

神州泰岳 (300002.SZ)

软件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

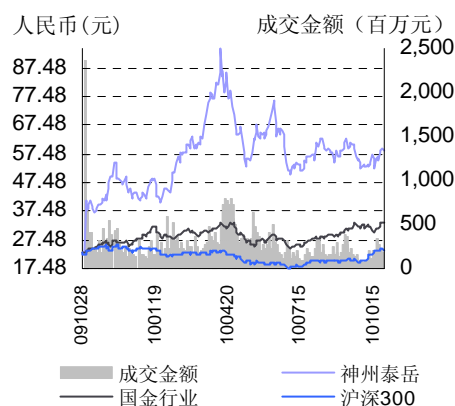
市价(人民币): 58.50元

业绩低于市场预期, 业绩增速整体后延

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)	18,486.00
年内股价最高最低(元)	94.25/23.17
沪深300指数	3481.08



相关报告

1. 《成立千腾网, 进军电子商务》, 2010.10.15
2. 《农信通将助公司再上台阶》, 2010.9.3
3. 《公司股权激励方案公布, 建议买入》, 2010.8.4

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@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)	2.791	2.142	1.076	1.605	2.422
每股净资产(元)	5.411	17.880	8.828	10.433	12.855
每股经营性现金流(元)	3.326	1.678	1.191	1.561	2.379
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%	25.59%	49.15%	50.89%
净资产收益率(%)	51.58%	11.98%	12.19%	15.38%	18.84%
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: 收入增长低于预期

- 神州泰岳公布 2010 年三季度报, 公司前三季度实现收入 5.62 亿元, 同比增长 12.06%, 实现净利润 2.21 亿, 同比增长 14.20%, 业绩低于市场预期。

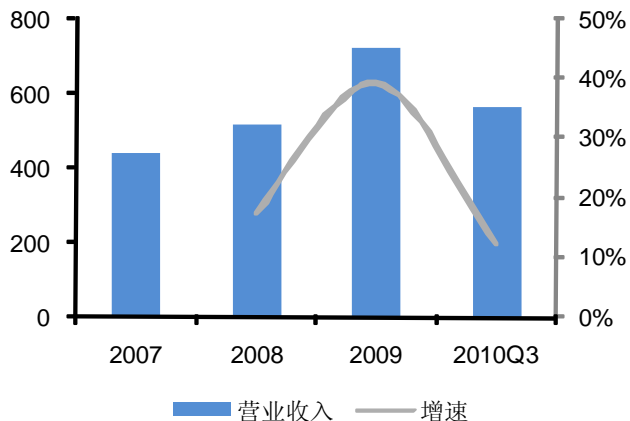
经营分析

- 移动互联网整体战略尚不明朗影响是公司业绩放缓的主要原因: 公司业绩增长放缓的主要原因是受移动人事变动、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, 飞信用户增长放缓。另一方面公司的系统集成、软件开发与销售的收入确认期在四季度, 这部分收入的延迟也对公司前三季度业绩造成了影响。
- 农信通业务是公司今后几年重要利润增长点: 目前公司农信通的业务平台已经形成, 前三季度源自于“农信通”的业务收入 2728 万元, 未来前景广阔, 有望快速增长, 但目前对公司整体业绩的贡献有限, 预计在今后几年将成为公司主要的利润增长点。
- 互联网领域业务业绩将整体后延: 公司正力图开拓移动互联网业务新领域, 不久前设立了“北京千腾网络信息技术有限公司”, 目的是构建与运营国内特色产品领域的电子商务平台。公司开辟了新的盈利模式, 长期来看有望降低公司来自单一客户的收入占比。
- 我们认为预计随着运营商人事逐步到位, 其对于互联网业务的政策态度趋于明朗化, 公司在互联网领域业务的业绩将整体后延。

盈利调整及投资建议

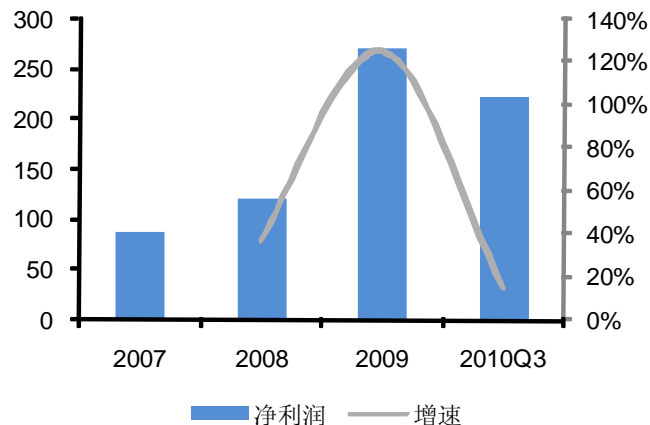
- 下调 10 年、11 年, 维持 12 年盈利预测: 基于中国移动高管人事变动, 移动互联网政策尚不明朗的影响, 我们认为公司互联网领域业务的业绩将整体后延, 因此我们下调了公司 10、11 年盈利预测, 同时维持 12 年的盈利预测, 预计 2010-2012 年实现收入 8.70、11.88 和 17.31 亿, 同比增长 20.3%、36.7%和 45.6%, 实现 EPS 分别为 1.076、1.605 和 2.422 元, 同比增速 25.59%、49.15%和 50.89%。维持对公司的“买入”评级。

图表1: 营业收入增长 12.06% (百万元)

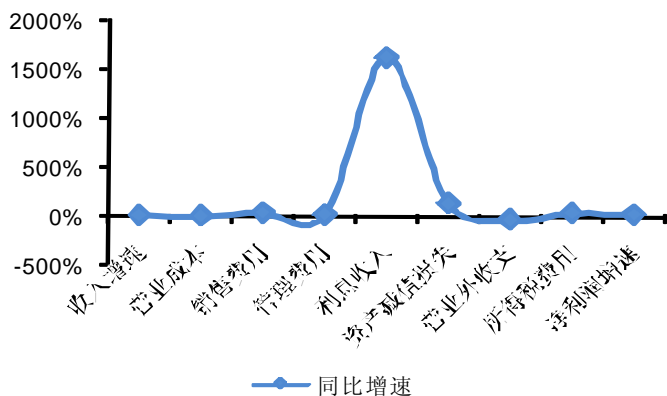


来源: 国金证券研究所

图表2: 净利润增长 14.20% (百万元)

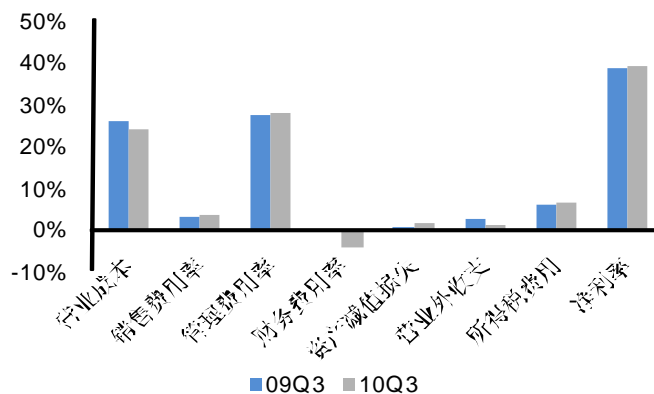


图表3: 业绩驱动因素同比增速

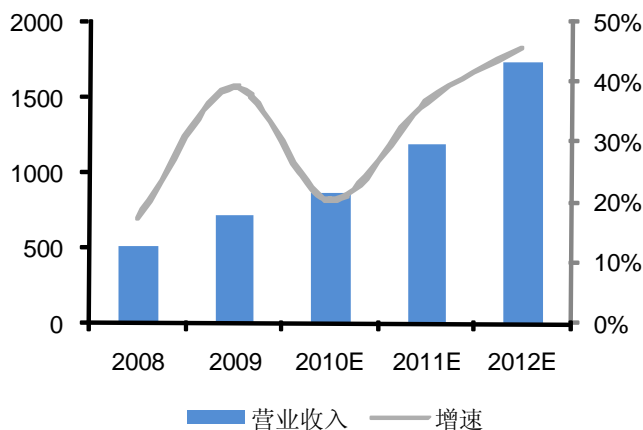


来源: 公司报表, 国金证券研究所

图表4: 业绩驱动因素分析

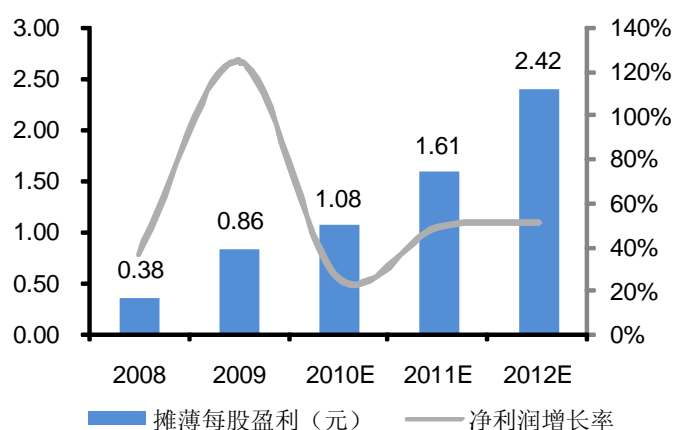


图表5: 公司收入预测 (百万元)



来源: 国金证券研究所

图表6: 公司 EPS 预测 (元)



图表7: 公司业务收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
软件产品开发与销售						
销售收入(百万元)	58.02	84.32	141.40	191.44	246.97	297.11
增长率(YOY)	20.75%	45.34%	67.68%	35.39%	29.01%	20.30%
毛利率	86.66%	94.05%	94.90%	90.00%	90.00%	90.00%
销售成本(百万元)	7.74	5.02	7.22	19.14	24.70	29.71
增长率(YOY)	-37.05%	-35.17%	43.87%	165.22%	29.01%	20.30%
毛利(百万元)	50.28	79.31	134.18	172.29	222.27	267.40
增长率(YOY)	40.63%	57.73%	69.19%	28.41%	29.01%	20.30%
占总销售额比重	13.10%	16.24%	19.56%	22.01%	20.78%	17.17%
占主营业务利润比重	29.64%	30.33%	25.22%	26.93%	24.73%	20.45%
飞信业务						
销售收入(百万元)	87.74	277.83	441.03	471.43	559.82	633.30
增长率(YOY)	#DIV/0!	216.66%	58.74%	6.89%	18.75%	13.13%
毛利率	59.08%	52.80%	76.55%	78.00%	79.00%	79.00%
销售成本(百万元)	35.91	131.12	103.43	103.71	117.56	132.99
增长率(YOY)	#DIV/0!	265.19%	-21.12%	0.27%	13.35%	13.13%
毛利(百万元)	51.83	146.71	337.60	367.72	442.26	500.31
增长率(YOY)	#DIV/0!	183.03%	130.11%	8.92%	20.27%	13.13%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	61.02%	54.21%	47.11%	36.60%
占主营业务利润比重	30.55%	5868.30%	13503.81%	14708.64%	17690.44%	20012.31%
其他技术服务						
销售收入(百万元)	33.47	37.04	63.26	84.07	103.33	119.89
增长率(YOY)	22.71%	10.66%	70.81%	32.89%	22.90%	16.03%
毛利率	45.00%	52.00%	62.00%	67.00%	72.00%	72.00%
销售成本(百万元)	18.41	17.78	24.04	27.74	28.93	33.57
增长率(YOY)	35.25%	-3.42%	35.22%	15.40%	4.28%	16.03%
毛利(百万元)	15.06	19.26	39.22	56.33	74.39	86.32
增长率(YOY)	10.22%	27.88%	103.66%	43.61%	32.08%	16.03%
占总销售额比重	7.56%	7.13%	8.75%	9.67%	8.70%	6.93%
占主营业务利润比重	8.88%	7.36%	7.37%	8.80%	8.28%	6.60%
系统集成						
销售收入(百万元)	263.54	120.09	57.89	75.26	96.33	112.52
增长率(YOY)	134.71%	-54.43%	-51.79%	30.00%	28.00%	16.80%
毛利率	19.91%	13.52%	15.94%	20.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	211.07	103.86	48.67	60.21	67.43	78.76
增长率(YOY)	135.63%	-50.80%	-53.14%	23.72%	12.00%	16.80%
毛利(百万元)	52.47	16.24	9.23	15.05	28.90	33.76
增长率(YOY)	131.11%	-69.06%	-43.17%	63.14%	92.00%	16.80%
占总销售额比重	59.52%	23.13%	8.01%	8.65%	8.11%	6.50%
占主营业务利润比重	30.93%	6.21%	1.73%	2.35%	3.22%	2.58%
农信通						
销售收入(百万元)	0.00	0.00	19.18	47.40	181.86	567.68
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	147.15%	283.67%	212.15%
毛利率	0.00%	0.00%	62.00%	60.00%	72.00%	74.00%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	7.29	18.96	50.92	147.60
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	160.16%	168.57%	189.86%
毛利(百万元)	0.00	0.00	11.89	28.44	130.94	420.09
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	139.18%	360.41%	220.83%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	2.65%	5.45%	15.30%	32.80%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	2.23%	4.44%	14.57%	32.12%
销售总收入(百万元)	442.77	519.28	722.76	869.60	1,188.31	1,730.51
销售总成本(百万元)	273.12	257.77	190.65	229.77	289.55	422.63
毛利(百万元)	169.64	261.51	532.11	639.83	898.76	1,307.87
平均毛利率	38.31%	50.36%	73.62%	73.58%	75.63%	75.58%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	443	519	723	870	1,188	1,731
增长率		17.3%	39.2%	20.3%	36.7%	45.6%
主营业务成本	-273	-258	-191	-230	-290	-423
%销售收入	61.7%	49.6%	26.4%	26.4%	24.4%	24.4%
毛利	170	261	532	640	899	1,308
%销售收入	38.3%	50.4%	73.6%	73.6%	75.6%	75.6%
营业税金及附加	-7	-14	-8	-10	-14	-20
%销售收入	1.7%	2.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-18	-20	-19	-26	-35	-50
%销售收入	4.0%	3.8%	2.6%	3.0%	2.9%	2.9%
管理费用	-80	-121	-223	-280	-356	-478
%销售收入	18.0%	23.3%	30.9%	32.2%	30.0%	27.6%
息税前利润 (EBIT)	65	107	282	324	494	761
%销售收入	14.6%	20.6%	39.0%	37.2%	41.5%	43.9%
财务费用	0	1	4	21	24	30
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.6%	-2.4%	-2.0%	-1.7%
资产减值损失	3	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	15	18	22
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	4.0%	3.2%	2.5%
营业利润	68	105	284	360	536	812
营业利润率	15.3%	20.2%	39.2%	41.4%	45.1%	46.9%
营业外收支	23	19	17	18	28	38
税前利润	91	124	300	378	564	850
利润率	20.5%	23.9%	41.6%	43.4%	47.4%	49.1%
所得税	-2	-4	-30	-38	-56	-85
所得税率	2.5%	2.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	88	121	270	340	507	765
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	88	121	271	340	507	765
净利率	19.9%	23.2%	37.5%	39.1%	42.7%	44.2%

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	88	121	270	340	507	765
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-1	7	8	22	47	55
非经营收益	-1	2	-2	-27	-46	-60
营运资金变动	-22	14	-64	41	-15	-9
经营活动现金净流	64	144	212	376	493	752
资本开支	-11	-7	-77	-436	-22	18
投资	5	0	0	-74	0	0
其他	0	0	0	15	18	22
投资活动现金净流	-7	-7	-77	-495	-4	40
股权募资	2	0	1,786	190	0	0
债权募资	0	-6	-10	-6	0	1
其他	-26	-23	-24	0	0	0
筹资活动现金净流	-24	-29	1,751	184	0	1
现金净流量	33	108	1,886	65	489	792

来源：国金证券研究所

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	82	193	2,077	2,142	2,631	3,423
应收款项	90	124	162	180	239	334
存货	31	31	42	38	46	64
其他流动资产	7	12	5	5	6	8
流动资产	209	360	2,285	2,364	2,922	3,830
%总资产	91.9%	94.8%	96.1%	80.0%	83.1%	87.2%
长期投资	0	0	0	74	74	74
固定资产	13	15	87	513	516	481
%总资产	5.6%	3.9%	3.7%	17.4%	14.7%	11.0%
无形资产	2	1	1	5	5	5
非流动资产	18	20	94	592	595	560
%总资产	8.1%	5.2%	3.9%	20.0%	16.9%	12.8%
资产总计	228	380	2,379	2,956	3,517	4,390
短期借款	16	10	0	0	0	0
应付款项	46	103	79	130	174	259
其他流动负债	16	28	33	36	47	68
流动负债	78	141	112	167	220	327
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	5	6	0	0	0
负债	93	146	118	167	220	328
普通股股东权益	134	234	2,260	2,790	3,297	4,062
少数股东权益	0	0	1	0	0	0
负债股东权益合计	228	380	2,379	2,956	3,517	4,390

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.045	2.791	2.142	1.076	1.605	2.422
每股净资产	3.109	5.411	17.880	8.828	10.433	12.855
每股经营现金净流	1.475	3.326	1.678	1.191	1.561	2.379
每股股利	N/A	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	65.77%	51.58%	11.98%	12.19%	15.38%	18.84%
总资产收益率	38.79%	31.71%	11.38%	11.50%	14.42%	17.43%
投入资本收益率	41.87%	42.68%	11.21%	10.44%	13.48%	16.85%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	17.28%	39.18%	20.32%	36.65%	45.63%
EBIT增长率	N/A	65.93%	162.88%	14.96%	52.49%	54.05%
净利润增长率	N/A	36.50%	124.60%	25.59%	49.15%	50.89%
总资产增长率	16.22%	66.98%	525.86%	24.32%	18.97%	24.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.7	70.6	69.1	70.0	68.0	65.0
存货周转天数	60.1	44.0	70.3	60.0	58.0	55.0
应付账款周转天数	32.7	73.7	115.1	120.0	125.0	130.0
固定资产周转天数	10.4	10.5	10.8	167.6	138.9	94.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.08%	-78.36%	-91.84%	-76.77%	-79.80%	-84.25%
EBIT利息保障倍数	705.3	-153.8	-62.6	-15.3	-20.7	-25.2
资产负债率	41.02%	38.52%	4.95%	5.64%	6.27%	7.47%

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	0	4	5
买入	0	1	3	8	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.75	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-20	买入	77.09	N/A
2 2010-04-22	买入	79.85	N/A
3 2010-06-01	买入	62.83	N/A
4 2010-07-30	买入	55.19	N/A
5 2010-08-04	买入	60.31	N/A
6 2010-08-04	买入	60.31	N/A
7 2010-09-03	买入	62.79	77.37 ~ 77.37
8 2010-10-15	买入	55.61	N/A

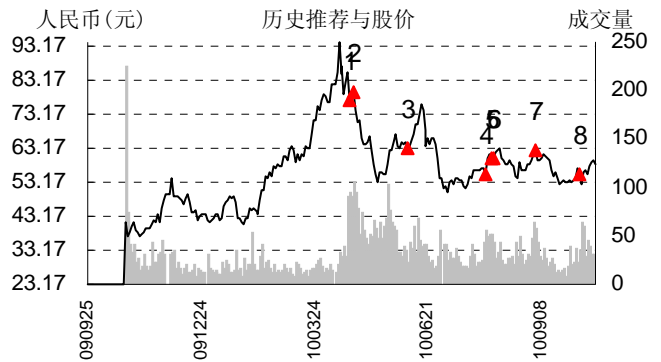
来源：国金证券研究所

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