

6-12个月目标价 **180-200元**

当前股价 189.30元

投资评级 **持有**

研究员: 薄小明 执业号: S0640208090088

电话: 0755-83689707

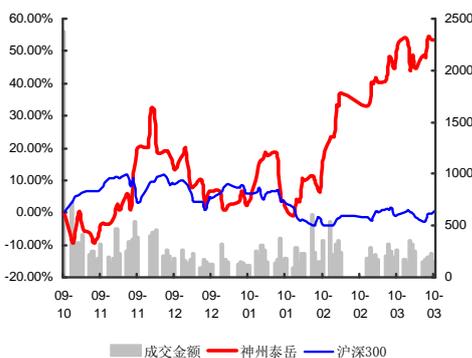
Email: xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期: 2010/3/25

基础数据

上证指数	3019.38
总股本(亿股)	1.26
流通A股(亿股)	0.316
流通B股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	56.60
总市值(亿元)	225.68
每股净资产(元)	17.88
ROE	11.98%
资产负债率	4.95%
动态市盈率	58.17
市净率	9.09

近一年股价表现



相关报告:

《神州泰岳新股定价报告》2009.9.24

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路3024号航空大厦2902室 (518031)

投资要点:

- 2009年公司实现营业收入72,275.87万元,同比增长39.18%;实现净利润27,075.17万元,同比增长124.60%;基本每股收益2.72元。公司整体经营业绩超出我们的预期,主要是由于公司业务结构持续优化,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,带动公司整体毛利率提高了23个百分点。公司来自移动互联网领域的收入达到4.6亿元,占总体营业收入的63.67%,业务范围也从飞信扩展到了农信通等其他移动互联网领域,我们认为公司已经转型为移动互联网企业。
- 2009年公司经营的最大亮点是与中国移动的合作关系进一步稳固。公司成功复制了飞信模式,把业务横向拓展到了农信通领域,而且2009年飞信与农信通的协议期限全部签为三年,这说明双方的合作关系进一步深化,公司的经营稳定性得到增强。
- 飞信仍有广阔的发展空间。基于中国移动持续性的市场投入、飞信功能的日益丰富以及飞信开放针对非中国移动用户注册,我们预计未来三年飞信活跃用户的复合增长率将达到20%-30%,超过即时通信行业的平均水平。预计在三年的协议期,单个活跃用户的收费不会下降,公司来自飞信运维的收入应能保持与活跃用户数相当的复合增长率。
- 手机在农村的拥有率远远高于电脑,成为农民接触和使用互联网的重要平台。随着“电脑下乡”、“手机下乡”扶持工程的进一步落实以及3G业务的开展,农村移动互联网将持续快速发展。农信通业务目前尚处于发展初期,未来有着很大的发展空间,但农信通业务在收入贡献上难以与飞信相提并论。预计2010年公司来自农信通的业务收入以系统集成和平台建设为主,收入规模将达到5000万元左右。
- 2009年公司净利润增速大幅超越营业收入增速的主要因素是毛利率提高了23个百分点,但目前低毛利率的系统集成业务占营业收入的比例已经降至仅8个百分点,因而2010年及以后毛利率进一步提升的可能性不大。
- 预计公司未来3年的每股收益分别为3.25元、4.02元和4.84元,对应动态PE分别为58.17倍、47.12倍和39.11倍。作为移动互联网运维服务外包企业,A股市场与神州泰岳最可比的公司是主营电信网络运维服务外包的国脉科技。与国脉科技相比,即使考虑到创业板的溢价,神州泰岳的估值水平也已经较为充分,因而给予其“持有”的投资评级。公司目前手持12亿的超募现金,具有进行产业整合的资金实力,投资者可积极关注可能出现的并购整合机会。

财务数据与估值

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	722.76	933.10	1187.48	1480.19
(+/-%)	39.18%	29.10%	27.26%	24.65%
净利润(百万元)	270.75	411.32	507.80	611.77
(+/-%)	124.60%	51.92%	23.45%	20.47%
EPS(元)	2.14	3.25	4.02	4.84
P/E(倍)	88.37	58.17	47.12	39.11
P/B(倍)	10.59	9.09	7.82	6.70

来源: 江南金融研究所

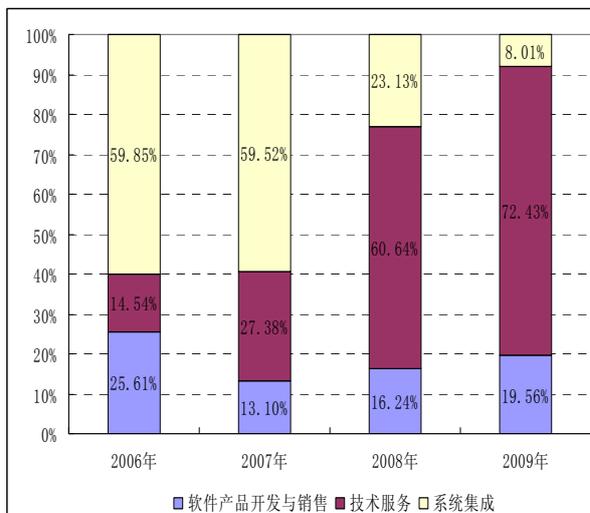
一、2009 年公司经营情况回顾

2009年，神州泰岳实现营业收入72,275.87万元，同比增长39.18%；实现净利润27,075.17万元，同比增长124.60%；基本每股收益2.72元。2009年公司整体经营业绩超出我们的预期，主要是由于业务结构持续优化，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，带动公司整体毛利率提高了23个百分点。

1. 业务结构优化，已转型为移动互联网企业

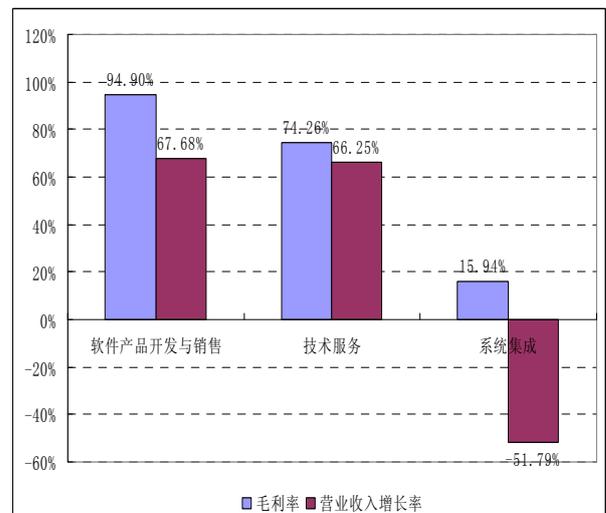
公司原为软件类企业，软件产品开发与销售和系统集成是公司的主要业务，2006年这两类业务占总体营业收入的85%以上。2007年3月，公司成立子公司新媒传信，成功切入移动互联网运维外包领域，开始了向技术服务的战略转型。2009年，公司的业务结构进一步优化，高毛利的软件产品开发与销售和技术服务业务增速都在65%以上，占总体营业收入的比例已经上升到了92%，而毛利率低、资金占用大的系统集成业务收入减少了50%以上。从业务结构上来看，公司的战略转型已经获得了成功。

图1 神州泰岳2006-2009年收入结构



资料来源：公司公告、江南金融研究所

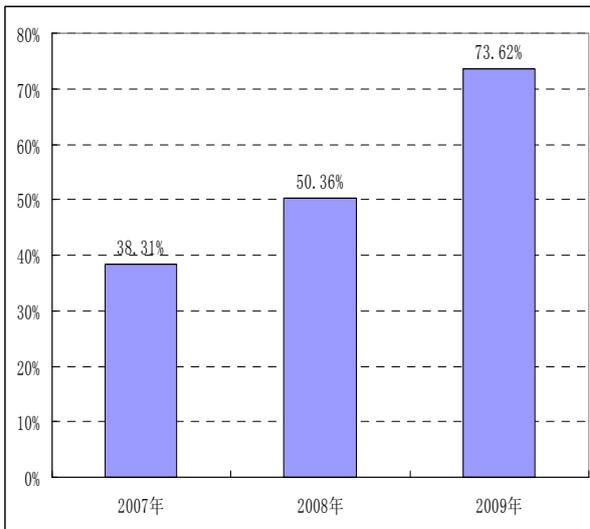
图2 2009年各业务毛利率与收入增长率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

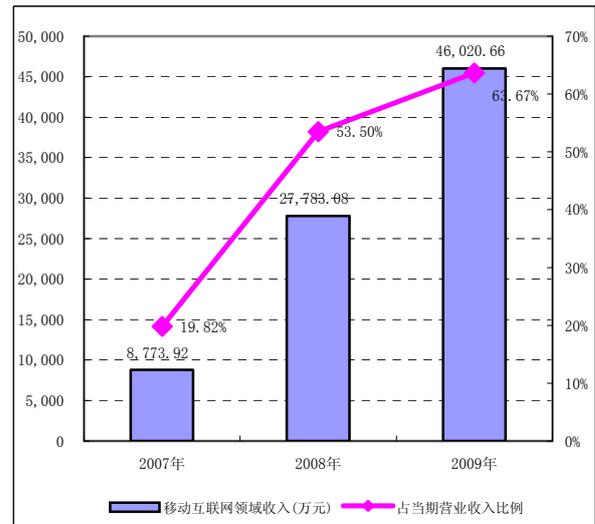
伴随着业务结构的优化，公司综合毛利率不断提升，从2007年的38.31%提高到了2009年的73.62%，盈利能力大幅增强。2009年，公司来自移动互联网领域的收入达到4.6亿元，占总体营业收入的63.67%，业务范围也从飞信扩展到了农信通等其他领域。从后续发展上看，公司本次发行募集资金拟投资于飞信平台大规模改造升级的资金为16,840.38万元，占募集资金拟投资项目总额的33.51%。因而，我们认为公司已经转型为移动互联网企业。

图3 2007-2009年公司综合毛利率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图4 2007-2009年移动互联网收入及占比

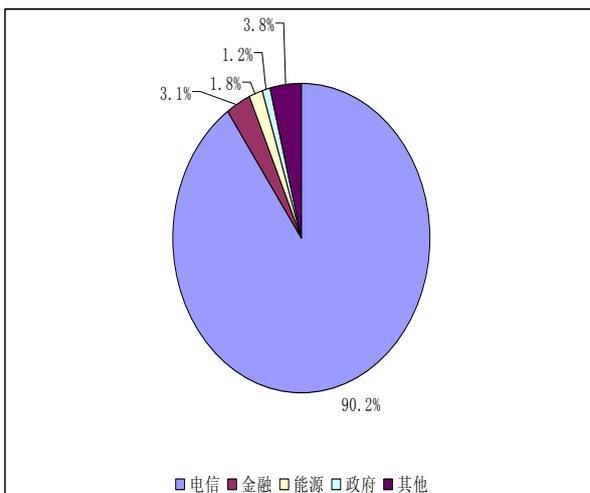


资料来源：公司公告、江南金融研究所

2. 对电信行业依赖程度增加

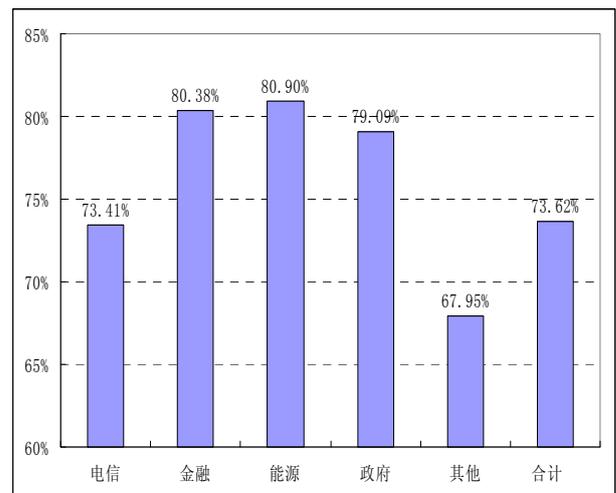
电信行业是公司收入的主渠道。来自电信行业的收入占总体营业收入的比例从2006年的71.10%上升到2009年的90.16%，公司对电信行业的依赖程度进一步增加。分行业来看，2009年除了电信行业收入增长53.95%以外，金融能源等其他行业的收入都出现了明显的下滑。这主要是因为公司加大了对中国电信、中国联通的市场推广力度，实现营业收入9,594.21万元，比上年增长475.61%，占营业收入的比例为13.27%，提高了10.06个百分点。金融、能源、政府行业的毛利率都比较高，也高于电信行业的毛利率，因而公司过度依赖电信行业不仅增大了经营风险，也不利于盈利能力的提高。

图5 2009年营业收入的行业分布



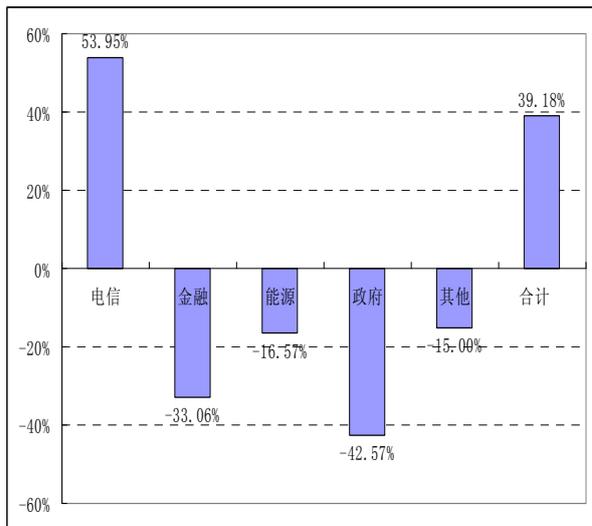
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图6 2009年各行业业务的毛利率



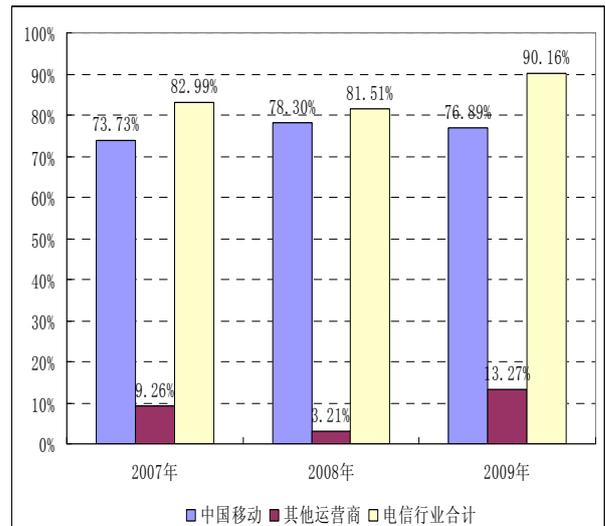
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图7 2009年来自各行业收入的增长情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图8 2007-2009年电信行业收入占比



资料来源：公司公告、江南金融研究所

3. 与中国移动合作关系进一步稳固

最近三年，来自中国移动的收入在公司营业收入中的占比都在七成以上，与中国移动的合作关系如何直接关系到公司的生存。公司在飞信运维上采取的是整体外包服务、持续获取收入的商业模式，不仅包括了传统意义上的平台搭建和系统维护，还包括了飞信业务的产品开发、经营分析、市场推广支持与业务规划建议等全方位的运营支撑服务。由于公司在飞信业务上的参与程度很深，因而客户的更换成本较高，双方合作关系较为稳定。

2009年公司经营的最大亮点是与中国移动的合作关系进一步稳固。2009年4月13日，公司与中国移动下属的飞信业务运营主体卓望信息签署了“飞信开发、维护、运营及支撑合同”，服务期限为三年。2009年8月26日，公司又成功拓展了农信通开发及运维支撑业务，与中国移动重庆分公司（农信通基地）签订了《农村信息网开发及运营支撑合作框架协议》，协议有效期也是三年，由新媒传信负责农信通业务的产品实现、平台的建设开发及相应业务的运营服务支撑，包括农信通网站（www.12582.com）的开发建设优化及后期网站运营。此前公司与中国移动之间的运维协议是一年一签，2009年飞信与农信通的协议期限全部签为三年，这说明双方的合作关系进一步深化，公司的经营稳定性得到增强。

二、近期发展仍依赖飞信业务

从公司的两大业务板块来看，IT运维管理业务竞争比较激烈，市场规模也不会出现爆发性的成长，但公司目前有已签约未完成施工的合同2.84亿元，2010年IT运维管理业务实现10%以上增长的确性很强。移动互联网开发及支撑业务仍将是2010年公司业务发展的主要驱动因素。公司一方面继续做深飞信业务，随着飞信活跃用户数的增加获得相应的运维收入；另一方面利用在飞信业务上取得的经验和与中

国移动良好的合作关系，复制飞信的模式，横向拓展其他业务领域。由于农信通业务的收入贡献短期内难以与飞信相提并论，如果未能成功开发出新的业务领域，公司近期的业务发展仍将主要依赖飞信。

1. 飞信业务发展空间仍然广阔

飞信业务是中国移动为了迎接3G所推出的战略性新业务之一，是移动通信网络与互联网实现互通的平台。自2007年6月正式商用以来，飞信保持了较快的发展势头，逐渐成为中国移动自有业务在互联网上的承载和传播渠道。根据CNNIC的调查结果，飞信2009年市场渗透率为20.5%，在主流即时通信软件中位居第二。iResearch最新统计的2010年2月的数据表明，飞信的日均覆盖人数为1639万，位居第二，有效使用时间则位居第三。

图9 2010年2月即时通讯软件日均覆盖人数排名

排名	软件	日均覆盖人数	日均网民到达率
		万人	%
1	腾讯QQ	11917	68.4%
2	飞信	1639	9.4%
3	阿里旺旺	1471	8.4%
4	MSN	1333	7.6%
5	校内通	215	1.2%
6	阿里旺旺-淘宝版	212	1.2%
7	百度Hi	201	1.2%
8	彩虹	200	1.1%
9	Skype	188	1.1%
10	腾讯TM	181	1.0%

注：日均网民到达率=该软件日均覆盖人数/所有软件总日均覆盖人数
Source: iUserTracker. 家庭办公版 2010.2, 基于对20万名家庭及办公(不含公共上网地点)样本网络行为的长期监测数据获得。

资料来源：iResearch、江南金融研究所

图10 2010年2月即时通讯软件有效使用时间排名

排名	软件	月度有效使用时间	月度有效使用时间比例
		万小时	%
1	腾讯QQ	128783	87.6%
2	阿里旺旺	5125	3.5%
3	飞信	4577	3.1%
4	MSN	4093	2.8%
5	腾讯TM	1568	1.1%
6	Skype	822	0.6%
7	腾讯通	432	0.3%
8	百度Hi	393	0.3%
9	校内通	325	0.2%
10	新浪UC	237	0.2%

注：月度有效使用时间比例=该软件月度有效使用时间/该类别所有软件总月度有效使用时间
Source: iUserTracker. 家庭办公版 2010.2, 基于对20万名家庭及办公(不含公共上网地点)样本网络行为的长期监测数据获得。

资料来源：iResearch、江南金融研究所

我们认为飞信仍有广阔的发展空间。首先，从用户基础上来看，截至2009年末，我国网民规模已达3.84亿，其中手机网民规模为2.33亿人；即时通信用户规模达到2.7亿人，较2008年增长4822万，增长率为21.6%。中国移动高达5.33亿的移动用户规模更为飞信业务的发展提供了强大的潜在客户基础。其次，飞信具有PC端和手机端免费无缝连接的独特优势，可通过PC、手机、WAP等多种终端登录，覆盖三种不同形态（完全实时的语音服务、准实时的文字和小数据量通信服务、非实时的通信服务）的客户通信需求。第三，中国移动对飞信业务的资源投入和支持力度不断加大。飞信业务被中国移动定位为新一代的“移动综合通信服务”，包括彩信、彩铃、图片、博客、手机电视等应用，都可整合在该平台上，从而实现其与各种移动增值业务的互动发展。中国移动表示飞信是重要的战略性业务，将持续加大在飞信平台的硬件设备、软件开发、运营服务等方面的投入，以进一步巩固飞信业务的优势市场地位、确保

飞信业务保持快速的增长势头。

在中国移动有力的营销推广之下，飞信用户规模保持了快速的增长。2009年末，飞信到达用户数为2亿人左右，活跃用户增长68%，超过6000万户。2月13日除夕当日，用户利用飞信发送的拜年短信量达到1.6亿条，其中从PC客户端发出的短信量高达9600万条，均创历史最高水平。2009年3月1日，新版飞信正式上线，开放了邮箱注册功能，使得没有中国移动手机号码的用户也可以注册使用飞信业务。

根据iResearch的研究，2010至2011年我国即时通信市场用户规模将保持较快的增长，年度增长率分别为18.0%和15.3%，至2011年有望突破3.4亿人的规模。根据腾讯控股2009年年报，其即时通信服务活跃用户数达到5.229亿，同时在线用户数超过9000万，目前飞信活跃用户数还不到QQ的八分之一，同时在线用户数仅200多万。基于中国移动持续性的市场投入、飞信功能的日益丰富以及飞信开放针对非中国移动用户的注册，我们预计未来三年飞信活跃用户的复合增长率将达到20%-30%，超过即时通信行业的平均水平。

根据双方签订的协议，中国移动飞信业务的运营主体根据考核确认的飞信业务活跃用户数向公司结算收入。公司2009年飞信开发及运维支撑服务营业收入为44,102.83万元，比上年同期增长58.74%。预计在三年的协议期，单个活跃用户的收费水平不会下降，公司来自飞信运维的收入应能保持与活跃用户数相当的复合增长率。

2. 农信通蓄势待发，但近期收入贡献难比飞信

农信通是中国移动于2006年10月在重庆建立的面向全国、服务三农的网络平台。目前，已建设并优化了综合农业信息门户——农信通网站，在此基础上围绕农业、农村、农民三个方面，有针对性的提供了如百事易、政务易、商贸易、务工易、农业百科等产品与服务。根据CNNIC的数据，2009年农村网民规模达到10681万，同比增长26.3%。手机在农村的拥有率远远高于电脑，成为农民接触和使用互联网的重要平台。随着“电脑下乡”、“手机下乡”扶持工程的进一步落实，以及3G业务的开展，农村移动互联网将持续快速发展。农信通业务尚处于发展初期，未来有着很大的发展空间。

农信通是公司复制飞信业务模式，与中国移动扩大合作的新领域。2009年，公司农信通开发及运维支撑业务实现营业收入1,917.83万元。公司表示2010年将加快农信通产品的开发力度，探索适合农村市场的信息服务商业模式，结合农民的生产和生活需要，提供具有针对性的信息服务，提高农民使用手机获取信息的意愿。预计2010年公司来自农信通业务的收入以系统集成和平台建设为主，收入规模将达到5000万元左右。

我们认为近期农信通业务在收入贡献上难以与飞信相提并论。首先，飞信作为中国移动从网络运营向信息运营转型的标志性业务，是用户导入和各类增值业务的整合平台，在中国移动整体业务战略中的

地位远高于半公益性质的农信通。其次，农信通目前各个省公司已经有所开展，比如拓维信息即与中国移动湖南分公司合作在湖南境内开通了农信通服务，神州泰岳能否将各省分散的农信通业务整合起来还是未知数。第三，农信通尚处于孵化阶段，收费模式未定型。根据公司与中国移动签订的农信通服务协议，服务费原则上采用按有效用户数或根据农信通业务收入分成的方式进行核算，具体核算方式可能每年都有变化。

三、盈利预测及投资建议

2009 年公司净利润增速大幅超越营业收入增速的主要因素是业务结构优化，导致毛利率提高了 23 个百分点。但目前低毛利率的系统集成业务占营业收入的比例已经降至仅 8 个百分点，因而 2010 年及以后毛利率进一步提升的可能性不大。

我们预计公司 IT 运维管理业务未来 3 年的复合增长率为 10%，移动互联网运维支撑业务（包括飞信和农信通）未来 3 年的复合增长率为 35%，综合毛利率仍能维持在 74% 左右的较高水平。按此预测，公司未来 3 年的每股收益分别为 3.25 元、4.02 元和 4.84 元，对应动态 PE 分别为 58.17 倍、47.12 倍和 39.11 倍。

作为移动互联网运维服务外包企业，A 股市场与神州泰岳最为可比的公司是主营电信网络运维服务外包的国脉科技。与国脉科技相比，即使考虑到创业板的溢价，神州泰岳的估值水平也已经较为充分，因而给予其“持有”的投资评级。公司目前手持 12 亿的超募现金，具有进行产业整合的资金实力，投资者可积极关注可能出现的并购整合机会。

表 1 神州泰岳与国脉科技估值对比

	2010EPS(元)	2011EPS(元)	2012EPS(元)	2010PE	2011PE	2012PE
国脉科技	0.54	0.89	1.39	38.87	23.46	14.99
神州泰岳	3.25	4.02	4.84	58.17	47.12	39.11

资料来源：江南金融研究所

表2 神州泰岳财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2285	2196	2411	2752	营业收入	723	933	1187	1480
现金	2077	1945	2079	2339	营业成本	191	243	309	385
应收账款	154	195	258	316	营业税金及附加	8	11	14	17
其他应收款	8	11	12	16	营业费用	19	23	35	40
预付账款	5	8	11	12	管理费用	223	252	321	419
存货	42	37	51	69	财务费用	-4	-27	-27	-30
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	94	579	798	997	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	21	525	770	976	营业利润	284	432	536	649
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	17	25	28	30
其他非流动资产	72	54	28	21	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2379	2775	3209	3749	利润总额	300	457	564	679
流动负债	108	141	150	180	所得税	30	46	56	68
短期借款	0	0	0	0	净利润	270	411	507	611
应付账款	36	48	73	80	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	72	93	77	100	归属母公司净利润	271	411	508	612
非流动负债	10	0	0	0	EBITDA	285	433	580	722
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.14	3.25	4.02	4.84
其他非流动负债	10	0	0	0					
负债合计	118	141	150	180	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	0	-0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	126	126	126	126	成长能力				
资本公积	1745	1745	1745	1745	营业收入	39.2%	29.1%	27.3%	24.6%
留存收益	389	762	1188	1698	营业利润	170.0%	52.2%	24.1%	21.2%
归属母公司股东权益	2260	2633	3059	3569	归属于母公司净利润	124.6%	51.9%	23.5%	20.5%
负债和股东权益	2379	2775	3209	3749	获利能力				
					毛利率(%)	73.6%	74.0%	74.0%	74.0%
					净利率(%)	37.5%	44.1%	42.8%	41.3%
					ROE(%)	12.0%	15.6%	16.6%	17.1%
					ROIC(%)	135.5%	54.3%	47.1%	45.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	4.9%	5.1%	4.7%	4.8%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	21.17	15.61	16.07	15.26
					速动比率	20.78	15.35	15.73	14.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.36	0.40	0.43
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	3.17	5.77	5.10	5.01
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.14	3.25	4.02	4.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	3.00	3.87	5.00
					每股净资产(最新摊薄)	17.88	20.83	24.20	28.24
					估值比率				
					P/E	88.37	58.17	47.12	39.11
					P/B	10.59	9.09	7.82	6.70
					EV/EBITDA	77	50	38	30

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	212	379	489	632
净利润	270	411	507	611
折旧摊销	6	29	71	102
财务费用	-4	-27	-27	-30
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-64	-7	-75	-55
其他经营现金流	5	-26	13	3
投资活动现金流	-77	-500	-300	-300
资本支出	77	500	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	1751	-11	-55	-72
短期借款	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	83	0	0	0
资本公积增加	1737	0	0	0
其他筹资现金流	-59	-11	-55	-72
现金净增加额	1886	-132	134	260

分析师简介

薄小明, SAC 执业证书号: S0640208090088

工学硕士、经济学硕士, 2007年8月加入江南证券金融研究所, 从事TMT行业的研究。

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, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。