

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

股权激励获批，买入时机来临

事件

神州泰岳于3月16日发布《股票期权激励计划（草案修订稿）》，拟向首批280名激励对象授予450万份股票期权（其中预留10%），行权价60.31元。

评论

全民持股，体制优势：优秀的激励机制是软件服务类公司成功的必要条件，也是神州泰岳公司的一贯优势。公司上市前主要创业团队已实现集体持股，但上市后随着业务增长人员规模迅速扩张，此次授予对象人数达到280人，约占公司员工人数的10%，几乎涵盖了公司所有重要中层干部，而原有持股高管不再参与，将基本实现核心员工的全民持股。通过股权方案的实施，将形成骨干员工与公司“同呼吸、共命运”的纽带关系，最大程度的刺激员工潜力，为公司未来业绩增长带来强大的内生动力。

行权方案三大特点，意在长期捆绑、普遍受益：此次激励方案周期长达5年，四期行权比例分别为20%、20%、30%和30%，行权的主要条件是2011-2013年净利润相比2010年增长分别不低于20%、30%、50%和80%。公司此次授予是出于长期捆绑核心员工利益，并实现普遍受益为主要目的，所以设计了这一持续时间较长、行权比例前低后高、业绩目标较为保险的激励方案；

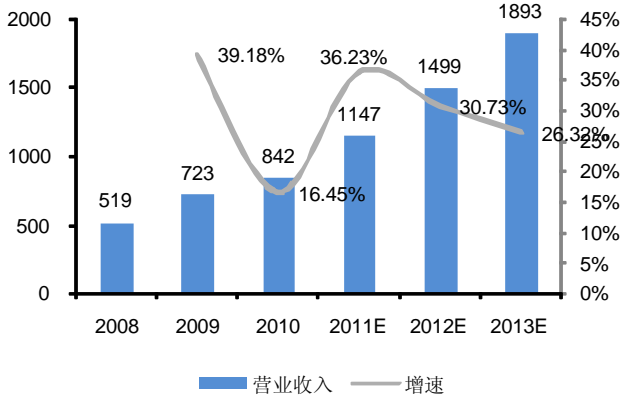
当前价格即是最佳买点：截止2011年3月16日收盘价49.29元，而行权价为60.31元，具有20%以上的安全边际；并且我们认为公司当前股价相对当于33.50x11PE和23.50x12PE，处于移动互联网或软件板块较低的估值水平，从短期来看，也存在估值水平的修正空间。从中长期来看，公司推出股权激励的主要目的是实现员工利益和股东利益的深度绑定，无论是对业绩增长确定性和公司股价的中长期走势都充满信心，所以我们认为，当前股价范围之内即是投资者获取长期确定性收益回报的最佳买点。

投资建议

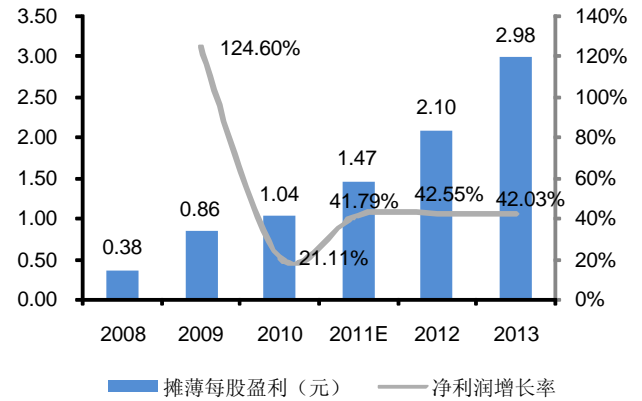
维持“买入”评级：扣除股权激励费用的影响，我们调整公司2011-2013年EPS分别为1.47元、2.10元和2.98元的业绩预测，公司目前股价仅相当于11年PE33.5x和12年PE22.5x，考虑我们对于公司IT运维业务和移动互联网的30%以上复合增长，以及收购兼并带来外延扩张的综合因素，我们再次重申对于公司的“买入”评级，建议投资者在当前价位积极买入，6-12个月目标价75元。

附录:

图表1: 2011-2013 年收入复合增速 31% (百万)



图表2: 2011-2013 年 EPS 复合增速 42%



来源: 国金证券研究所

图表3: 公司基本情况

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利 (元)	0.954	2.142	1.038	1.471	2.097	2.979
净利润增长率		124.60%	21.11%	41.79%	42.55%	42.03%
市盈率 (倍)	N/A	49.11	53.86	33.50	23.50	16.55
行业优化平均市盈率 (倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57	56.57
市场优化平均市盈率 (倍)	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	0.00%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G (倍)	N/A	0.39	2.55	0.80	0.55	0.39
净资产收益率	51.58%	11.98%	12.86%	15.42%	18.02%	20.38%
每股净资产 (元)	5.41	17.88	8.07	9.54	11.64	14.62
市净率 (倍)	N/A	5.88	6.92	5.16	4.23	3.37
每股经营性现金 (元)	3.33	1.68	0.62	2.15	2.10	2.84
已上市流通A股 (百万股)	N/A	25.28	86.07	86.07	86.07	86.07
发行股数 (百万股)	126.40	126.40	316.00	316.00	316.00	316.00

来源: 国金证券研究所

图表4: 公司业务收入与业务毛利率分析预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
IT运维管理业务							
销售收入(百万元)	355.03	241.45	262.55	317.12	412.67	531.37	690.78
增长率(YOY)	N/A	-31.99%	8.74%	20.78%	30.13%	28.76%	20.14%
毛利率	33.18%	47.55%	69.56%	76.08%	77.00%	77.00%	77.00%
销售成本(百万元)	237.22	126.65	79.92	75.86	94.91	122.21	158.88
增长率(YOY)	N/A	-46.61%	-36.89%	-5.09%	25.12%	28.76%	30.00%
毛利(百万元)	117.81	114.80	182.63	241.27	317.75	409.15	531.90
增长率(YOY)	N/A	-2.55%	59.08%	32.11%	31.70%	28.76%	30.00%
占总销售额比重	80.18%	46.50%	36.33%	37.68%	35.99%	35.45%	36.48%
占主营业务利润比重	69.45%	43.90%	33.99%	38.81%	36.48%	35.70%	35.99%
移动互联网业务							
销售收入(百万元)	87.74	277.83	460.21	524.51	733.86	967.50	1,202.57
增长率(YOY)	N/A	216.66%	65.64%	13.97%	39.92%	31.84%	19.10%
毛利率	59.08%	52.80%	77.07%	72.51%	75.38%	76.16%	78.68%
销售成本(百万元)	35.91	131.12	105.53	144.19	180.68	230.69	256.43
增长率(YOY)	N/A	265.19%	-19.52%	36.63%	25.31%	27.67%	11.16%
毛利(百万元)	51.83	146.71	354.68	380.32	553.18	736.82	946.13
增长率(YOY)	N/A	183.03%	141.76%	7.23%	45.45%	33.20%	28.41%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	63.67%	62.32%	64.01%	64.55%	63.52%
占主营业务利润比重	30.55%	56.10%	66.01%	61.19%	63.52%	64.30%	64.01%
其中:	飞信业务						
销售收入(百万元)	87.74	277.83	441.03	491.21	627.00	744.57	884.17
增长率(YOY)	N/A	216.66%	58.74%	11.38%	27.65%	18.75%	13.13%
毛利率	59.08%	52.80%	78.00%	74.13%	78.00%	78.00%	80.00%
销售成本(百万元)	35.91	131.12	97.03	127.08	137.94	163.80	176.83
增长率(YOY)	N/A	265.19%	-26.00%	30.97%	8.55%	18.75%	7.95%
毛利(百万元)	51.83	146.71	344.00	364.13	489.06	580.76	707.34
增长率(YOY)	N/A	183.03%	134.48%	5.85%	34.31%	18.75%	21.79%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	61.02%	58.36%	54.69%	49.68%	46.70%
占主营业务利润比重	30.55%	56.10%	64.02%	58.58%	56.15%	50.68%	47.86%
	农信通						
销售收入(百万元)	0.00	0.00	19.18	33.30	106.86	222.94	318.40
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	73.62%	220.92%	108.62%	42.82%
毛利率	0.00%	0.00%	55.66%	48.60%	60.00%	70.00%	75.00%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	8.50	17.12	42.74	66.88	79.60
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	101.28%	149.74%	56.47%	19.02%
毛利(百万元)	0.00	0.00	10.67	16.18	64.12	156.06	238.80
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	51.60%	296.20%	143.40%	53.02%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	2.65%	3.96%	9.32%	14.87%	16.82%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.99%	2.60%	7.36%	13.62%	16.16%
销售总收入(百万元)	442.77	519.28	722.76	841.63	1,146.53	1,498.87	1,893.35
销售总成本(百万元)	273.12	257.77	185.45	220.04	275.60	352.90	415.31
毛利(百万元)	169.64	261.51	537.30	621.59	870.93	1,145.97	1,478.03
平均毛利率	38.31%	50.36%	74.34%	73.86%	75.96%	76.46%	78.06%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	519	723	842	1,147	1,499	1,893
增长率		39.2%	16.4%	36.2%	30.7%	26.3%
主营业务成本	-258	-191	-220	-276	-353	-415
% 销售收入	49.6%	26.4%	26.1%	24.0%	23.5%	21.9%
毛利	261	532	622	871	1,146	1,478
% 销售收入	50.4%	73.6%	73.9%	76.0%	76.5%	78.1%
营业税金及附加	-14	-8	-11	-15	-20	-25
% 销售收入	2.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-20	-19	-29	-37	-47	-58
% 销售收入	3.8%	2.6%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%
管理费用	-121	-223	-253	-355	-435	-505
% 销售收入	23.3%	30.9%	30.0%	31.0%	29.0%	26.7%
息税前利润 (EBIT)	107	282	329	464	644	890
% 销售收入	20.6%	39.0%	39.1%	40.4%	43.0%	47.0%
财务费用	1	4	33	18	22	31
% 销售收入	-0.1%	-0.6%	-3.9%	-1.6%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	-3	-2	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	20	50	100
% 税前利润	0.0%	0.0%	1.0%	3.9%	6.8%	9.6%
营业利润	105	284	354	502	717	1,021
营业利润率	20.2%	39.2%	42.0%	43.7%	47.8%	53.9%
营业外收支	19	17	12	15	20	25
税前利润	124	300	365	517	736	1,046
利润率	23.9%	41.6%	43.4%	45.1%	49.1%	55.2%
所得税	-4	-30	-38	-52	-74	-105
所得税率	2.9%	10.0%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	121	270	327	465	663	941
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	121	271	328	465	663	941
净利率	23.2%	37.5%	39.0%	40.6%	44.2%	49.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121	270	327	465	663	941
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	8	21	58	83	91
非经营收益	2	-2	-4	-27	-69	-125
营运资金变动	14	-64	-148	185	-12	-9
经营活动现金净流	144	212	196	681	664	898
资本开支	-7	-77	-424	-382	-31	5
投资	0	0	-137	-74	0	0
其他	0	0	0	20	50	100
投资活动现金净流	-7	-77	-561	-435	20	105
股权募资	0	1,786	3	0	0	0
债权募资	-6	-10	0	-14	-3	1
其他	-23	-24	-39	0	0	0
筹资活动现金净流	-29	1,751	-36	-14	-3	1
现金净流量	108	1,886	-402	231	681	1,004

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	193	2,077	1,678	1,909	2,590	3,594
应收款项	124	162	354	237	302	365
存货	31	42	71	45	56	63
其他流动资产	12	5	16	6	7	8
流动资产	360	2,285	2,118	2,197	2,955	4,030
% 总资产	94.8%	96.1%	77.2%	68.1%	74.8%	81.3%
长期投资	0	0	76	150	150	150
固定资产	15	87	488	880	847	776
% 总资产	3.9%	3.7%	17.8%	27.3%	21.4%	15.7%
无形资产	1	1	53	0	0	0
非流动资产	20	94	624	1,029	996	926
% 总资产	5.2%	3.9%	22.8%	31.9%	25.2%	18.7%
资产总计	380	2,379	2,743	3,226	3,951	4,956
短期借款	10	0	0	3	0	0
应付款项	103	79	123	163	215	266
其他流动负债	28	33	52	45	57	69
流动负债	141	112	175	210	272	335
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	6	14	0	0	0
负债	146	118	189	210	272	336
普通股股东权益	234	2,260	2,551	3,016	3,678	4,620
少数股东权益	0	1	3	0	0	0
负债股东权益合计	380	2,379	2,743	3,226	3,951	4,956

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	2.791	2.142	1.038	1.471	2.097	2.979
每股净资产	5.411	17.880	8.072	9.543	11.641	14.620
每股经营现金净流	3.326	1.678	0.619	2.155	2.103	2.841
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	51.58%	11.98%	12.86%	15.42%	18.02%	20.38%
总资产收益率	31.71%	11.38%	11.95%	14.41%	16.78%	18.99%
投入资本收益率	42.68%	11.21%	11.53%	13.82%	15.77%	17.33%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	39.18%	16.45%	36.23%	30.73%	26.32%
EBIT增长率	N/A	162.88%	16.73%	41.05%	39.00%	38.05%
净利润增长率	N/A	124.60%	21.11%	41.79%	42.55%	42.03%
总资产增长率	66.98%	525.86%	15.30%	17.61%	22.47%	25.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.6	69.1	107.9	70.0	68.0	65.0
存货周转天数	44.0	70.3	93.5	60.0	58.0	55.0
应付账款周转天数	73.7	115.1	66.6	120.0	125.0	130.0
固定资产周转天数	10.5	10.8	165.1	230.1	180.1	134.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-78.36%	-91.84%	-65.69%	-63.20%	-70.40%	-77.77%
EBIT利息保障倍数	-153.8	-62.6	-10.0	-25.9	-28.7	-28.8
资产负债率	38.52%	4.95%	6.90%	6.52%	6.89%	6.78%

来源：公司年报、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	2010-06-01	买入	62.83	N/A
2	2010-07-30	买入	55.19	N/A
3	2010-08-04	买入	60.31	N/A
4	2010-08-04	买入	60.31	N/A
5	2010-09-03	买入	62.79	77.37 ~ 77.37
6	2010-10-15	买入	55.61	N/A
7	2010-10-28	买入	58.00	N/A
8	2011-02-25	买入	50.30	75.00

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