



未来将使三项业务均衡发展

——神州泰岳（300002）调研简报

2010年4月11日

推荐/维持

计算机行业

调研简报

银国宏	执业证书编号: S1480207120048
联系人: 王玉泉	wangyq@dxzq.net.cn 010-6650 7334

事件:

前不久,我们前往神州泰岳公司,与公司副董事长兼董事会秘书黄松浪先生进行了交流。

观点:

1. IT 运维市场发展稳定,近几年将保持 20%-25% 的增速

IT 运维是指为大型企业提供 IT 项目运维管理的解决方案,很多客户的 IT 系统一旦出现停机,整个企业就无法正常运转,因此必须依赖 IT 运维管理。IT 运维管理订单主要采取招投标的模式,收入确认以初验确认制为收入确认方式,整个项目的周期相对比较长,一个完整周期需要 1 年到 1 年半时间。

国内 IT 运维市场的发展比较稳定,整个市场每年有个 20-25% 的增速,原来都依赖于国外公司,目前逐渐向国内转移。国内有自有软件的运维公司主要有神州泰岳和亿阳信通,而业务都是以电信和金融为主。公司在 08 年以前收入主要来自于移动和联通,09 年开始进入电信的采购市场,实现了五千多万的收入,但目前在三家运营商中还是来自中国移动的利润占比最高。

目前公司从事 IT 运维的人员规模总计为 1000 多人,技术人员占 88% 左右,已经基本形成了实施和研发良性互动的机制,过去 1 年以来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,因此公司未来在这块的工作重心将转为增强内部管理。同时公司开始跟华为合作,拓展海外市场,被华为认可为解决方案提供商,09 年实现了海外业务五千万,增长趋势明显。由于海外业务的毛利率更高,因此公司特别成立了新兴业务部,除了跟华为合作,还跟其他公司合作,拓展海外市场。

2. 未来一段时间飞信业务将会继续爆发式增长,今年将增长 60% 以上

目前新媒传信中从事飞信业务的人员有将近 1500 人,由于中移动对飞信非常重视,并提出了新的功能需求,而中移动大力推动飞信也是为了先占据市场领先地位,增强用户的粘性。

09 年 6 月飞信活跃用户数达到了 5400 万,我们预计 09 年底将达到 7000 万左右,2010 年 1 季度会达到 9000 万人,到 2010 年底将会达到 1.05 亿的规模,这将直接推动今年飞信的收入从 09 年的 4.4 亿增加到 2010 年的 7 亿元左右。

2010 年 2 月底 3 月初,飞信放开了非移动用户的注册功能,同时飞信陆续增加了企业版和校园版等特别版本,我们认为这将在一定程度上进一步增加飞信在用户中的认知度。

3. 农信通是公司所期待成长起来的第三个业务支点，2011年至2012年有望形成规模收入

公司从09年上半年开始介入移动面向三农的战略部署，接手并开展了农信通的业务，目前可以提供两种功能：SP平台和内容服务。由于目前我国农村互联网普及率不高，仅有5%左右，但手机普及率却很高，可以达到60%，而运营商在话费方面的收入已经很低，因此需要一些业务来增加附加值，农信通是一个很好的切入点。

从农信通的合作模式来看，相对飞信，公司的主导空间更大，未来前景也会更乐观一点，目前公司的农信通业务是和重庆移动合作开发的，定位解决三方面的问题：农民、农村和农业信息化。对于农民来说，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；而对于农村基层来说，可以以村级党委为用户，集成党建工作；对于农业信息服务来说，可以成为城镇农村信息交换和物流交换的信息平台，交流种子、农药和其它先进技术信息。

农信通业务最初是由华为牵头开发的，但是效果并不理想，从09年起，公司通过招标方式进入农信通，在飞信业务的成功经验基础上，目前已经有了卓有成效的进展，这块业务也有望成为公司的第三个业务支点，未来公司希望IT运维、飞信和农信通达到2:4:4的比例水平。

4. 近两年净利润的变化主要依赖于飞信业务，未来三项业务有望均衡发展

目前公司业务分为两大方向：软件公司（母公司）所从事的IT运维管理和子公司新媒传信所从事的飞信运维外包，由于收入和规模的快速增长，因此这两年员工人数发展也很快，09年全公司员工人数为两千多人，预计到今年达到三千人左右，未来公司在网优方面还会大规模招人。

公司未来净利润率的变化主要依赖于飞信的业务占比情况，母公司IT运维部分09年实现收入2.63亿元，实现净利润8904万元，净利润率为33.9%；而飞信业务09年实现收入4.4亿元，实现净利润1.82亿元，净利润率为39.6%；相应地，IT运维的毛利率为72.6%，而飞信的毛利率为74.2%。总体来说，飞信的毛利率和净利润率都要明显高于IT运维，同时09年IT运维毛利率也要明显高于实际情况，是因为09年部分人工成本还没有计入报表。另外，未来可能会接一些系统集成的订单，从而拉低IT运维的毛利率，因此近两年整体业务毛利率的变化还要看飞信的收入占比情况。

从09年起，公司开始进入农信通业务，通过www.12582.com这个业务平台来解决国家的农村的问题，未来有很大的发展潜力，公司也投入了相当大的精力和期望，我们预计到2011-2012年左右，农信通业务将有大规模爆发的可能，而飞信业务也会逐渐度过高速增长期，因此三项业务将会逐渐均衡发展。

结论：

公司在IT运维方面具有稳定的业务基础和客户资源，未确认合同呈现了逐季递增的情况，截止09年底，IT运维方面公司共有1.8亿的未确认收入；

在飞信业务方面，我们预期未来一段时间内都将实现快速增长，这方面具体的数据可以参见我们最近的一系列报告；

今明两年农信通业务还不会产生规模收入，我们预计近两年的收入会维持在3000万左右。

基于以上的判断，我们预计公司 10-11 年的 eps 分别为 3.40 和 4.32 元（相比 3 月 27 日的报告，分别上调了 0.10 元和 0.05 元，上调比例分别为 3%和 1%，上调原因来自于活跃用户数的增加对于毛利率的贡献比例增加），如果 10 送 15 的分红方案实施，稀释后我们预测的 10-11 年的 eps 分别为 1.36 元和 1.73 元，对应 4 月 9 日的收盘价 214.50 元的 PE 分别为 63 倍和 50 倍，从 3 月 27 日我们将公司的短期投资评级从“强烈推荐”下调至“推荐”，目前依然可以维持对公司的“推荐”评级。

神州泰岳收入盈利预测

万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万元）	442.77	519.28	722.76	1,071.37	1,359.40
主营收入增长率	136.01%	17.28%	39.18%	48.23%	26.88%
EBITDA（百万元）	69.85	108.03	283.96	588.89	797.24
EBITDA 增长率	357.88%	54.66%	162.86%	107.38%	35.38%
净利润（百万元）	88.31	120.55	270.75	430.44	545.84
净利润增长率	299.26%	36.50%	124.60%	58.98%	26.81%
ROE	65.77%	51.58%	11.98%	16.80%	18.54%
EPS（元）	1.020	1.400	2.720	3.405	4.318
P/E	182	153.21	78.86	62.99	49.67

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，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。