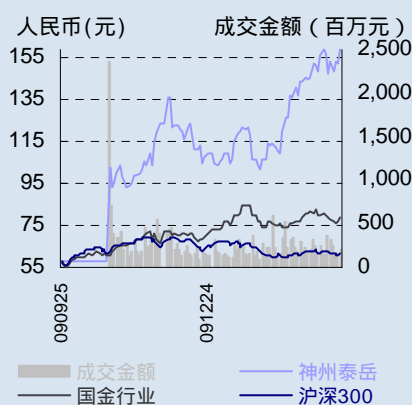


2010年03月17日

市场数据(人民币)

市价(元)	159.11
已上市流通A股(百万股)	31.60
总市值(百万元)	20,111.50
年内股价最高最低(元)	159.11/58.00
沪深300指数	3273.92
2008年股息率	0.00%


相关报告

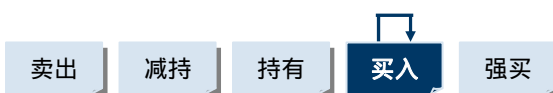
- 1 《前台的盈利模式,后台的技术优势》, 2009.10.11

分析师:陈运红

 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

神州泰岳 (300002.SZ)

——飞信高速增长, 模式复制可期

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	2.045	2.792	2.142	3.488	4.947	6.036
净利润增长率	299.26%	36.50%	124.60%	62.82%	41.84%	22.03%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	3.271	4.497	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	49.11	45.62	32.16	26.36
行业优化市盈率(倍)	70.63	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.39	0.73	0.77	1.20
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	31.60	31.60	31.60	31.60
总股本(百万股)	43.18	43.18	126.40	126.40	126.40	126.40

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **公司业绩符合预期:** 公司 2009 年度实现营业收入及归属于母公司净利润分别为 7.23 亿和 2.71 亿, 同比分别增长 39.18%和 124.60%, 实现每股收益 2.14 元, 业绩符合我们预期。公司收入主要由飞信业务的高速增长驱动, 而净利润增长大幅超出收入增速则是因为收入结构优化, 毛利率较高的软件开发和技术服务类收入占比上升:
 - ◆ **毛利率较高的软件开发和技术服务业务高速增长:** 两类业务分别增长 67.68%和 66.25%, 收入占比上升至 91.99%, 其中飞信业务对收入增量的贡献度达到 80.2%。综合毛利率也随收入结构的优化上升 23.26 个百分点达到 73.62%, 导致公司利润增速远超收入增速;
 - ◆ **其他费用分析:** 三项费用率上升 5.97 个百分点达 32.89%, 其中管理费用增长 84.76%达到 2.23 亿, 主因公司由于业务扩张人员规模快速增长。所得税费用较上年增长 726.27%, 主要因为利润总额的增长和子公司新媒传信 09 年所得税税率变为 10%。
- **公司业务状况:** 飞信高速增长, 农信通值得期待;
 - ◆ 飞信业务收入 4.41 亿, 同比增长 58.74%, 贡献公司当期收入的 61.02%。随着飞信对非本网用户的逐步开放及企业飞信的推广, 飞信用户数量仍将保持高速增长, 预计 10 年底飞信活跃用户将接近 9000 万;
 - ◆ 同期公司农信通业务实现营业收入 1917.83 万, 我们期待农信通业务能够复制飞信的成功, 将保持对该业务发展的高度关注;
 - ◆ 在 IT 运维管理领域, 公司在网优等新产品的纵向延伸和电信联通及海外市场的横向开拓上均取得不同程度进展。

- 业绩预测及投资推荐：维持买入评级。**我们略微提高了公司的毛利率预测，预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 9.62 亿、12.12 亿和 14.46 亿，分别增长 33.09%、26.00%和 19.30%，实现 EPS 分别为 3.488 元、4.947 元和 6.036 元，增速为 62.82%、41.84%和 22.03%，目前股价对应 10 年 PE45.6X 和 11 年 PE32.2X，我们看好公司的移动互联网类业务发展前景，并维持对公司的买入评级。

图表目录

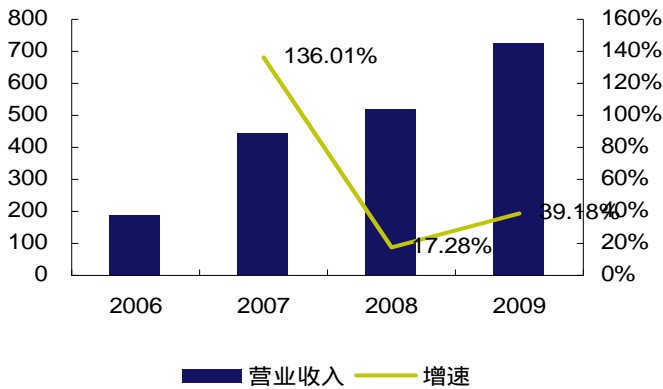
图表 1：09 年营业收入增长 39.18%（百万）	3
图表 2：09 年净利润增长 124.60%（百万）	3
图表 3：公司收入结构进一步优化	3
图表 4：公司业务毛利率水平	3
图表 5：飞信收入贡献率达 61.02%（百万）	4
图表 6：来自电信业的收入超过 90%	4
图表 7：公司营业收入分析和预测（百万元）	5
图表 8：公司 EPS 分析和预测（元）	5
图表 9：公司各项业务收入预测	6

2009 年公司业绩点评

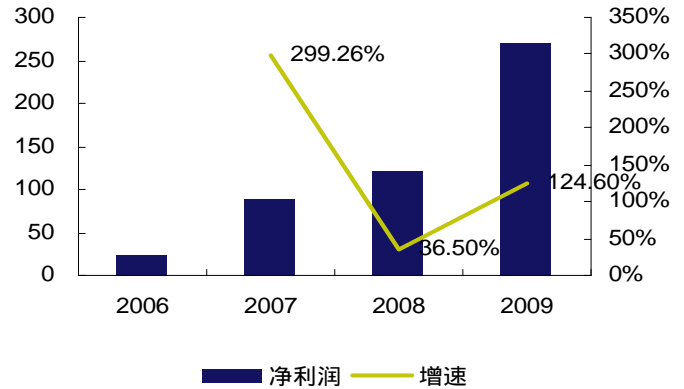
净利润大幅增长 124.60%

- 神州泰岳公布 2009 年度报告，实现营业收入及归属于母公司净利润分别为 7.23 亿和 2.71 亿，同比分别增长 39.18%和 124.60%，实现每股收益 2.14 元，业绩符合我们预期。公司收入主要由飞信业务的高速增长驱动，而净利润增长大幅超出收入增速则是因为收入结构优化，毛利率较高的软件开发和技术服务类收入占比上升。公司同时宣布拟每 10 股转增 15 股并派发现金红利 3 元；

图表1：09 年营业收入增长 39.18% (百万)



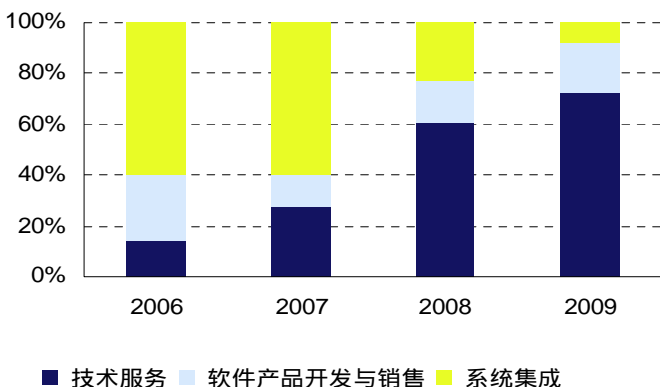
图表2：09 年净利润增长 124.60% (百万)



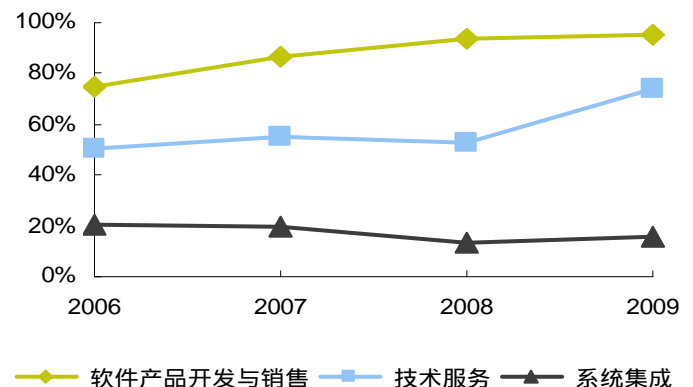
来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司主营业务分软件产品开发与销售、技术服务以及系统集成三部分，2009 年毛利率较高的软件开发和技术服务类收入大幅增长，在营业收入中占比上升至 91.99%，其中飞信业务对收入增量的贡献度达到 80.2%。综合毛利率也随着收入结构的优化上升 23.26 个百分点达到 73.62%，从而导致公司利润增速远超收入增速：
 - ◆ 软件产品增长 67.68%达到 1.41 亿，毛利率微增 0.85%达到 94.90%；
 - ◆ 技术服务业务（包括飞信及农信通）则增长 66.25%达到 5.23 亿，毛利率大幅提升 21.55 个百分点达到 74.26%，主因飞信收入规模的扩大和公司提高自主开发比例所致；
 - ◆ 而系统集成业务则下降 51.79%仅 5789 万，毛利率 15.94%。

图表3：公司收入结构进一步优化



图表4：公司业务毛利率水平



来源：公司年报，国金证券研究所

- ◆ 公司三项费用率上升 5.97 个百分点达 32.89%，其中销售费用下降 3.69%为 1888 万，我们认为主要是公司的电信类业务如飞信多属于长期合作，不需要太多营销投入。管理费用增长 84.76%达到 2.23 亿，主

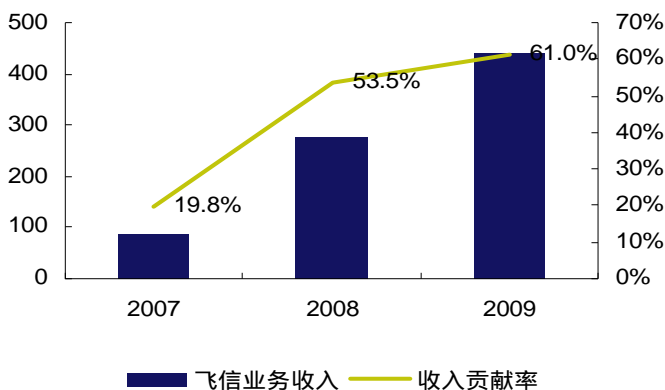
因公司由于业务扩张人员规模增长较快，从年初的 1201 人发展到 2235 人。财务收入如我们预期大幅上升 545.48%达到 450 万，因上市募集资金带来的利息收入；

- ◆ 所得税费用较上年增长 726.27%，主要因为利润总额的增长和子公司新媒传信 09 年所得税税率变为 10%（08 年免征）。

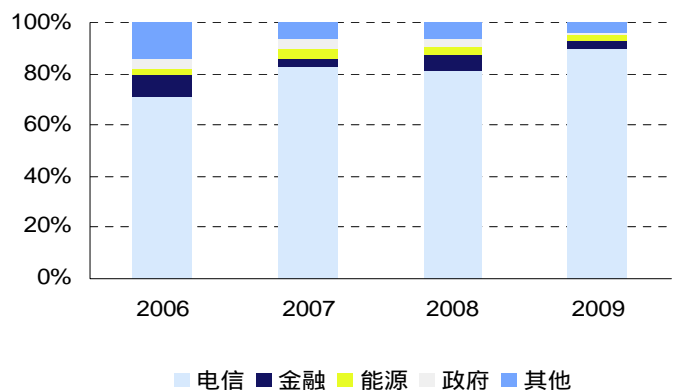
飞信高速增长，农信通值得期待

- 移动互联网开发及运维领域，公司实现营业收入 4.60 亿，同比增长 65.64%，飞信业务的高速增长成为公司业绩增长的主要推动力，同时“农信通”业务也取得进展，飞信模式的复制值得我们期待：
 - ◆ 飞信业务收入 4.41 亿，同比增长 58.74%，贡献公司当期收入的 61.02%。据 CNNIC 调查，飞信的市场渗透率已经由 2009 年初的%达到年底的 20.5%，仅次于 QQ 位居第二；
 - ◆ 公司全年飞信收入略低于上半年 2.25 亿的两倍，主因中移动 7 月份开始收取飞信会员费进行用户清理而导致活跃用户基数的一次性下降，我们认为这不会对飞信用户的增长态势和公司的未来收入产生长期影响。随着飞信对非本网用户的逐步开放及企业飞信的推广，飞信用户数量仍将保持高速增长，预计 10 年底飞信活跃用户将接近 9000 万；
 - ◆ 公司针对飞信不断开发新版本，并整合 139 邮箱、音乐等增值服务，随着飞信用户规模的扩大及合作程度的深入，中移动的置换成本也进一步提高，这为公司飞信业务的长久发展提供了更多保障；
 - ◆ 同时，公司在中国移动农村信息网开发及运维支撑项目（俗称“农信通”）取得一定进展，实现营业收入 1917.83 万。我们期待农信通业务能够复制飞信的成功，将保持对该业务发展的高度关注。
- IT 运维管理领域，公司实现营业收入 2.63 亿，增长 8.74%，同时在网优等新产品的纵向延伸和电信联通及海外市场的横向开拓上取得不同程度进展：
 - ◆ 网络优化服务方面公司成功签署浙江移动自动频率优化项目；信令监测业务与广东移动签约；网络综合分析解决方案在天津移动试点；CMDB 产品应用于中国人寿及各地移动项目中；
 - ◆ 公司加大了对中电信、中联通的开拓，实现收入 9594 万，同比增长 475.61%，占营业收入比例提高 10.06 个百分点达到 13.27%；从行业结构上来看，来自电信业收入占比进一步升至 90.16%，公司专注于电信行业运维服务的态度非常明显；
 - ◆ 同时，公司通过与华为的合作，已累计签署 4000 多万元海外 IT 运维管理项目，未来有望成为新的利润增长点。

图表5：飞信收入贡献率达 61.02%（百万）



图表6：来自电信业的收入超过 90%

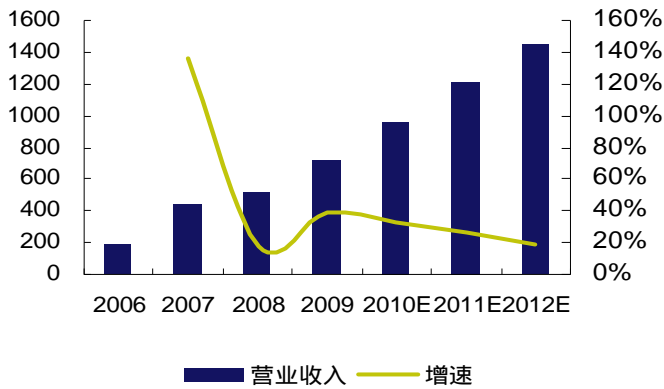


来源：公司年报，国金证券研究所

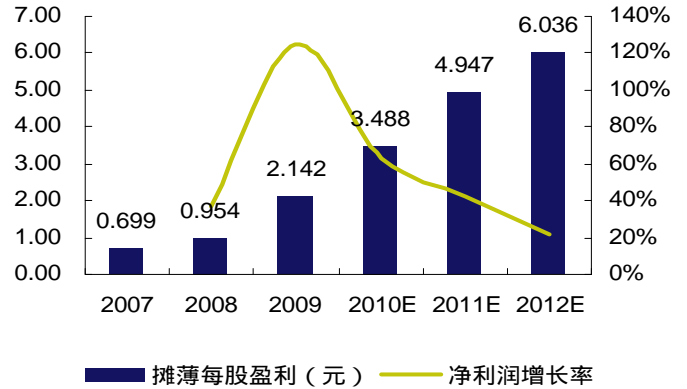
业绩预测及投资建议

- 业绩预测及投资建议：**我们略微提高了公司的毛利率预测，预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 9.62 亿、12.12 亿和 14.46 亿，分别增长 33.09%、26.00%和 19.30%，实现 EPS 分别为 3.488 元、4.947 元和 6.036 元，增速为 62.82%、41.84%和 22.03%，目前股价对应 10 年 PE45.6X 和 11 年 PE32.2X，我们看好公司的移动互联网类业务发展前景，并维持对公司的买入评级。

图表7：公司营业收入分析和预测（百万元）



图表8：公司 EPS 分析和预测（元）



来源：国金证券研究所

图表9：公司各项业务收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
软件产品开发与销售						
销售收入(百万元)	58.02	84.32	141.40	198.14	260.26	317.38
增长率(YOY)	20.75%	45.34%	67.68%	40.13%	31.35%	21.95%
毛利率	86.66%	94.05%	94.90%	95.50%	96.00%	96.00%
销售成本(百万元)	7.74	5.02	7.22	8.92	10.41	12.70
增长率(YOY)	-37.05%	-35.17%	43.87%	23.52%	16.76%	21.95%
毛利(百万元)	50.28	79.31	134.18	189.22	249.85	304.68
增长率(YOY)	40.63%	57.73%	69.19%	41.02%	32.04%	21.95%
占总销售额比重	13.10%	16.24%	19.56%	20.60%	21.47%	21.95%
占主营业务利润比重	29.64%	30.33%	25.22%	24.66%	24.21%	24.67%
飞信业务						
销售收入(百万元)	87.74	277.83	441.03	593.59	729.40	846.22
增长率(YOY)	#DIV/0!	216.66%	58.74%	34.59%	22.88%	16.02%
毛利率	59.08%	52.80%	76.55%	82.00%	88.00%	88.00%
销售成本(百万元)	35.91	131.12	103.43	106.85	87.53	101.55
增长率(YOY)	#DIV/0!	265.19%	-21.12%	3.30%	-18.08%	16.02%
毛利(百万元)	51.83	146.71	337.60	486.74	641.87	744.67
增长率(YOY)	#DIV/0!	183.03%	130.11%	44.18%	31.87%	16.02%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	61.02%	61.71%	60.18%	58.53%
占主营业务利润比重	30.55%	5868.30%	13503.81%	19469.67%	25674.89%	29786.98%
其他技术服务						
销售收入(百万元)	33.47	37.04	82.44	123.85	185.30	249.67
增长率(YOY)	22.71%	10.66%	122.59%	50.22%	49.62%	34.74%
毛利率	45.00%	52.00%	62.00%	67.00%	72.00%	72.00%
销售成本(百万元)	18.41	17.78	31.33	40.87	51.88	69.91
增长率(YOY)	35.25%	-3.42%	76.22%	30.46%	26.95%	34.74%
毛利(百万元)	15.06	19.26	51.11	82.98	133.42	179.76
增长率(YOY)	10.22%	27.88%	165.39%	62.34%	60.79%	34.74%
占总销售额比重	7.56%	7.13%	11.41%	12.88%	15.29%	17.27%
占主营业务利润比重	8.88%	7.36%	9.61%	10.81%	12.93%	14.56%
系统集成						
销售收入(百万元)	263.54	120.09	57.89	46.31	37.05	32.61
增长率(YOY)	134.71%	-54.43%	-51.79%	-20.00%	-20.00%	-12.00%
毛利率	19.91%	13.52%	15.94%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本(百万元)	211.07	103.86	48.67	37.98	30.38	26.74
增长率(YOY)	135.63%	-50.80%	-53.14%	-21.96%	-20.00%	-12.00%
毛利(百万元)	52.47	16.24	9.23	8.34	6.67	5.87
增长率(YOY)	131.11%	-69.06%	-43.17%	-9.65%	-20.00%	-12.00%
占总销售额比重	59.52%	23.13%	8.01%	4.81%	3.06%	2.26%
占主营业务利润比重	30.93%	6.21%	1.73%	1.09%	0.65%	0.48%
销售总收入(百万元)	442.77	519.28	722.76	961.88	1,212.01	1,445.87
销售总成本(百万元)	273.12	257.77	190.65	194.61	180.20	210.88
毛利(百万元)	169.64	261.51	532.11	767.28	1,031.81	1,234.98
平均毛利率	38.31%	50.36%	73.62%	79.77%	85.13%	85.41%

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
强买	1	3	5	5	5
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.14

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。