

尚需寻找新的增长引擎

神州泰岳 2010 年 1 季报点评

报告关键点:

- 1 季度利润环比下滑主要是因为季节性因素造成的飞信活跃用户数降低;
- 从 2009 年下半年开始, 移动飞信活跃用户数的增长已经放缓;
- 毛利率再提升空间有限, 今后规模效应将主要体现在管理费用率的下降。

报告摘要:

- 2010 年 1 季度业绩回顾:** 2010 年第 1 季度, 公司实现营业收入 16671.8 万元, 同比增长 27.97%; 净利润 5715.8 万元, 同比增长 48.36%。虽然相比 2009 年第 4 季度, 公司收入环比下降了 24.6%, 利润环比下降了 25.3%; 但考虑到公司 2009 年第 1 季度比 2008 年第 4 季度收入环比下降了 33.6%, 利润环比下降了 24.1%, 我们可以初步判断公司利润环比下降的主要原因是季节性因素 (春节和寒假) 造成的飞信活跃用户数降低, 对公司全年利润的影响有限。不过, 进一步的分析显示, 公司过去 3 年赖以实现高增长的两个引擎 (收入的高增长和毛利率的大幅提升) 已经遭遇到较大的问题。
- 收入高增长的可持续性?** 移动飞信运维服务收入是公司最主要的收入来源, 虽然 2009 年该收入增长了 66.2%, 但 2009 年下半年该收入只有 25618 万元, 约为上半年的 96%。由于飞信业务每月确认的收入金额 = 活跃用户数 x 收费标准 x 95%, 所以我们可以初步推断 2009 年下半年移动飞信活跃用户的增长非常缓慢, 从 2007 年 6 月的 1013 万人到 2009 年 6 月的 5348 万人这一高增长的趋势似乎遇到了阻力。
- 毛利率继续提升的空间?** 由于公司这几年着力于移动飞信运维服务, 优化了收入结构, 技术含量和附加值很高的飞信运维服务收入大幅增长, 所以公司的综合毛利率由 2007 年的 38.31% 上升到 2008 年的 50.36%, 继而上升到 2009 年的 73.62%。由于这一综合毛利率已经非常接近于飞信运维服务收入的毛利率 (74.26%), 并且飞信运维服务在营业收入中的占比已经高达 70% 多, 所以未来公司毛利率继续提升的空间已经很小。
- 寻找未来可能的增长点:** 公司未来的高增长也许需要寻找新的引擎。现在看来, 一种可能是拓展飞信社区的增值服务收入, 二是收入增长带来的管理费用率的下降, 三是“农信通”的高速增长 (但目前收入中占比太低)。
- 盈利预测、估值及投资评级:** 我们预测, 2010-2012 年神州泰岳每股收益分别为 1.22 元、1.55 元和 1.87 元。当前股价下, 公司 2010 年的动态市盈率为 63 倍; 我们给予公司“中性-B”的投资评级。

评级: 中性-B

上次评级:

目标价格: 77.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 元

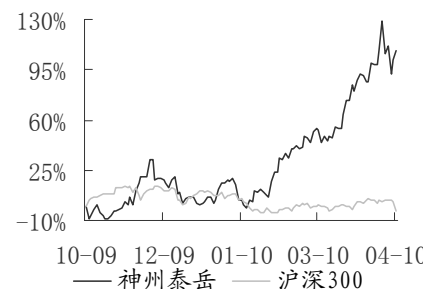
现价: 77.09 元

报告日期: 2010-04-20

市场数据

总市值(百万元)	27,065.40
流通市值(百万元)	6,766.35
总股本(百万股)	316.00
流通股本(百万股)	79.00
12 个月最高/最低	80.03/237.99 元
十大流通股股东 (%)	9.16%
股东户数	15,298

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	39.29	107.21	91.09
绝对收益	35.72	100.79	108.40

研究员

黄文戈 行业分析师
010-66581635 huangwg@essence.com.cn
执业证书编号 S1450210030004

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	519.3	722.8	924.7	1,120.2	1,294.1
Growth(%)	17.3%	39.2%	27.9%	21.1%	15.5%
净利润	120.5	270.8	385.9	491.0	589.5
Growth(%)	36.5%	124.6%	42.5%	27.2%	20.1%
毛利率(%)	50.4%	73.6%	75.0%	75.0%	75.0%
净利润率(%)	23.2%	37.5%	41.7%	43.8%	45.6%
每股收益(元)	0.38	0.86	1.22	1.55	1.87
每股净资产(元)	0.74	7.16	8.98	10.53	12.40
市盈率	224.5	100.0	70.1	55.1	45.9
市净率	115.8	12.0	9.5	8.1	6.9
净资产收益率(%)	51.6%	12.0%	13.6%	14.8%	15.0%
ROIC(%)	179.6%	540.2%	194.0%	186.6%	192.9%
EV/EBITDA	32.5	30.8	59.4	44.5	35.8
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

神州泰岳: 一个关于飞信的故事
2009-09-24

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	519.3	722.8	924.7	1,120.2	1,294.1	成长性					
减: 营业成本	257.8	190.6	231.2	280.0	323.5	营业收入增长率	17.3%	39.2%	27.9%	21.1%	15.5%
营业税费	13.9	8.3	27.7	33.6	38.8	营业利润增长率	55.0%	170.0%	52.6%	29.0%	20.4%
销售费用	19.6	18.9	27.7	33.6	38.8	净利润增长率	36.5%	124.6%	42.5%	27.2%	20.1%
管理费用	120.9	223.3	240.4	257.6	271.8	EBITDA 增长率	54.7%	162.9%	45.2%	30.9%	21.4%
财务费用	-0.7	-4.5	-35.2	-43.2	-51.2	EBIT 增长率	53.7%	167.5%	42.5%	29.6%	20.5%
资产减值损失	2.8	2.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	35.5%	121.9%	33.8%	27.6%	20.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.2%	272.7%	32.6%	16.3%	-0.5%
投资和汇兑收益	-	-	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	74.0%	867.7%	25.4%	17.3%	17.7%
营业利润	105.0	283.7	433.0	558.6	672.6	利润率					
加: 营业外净收支	19.1	16.7	21.0	19.0	21.0	毛利率	50.4%	73.6%	75.0%	75.0%	75.0%
利润总额	124.2	300.4	454.0	577.6	693.6	营业利润率	20.2%	39.2%	46.8%	49.9%	52.0%
减: 所得税	3.6	29.9	68.1	86.6	104.0	净利润率	23.2%	37.5%	41.7%	43.8%	45.6%
净利润	120.5	270.8	385.9	491.0	589.5	EBITDA/营业收入	20.8%	39.3%	44.6%	48.2%	50.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	20.1%	38.6%	43.0%	46.0%	48.0%
货币资金	193.1	2,076.8	2,677.3	3,144.4	3,749.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	10	9	15	22	25
应收帐款	123.8	161.8	185.4	255.3	295.0	流动营业资本周转天数	39	36	48	51	47
应收票据	-	-	6.1	7.4	8.5	流动资产周转天数	197	659	1,010	1,021	1,051
预付帐款	12.4	4.6	4.8	5.1	5.4	应收帐款周转天数	70	68	64	68	74
存货	31.2	42.2	31.7	38.4	44.3	存货周转天数	22	18	14	11	12
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	211	687	1,050	1,058	1,085
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	40	58	83	85	79
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	51.6%	12.0%	13.6%	14.8%	15.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	31.7%	11.4%	12.8%	13.8%	13.9%
固定资产	15.0	21.4	56.6	83.2	99.5	ROIC	179.6%	540.2%	194.0%	186.6%	192.9%
在建工程	-	65.5	39.9	24.5	15.3	费用率					
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	3.8%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	4.7	6.7	10.6	11.0	11.2	管理费用率	23.3%	30.9%	26.0%	23.0%	21.0%
资产总额	380.1	2,379.0	3,012.6	3,569.4	4,228.8	财务费用率	-0.1%	-0.6%	-3.8%	-3.9%	-4.0%
短期债务	10.0	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	26.9%	32.9%	25.2%	22.1%	20.0%
应付帐款	86.2	37.5	69.7	84.4	97.5	偿债能力					
应付票据	-	-	0.6	0.8	0.9	资产负债率	38.5%	4.9%	5.8%	6.8%	7.4%
其他流动负债	39.1	70.5	102.0	144.6	193.8	负债权益比	62.7%	5.2%	6.2%	7.3%	8.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.66	21.17	17.50	14.88	13.60
其他非流动负债	11.1	9.8	9.8	9.8	9.8	速动比率	2.43	20.78	17.31	14.72	13.45
负债总额	146.4	117.7	175.8	241.6	311.5	利息保障倍数	-149.83	-62.10	-11.32	-11.94	-12.14
少数股东权益	-	1.2	1.2	1.2	1.2	分红指标					
股本	43.2	126.4	316.0	316.0	316.0	DPS(元)	0.07	0.07	-	-	-
留存收益	190.5	2,133.7	2,519.6	3,010.6	3,600.1	分红比率	17.9%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	233.7	2,261.3	2,836.8	3,327.8	3,917.3	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	120.5	270.5	385.9	491.0	589.5	EPS(元)	0.38	0.86	1.22	1.55	1.87
加: 折旧和摊销	4.4	5.9	14.5	24.1	33.6	BVPS(元)	0.74	7.16	8.98	10.53	12.40
资产减值准备	2.8	2.4	-	-	-	PE(X)	224.5	100.0	70.1	55.1	45.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	115.8	12.0	9.5	8.1	6.9
财务费用	0.9	0.7	0.0	-35.2	-43.2	P/FCF	205.0	214.0	80.6	60.0	45.8
投资收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	52.1	37.4	29.3	24.2	20.9
少数股东损益	-	-0.3	-	-	-	EV/EBITDA	32.5	30.8	59.4	44.5	35.8
营运资金的变动	5.6	-68.1	55.4	-12.3	22.8	CAGR(%)	59.7%	29.7%	19.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	143.6	212.1	420.4	459.4	594.5	PEG	3.8	3.4	3.6	-0.6	-0.5
投资活动产生现金流量	-6.5	-77.4	-29.6	-35.5	-40.7	ROIC/WACC	18.0	54.0	19.4	18.7	19.3
融资活动产生现金流量	-29.4	1,751.3	234.8	43.2	51.2	REP	4.0	0.9	5.2	4.5	4.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034