

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

010-88576088-110 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)

## 开启新增长逻辑

## ——神州泰岳（300002）业绩预告和订单点评

## 事件：

公司预计 2013 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 2.65 亿元-2.87 亿元（去年同期为 2.21 亿元），同比增长 20%-30%。其中非经常性损益预计为 400 万元左右，对净利润的影响金额较小。公司同时公告关于签署海外融合通信业务之交易清单事宜，其海外下属企业智桥资讯公司与印度最大的私营企业信实工业公司控股子公司 Reliance Jio 签署了《富媒体通信及社交通信解决方案的交易清单》。

## 点评：开启新增长逻辑

## 1. 业绩符合预期

过去的多年以来，市场一直将公司与中国移动的飞信业务视为一体，在飞信业务蓬勃发展的高峰期 2006-2010 年中，公司的净利润也从 2006 年的 2212 万元迅速增长至 2010 年的 3.28 亿，CAGR 高达 96.22%。随着 2011 年初腾讯推出移动互联网杀手铜产品—微信，通信资费的下降以及米聊、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。由于合作初期，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。近几年，公司来自飞信业务的收入占比逐年递减，由 2009 年的 61.02% 下降至 2012 年的 41.57%。随着公司 IT 运维管理业务的快速成长，未来飞信业务对公司的业绩影响将越来越小，而公司的未来看点和增长逻辑也正逐渐由之前的飞信业务转变为 IT 运维管理业务，我们认为，客观而言，IT 运维管理业务的项目特性决定了公司难有爆发性增长，但其高客户粘度和业务持续稳定性也给予市场长期稳定的增长预期。公司的业绩预期已经完全转变为 IT 运维管理的稳定增长特性，在其原有客户维持稳定的基础上开拓新客户和新业务将使其获得稳定的增长，继 2012 年获得净利润 21.47% 稳定增长后，本次中报预计 20-30% 的增长，完全符合该行业属性和市场预期。

## 2. 海外市场环境和公司内功均已成熟

公司签得海外融合通信交易清单的主要内容是公司向买方提供“富媒体通信及社交通信解决方案”，提供公司的核心产品 Uraapport 软件平台的使用许可与维护、平台支撑、定制化与集成服务和附加服务等。融合通信主要实现了跨平台服务，集成了从 PC 到手机的通信和社交媒体服务，从网络和设备上提供即时通讯、聊天、在线视频和文件共享等。融合通信业务在海外市场受到运营商和相关法规制约较小，更容易获得推广，而纵观全球来看，拥有上亿用户的平台运维管理经验的寥寥无几，公司主要与 HP、IBM 等国际厂商竞争，因此公司在飞信领域的多年运维管理经验和高性价比产品是其开拓海外市场的重要筹码，总体来看，海外市场从行业环境和公司产品经验等内功均已成熟，我们认为随着公司第一单海外业务的成功实施，未来海外市场的订单额和签单数量将呈现

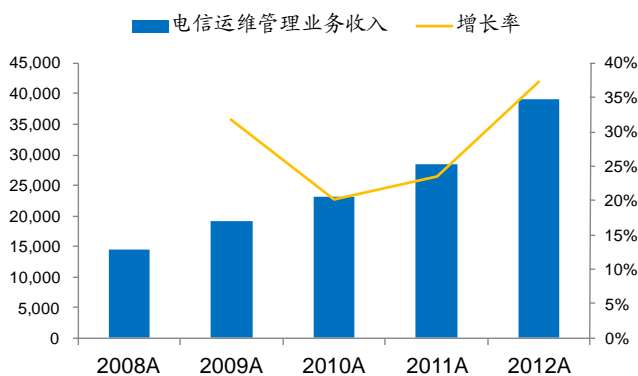
加速趋势。

### 3. 占据运维制高点，高端领域抢占外企 BSM 市场，新兴领域提供长期增长空间

金融、电信的 IT 系统比较成熟，其业务开展与 IT 技术高度融合，对 IT 系统高度依赖，也是整个 IT 运维管理领域的最高端市场，二者在 IT 运维管理领域的市场份额占比在 21 世纪初最高达到 90% 左右，目前随着能源、政府、制造、教育等其他行业需求的快速增长，金融电信市场份额占比逐渐下降，但是仍然高达 70% 左右。金融、电信领域的 IT 运维管理多年以来被 BMC、IBM、HP 等国际厂商霸占，尤其是核心领域，几乎处于垄断地位，国内本土厂商主要以神州泰岳、亿阳信通、直真科技、摩卡等为主，但是占比仍然较小。从收入规模上来看，公司目前已经成为国内 IT 运维管理领域龙头公司，其过去两年仍分别实现 51.5% 和 26.3% 的高速增长。2012 年实现签约金额 6.67 亿元，同比增长 44.35%，其中金融和电信领域签约金额分别同比增长 161.33% 和 40.66%。

公司在高端 IT 运维管理领域保持强劲增长势头，除了因为这两大领域的运维管理业务持续向好之外，说明公司凭借日益成熟的技术和丰富的本土经验已经逐步侵蚀国际厂商的份额，我们认为短期来看，金融电信两大核心领域仍是公司运维管理业务增长的主要动力。

图 1、公司在电信高端领域运维管理增长迅速（万元） 图 2、2012 年运维管理业务新签订单额快速增长



运维管理业务	2011年签约金额 (万元)	2012年签约金额 (万元)	增幅 (%)
电信领域	54,030.47	38,413.26	40.66%
非电信领域	12,681.11	7,800.75	62.56%
其中：金融领域	9,182.86	3,513.90	161.33%
政府领域	1,967.77	1,809.79	8.73%
能源领域	882.96	1,730.95	-48.99%
其他领域	647.53	746.10	-13.21%
合计	66,711.59%	46,214.01	44.35%

资料来源：国海证券研究所，公司过往年报整理

资料来源：国海证券研究所，公司年报

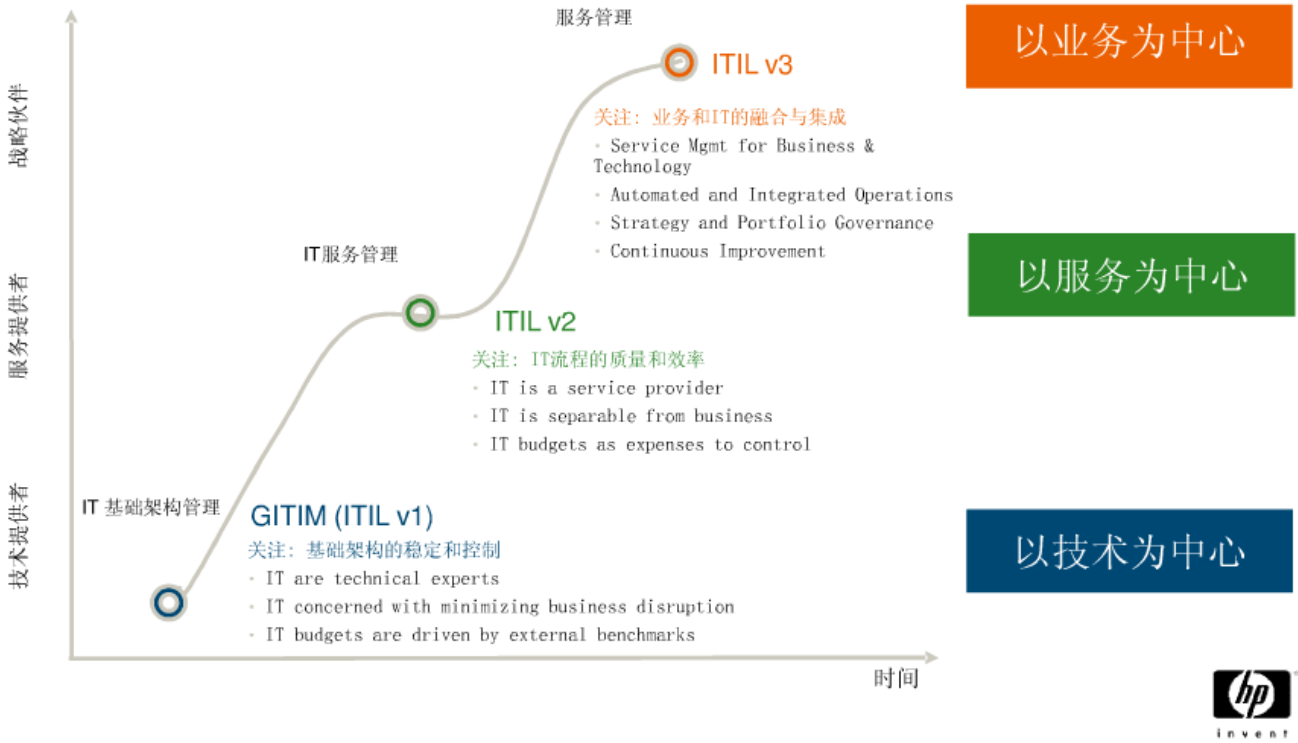
从行业的横向发展来看，IT 运维管理业务相对各个行业的信息化建设有一定滞后性，一般而言，随着行业的 IT 应用规模扩大与应用成熟度的提高，IT 运维管理的需求也相应增加。根据计世资讯行业的研究数据显示，2011 年我国行业信息化市场规模和增长速度较快的行业分别是互联网、医疗、交通、教育和物流，增长率分别为 31%、26%、21%、20% 和 18%，行业用户 IT 应用成熟度的提高为 ITSM 普及创造了有利条件。相对金融电信市场，新兴行业对 ITSM 技术的要求较低，公司目前 IT 运维管理业务主要集中在金融电信高端领域，占据行业制高点，未来向新兴行业扩张，优势更加明显。

从行业纵向发展历程来看，企业 IT 系统的建设和运维管理必将经历四个阶段，分别是：基础架构建设、网络和系统监控阶段（NSM）、IT 服务管理阶段（ITSM）和 IT 与业务融合阶段（BSM），对 IT 运维管理的服 务要求也越来越高。2011 年，我国 BSM 解决方案市场容量达到 43 亿元，同比增长 33%，随着新兴行业的迅速发展以及金融电信领域高端需求的上升，预计 2012 年中国 BSM 市场规模将达到 59 亿元，增长率高达 36%。

图 3、运维管理业务纵向发展历程

# ITSM/ITIL演进历程

IT部门的角色



资料来源：国海证券研究所，hp 资料

## 4.优秀的管理能力和雄厚的技术研发能力是公司的核心优势

我们认为公司的核心优势是雄厚的技术研发服务能力以及优秀的管理能力。

公司自 2009 年上市以来，员工人数由 2235 人迅速增长至去年年底的 4567 人，在国内算上软件外包类企业也称得上是规模前列的，企业在规模迅速扩大后，面临最大的问题就是管理效率，尤其是软件行业，对人员高度依赖，管理问题更为重要。近几年，随着计算机行业人工成本的快速上涨，公司的人均薪酬由 09 年的 6.8 万元增长至去年的 10.5 万元，而管理费用率却始终维持在 30%左右水平，人均收入和人均净利润也基本维持稳定，说明公司在人员快速扩张和成本上涨情况下表现出优秀的管理能力。

图 4、公司人员规模扩张和人工成本上涨情况

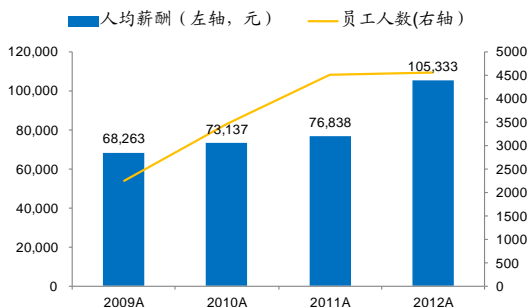
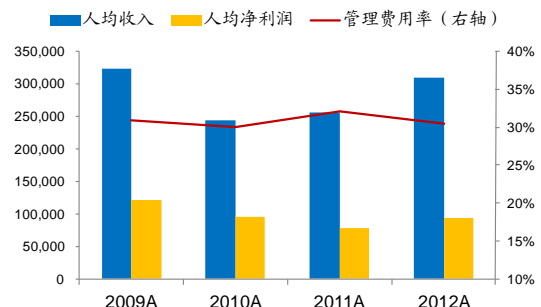


图 5、公司过往几年人均收入和人均净利润情况

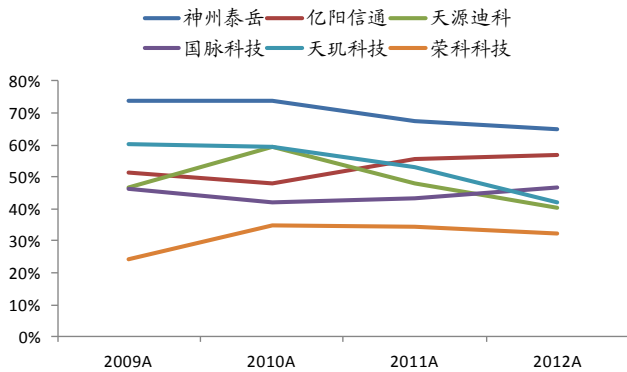


资料来源：国海证券研究所，WIND

资料来源：国海证券研究所，WIND

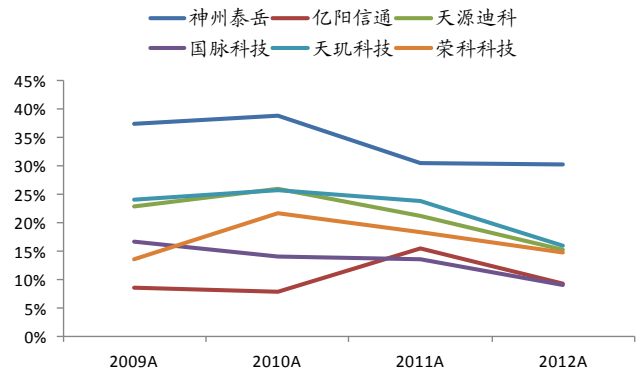
IT 运维管理领域业务差异性较高，主要有数据中心的 IT 基础架构运维管理、IT 服务管理业务和 IT 与业务融合服务管理等阶段，不同阶段的技术研发要求、客户粘度和盈利能力均有较大的差异性。公司通过对飞信业务的研发设计、产品开发到运营全过程的参与，已经具备全面渗入客户的业务融合层面，而越往高层面发展，客户粘度和议价能力均相对较强，也是 IT 运维管理行业发展的必然趋势，这背后是基于公司强大的研发团队和丰富的运营经验。

图 3、A 股主要 IT 运维管理公司毛利率对比



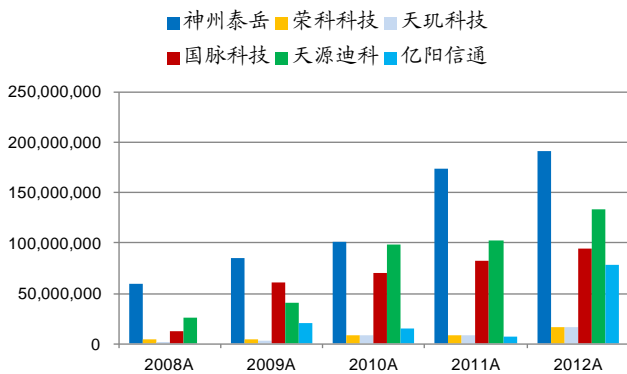
资料来源：国海证券研究所，WIND

图 4、A 股主要 IT 运维管理公司净利率对比



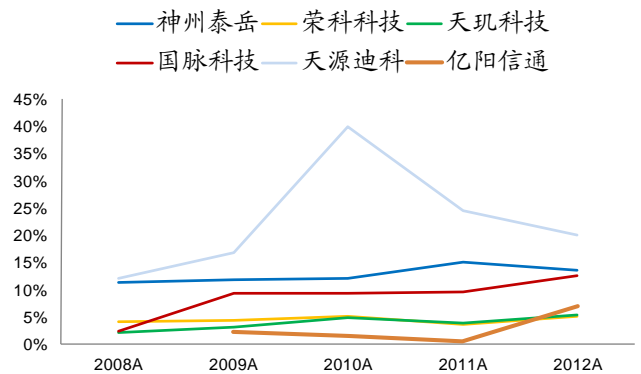
资料来源：国海证券研究所，WIND

图 5、A 股主要 IT 运维管理公司研发费用 (元)



资料来源：国海证券研究所，WIND

图 6、A 股主要 IT 运维管理公司研发费用占收入比重对比



资料来源：国海证券研究所，WIND

5. 未来业绩有望加速增长，维持买入评级

总体来看，我们预计公司互联网运营业务的增长重点关注海外市场的开拓和中国移动基于“大飞信”平台的战略规划，而 IT 运维管理业务有望实现金融、电信领域的高端业务拓展和行业客户的拓展，考虑到公司飞信业务占比逐渐下降，且今年是新旧业务交替比较明显的转型年，预计公司未来三年的净利润增速将呈现逐年提升趋势。预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.81 元、0.96 元和 1.18 元，对应当前股价 PE 分别为 22.7 倍、19.1 倍和 15.6 倍，维持买入评级。

6. 风险提示

政府、能源等中低端领域的运维业务竞争加剧；海外市场开拓政治风险加剧等。

表 1、神州泰岳盈利预测

证券代码: 300002.SZ		股票价格: 18.35		投资评级: 买入		日期: 2013-07-08			
<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	13.4%	13.9%	14.7%	15.9%	摊薄EPS	0.70	0.81	0.96	1.18
毛利率	64.8%	60.7%	59.2%	58.2%	BVPS (最新股本)	5.21	5.80	6.51	7.37
期间费率	35.3%	33.1%	33.2%	33.3%	<b>估值</b>				
销售净利率	30.4%	27.6%	25.7%	25.1%	P/E	26.2	22.7	19.1	15.6
<b>成长能力</b>					P/B	3.5	3.2	2.8	2.5
收入增长率	21.8%	27.2%	27.9%	25.1%	P/S	8.0	6.3	4.9	3.9
利润增长率	20.6%	15.5%	18.9%	22.4%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
总资产周转率	0.40	0.46	0.52	0.57	营业收入	1410	1793	2293	2870
应收账款周转率	1.95	1.94	1.93	1.92	营业成本	496	704	935	1201
存货周转率	4.70	3.74	3.56	3.24	营业税金及附加	12	18	24	31
<b>偿债能力</b>					销售费用	85	102	129	157
资产负债率	8.6%	9.2%	9.7%	10.2%	管理费用	430	517	656	816
流动比	7.91	7.97	7.97	7.94	财务费用	(30)	(42)	(48)	(48)
速动比	7.54	7.41	7.31	7.18	其他费用/(-收入)	(6)	(16)	(16)	4
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	410	479	581	718
现金及现金等价物	1376	1559	1763	1989	营业外净收支	35	35	30	30
应收款项	721	923	1186	1493	利润总额	445	514	611	748
存货净额	105	193	269	380	所得税费用	18	21	25	31
其他流动资产	38	49	62	78	净利润	427	493	586	717
流动资产合计	2241	2724	3281	3939	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
固定资产	337	275	223	181	归属于母公司净利润	429	495	589	721
在建工程	20	20	20	20	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
无形资产及其他	61	61	55	49	经营活动现金流	229	323	361	416
长期股权投资	396	396	396	396	净利润	427	493	586	717
资产总计	3517	3937	4437	5047	少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(4)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	33	74	61	50
应付款项	64	95	129	169	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	81	108	144	188	营运资金变动	(229)	(358)	(424)	(516)
其他流动负债	139	139	139	139	投资活动现金流	(150)	62	52	42
流动负债合计	283	342	412	496	资本支出	(26)	62	52	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(78)	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21	其他	(46)	0	0	0
长期负债合计	21	21	21	21	筹资活动现金流	104	(131)	(156)	(191)
负债合计	304	362	432	517	债务融资	0	0	0	0
股本	613	613	613	613	权益融资	42	0	0	0
股东权益	3213	3575	4004	4531	其它	62	(131)	(156)	(191)
负债和股东权益总计	3517	3937	4437	5047	现金净增加额	183	254	256	266

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1008室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576936-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576933-803	18801090832	<a href="mailto:baid@ghzq.com.cn">baid@ghzq.com.cn</a>

**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	<a href="mailto:guoq01@ghzq.com.cn">guoq01@ghzq.com.cn</a>
陈 蓉	021-20281099	13801605631	<a href="mailto:chenr@ghzq.com.cn">chenr@ghzq.com.cn</a>
胡 超	021-20281096	13761102952	<a href="mailto:huc@ghzq.com.cn">huc@ghzq.com.cn</a>
梁柳欣	021-20281099	13524364843	<a href="mailto:lianglx@ghzq.com.cn">lianglx@ghzq.com.cn</a>
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	<a href="mailto:xuwp@ghzq.com.cn">xuwp@ghzq.com.cn</a>
张亦潇	0755-83702462	13725559855	<a href="mailto:zhangyx01@ghzq.com.cn">zhangyx01@ghzq.com.cn</a>
王 帆	0755-83025049	13509639899	<a href="mailto:wangf01@ghzq.com.cn">wangf01@ghzq.com.cn</a>
李 慧	0755-83707040	13823570518	<a href="mailto:lih03@ghzq.com.cn">lih03@ghzq.com.cn</a>
张宇松	0755-83716857	13530666614	<a href="mailto:zhangys01@ghzq.com.cn">zhangys01@ghzq.com.cn</a>
周振宁	0755-82835810	15220268966	<a href="mailto:zhouzn@ghzq.com.cn">zhouzn@ghzq.com.cn</a>
马 鑫	0755-83702072	18630119510	<a href="mailto:max01@ghzq.com.cn">max01@ghzq.com.cn</a>