

神州泰岳 (300002.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130208030230

(8621)61038242

chenyh@gjzq.com.cn

10 年业绩略低预期, 11 年机会大于挑战

事件

神州泰岳于 2 月 24 日公告: 2010 年度公司实现营业收入 8.40 亿元 (增长 16.14%), 实现净利润 3.65 亿元 (21.65%), 实现 EPS1.04 元 (21.41%); 同时公告了公司及全资子公司 (北京新媒传信科技有限公司) 均被认定为 2010 年度国家规划布局内重点软件企业, 继续享受 10% 税率优惠政策。

评论

业绩点评: 经营业绩略低于我们预期: 2010 年公司收入增长 16.14% (我们的预期 20%), 公司实际 EPS1.04 元 (我们的预期 1.07 元), 经营业绩略低预期的主要因素来自于飞信业务和农信通业务先后受到移动互联网业务发展战略调整的影响, 2010 年飞信业务没有进入中移动核心考核指标体系, 导致飞信业务在 2010 年上半年出现了短期滞涨, 下半年通过新增功能和应用, 逐步实现了飞信业务的自身良性发展趋势, 去年全年飞信业务预计增长 8% 左右; 另外, 我们认为 2010 年农信通业务推进进程低于预期也是导致业绩低于预期的部分因素。

2011 年公司面临的机会大于挑战: 2011 年公司面临的最大机会在于行业性机遇, 智能终端价格大幅下降将导致 3G 用户爆发性增长, 飞信业务和农信通业务面临更广阔的目标用户, 同时受益于飞信平台的开放, 将会通过飞信短信、客户端等方式, 整合微博类网站、电商类网站、内容类网站、社区类网站等内容, 增加活跃用户, 和增加客户粘性; 从飞信目前的发展情况看, 单月活跃用户数较去年同期增长 50% 左右, 这足以说明飞信业务已实现从过去人为因素推动向业务内生式增长的转变。**公司面临的挑战主要在于中国移动对移动互联网发展战略的鼓励政策何时启动?** 在我们认为中国移动未来几年面临内忧外患的竞争环境中, 在移动互联网发展战略问题上, 迟早会选择开放姿态和合作共赢的模式。整体而言, 我们认为飞信业务和农信通业务在今年保持高速增长是确定的, 从中长期看, 我们认为公司凭借在移动互联网的技术优势和运维经验, 完全能成为中国移动最佳的战略合作伙伴, 彼此共赢的局面只是时间问题。

投资建议

维持“买入”评级: 我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.52 元 (47.14%)、2.15 元 (41.05%) 的业绩预测, 给予 2012 年 35XPE, 对应目标价 75.15 元, 较当前价格有 50% 上涨空间, 重申其“买入”评级。

附录：农信通简介

图表1：公司业务收入与业务毛利率分析预测

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
软件产品开发与销售							
销售收入（百万元）	48.05	58.02	84.32	141.40	176.74	228.01	274.31
增长率（YOY）	#REF!	20.75%	45.34%	67.68%	25.00%	29.01%	20.30%
毛利率	74.41%	86.66%	94.05%	94.90%	90.00%	90.00%	90.00%
销售成本（百万元）	12.30	7.74	5.02	7.22	17.67	22.80	27.43
增长率（YOY）	#REF!	-37.05%	-35.17%	43.87%	144.86%	29.01%	20.30%
毛利（百万元）	35.75	50.28	79.31	134.18	159.07	205.21	246.88
增长率（YOY）	#REF!	40.63%	57.73%	69.19%	18.55%	29.01%	20.30%
占总销售额比重	25.61%	13.10%	16.24%	19.56%	20.97%	19.94%	18.09%
占主营业务利润比重	49.57%	29.64%	30.33%	25.22%	25.84%	24.01%	21.57%
飞信业务							
销售收入（百万元）	0.00	87.74	277.83	441.03	471.43	594.00	702.11
增长率（YOY）	#REF!	#DIV/0!	216.66%	58.74%	6.89%	26.00%	18.20%
毛利率	0.00%	59.08%	52.80%	76.55%	78.00%	79.00%	79.00%
销售成本（百万元）	0.00	35.91	131.12	103.43	103.71	124.74	147.44
增长率（YOY）	#REF!	#DIV/0!	265.19%	-21.12%	0.27%	20.27%	18.20%
毛利（百万元）	0.00	51.83	146.71	337.60	367.72	469.26	554.67
增长率（YOY）	#REF!	#DIV/0!	183.03%	130.11%	8.92%	27.62%	18.20%
占总销售额比重	#DIV/0!	19.82%	53.50%	61.02%	55.93%	51.94%	46.31%
占主营业务利润比重	0.00%	30.55%	5868.30%	13503.81%	14708.64%	18770.49%	22186.72%
其他技术服务							
销售收入（百万元）	27.28	33.47	37.04	63.26	84.07	103.33	119.89
增长率（YOY）	#REF!	22.71%	10.66%	70.81%	32.89%	22.90%	16.03%
毛利率	50.10%	45.00%	52.00%	62.00%	67.00%	72.00%	72.00%
销售成本（百万元）	13.61	18.41	17.78	24.04	27.74	28.93	33.57
增长率（YOY）	#REF!	35.25%	-3.42%	35.22%	15.40%	4.28%	16.03%
毛利（百万元）	13.67	15.06	19.26	39.22	56.33	74.39	86.32
增长率（YOY）	#REF!	10.22%	27.88%	103.66%	43.61%	32.08%	16.03%
占总销售额比重	14.54%	7.56%	7.13%	8.75%	9.97%	9.04%	7.91%
占主营业务利润比重	18.95%	8.88%	7.36%	7.37%	9.15%	8.70%	7.54%
系统集成							
销售收入（百万元）	112.28	263.54	120.09	57.89	75.26	96.33	112.52
增长率（YOY）	#DIV/0!	134.71%	-54.43%	-51.79%	30.00%	28.00%	16.80%
毛利率	20.22%	19.91%	13.52%	15.94%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本（百万元）	89.58	211.07	103.86	48.67	63.97	81.88	95.64
增长率（YOY）	#DIV/0!	135.63%	-50.80%	-53.14%	31.45%	28.00%	16.80%
毛利（百万元）	22.70	52.47	16.24	9.23	11.29	14.45	16.88
增长率（YOY）	#DIV/0!	131.11%	-69.06%	-43.17%	22.35%	28.00%	16.80%
占总销售额比重	59.85%	59.52%	23.13%	8.01%	8.93%	8.42%	7.42%
占主营业务利润比重	31.48%	30.93%	6.21%	1.73%	1.83%	1.69%	1.47%
农信通							
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	19.18	35.40	121.86	307.25
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	84.58%	244.24%	152.13%
毛利率	25.36%	0.00%	0.00%	62.00%	60.00%	75.00%	78.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	7.29	14.16	30.47	67.59
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	94.30%	115.15%	121.88%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	11.89	21.24	91.40	239.65
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	78.63%	330.30%	162.22%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	2.65%	4.20%	10.66%	20.27%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	2.23%	3.45%	10.69%	20.94%
销售总收入（百万元）	187.60	442.77	519.28	722.76	842.91	1,143.53	1,516.08
销售总成本（百万元）	115.48	273.12	257.77	190.65	227.26	288.82	371.68
毛利（百万元）	72.12	169.64	261.51	532.11	615.64	854.71	1,144.40
平均毛利率	0.38	38.31%	50.36%	73.62%	73.04%	74.74%	75.48%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-22	买入	79.85	N/A
2	2010-06-01	买入	62.83	N/A
3	2010-07-30	买入	55.19	N/A
4	2010-08-04	买入	60.31	N/A
5	2010-08-04	买入	60.31	N/A
6	2010-09-03	买入	62.79	77.37 ~ 77.37
7	2010-10-15	买入	55.61	N/A
8	2010-10-28	买入	58.00	N/A

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室