

IT-软件与服务
 2009年9月21日

新股研究

询价报告

申购建议：申购

神州泰岳（300002）：IT运维管理行业龙头

核心观点

询价结论：

我们预计公司 09-11 年每股收益为 2.00 元、2.67 元和 3.49 元，预计公司二级市场合理价格为 52-62 元之间，建议一级市场询价为 47.27-56.36 元。

主要依据：

1、公司自成立以来一直专注于 IT 运维管理领域的发展，主营业务为向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供 IT 运维管理的整体解决方案，涵盖系统网络管理、信息安全管理、服务流程管理和面向电信网络的综合网络管理四大专业方向。公司的主要产品集中在 BSM 市场和 OSS 市场，市场占有率均居国内厂商前列。

2、根据 IDC 的统计数据，2005 年-2008 年我国的 BSM 解决方案市场规模的年均复合增长率达到 24.4%。IDC 同时预测 2009 年-2013 年我国的 BSM 市场容量将以 19.4% 的年均复合增长率保持高速增长。同时，3G 网络建设也对 OSS 市场发展起到了较强的推动作用，由于 3G 网络对电信运营支撑系统的需求体现在 3G 业务的多样性，不断创新的业务类型将对电信运营支撑系统提出源源不断的需求。

3、公司的子公司新媒传信承接了中国移动飞信业务的开发维护和运营支撑的整体外包服务。在新媒传信优质服务的支撑下，飞信业务平台的技术水平大幅提升，系统不断优化，市场推广力度逐步加大，凭借飞信业务“PC 端和手机端免费即时无缝连接的独特优势”，以及中国移动领先的市场地位和强大的客户基础，其用户数量保持了较快的发展势头，截至 2009 年 6 月底，飞信业务的活跃用户数量已达到 5348.42 万户，市场占有率仅次于 QQ 和 MSN，用户数量仍呈高速上升势头。

风险提示：

公司可能面临以下风险：1、对电信行业依赖的风险；2、对飞信运维支撑外包服务业务依赖的风险。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	3,160
发行日期	9.25
预期上市价格（元）	47.27-56.36

国都证券研究所

联系人：姜瑛
电话：010-84183295
E-mail: jiangying@guodu.com
联系人：周红军
电话：010-84183380
E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	北京神州泰岳软件股份有限公司
公司简称	神州泰岳
发行地	深圳
发行日期	2009-9-25
申购代码	300002
发行股数（万股）	3,160
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本（万股）	12,640
每股收益（2008）年	1.40
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）	0.95
发行前每股净资产（元）	4.24

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司概况

公司自成立以来一直专注于 IT 运维管理领域的发展，主营业务为向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供 IT 运维管理的整体解决方案，包括软件产品开发与销售、技术服务和相应的系统集成；公司主营业务涵盖了四大专业方向，即系统网络管理、信息安全管理、服务流程管理和面向电信网络的综合网络管理。公司全资子公司新媒传信是移动互联网运维支撑的专业公司，提供全方位的移动互联网运维领域的技术产品开发、运维支撑服务；控股子公司泰岳通信技术专业从事面向电信主设备厂商和各运营商提供无线网络优化服务。

公司自设立以来，主营业务未发生变化，一直致力于为客户规划 IT 运维管理体系，提升 IT 运维管理水平，进而协助客户提高业务系统，尤其是在线关键业务系统 7×24 小时运行的稳定可靠性。目前，公司已发展为国内领先的 IT 运维管理整体解决方案提供商，拥有中国移动、中国联通、中国电信、华为技术有限公司、人民银行、建设银行、中国人寿保险股份有限公司、上海证券交易所、中国证券登记结算公司（包括其上海和深圳公司）、中国海洋石油总公司、国家电网公司、国务院办公厅、全国政协办公厅、国家地震局、北京市人民政府、新华通讯社、中央人民广播电台等众多优质客户。

公司的主营业务为 IT 运维管理领域内的软件产品开发与销售、技术服务和相应的系统集成，2006-2008 年公司主营业务收入分产品构成如下：

表 2 公司三年及一期主营业务收入结构

单位：万元

主营业务分类	2006		2007		2008		1H2009	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
软件产品开发与销售	4,805	26%	5,802	13%	8,432	16%	4,057	12%
技术服务	2,728	15%	12,121	27%	31,487	61%	26,730	82%
系统集成	11,228	60%	26,354	60%	12,009	23%	1,841	6%
主营业务收入合计	18,760	100%	44,277	100%	51,928	100%	32,628	100%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2.1 公司的股权结构

公司是民营企业，实际控制人均为自然人，公司的股权结构较分散，公司管理人员、核心技术人员和业务人员都持有公司股份，激励机制较为完善，有利于公司的管理和业务团队稳定。

表 3 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
王宁	1,761	18.58%	1,761	13.93%
李力	1,761	18.58%	1,761	13.93%
齐强	923	9.73%	923	7.30%
黄松浪	774	8.17%	774	6.13%
王国华	733	7.73%	733	5.80%
万能	620	6.54%	620	4.90%
徐斯平	518	5.47%	518	4.10%
汪钺	410	4.33%	410	3.25%
甄岳宾	283	2.98%	283	2.24%
赵林	283	2.98%	283	2.24%
其他股东合计	1,415	14.93%	1,415	11.20%
本次发行公众股	-	-	3,160	25.00%
合 计	9,480	100.00%	12,640	100.00%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2.2 公司的主要财务指标

表 4 公司的主要财务指标

项目	2006	2007	2008	1H2009
营业收入（万元）	18,760	44,277	51,928	32,628
营业利润（万元）	1,406	6,778	10,504	12,688
利润总额（万元）	2,264	9,067	12,417	13,428
净利润（万元）	2,212	8,831	12,055	11,716
总资产（万元）	19,594	22,765	38,012	52,536
净资产（万元）	7,705	13,427	23,369	40,306
流动比率	1.85	2.88	2.66	4.42
速动比率	1.27	2.45	2.43	3.98
应收账款周转率（次）	6.26	7.19	4.86	1.38
存货周转率（次）	2.21	6.07	8.29	2.22
资产负债率	61.94%	41.36%	42.09%	21.13%
净资产收益率	35.34%	82.41%	62.99%	41.49%
每股收益（元）	0.26	1.02	1.4	1.33
每股经营性现金流（元）	1.45	0.77	2.49	-0.81

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2.3 募集资金使用

表 5 公司的募集资金投向

	项目名称	项目计划总投资(万元)
1	飞信平台大规模改造升级	16,840.38
2	电信综合网管产品 Ultra-TIMP	8,813.70
3	无线网络优化平台 Ultra-WOSS	6,422.94
4	IT 监控管理平台 Ultra-ΣM 系列软件	7,149.65
5	运维服务流程管理系统	5,994.23
6	新一代安全运行管理中心 Ultra-SOMC3.0	5,031.90
	合 计	50,252.80

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

公司此次募集资金项目主要围绕现有主营业务及产品领域的客户需求，在原有的技术、产品、客户基础上进行的产品线深度整合、挖掘与提升。募投项目实施后将有利于实现现有业务的升级，进一步提升公司的行业地位和品牌影响力，进一步丰富公司的行业经验，为公司实现持续自主创新和快速成长奠定较为坚实

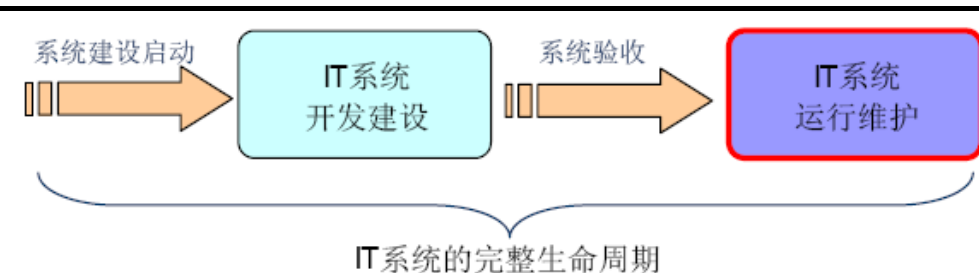
的基础。

3. 行业及公司概况

公司自成立以来一直专注于 IT 运维管理领域的发展，主营业务为 IT 运维管理的整体解决方案。IT 运维管理是企业信息化建设的重要组成部分，是指采用专业的信息技术和方法，对用户的软硬件环境、计算机网络与电信网络、应用系统及运维服务流程等进行的综合管理，其目的是保障系统与网络的可用性、安全性和业务持续性，尤其是保障企业关键业务 IT 系统 7×24 小时的稳定可靠运行，提高其运行效率和服务质量。

当企业的 IT 系统搭建完成后，就需要 IT 部门进行相应的维护管理，以保证 IT 系统的正常运作。随着企业的业务日渐庞杂以及其对 IT 系统依赖程度的不断提高，为了保障 IT 系统的安全稳定运行，更好地服务于用户的业务需求，专业化的 IT 运维管理产品及服务提供厂商应运而生。

图 1 IT 运维的应用阶段

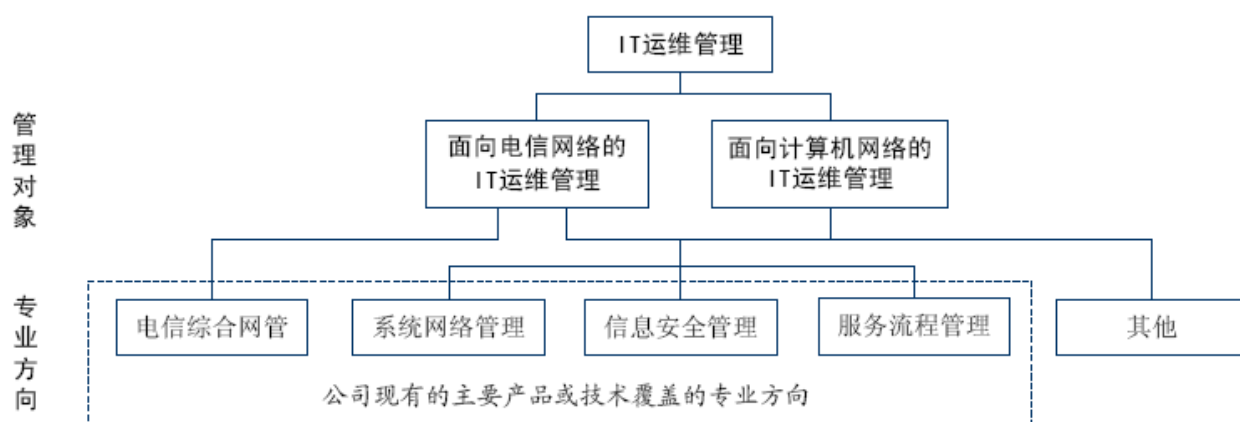


数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

IT 运维管理可以细分为面向计算机网络的 IT 运维管理和面向电信网络的 IT 运维管理，两者管理的对象不同，但其解决方案的总体框架是一致的，其主要功能是为信息系统与网络的安全、稳定和高效运行提供技术保障。

其中，业务服务管理（即 BSM）相关产品与服务是面向计算机网络的 IT 运维管理市场的代表性组成部分；电信运维支撑系统（即 OSS）相关产品与服务是面向电信网络的 IT 运维管理市场的主要组成部分。近年来，兼具计算机网络和电信网络特色的各类电信数据业务的出现，以及电信运营商整合计算机网络管理和电信网络管理的需求的提出，使得 BSM 与 OSS 两类产品及服务呈现出相互融合的趋势。随着计算机网络和电信网络逐步走向融合，这一趋势将日益明显。公司的主要产品就集中在 BSM 市场和 OSS 市场。

图 2 公司产品在网络中的应用情况



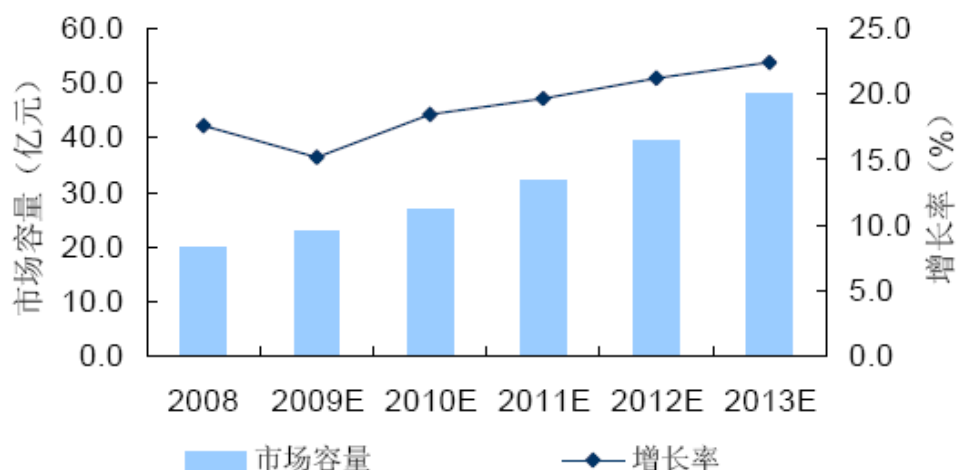
数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

3.1 BSM 行业

BSM 市场产业增速仍然较快

根据IDC的统计数据,2005 年-2008 年我国的BSM解决方案市场规模的年均复合增长率达到 24.4%。IDC同时预测 2009 年-2013 年我国的BSM市场容量将以 19.4%的年均复合增长率保持高速增长,至2013 年达到 47.9 亿元的市场规模。

图 3 国内 BSM 市场规模及增速预测

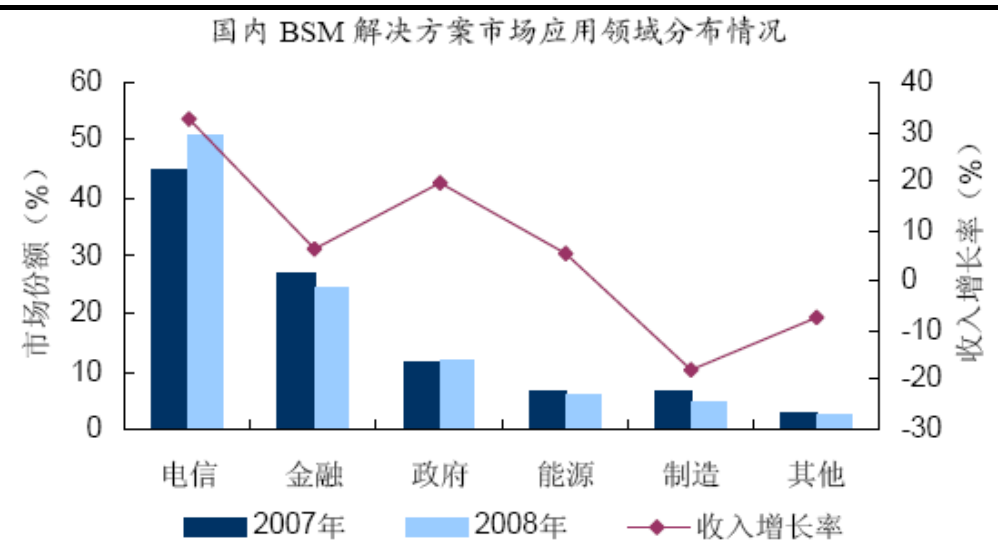


数据来源：IDC，国都证券研究所

国内 BSM 的主要应用领域为 IT 成熟度较高的电信、金融和政府等领域，根

据 IDC 市场研究报告，2008 年上述三个领域内的 BSM 解决方案市场收入占总体市场份额的 86.9%。

图 4 国内 BSM 解决方案市场应用领域分布情况



数据来源：IDC，国都证券研究所

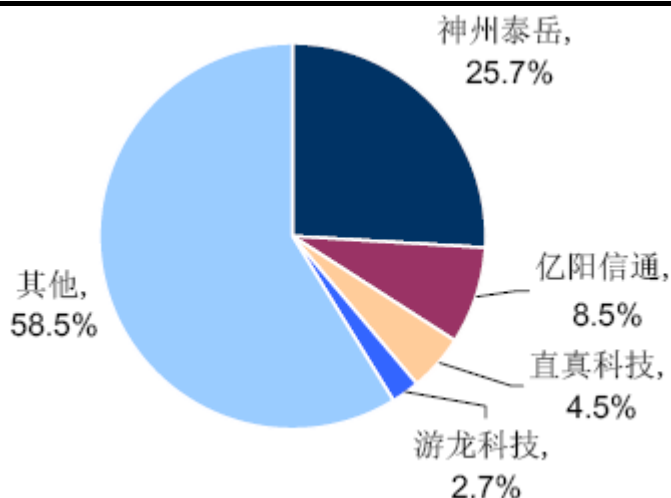
BSM 行业也具有一定的市场集中度

IBM、HP、BMC、CA 等国际厂商均已进入我国 BSM 领域，它们的研发能力，咨询能力和资金实力都较强，但国际厂商对我国市场环境的适应能力相对一般，对我国用户的本土化需求支持不足，在技术服务人员规模和服务成本等方面也不占优势，因此国际厂商通常选择与国内企业合作的方式为我国用户提供服务，或进行产品的本地化工作。

国内 BSM 厂商在为客户提供服务的过程中，对行业的理解和对客户需求的把握日益深刻，逐渐从以国外产品为平台，面向行业和业务进行二次开发，发展到自主开发形成具有自主知识产权的产品。国内厂商以神州泰岳、亿阳信通、北京直真科技、北京游龙网网络科技等企业为代表，具有相对成熟的产品和服务，在国内 BSM 市场中拥有较高的市场份额。

根据 IDC 历年 BSM 解决方案市场研究报告，公司在我国 BSM 领域中处于相对领先地位，2004 年至 2008 年，公司在 BSM 领域的市场占有率分别为 15.0%、15.1%、19.3%、23.6% 和 25.7%，市场份额一直居国内第一且逐年提高。

图 5 2008 年国内 BSM 厂商市场份额



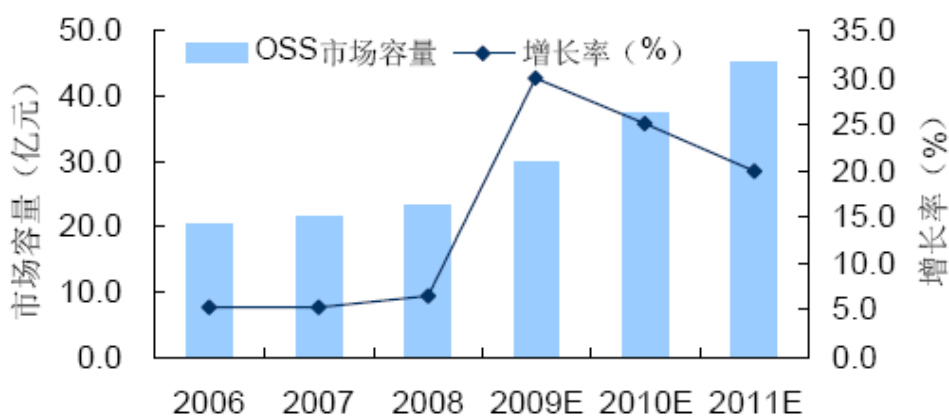
数据来源: IDC, 国都证券研究所

3.2 OSS 行业

3G 业务的逐渐推进推动电信 OSS 需求增长

国内 OSS 的应用领域主要包括电信运营商, 广电、电力、公安等建有专用通信网络的行业以及电信设备制造商三大类。其中, 电信设备制造商的 OSS 市场需求主要集中于面向设备的网络管理系统, 且一般由电信设备制造商自主开发; 建有专用通信网络的行业对 OSS 的市场需求相对较小; OSS 市场的主要应用领域为国内的电信运营商。

图 6 国内 OSS 市场规模及增速预测



数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

国内电信运营商为了适应全业务竞争的市场格局，逐步加大了支撑系统方面的投资力度，以形成良好的运营管理能力。同时，3G网络建设对OSS市场发展起到了较强的推动作用，由于3G网络对电信运营支撑系统的需求体现在3G业务的多样性，不断创新的业务类型将对电信运营支撑系统提出源源不断的需求。

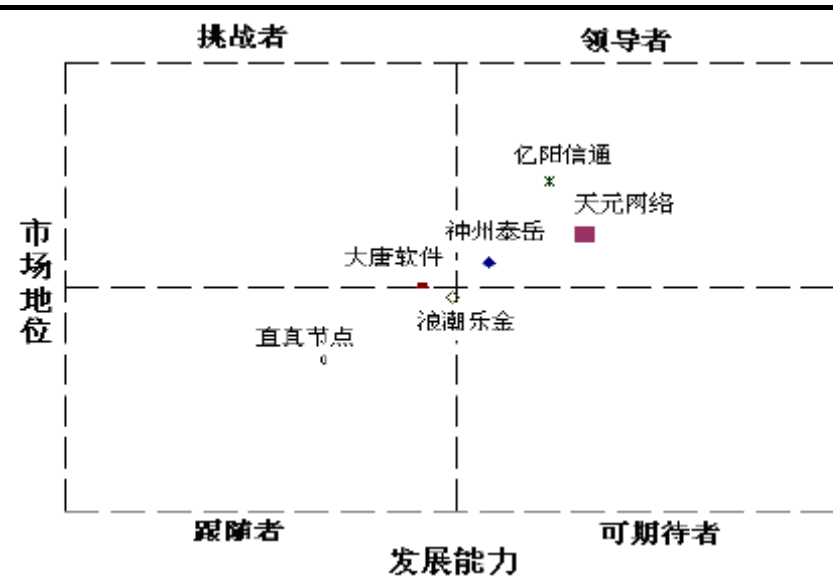
OSS 市场竞争格局稳定

由于国际厂商的 OSS 产品未能较好地适应我国电信行业的特点，而国内的 OSS 厂商具有完整的自主研发能力和丰富的电信运维管理经验，且在人力成本方面占据较大的优势。因此在国内 OSS 市场中，本土厂商占据着市场主导地位，国际厂商的市场份额较小。

国内的 OSS 厂商主要面向电信运营商提供 OSS 产品和服务。电信运营商为了保证 OSS 系统的兼容性和稳定性，大多采用由单一厂商承接其 OSS 特定子系统的多期建设的模式，因此，经过多年的技术发展和各厂商的市场开拓之后，国内 OSS 存量市场的竞争格局已相对稳定。

目前，国内的 OSS 主流厂商包括亿阳信通、北京天元网络、神州泰岳、浪潮乐金和直真科技等。CCID 对国内 OSS 市场的重点厂商进行了评价分析，通过对重点厂商的竞争能力、运行机制、品牌信誉、市场份额、财务状况制、内部运作有效性等因素进行评价得分，认为 2008 年中国 OSS 市场主要厂商竞争格局如下：

图 7 2008 年国内 OSS 市场竞争格局



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

表 6 公司在电信运营商 OSS 系统的市场份额

电信运营商	项目类型	公司所占市场
中国移动	数据网管	14 省
	网管监控平台	总部+31 省
	BOSS 网管	6 省（2 省局部）
	电子运维管理	总部+6 省
中国联通	增值业务综合网管	一期（总部+31 省）；二期（19 省+总部）
	WAP 业务网管	总部+全部 7 个大区节点
	扩展短信平台业务网管	总部+31 省
中国电信	业务集中监控平台	总部+25 省

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

3.3 飞信业务：公司的明星业务

2007 年 3 月，公司基于在 IT 运维管理领域的领先优势，适时的抓住了市场机遇，成立新媒传信承接了中国移动飞信业务的开发维护和运营支撑的整体外包服务。飞信是中国移动的一项移动综合通信服务，是移动通信网络与互联网实现互通的平台，是中国移动最重要的战略性业务之一。

新媒传信为中国移动飞信业务提供全方位运维支撑外包服务，中国移动飞信业务的运营主体根据考核确认的飞信业务活跃用户量向新媒传信结算收入。在新媒传信优质服务的支撑下，飞信业务平台的技术水平大幅提升，系统不断优化，市场推广力度逐步加大，凭借飞信业务“PC 端和手机端免费即时无缝连接的独特优势”，以及中国移动领先的市场地位和强大的客户基础，在 2007 年 6 月正式商用以来，逐步为广大移动用户熟悉和接受，其用户数量保持了较快的发展势头，截至 2009 年 6 月底，飞信业务的活跃用户数量已达到 5348.42 万户。

图 8 2009 年 7 月即时通讯软件日均覆盖人数排名

排名	软件	日均覆盖人数	网民到达率
		万人	%
1	腾讯QQ	12630	75.2%
2	MSN	2049	12.2%
3	飞信	1884	11.2%
4	阿里旺旺2008	1465	8.7%
5	阿里旺旺-淘宝版	720	4.3%
6	新浪UC	298	1.8%
7	Skype	289	1.7%
8	腾讯TM	232	1.4%
9	百度Hi	207	1.2%
10	校内通	162	1.0%

数据来源：艾瑞咨询，国都证券研究所

相应的，公司 2007 年度、2008 年度来自飞信运维支撑外包服务的技术服务收入从无到有实现了大幅增长。2008 年度，公司营业收入为 51,928.29 万元，较上年增长 7,651.64 万元，增幅为 17.28%，而同期公司来自飞信运维支撑外包服务的技术服务收入为 27,783.08 万元，较 2007 年度大幅增长 19,009.16 万元，增幅为 216.66%。

表 6 公司技术服务收入增速

项目	2006 年	2007 年	2008 年	1H2009 年
技术服务收入	2,727.55	12,120.87	31,486.87	26,729.74
同比增速	—	344.39%	159.77%	—
来自中国移动飞信运维支撑外包服务的技术服务收入	—	8,773.92	27,783.08	22,508.75
同比增速	—	100.00%	216.66%	—
在技术服务收入中的比重	—	72.39%	88.24%	84.21%
扣除来自中国移动飞信业务运维支撑外包服务收入后的技术服务收入	2,727.55	3,346.95	3,703.79	4,220.99
同比增速	—	22.71%	10.66%	—
在技术服务收入中的比重	100.00%	27.61%	11.76%	15.79%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

4、公司竞争优势分析

市场品牌与客户资源优势

公司在多年的业务发展过程中积累了一批以电信行业为主，兼顾金融、能源等行业中的大中型企业以及政府机构的优质客户群体。公司与优质客户的合作一方面有力地推动了公司技术水平的不断提高和服务手段的不断改进，另一方面也保障了业务的持续稳定发展。依此形成的良好的市场品牌形象，为公司进一步拓展新的市场空间、保持稳定的增长奠定了坚实的基础。

行业经验优势

行业经验的积累对于 IT 运维管理厂商来说至关重要，公司拥有丰富的电信、金融、能源等行业和政府机构的 IT 运维管理项目实施经验，尤其是在线关键业务 IT 运维管理的经验和方法论。电信领域的 IT 运维管理实践一直是其他行业实施 IT 运维管理的标杆，公司从事电信领域的 IT 运维管理业务已有多多年，常年为

国内三大电信运营商提供运维服务，对电信行业有深入的了解，并积累了丰富的电信行业项目经验。作为电信运营商的重要合作伙伴，公司多次参与电信运营商技术规范的制定，并由此了解和掌握了运营商 IT 系统及其业务的发展规划及建设思路，进一步把握了技术需求和发展趋势。通过对电信运营商的运维需求进行深入分析和梳理，公司积淀了丰富的实践经验并将其向其他行业推广，从而为其他行业的客户提供成熟优质的产品和服务。

技术与产品优势

作为国内 IT 运维管理领域内领先的整体解决方案提供商，公司既有强大的项目实施团队也有专业产品研发团队，形成了良性的技术和产品水平不断提升和创新的机制。公司在计算机网络管理方面的技术水平在行业内处于领先地位，根据 CCID 的研究报告，公司的产品与 IBM、HP、BMC、CA 等国际厂商相比，在可靠性、丰富性、独特性和创新性等方面水平相当，公司所提供的解决方案也符合国内外的相关标准与规范，在理论基础和系统架构上均达到国际一流水平；与国内同行业厂商比较，公司的产品在上述各方面均具有一定的领先优势。

5、盈利预测

表 7 预测公司利润表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	18,760	44,277	51,928	71,045	91,117	114,849
营业收入	18,760	44,277	51,928	71,045	91,117	114,849
二、营业总成本	17,344	37,496	41,424	45,113	55,675	67,940
营业成本	11,548	27,313	25,778	24,460	29,630	35,642
营业税金及附加	340	740	1,390	1,904	2,442	3,078
销售费用	1,275	1,783	1,960	2,487	3,098	3,790
管理费用	3,679	7,984	12,087	16,340	20,501	25,267
财务费用	-22	9	-70	-355	-273	-115
资产减值损失	524	-334	278	278	278	278
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
益	-10	-2	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	1,406	6,778	10,504	25,932	35,442	46,909
加：营业外收入	872	2,289	1,932	1,932	1,932	1,932
减：营业外支出	15	0	20	20	20	20
五、利润总额	2,264	9,067	12,417	27,844	37,354	48,822

减：所得税	69	231	362	2,593	3,544	4,691
六、净利润	2,195	8,836	12,055	25,251	33,810	44,131
减：少数股东损益	-17	5	0	0	0	0
归属于母公司所有者的 净利润	2,212	8,831	12,055	25,251	33,810	44,131
七、每股收益						
每股收益（全面摊薄）	0.17	0.70	0.95	2.00	2.67	3.49

注：每股收益按最新股本摊薄

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

6、估值定价

表 8 可比上市公司市盈率

证券代码	证券简称	市盈率	09 年预测市盈率
002230.SZ	科大讯飞	81.81	58.53
600289.SH	亿阳信通	67.30	26.82
600804.SH	鹏博士	64.20	29.79
002153.SZ	石基信息	55.84	41.00
600570.SH	恒生电子	47.75	33.26
002065.SZ	东华软件	43.32	31.23
002073.SZ	青岛软控	39.31	29.35
600271.SH	航天信息	30.18	25.89
002236.SZ	大华股份	29.43	24.53
600410.SH	华胜天成	27.39	22.20
600446.SH	金证股份	24.63	16.55
平均		46.47	30.83

注：市盈率按照 7 月 31 日的收盘价计算

数据来源：Wind，国都证券研究所

我们预计公司 09-11 年全面摊薄每股收益为 2.00 元、2.67 元和 3.49 元。如上表所示，可比上市公司 08 年平均静态市盈率为 46 倍，09 年的动态市盈率为 31 倍。考虑到公司是 IT 运维管理行业的龙头企业，我们认为公司的估值可以取行业平均水平，对应 09 年合理市盈率在 26-31 倍之间，预期公司二级市场的合理价格为 52-62 元之间，建议一级市场询价为 47.27-56.36 元。

7、风险提示

对电信行业依赖的风险

公司来自电信行业的营业收入占公司当期营业收入的比例在 80%以上，公司对电信行业的运营商依赖程度较高。随着电信行业对 IT 系统运行效率要求的进一步提升，未来几年内公司经营业绩对电信行业的依赖程度依然会比较高。如果未来电信行业的宏观环境发生不可预测的不利变化或者电信运营商对信息化建设的投资规模大幅下降，都将对公司的盈利能力产生较大不利的影响。

对飞信运维支撑外包服务业务依赖的风险

公司是中国移动飞信业务的运维支撑外包服务提供商。飞信业务收入占公司当期营业收入的比例在 50%以上，飞信运维支撑外包服务已经成为公司经营业绩的主要来源。同时，公司本次发行募集资金拟投资于飞信平台大规模改造升级，如果中国移动飞信业务经营状况不佳或中国移动飞信业务运营主体在未来的合作过程中提出解除或不再与公司续签新的合作合同，或在合作过程中降低与公司的合同结算价格，都将对公司盈利能力产生较大不利影响。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。