

神州泰岳 (300002.SZ)

软件行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

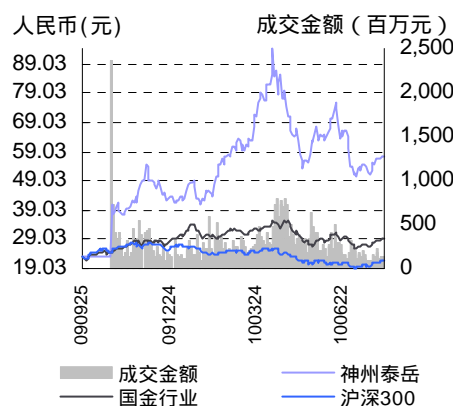
市价(人民币)：57.04元

飞信短期放缓，农信通带来长期弹性空间

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	79.00
总市值(百万元)	18,024.64
年内股价最高最低(元)	94.25/23.17
沪深 300 指数	2877.98



相关报告

- 《投资成立重庆子公司蕴含重大意义》，2010.6.1
- 《宣布软件开发和移动增值领域两项收购》，2010.4.22
- 《业绩低于市场预期,主因收入确认谨慎》，2010.4.20

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

李哲人 联系人
(8621)61357580
lizheren@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	2.792	2.142	1.260	1.913	2.789
每股净资产(元)	5.41	17.88	19.93	23.04	27.57
每股经营性现金流(元)	3.33	1.68	3.34	4.55	6.64
市盈率(倍)	N/A	49.11	45.28	29.82	20.45
行业优化市盈率(倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
净利润增长率(%)	36.50%	124.60%	47.04%	51.81%	45.81%
净资产收益率(%)	51.58%	11.98%	15.81%	20.76%	25.29%
总股本(百万股)	43.18	126.40	316.00	316.00	316.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 神州泰岳公布中报，2010年上半年实现收入 3.81 亿，同比增长 16.91%，实现净利润 1.25 亿，同比增长 27.98%，业绩符合我们对于公司中期的判断，对应 EPS 为 0.475 元。

经营分析

- 农信通收入延迟确认影响半年业绩**：上半年农信通收入仍为一季度的 1395 万，这笔收入对应的仍是 09 年的运维服务费用，而 10 年农信通业务收入由于新的协议尚未完成签订，没有确认收入。根据农信通的发展规模我们推算上半年运维费用应在 3000 万左右，而相应的人员成本大多已在管理成本中列支，这部分收入的延迟是公司上半年业绩增速降低的主要原因；
- 飞信增长放缓，下半年有望改善**：飞信业务上半年实现收入 2.39 亿，同比仅增长 6.28%。主要原因仍是受移动人事变动、移动互联网整体战略尚不清晰、飞信不再列为 KPI 等因素影响，用户增长放缓。预计随着运营商人事逐步到位，下半年飞信推动力度将有所加大，通过集成移动其他业务、与互联网公司合作等方式，飞信用户增速将有所提高；
- 其他业绩驱动因素分析**：净利润增速超过收入增速的主要原因是随着收入规模扩大，公司业务毛利率继续大幅提升 5.26 个百分点，而三项费用率微增 0.25 个百分点基本平稳，其中销售费用增长 38.89%，管理费用增长 22.17%，利息收入则增长 911.62%。

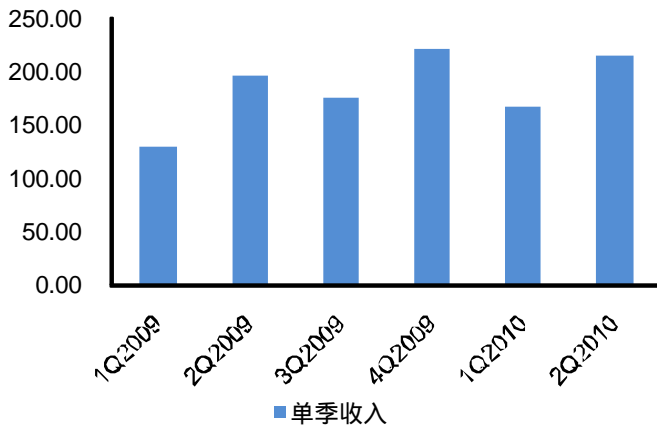
盈利调整

- 下调盈利预测**：由于飞信上半年发展放缓，我们下调了公司 10 年盈利预测，但同时农信通将为公司带来长期向上弹性空间，预计 2010-2012 年实现收入 9.25、14.04 和 20.47 亿，同比增长 27.98%、51.82%和 45.75%，实现 EPS 分别为 1.260、1.913 和 2.789 元，同比增速 47.04%、51.81%和 45.81%。

投资建议

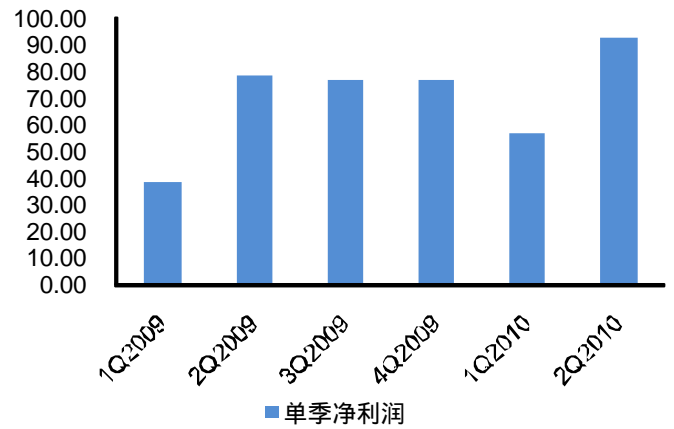
- 维持“买入”**：目前当前股价对应 10 年 PE45 倍和 11 年 29 倍，我们认为移动互联网 2011 年随政策放松及运营商发展策略的明确行业整体向上弹性较大，看好公司农信通长期增长空间，维持对公司的“买入”评级。

图表1：公司季度收入趋势（百万元）

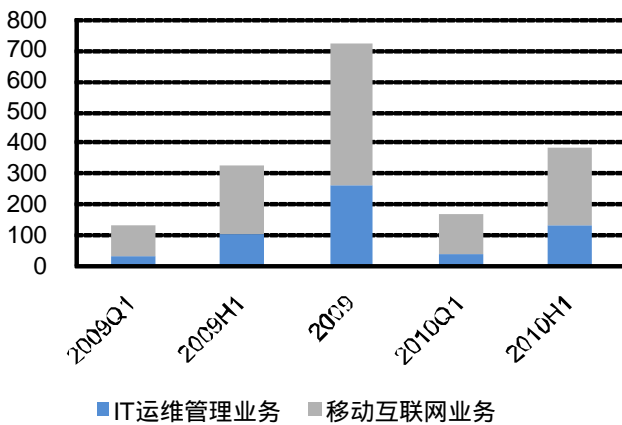


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司季度净利润趋势（百万元）

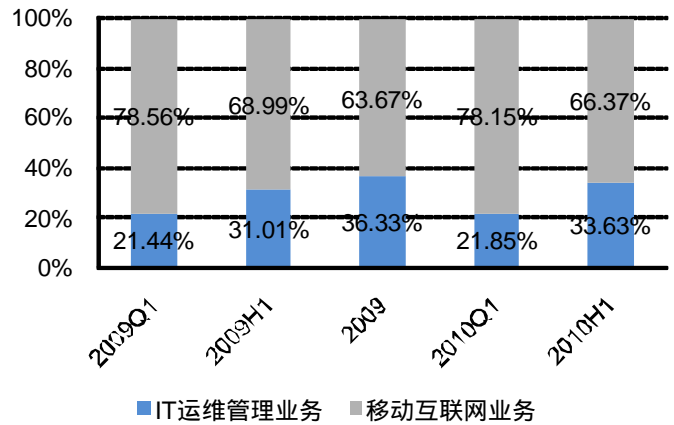


图表3：公司业务收入趋势（百万元）

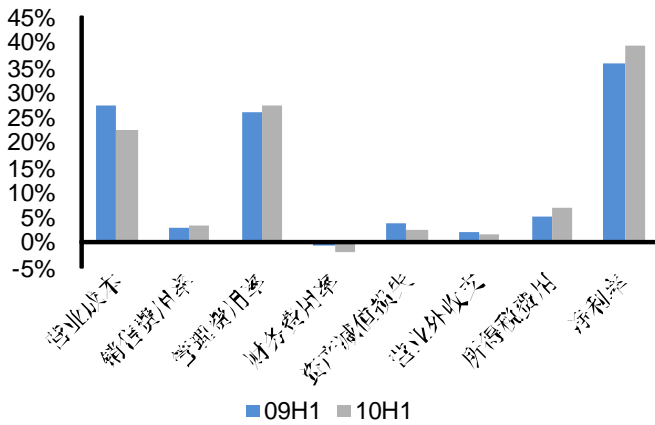


来源：公司公告，国金证券研究所

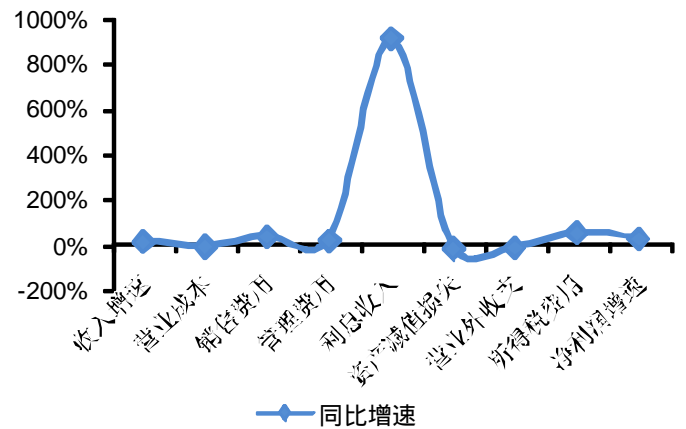
图表4：公司业务收入占比情况



图表5：业绩驱动因素分析

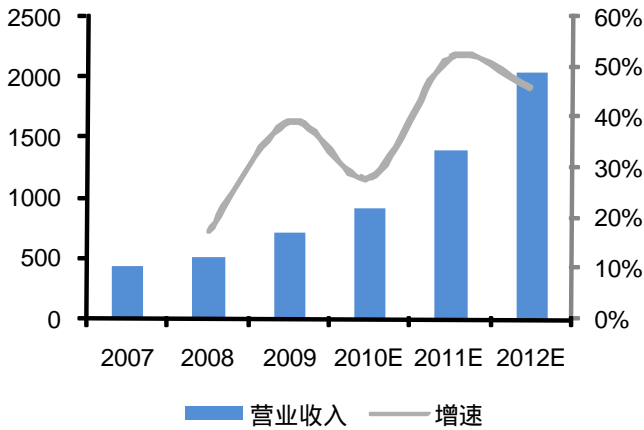


图表6：业绩驱动因素同比增速

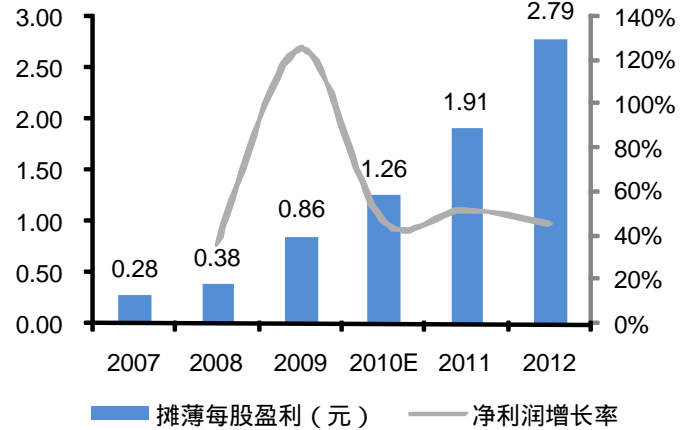


来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司收入预测（百万元）



图表8：公司EPS预测（元）



来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	10
买入	0	0	1	3	9
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.67	1.63

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室