保障食品的安全性，经过几个月的开发，客户加入意愿较强。现阶段，食材商和餐饮商之间的物流体系较为复杂，餐饮商大都是偶发性采购，公司做配送服务，主要是采用定时配送方式，按照客户的地址进行递推式配送，目前来看公司的短板还是在于物流方面，物流的统筹规划和优化路径等，对公司未来的业务成本和服务效率有着决定性影响。从电子商务的商业模式来看，能够降低成本的也就在物流环节。电子商务的配送环节人工成本较高，京东商城采用的是 一日三次配送，成本很高，食材供应跟个人消费品的实效性要求不同，公司是有规律的配送，从整批配送到端点分发，可以较好地控制成本。

图 31、神州良品对食材产业链的物流配送整合



资料来源：国海证券研究所

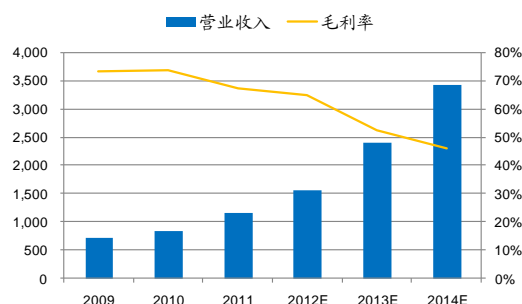
神州良品目前还处于起步阶段，今年 4 月份正式上线，目前销售量一个月已经达到六七百万，预计今年将亏损 500 万左右，食材供应业务现在已经有 300 多家客户，预计今年年底将达到月销售额 3000 万以上，覆盖 1000 家客户，我们认为明年的销售额会达到 5 亿以上。

## 6、盈利预测与估值

### 6.1、神州良品收入增长致毛利率将维持下降趋势

预计神州良品今年年底达到月收入 3000 万左右，今年全年实现 5000 万收入，明年将大幅增加 5 亿左右，神州良品初期阶段是以食材配送为主，利润率水平较低，毛利率大约 7% 左右，由于前期的培育发展阶段费用较高导致今年预计亏损 500 万左右，随着明年神州良品收入的放量，会明显降低公司的综合毛利率。

图 32、随着神州良品收入占比提升，公司未来毛利率呈现下降趋势

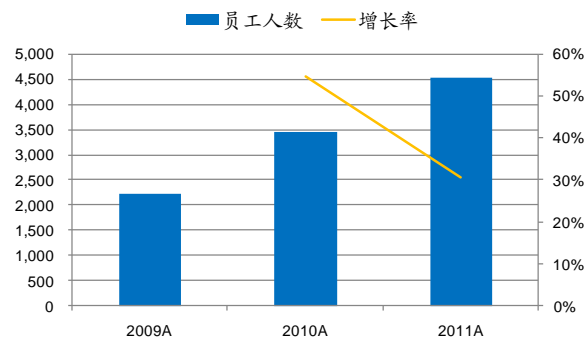


资料来源：国海证券研究所

## 6.2、员工数量增速放缓，期间费用率有望回落

过去三年，公司员工数量由 2235 人快速增长至 4517 人，今年的目标是实施精细化管理，提高效率，控制费用。截止到今年 8 月初，公司人员数量没有出现明显上涨，主要是投资并购的高峰期已过。预计未来三年管理费用和销售费用的增速明显放缓。

图 33、公司过去三年的员工数量及增长率



资料来源：国海证券研究所，公司各期年报

## 6.3、股权激励保障未来四年的业绩增速

公司曾于 2010 年 8 月份推出第一次股权激励，授予的激励对象共 262 人，授予的股票期权数量为 385.485 万股，授予价格为每股 60.31 元，但该计划推出以来，二级市场持续低迷，导致现阶段股价远远低于行权价，难以实现股权激励的预期效果，因此第一次股权激励被终止。

软件行业对“人”的依赖性非常强，企业基本没有生产设备，完全靠人的研发和实施，IT 服务行业更是靠人员现场研发和定制服务，因此 IT 厂商对核心人员的激励是非常重要的，也是留住人才、激发员工的重要条件。公司在第一次股权激励失败后，于今年 5 月份再次启动股权激励，本次的激励对象为 370 人，授予股票期权 850 万份、限制性股票 450 万份，从激励力度上看强于第一次。本次股权激励行权期的业绩考核目标是，2012-2015 年，净资产收益率不低于 12%、13%、14%、15%，净利润环比增速不低于 20%，我们认为，在经历了第一次股权激励失败后，公司对核心员工的激励意愿迫切，未来完成股权激励业绩要求是大概率事件。



## 6.4、分产品收入预测

图 34、公司产品分拆收入预测（万元）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	84163	115250	153197	218974	299220
<b>移动互联网业务</b>	52451	67208	92803	144374	209349
毛利率	73%	73%	64%	51%	42%
增长率	14%	28%	38%	56%	45%
移动互联网业务-飞信	49121	60981	71957	84190	97660
毛利率	74%	73%	73%	73%	72%
增长率	11%	24%	18%	17%	16%
移动互联网业务-农网	3330	5564	8346	11684	15189
毛利率	49%	74%	70%	70%	70%
增长率	74%	67%	50%	40%	30%
移动互联网业务-基于食材的电子商务			12000	48000	96000
毛利率			7%	7%	7%
增长率				300%	100%
移动互联网业务-其他		664	500	500	500
毛利率		70%	70%	70%	70%
增长率			-25%	0%	0%
<b>运维管理业务</b>	31712	48042	60394	74601	89871
毛利率	76%	60%	68%	67%	66%
增长率	21%	51%	26%	24%	20%
运维管理业务-电信领域	23019	29102	36377	44744	53693
毛利率	80%	76%	73%	72%	71%
增长率	20%	26%	25%	23%	20%
运维管理业务-其他	2303	4599	5979	7474	8969
毛利率	42%	-66%	40%	40%	40%
增长率	-15%	100%	30%	25%	20%
运维管理业务-能源	862	1353	1353	1353	1353
毛利率	83%	40%	45%	45%	45%
增长率	-33%	57%	0%	0%	0%
运维管理业务-金融	4237	1968	1968	1968	1968
毛利率	77%	80%	75%	74%	73%
增长率	92%	-54%	0%	0%	0%
运维管理业务-政府	1291	3766	5649	7909	10282
毛利率	61%	68%	65%	63%	60%
增长率	44%	192%	50%	40%	30%
宁波普天	0	7254	9067	11153	13606
毛利率		70%	70%	70%	70%
增长率			25%	23%	22%

资料来源：国海证券研究所

## 6.5、估值优势明显

我们选取 A 股上市公司中 IT 服务与实施服务相关的公司进行对比，发现公司的估值明显低于可比公司的平均水平。另外，公司上市后的外延式扩张明显，技术相关性的多元化扩张路线未来将持续发力，互联网领域的尝试在神州良品业务上

已经体现出明显的收入贡献，随着未来新切入领域业务的发展，公司长期的增长逻辑清晰。

我们认为公司未来股权激励行权的可能性较大，按照行权期业绩考核的净利润20%的增速来看，目前股价的PEG依然小于1，估值优势明显。

## 6.6、首次覆盖，给予买入评级

我们预计公司2012-2014年的营业收入分别为15.3亿元、21.9亿元和29.9亿元，净利润分别为4.3亿元、5.3亿元和6.4亿元，EPS分别为1.14元、1.4元和1.7元，对应当前股价的EPS分别为16.2倍、13.2倍和10.9倍，首次覆盖，给予买入评级。

表 1、神州泰岳盈利预测

证券代码:	300002.SZ				股票价格:	18.54	投资评级:	买入	日期:	2012-09-10
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	12.5%	13.7%	15.0%	16.0%	摊薄EPS	0.94	1.14	1.40	1.70	
毛利率	67.4%	65.7%	56.4%	49.1%	BVPS (最新股本)	7.48	8.31	9.34	10.58	
期间费率	37.5%	35.3%	30.2%	26.6%	<b>估值</b>					
销售净利率	30.7%	28.2%	24.3%	21.5%	P/E	19.8	16.2	13.2	10.9	
<b>成长能力</b>					P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	
收入增长率	37.5%	32.6%	42.9%	36.6%	P/S	6.1	4.6	3.2	2.3	
利润增长率	8.5%	21.7%	23.1%	20.7%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
总资产周转率	0.35	0.42	0.52	0.60	营业收入	1157	1534	2192	2994	
应收账款周转率	1.92	2.03	2.15	2.28	营业成本	377	527	957	1523	
存货周转率	3.77	3.13	3.00	2.77	营业税金及附加	14	21	32	45	
<b>偿债能力</b>					销售费用	77	94	117	127	
资产负债率	12.9%	13.7%	16.2%	18.8%	管理费用	371	474	567	685	
流动比	5.52	5.52	4.91	4.42	财务费用	(28)	(48)	(53)	(60)	
速动比	5.25	5.15	4.40	3.78	其他费用/(-收入)	15	(14)	(16)	5	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>营业利润</b>	<b>362</b>	<b>451</b>	<b>557</b>	<b>678</b>	
现金及现金等价物	1367	1585	1778	1986	营业外净收支	25	19	22	21	
应收款项	603	757	1021	1313	<b>利润总额</b>	<b>387</b>	<b>470</b>	<b>579</b>	<b>699</b>	
存货净额	100	175	330	566	所得税费用	33	40	49	60	
其他流动资产	30	39	56	77	<b>净利润</b>	<b>354</b>	<b>430</b>	<b>530</b>	<b>639</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>2099</b>	<b>2556</b>	<b>3185</b>	<b>3942</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)	
固定资产	326	266	216	176	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>356</b>	<b>433</b>	<b>533</b>	<b>643</b>	
在建工程	5	5	5	5	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
无形资产及其他	60	60	54	48	<b>经营活动现金流</b>	<b>214</b>	<b>342</b>	<b>336</b>	<b>380</b>	
长期股权投资	319	319	319	319	净利润	354	430	530	639	
<b>资产总计</b>	<b>3274</b>	<b>3671</b>	<b>4244</b>	<b>4954</b>	少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(4)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	26	71	59	49	
应付款项	107	157	285	457	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	86	119	175	248	营运资金变动	(163)	(321)	(621)	(793)	
其他流动负债	187	187	187	187	<b>投资活动现金流</b>	<b>(443)</b>	<b>60</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>381</b>	<b>463</b>	<b>648</b>	<b>893</b>	资本支出	157	60	50	40	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(243)	0	0	0	
其他长期负债	41	41	41	41	其他	(357)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>447</b>	<b>(116)</b>	<b>(143)</b>	<b>(172)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>421</b>	<b>503</b>	<b>689</b>	<b>933</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	379	379	379	379	权益融资	11	0	0	0	
股东权益	2853	3168	3554	4021	其它	436	(116)	(143)	(172)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3274</b>	<b>3671</b>	<b>4243</b>	<b>4955</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>218</b>	<b>287</b>	<b>243</b>	<b>248</b>	

资料来源: 国海证券研究所, Wind

## 【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 【研究团队】

**梁 铮:** 分析师，中国人民大学金融工程硕士，华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历（中国联通），目前在国海证券从事通信行业研究。

**钱文礼:** 分析师，西南财经大学金融工程硕士。曾任皓胜电子研发工程师，3年证券行业电子行业研究经历，目前在国海证券从事电子行业研究。

**杨鑫林:** 分析师，北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历（航天科技集团航天五院研发工程师），2年证券行业通信行业研究经历，目前在国海证券从事通信行业研究。

**陈 宁:** 分析师，北京大学传播学硕士，北京师范大学工商管理学士。4年电信行业工作经历（中国联通，中国移动研究院），目前在国海证券从事传媒行业研究。

**孔令峰:** 分析师，东北财经大学企业管理硕士。2年证券行业研究工作经历，目前在国海证券从事计算机软件行业研究。

**李亚军:** 助理分析师，中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

## 【机构销售团队】

**北京区:** 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

**上海区:** 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区:** 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn