



神州泰岳调研快报

——神州泰岳（300002）

2010年3月30日

推荐/维持

计算机行业

调研快报

王玉泉 计算机行业分析师

010-6650 7334

事件：

3月30日，我们与神州泰岳的董秘黄松浪进行了交流。

观点：

1. 公司的主要业务

目前感觉公司股价有点高，股价高对公司经营有压力，不过公司对上市有清醒的认识。

团队对公司未来发展很有信心。过去10年创业，未来10年创新。人员发展较快，近几年平均以翻倍的速度增长，09年两千多人，估计今年会达到三千左右。公司没有铺张浪费的习惯，公司员工待遇可能一般，但可以释放股权，上市后，公司激励机制还在研究，会让更多的员工分享成长。

公司业务两大方向：1、IT运维管理（母公司）；2、飞信运维外包（新媒传信）

运维市场发展稳定，原来都是国外公司，目前国内有自有软件的运维公司主要有神州泰岳和亿阳信通，这一块业务以电信和金融为主。公司在08年前收入来自移动、联通较多，09年进入电信，收入五千多万。由于运营商中移动利润最多，所以公司依靠移动也是客户决定的。

公司毛利率可能会下降，09年高是因为部分人工成本没计入，另外，因为今后可能会接一些系统集成的单，从而拉低毛利率，不过整体毛利率还要取决于新媒传信的业务占比情况。

公司在网优方面招人会比较多，其他业务则以增强内部管理为主。

在网优方面，路测、后台软件平台也在开发，投入可能集中在今年下半年和明年。

公司每年希望给投资者一定的现金回报，会持续分红。

2. 软件公司的主要情况

规模1000多人，为大型企业提供IT运维管理解决方案。客户IT系统重要到一停机企业就无法运转时必然需要IT运维管理。这个市场基本还是沿用招投标的模式，收入确认以初验确认为收入确认方式。整个市场每年有个20-25%的增速。有一定季节性，年初少一点，年中年末多一点。项目周期相对比较长，一个完整周期做完要1年到1年半时间。

近年毛利率水平提高比较多，说明自主产品增加，第三方采购变少。如oracle使用减少，开源的东西增加。

公司在非电信领域增速较快，如建行、人寿的单，签单增速较快。

公司过去1年大力推进项目管理制度落实，怎样让项目在最短时间内初验通过，对公司收入影响比较大。我们发现即使过去管得很紧，还是有很大空间可挖。

在手未确认收入合同总量增速比较快，明显感觉到品牌的优势，收到招投标邀请越来越普遍。2.8 亿的在手未确认收入合同。

积极参与网络优化、网管等运维领域，随着电信网络 IP 化，我们从计算机网络这头向电信网络运维管理去转还是有一定基础，公司和运营商有良好关系，希望有进一步拓展市场份额的机会。

软件公司技术人员占 88%左右，形成实施和研发良性互动的机制。

在产品研发方面，公司会加强研发和控制，提高各部门的结合度。之前由于有时需要现场二次开发，盈利能力不高，以后会提高产品成熟度，降低二次开发工作量，提高项目盈利能力。

公司跟华为合作，拓展海外市场，被华为认可为解决方案提供商，09 年海外业务五千万，增长趋势明显，海外毛利率更高。因此公司还成立了新兴业务部，除了跟华为合作，还跟其他公司合作，拓展海外市场。

3. 新媒传信的主要情况

目前将近 1500 人，移动推飞信是先占据市场领先地位，并增强用户的粘性。09 年 6 月飞信活跃用户数五千多万人，但因飞信归属移动，因此不许公司公布这个数，但总的来说还是处于健康发展阶段，但也过了之前由几百万到几千万这样一个非常陡的发展趋势。中移动对飞信非常重视，并提出新的功能需求，2010 版比 2009 版增加了许多功能，这些新功能对飞信用户的作用目前还处于量变过程当中，什么时候爆发，还需时间验证，公司只要做好服务，在飞信的功能、应用性方面做的更好就行。飞信走多高，更大程度还取决于移动的发展定位，投资者需要谨慎认识。

2010 年 2 月底 3 月初，非移动用户可以通过邮箱注册飞信，软件刚开始上线，用户数没想象的那么快，这方面放宽的程度取决于移动，因为跨运营商要牵涉到分成等问题，比较复杂，对于放开，谨慎乐观，会慢慢增长。公司还推出了企业版，功能比较强大，在安全性方面做了很多工作，也推出了校园版，但推广的速度也是要取决于移动在各省的营销力度。

对飞信活跃用户的走势很难量化的很准，市场上现在判断有点想得过好。飞信是中国移动的业务，不是泰岳的业务，我们不是主导移动互联网战略，资本市场上有的人产生误解，拿我们和腾讯比。中国移动做的东西可能成为腾讯，不是神州泰岳。

过去两年飞信进入 KPI 指标，今年没进，是因为移动将整个数据业务作为 PKI 指标发下去，飞信只是其中一块内容。影响一开始肯定有，但从 1、2 月份用户数来看，还比较正常。整体情况还需要跑三、四个月再看

公司对移动的依赖是存在的，目前摆脱不了。移动咳嗽一下我们就要感冒。占主导地位的是国企，他有绝对的话语权，这点投资者要认识清楚。国企永远是拿绩效、升迁作为第一选择，不是把事情做得最好作为第一选择。这种风险大家要有清楚和理性的判断。

单就飞信的业务，长远来讲是个好的方向，移动在合适的时间做了件合适的事情，当时也没想到会有多少人用。根据活跃用户数获得收入有点类似包产到户的概念，对民营企业来说是梦寐以求的事情。飞信一年出 10 多个版本，这也只有民营企业才能做到。

飞信在移动的战略中扮演什么位置，怎么整合还没有一个结论，还在观察中。移动对飞信做了些尝试，如电子邮件注册飞信号的功能，目前看起来放开后用户数增加并没有明显的变化。另外飞信的企业版、校园版也在开发，从日常玩一玩到工作中去使用。

过去两年飞信在中移动的 KPI 指标，从 2010 年开始不在 KPI 指标中，对各个省的积极性影响有多大还要去观察，我们认为肯定会有些影响。今年增长很难做出一个准确的判断，从自己的角度来说把飞信各个产品功能做好，把飞信后台运行好，是我们主要的思路。

4. 农信通业务的主要情况

移动面向三农的战略部署，公司 09 年上半年慢慢介入，农信通提供两种功能：SP 平台和 内容服务。农村互联网普及率不高，5%左右，但手机普及率很高 60%，因为话费已经很低，所以需要一些业务来增加附加值，收费的方式可能采取包月，打包包月等形式。

从农信通的合作模式来看，相对飞信，公司主导空间更大，未来前景会不错。

重庆移动主导，从 3 年前就开始做。在农村电脑普及率 3%-5%，手机普及率 70%-80%，目前定位解决三方面问题：农民、农村、农业信息化。

农民：方便农民解决日常生活问题，一键访问互联网中的相关应用。以包月方式鼓励大量农民去用。

农村：集成党建，以村级党委为用户。

农业信息服务：城镇农村信息交换和物流交换的信息平台。种子、农药、先进技术信息。农业农村的电子商务应用。

以前是华为开发，不是特别理想，去年变成我们在做。很重要的原因我们做了飞信的开发，有互联网技术，所以重庆那边选择了我们。这块业务有变成第三个支点的可能性存在。

从农信通的业务合作模式来说，还没有结论，去年 8 月签了框架协议，公司希望达成分成的模式，但还没有明确下来。

农信通尚未列入 KPI，但在 2011、2012 年会有较大发展，2010 年贡献不大。

农信通与飞信研发人员有重叠。

公司正在寻找符合公司特点的移动互联网业务，除了飞信和农信通外，目前还没其他举措。

5. 预期未来的收入增长

未确认合同逐季递增，1.8 亿的软件公司在受。除了传统软件的公司，心灵监测，网络优化等过去电信网络管理领域较少，电信网络 IP 化，计算机到电信的转变，长期的合作关系。

研发情况，技术人员为 88%，项目实施和软件产品研发。

新媒飞信：面对量化的业务，很难判断很准，跟资本市场，过于理想化，毕竟是中国移动的业务，飞信在整个移动互联网战略只是配角。飞信有社区、游戏，手机支付等放到省级公司里面。用电子邮件注册飞信，用户数并没有多大增速，毕竟没和手机号绑定。飞信同时推出企业版和校园版，未放到 KPI 中，效果要观察。重庆移动公司，3 年前开始做，12582.com，解决国家的农村的问题，电脑的普及率 3-5%，手机 60%。目前解决 3 个问题：农民、农村、信息化。农民的需求和个人需求的差不多，方便农民在日常生活中解决问题，在局部成功，争取变成全网的业务，包月的方式正在推广；面向农村，基层党建，沟通平台，信息发布，规章查询，村委会用的比较多，配合信息化的政策。

6. 问答部分

Q: 公司在资本市场筹集到资金的投向?

A: 创业板普遍超募很多, 公司超募 12 个亿。深交所发布了约定, 不得用于风险投资, 希望用于主营业务相关领域。公司也想过收购, 操作起来还是挺难的, 好点的企业都想去上创业板不想被人收购。公司也看了些互联网公司, 有些公司还没什么收入, 价格喊得挺离谱, 对我们做实业做久没法接受。所以公司相对谨慎处理收购这事, 我们会比较保守。泰岳也是做了 10 几年的公司, 哪些企业有前景还是有一定的判断能力。用途: 1、资产摆放合理化, 买了栋办公楼, 对公司资产合理安排布局, 抗风险能力来说是提高。我们认为是防御性的措施。2、农信通上的使用, 做了些调研和测算, 会尽快推进。3、再多的钱, 想不好宁可存在银行别乱花。

Q: 1 季度业绩预测, 春节企业用户飞信拜年对公司的影响?

A: 财务还在统计, 软件公司和去年 1 季度差不多, 没去年 4 季度好。飞信这边正常略有增长。4/20 发 1 季报。春节还有很多人不上班, 不用飞信, 一正一反, 所以没有特别好或是不好。

Q: 中国移动对公司的依赖程度?

A: 假设中移动把飞信作为重点业务发展的话, 要完全抛弃我们难度很大, 毕竟 1000 多人的团队在维护, 其他公司要交接也比较困难。但中移动作为国企有可能发生政治风险, 比如老有人在飞信上发反动短信, 中移动可能直接把飞信停掉。另一个, 移动是依赖我们, 但移动有定价的权利。看到飞信占这么大, 利润变这么好, 降降价可以吧。大家一定要有非常清醒的认识。

Q: 软件公司从运维向网优去转, 网优业务在运营商那里有没有排他性?

A: 除飞信外, 其他业务并没有排他性。

Q: 飞信 1 季度的数字, 在新增用户数中互联网和手机大致的比例?

A: 每个月都是重新统计的, 没有存量和新增的区分。互联网用户占比还很少。

Q: 年报显示农信通 09 年已经带来了收入, 1900 万是怎么来的, 华为以前是怎么谈的?

A: 以前谈分账, 还没有结论。去年的收入按投入人工总量支付了笔费用。华为过去也没有收入。

Q: 农信通的沉淀客户有多少?

A: 接过来后很多业务都改了, 很多功能原来都没有, 本来的业务没成功也没什么用户。成功的话就不会换了。

Q: 农信通形成收入?

A: 11 年或 12 年可能对公司收入有较大影响。

Q: 薪酬方面

A: 待遇方面我们在计划做整个公司薪酬绩效考核包括股权激励, 提供员工薪酬待遇。我们对于薪资的原则是同行业处于中等偏上的位置。单纯多给钱风险从企业经营角度来说风险也很大。

Q: 未来业务比例的目标?

A: 希望达到软件: 飞信: 农信通 = 2: 4: 4。农信通提供内容服务, 如果达成分成模式, 想像空间会更大。

A: 软件公司通过收购来扩大规模, 我们基本不会去做。基本围绕现有业务去做, 运维市场 1 年 40-50 个亿的市场规模, 加上网优 100 个亿左右的市场。

Q: 飞信会做游戏吗? 会不会有飞信币?

A: 飞信要上游戏一定是移动同意的, 然后我们再做。飞信上面慢慢各种小的应用会越来越多。腾讯就是网上的人民银行, Q 币就是实际上的钱。移动这方面不知道, 会走到什么程度要看。问题是移动已经搞了一个游戏基地, 在江苏。

Q: 移动在农信通其他省还有合作伙伴, 像拓维信息, 全国来说我们的份额。

A: 移动把重庆作为农信通基地, 先在基地尝试, 然后全国推广, 碰到个别省份已经搞了, 看用户选择吧, 不会强制更换。

Q: 重庆有研发基地吗?

A: 重庆有 300 人。

Q: 公司和掌讯有合作, 每个月支付几百万, 是什么业务?

A: 最早做飞信开发使用微软的平台，微软希望每个月分到许可费用。后来才做了飞信的新的版本，mysql 的版本。做开发的时候，一开始我们在移动互联网方面需要一些合作伙伴和我们一起开发，长期有些团队混编在我们开发队伍里。每个月 475 万，原则上 1 年 1 续签。

Q: 飞信发送短信有些时段有明显延迟，是技术问题还是中移动有意对短信和飞信在功能上进行区分？

A: 我想还是技术上的问题，中移动现在还不会去制约飞信。飞信要经过短信网关，量大的时候就可能有延迟。就像我们过年时发的短信也不知道什么时候能发到。

Q: 和华为的合作

A: 华为把我们一些成熟的解决方案拿到国外去买，去年的签单额 4000 多万，其中有很多还没有确认收入。

分析师简介

王玉泉

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

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。