



QQ的巨大成功提供了先进的经验

——神州泰岳（300002）2009 年年报点评

2010 年 3 月 20 日

强烈推荐/维持

神州泰岳

财报点评

王玉泉 计算机行业分析师
wangyq@dxzq.net.cn 010-6650 7334

事件:

3月18日,神州泰岳发布年报,2009年1-12月,公司实现营业总收入7.23亿元,同比增长39.19%;实现归属母公司所有者的净利润2.71亿元,同比增长124.60%;基本每股收益2.72元,总股本全面摊薄稀释以后的每股收益为2.14元。分配预案为令人咋舌的每10股转增15股,派现金3元(含税)。

公司近几年财务指标

指标	2006	2007	2008	09Q1	09Q2	09Q3	2009
营业总收入	187.60	442.77	519.28	0.00	326.28	501.72	722.76
增长率(%)	68.64	136.01	17.28	0.00	0.00	55.31	39.18
毛利率(%)	38.44	38.31	50.36	0.00	72.50	74.07	73.62
期间费用率(%)	26.29	22.08	26.92	0.00	28.91	30.30	32.89
营业利润率(%)	7.50	15.31	20.23	0.00	38.89	41.89	39.25
净利润(百万元)	21.95	88.36	120.55	0.00	117.02	193.77	270.48
增长率(%)	62.10	299.26	36.50	0.00	0.00	178.34	124.60
每股盈利(元)	0.26	1.02	1.40	0.00	1.33	2.15	2.72
资产负债率(%)	60.68	41.02	38.52	0.00	23.28	4.81	4.95
存货周转率(%)	2.23	6.07	8.29	0.00	2.22	3.62	5.19
应收帐款周转率(%)	6.70	7.65	5.17	0.00	1.46	2.78	5.28

评论:

积极因素:

- 飞信业务快速增长:公司在移动互联网开发及运维支撑业务领域实现收入4.6亿元,同比增长65.64%,其中源自于飞信的业务收入4.4亿元,同比增长58.74%。飞信是公司爆发式增长的关键,目前与中移动的合作呈现了双赢的态势,截止2009年三季度末,飞信的总用户数为1.84亿,活跃用户数为5348万,占比为30%左右,我们预计截止2009年底,飞信的总用户数将达到2亿左右,活跃用户数会增长到7000万左右,2010年飞信客户拓展重点是非移动客户和企业,我们预计到2010年一季度末,活跃用户数将激增至9000万左右。
- QQ的成功为飞信提供了丰富的经验:截止2009年底,飞信在IM市场中的渗透率为20.5%,位居第二,但与第一名腾讯QQ 97.4%的市场渗透率相比还有很大差距。我们注意到,目前飞信的发展阶段正巧相当于腾讯QQ在2003年开始起飞的阶段,在2003年之前,腾讯QQ的用户数和目前飞信的用户数规模、活跃用

户数数量基本都是一致的，收入基本为零，可以说当时的腾讯几乎是不挣钱的，而在2003年之后，腾讯QQ进入了飞速发展的阶段，目前已经成为了世界排名第三的互联网企业，腾讯的成功之路为飞信的成长提供了非常好的借鉴。目前，最新版的飞信2010已经植入了飞信游戏，我们认为，QQ的成功将给飞信提供丰富的先进经验。

- 综合毛利率大幅提升：2009年公司综合毛利率为73.62%，相对于2008年度上升了23.26个百分点，主要原因是公司加大了软件产品开发和技术服务，优化了收入结构，技术含量和附加值相对较高的软件开发和技术服务类收入大幅增长，在营业收入中的比重上升至91.99%。
- “农信通”业务成功开拓：2009年，公司源自于“农信通”的业务收入1917.83万元。农村信息化建设一直是我国重点建设项目，公司推出的农信通业务提供了渠道，根据农村的特点，开办了政务易、务工易、买卖易等符合当前农村居民需求特点业务，目前开展情况很好，对于公司而言，目前体现的主要是项目收入，我们认为农信通能够初步解决农村信息化问题，随着网站的不断完善及数据不断充实，用户规模及覆盖区域及信息数据达到一定规模，发展前景不可限量。

消极因素：

- 期间费用率同比上升了6个百分点：2009年公司期间费用率32.89%，其中销售费用率2.61%，同比下降1.16%，管理费用率30.9%，同比上升7.62%，管理费用大幅增长的主要原因是公司2009年人员规模增长较快，由年初的1201人增长到2235人。
- 飞信业务的ARPU值将会逐渐降低：从长期来看，飞信活跃用户数量的增长必然会遇到天花板，而且随着互联网用户注册数的大量增加，单个活跃用户带给神州泰岳的收入将会逐渐降低，不过我们认为，在飞信的渗透率还远远低于腾讯QQ的时候，ARPU值的降低速度将会非常缓慢。
- 对于中国移动的依赖依然较强：尽管2009年公司加大了对中国电信和中国联通的开拓，实现了收入9594万，但依然只占据13.27%，而来自于中国移动一家的收入就占到公司全部收入的76.89%，两者总计相加，得到公司来自于电信行业的收入占比达到了90.16%，公司过多依赖于电信行业，特别是中国移动一家的现象依然没有明显改善。

业务展望：

我们知道，卓望信息（中国移动）与神州泰岳进行收入结算的基本判据是飞信的活跃用户数，随着飞信自身的发展和“非移动用户注册使用飞信”等新功能的开启，飞信的用户数将会出现一个更加快速的增长，那么单个飞信活跃用户数的ARPU值可能会出现小幅的下降，但在短期内，这种下降趋势并不会很明显，而神州泰岳的收入增加将会保持快速增长的趋势。

在2月初的报告中，我们曾提出“我们认为，尽管飞信不是神州泰岳自己的产品，而仅仅是它运营的一款产品，但这并不能改变神州泰岳的收入和净利润在未来3-5年快速增长的事实。同时，外包式运营对于软件企业来说是一种非常常见和普遍的现象，并不会因此而受到软件行业本身的歧视（相反，是部分投资界对于软件企业的外包运营具有一定的歧视）。未来3-5年，飞信的用户数、活跃用户数依然都会保持一个飞速的增长态势，因此，也会给神州泰岳的收入和净利润带来一个量级规模的变化。”

盈利预测

基于以上的判断,目前我们仍然维持此前对公司的盈利预测,我们预计公司 10-12 年的 eps 分别为 3.18、4.02 和 5.10 元,如果 10 送 15 的分红方案实施,稀释后我们预测的 09-11 年的 eps 分别为 1.27 元、1.61 元和 2.04 元,对应 PE 分别为 50 倍、39 倍和 31 倍。

投资建议:

维持“强烈推荐”的投资评级。

表 1: 盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	519.28	722.76	1,019.03	1,291.35	1,641.70
(+/-)%	17.28%	39.18%	40.99%	26.72%	27.13%
经营利润 (EBITDA)	108.03	283.96	550.15	746.89	941.10
(+/-)%	54.66%	162.86%	93.74%	35.76%	26.00%
净利润	120.55	270.75	401.35	507.91	644.96
(+/-)%	36.50%	124.60%	48.23%	26.55%	26.98%
每股净收益 (元)	1.400	2.720	3.175	4.018	5.103

资料来源: 东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士, 2008 年加盟东兴证券研究所, 从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。