

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

010-88576088-110 konglf@ghzq.com.cn

业绩符合预期，估值优势明显且不失增长

——神州泰岳（300002）三季度报点评

事件：公司发布2012年三季度业绩报告

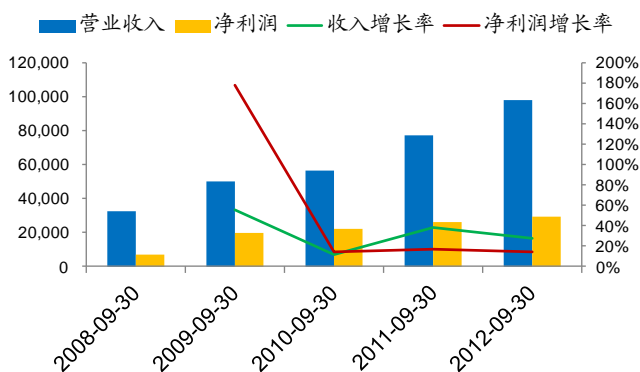
公司今日发布了2012年三季度报。2012年1-9月份，公司实现营业收入9.83亿元，同比增长27.03%，营业利润3.51亿元，同比增长27.48%，净利润2.97亿元，同比增长15.47%；其中三季度实现营业收入3.03亿元，同比增长26.95%，营业利润为0.85亿元，同比增长44.72%，净利润0.76亿元，同比增长31.1%。

评论：业绩符合预期，估值优势明显且不失增长

1. 业绩符合预期，扣除所得税影响前三季度净利润增长23%，三季度增长36%

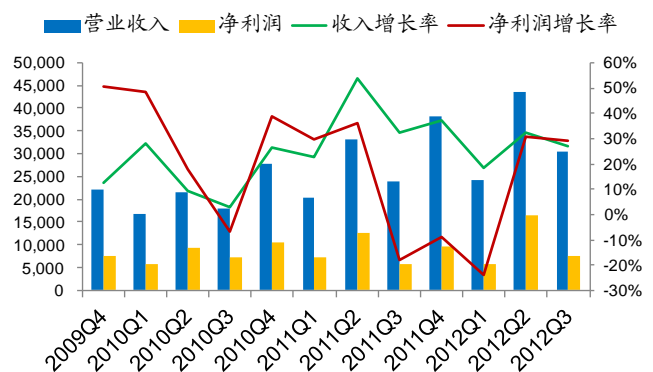
公司2012年1-9月份新媒传信（飞信业务主体公司）企业所得税按照25%的税率进行预缴，去年同期新媒传信享受企业所得税“两免三减半”的优惠政策按照12.5%税率缴纳，剔除所得税影响，公司1-9月份的实际净利润增速约为23%，三季度的实际净利润增速约为35%，业绩与我们的预测基本相符（我们预测公司1-9月份增速为22%）。税收优惠申请需要北京科学技术委员会和国家四部委进行审批，根据我们了解，新媒传信的所得税优惠申请已经通过北京科学技术委员会审批，由于“十八大”的召开，延迟了国家四部委的审批进程，我们认为今年审批成功是大概率事件。

图 1、公司近几年1-9月份业绩表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、公司近几年单季度业绩表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

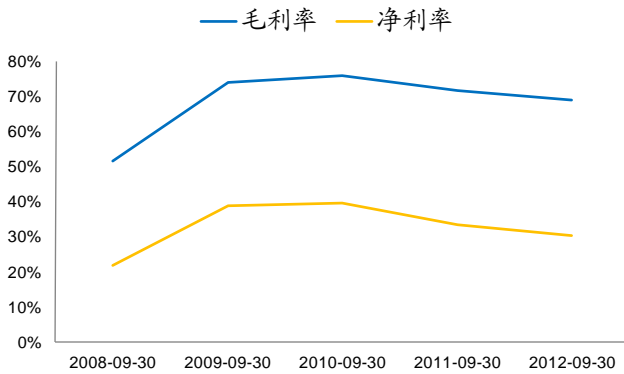
2. 飞信业务全年依然有望增长，非飞信业务收入快速增长

1-9月份，飞信业务实现收入4.5亿元，同比下降1.13%。去年飞信合同是按照活跃用户数来确认收入，而今年新合同签订以后，是按照季度基本款、季度考核款和年度考核款来确认收入，我们认为公司报告期内飞信收入统

计以基本款为主，部分收入要看季度考核和年度考核来计算，因此基于飞信业务全年的收入我们维持18%的增长预期。另外，公司今年飞信新合同中的服务价款上限金额6亿元问题曾让市场一度认为未来难有增长，报告期内，公司除完成飞信合同中的开发与支撑工作外，与中国移动、中国移动广东公司就飞信合同6亿元所未涉及的有关飞信业务的开发与支撑工作另行签署了相关合同，合同金额合计7700万元左右，验证之前我们所论述的6亿元上限并不代表公司飞信业务无增长的结论。

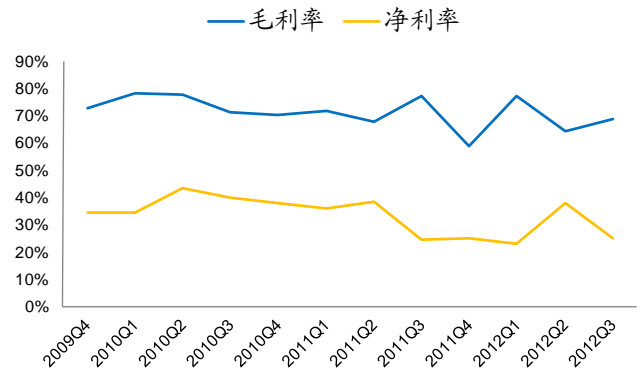
非飞信业务快速增长，1-9月份，运维管理业务收入为4.12亿元，同比增长47.4%，是业绩增长的主要动力；在互联网领域，农信通和神舟良品的收入快速增长，其中农信通实现收入5192万元，同比增长54.02%，神舟良品（食材电子商务）于今年4月份开始运营，截止到9月份实现4715万元。一直以来飞信业务是公司收入的主要部分，且毛利率水平较高，从09年开始，飞信业务收入占比呈现逐年下降趋势，由最高的60%多下降至目前的45%左右，运维管理业务毛利率略低于飞信业务，我们认为1-9月份运维管理领域的系统集成类业务占比提升是毛利率小幅下降的主要原因。

图 3、公司近几年 1-9 月份毛利率和净利率



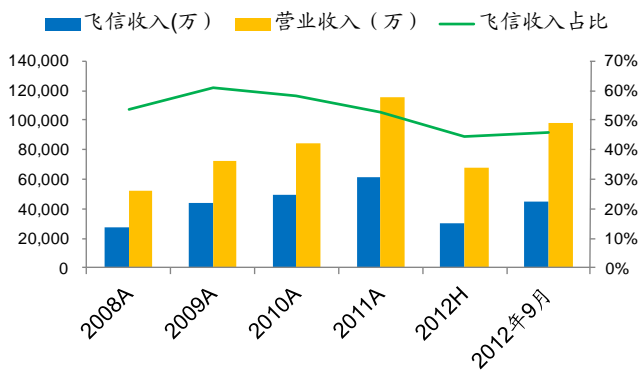
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、公司近几年单季度毛利率和净利率



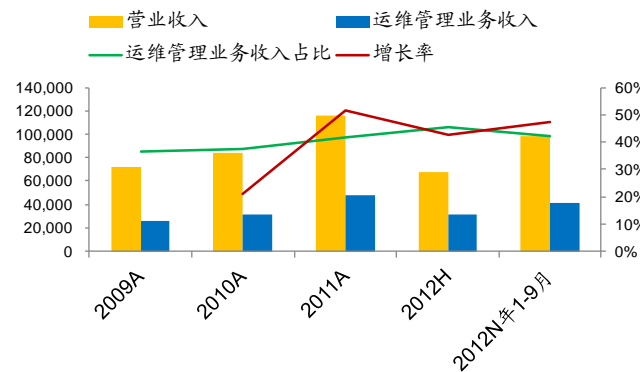
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、飞信业务收入占比呈下降趋势



资料来源：国海证券研究所，公司公告

图 6、运维管理业务收入快速增长



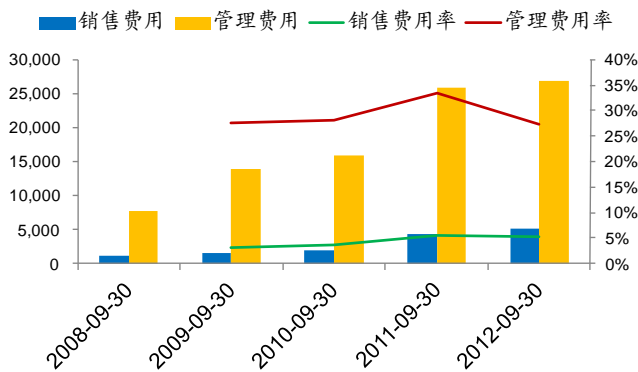
资料来源：国海证券研究所，公司公告

3. 期间费用回归合理

1-9月份，公司销售费用率和管理费用率分别为5.25%和27.34%，低于去年同期的5.59%和33.47%，销售费用和管理费用同比增速分别为19.43%和3.77%，均明显低于销售收入增速。三季度，公司销售费用率和管理费用率分别为6.22%和34.33%，分别低于去年同期的7.85%和51.56%，销售费用同比仅增长0.56%，而管理费用同比下降15.47%。

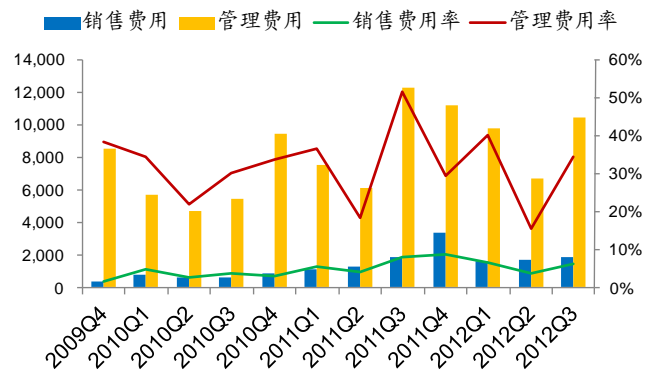
我们认为，期间费用率的下降主要是因为职工薪酬的控制和股权激励费用的下降。过去三年，公司员工数量由2235人快速增长至4517人，目前的人员规模已经达到了国内运维服务类公司的前列，甚至在人员规模及其重要的软件外包类企业中也属于前列，今年的目标是实施精细化管理，提高经营效率，根据我们8月份调研情况来看，公司今年的人员数量没有出现明显上涨，此外，去年由于同期计提股权激励费用2196.4万元导致基数大增，剔除去年同期股权激励费用影响，今年1-9月份管理费用同比增长13.4%，基本回归合理。今年公司推出新一轮股权激励，预计四季度会将534万元期权成本摊销计提至管理费用，过去两年四季度的管理费用均在1亿左右，因此本期股权激励成本对期间费用率影响较小。由于公司人员招聘高峰期已过，预计未来公司的期间费用率继续保持合理水平。

图 7、公司近几年 1-9 月份销售费用率和管理费用率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、公司近几年单季度销售费用率和管理费用率



资料来源：WIND、国海证券研究所

4. 飞信成为中国移动集团移动互联网战略性平台，公司被替换的可能性极小，续约是大概率事件

公司今年4月份与中国移动签订的飞信合同中规定，未来合同需要一年一签，当前合同的期限是2011年11月1日至2012年10月31日，由于截止到目前新合同签订事宜尚未敲定，引起市场较大疑虑，这也是公司股价9月份以来波动较为剧烈的主要原因。公司在三季报中对飞信续约一事进行了详细阐述。

我们认为，移动互联网是必然趋势，而运营商为了防止或者延缓管道化，势必会在移动互联网接入口发力，在中国移动当前的所有增值业务中，飞信的用户数量最多，质地最好，中国移动也已经将飞信作为移动互联网的战略平台，未来的移动互联网业务均以飞信作为重要的接入口和平台，因此飞信的地位将越来越高。公司在飞信业务上有2000多人的研发运营团队，在中国移动目前互联网支撑团队中规模最大，并且从飞信的设计开发到运营维护均有公司独自全程参与，提高了客户的转换成本。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。公司目前已经开始与中国移动广东公司就后续的飞信业务开发及支撑服务工作的内容、商务条款等进行积极磋商，由于飞信业务软件工程的复杂性，涉及的技术、服务非常庞大且工作量巨大，谈判环节众多，需要较长的谈判周期，但从目前的进展来看，续约成功是较为明确的事件。

5. 维持盈利预测和买入评级

短期来看飞信续约成功较为明确，长期来看，飞信在中国移动的地位将越来越高，公司被替换的可能性极小，飞信、农网、运维管理等业务依然能够保持稳定增长，新一轮股权激励保障了未来四年20%的复合增长率，我们维持之前的盈利预测，预计2012-2014年EPS分别为1.14元、1.41元和1.70元，对应当前股价PE分别为14.3、11.6和9.6倍，公司估值优势明显且不失增长，维持买入评级。

表 1、远光软件盈利预测

证券代码:	300002.SZ				股票价格: 16.29	投资评级:	买入		日期:	2012-10-22
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12.5%	13.7%	15.0%	16.0%	摊薄EPS	0.94	1.14	1.41	1.70	
毛利率	67.4%	67.0%	64.2%	60.4%	BVPS (最新股本)	7.48	8.31	9.34	10.58	
期间费率	37.5%	35.0%	34.3%	33.1%	估值					
销售净利率	30.7%	28.1%	27.0%	25.3%	P/E	17.4	14.3	11.6	9.6	
成长能力					P/B	2.2	2.0	1.7	1.5	
收入增长率	37.5%	33.2%	28.1%	29.1%	P/S	5.3	4.0	3.1	2.4	
利润增长率	8.5%	21.6%	23.2%	20.9%						
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
总资产周转率	0.35	0.42	0.48	0.54	营业收入	1157	1542	1976	2551	
应收账款周转率	1.92	1.91	1.90	1.89	营业成本	377	508	707	1011	
存货周转率	3.77	3.13	3.00	2.77	营业税金及附加	14	21	28	37	
偿债能力					销售费用	77	97	109	123	
资产负债率	12.9%	13.6%	14.4%	15.6%	管理费用	371	445	568	713	
流动比	5.52	5.57	5.55	5.33	财务费用	(28)	(23)	(26)	(29)	
速动比	5.25	5.20	5.11	4.80	其他费用/(-收入)	15	(20)	(20)	0	
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	362	474	570	697	
现金及现金等价物	1367	1535	1759	1962	营业外净收支	25	7	23	20	
应收款项	603	807	1040	1350	利润总额	387	481	593	717	
存货净额	100	169	245	378	所得税费用	33	51	63	76	
其他流动资产	30	39	51	65	净利润	354	430	530	641	
流动资产合计	2099	2550	3094	3755	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)	
固定资产	326	266	216	176	归属于母公司净利润	356	433	533	644	
在建工程	5	5	5	5	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
无形资产及其他	60	60	54	48	经营活动现金流	214	293	367	374	
长期股权投资	319	319	319	319	净利润	354	430	530	641	
资产总计	3274	3666	4153	4767	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	151	212	306	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	86	119	158	211	营运资金变动	(163)	(361)	(420)	(604)	
其他流动负债	187	187	187	187	投资活动现金流	(443)	60	50	40	
流动负债合计	381	458	558	704	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	
长期负债合计	41	41	41	41	筹资活动现金流	397	(116)	(143)	(173)	
负债合计	421	498	598	745	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	3555	4023	其它	386	(116)	(143)	(173)	
负债和股东权益总计	3274	3666	4153	4767	现金净增加额	168	237	274	242	

资料来源: Wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰，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，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%。

机构销售部人员联系方式

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
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn