



# 业绩略低于预期 仍看好未来发展

——国脉科技（002093）2011年三季报点评

2011年10月26日

推荐/维持

国脉科技

财报点评

王玉泉	TMT 小组负责人	wangyq@dxzq.net.cn	010-66507334	执业证书编号: S1480510120008
郭琪	通信行业分析师	guoqi@dxzq.net.cn	010-66507332	执业证书编号: S1480510120010

## 事件:

国脉科技公布2011年三季报，公司2011年1-9月实现营业收入5.84亿元，同比增长14.94%；归属上市公司股东净利润1.07亿元，同比增长30.43%；基本每股收益0.12元。三季度公司实现营业收入1.79亿元，同比增长19.46%；归属上市公司股东净利润2426.72万元，同比增长25.34%。

## 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	186.26	149.70	253.08	200.42	204.39	178.82
增长率（%）	7.36%	35.72%	12.21%	16.64%	9.74%	19.46%
毛利率（%）	43.54%	45.77%	33.78%	53.45%	44.71%	46.70%
期间费用率（%）	24.41%	28.74%	24.19%	20.90%	24.07%	28.91%
营业利润率（%）	17.30%	14.13%	10.47%	27.48%	17.56%	16.02%
净利润（百万元）	28.74	19.36	21.10	48.14	34.51	24.27
增长率（%）	9.09%	19.44%	4.18%	42.11%	20.09%	25.34%
每股盈利（季度，元）	0.072	0.048	0.049	0.111	0.080	0.028
资产负债率（%）	47.28%	50.91%	32.88%	28.99%	24.28%	40.03%
净资产收益率（%）	5.99%	4.20%	2.33%	4.72%	3.18%	2.12%
总资产收益率（%）	3.16%	2.06%	1.56%	3.35%	2.41%	1.27%

## 评论:

### 积极因素:

- 报告期内，电信服务外包行业景气度持续上升，公司加大了对电信网络技术服务领域的投入和市场开拓力度，业绩持续增长。公司三季度单季度实现营业收入1.79亿元，同比增长19.46%，较二季度增速提升近10个百分点。公司以电信网络集成业务为切入点，进入具有较高进入门槛的电信网络技术服务领域。公司综合毛利率为48.32%，同比提升2.08个百分点，公司高毛利电信网络技术服务的收入占比不断提高，将保证公司全年毛利维持在较高水平。
- 报告期内，公司的期间费用控制较好，前三季度期间费用率同比降低0.71个百分点至24.46%。其中，销售费用率为5.71%，与去年同期持平；管理费用率同比增长0.47个百分点至18.94%。财务费用同比减少121.78%，主要是利息支出减少以及募集资金与公司债券增加导致利息收入增加所致。

**消极因素：**

- 公司预计全年归属上市公司股东净利润增长幅度为10%-40%，略低于我们之前的预期。报告期内，公司存货期末余额较期初余额增加51.03%，主要是尚未完工验收的系统集成项目较多，相关主营业务收入未确认，相应的工程成本尚未结转所致。

**业务展望：**

- 随着3G网络的建设和技术发展，电信运营商为了降低经营成本，将运维服务外包的动力比较强，通信服务市场将持续繁荣。公司明确发展战略，即“两条主线、六大方向”，以电信网络技术服务和系统集成业务为两条主线，以第三方设计咨询，第三方培训业务、教育产业、设备服务、运营商市场服务、IP服务为六大方向，为公司持续稳定的增长提供了有力的保证。
- 在硬件方面，公司在与技术领先的国际设备厂家合作的基础上，进一步强化合作深度，加大在移动互联网、IP网络技术等下一代通信技术领域的服务产品研发与技术储备。在软件方面，公司的教育业务与网络运维服务业务有很好的互补作用，公司旗下的海峡职业技术学院可以利用公司的工程师资源为学员授课，为公司储备相关的专业人才，同时进一步拓展第三方培训业务。

**盈利预测与投资建议：**

- 我们小幅下调公司2011年-2013年的EPS分别至0.16元、0.22元和0.28元，对应的动态市盈率分别为35倍，26倍和21倍。我们认为公司在电信网络运维行业规模持续扩张的背景下，盈利能力将持续增强，未来几年通过并购以及“两条主线、六大方向”发展战略的实施，公司的规模和市场份额将迅速提升，给予公司2012年EPS35倍PE估值，未来6个月目标价7元，维持对公司“推荐”的投资评级。

**风险提示：**

- 公司募投项目的进展低于预期。

**表 1：公司盈利预测**

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	658.27	760.87	929.21	1130.22	1356.26
(+/-)%	27.46%	15.59%	22.12%	21.63%	20.00%
EBITDA（百万元）	138.18	143.99	180.16	231.22	287.86
(+/-)%	11.14%	4.20%	25.12%	28.34%	24.50%
净利润（百万元）	93.13	103.08	142.63	192.30	241.20
(+/-)%	20.20%	10.68%	38.37%	34.83%	25.43%
ROE	18.17%	10.70%	9.55%	11.84%	13.49%
EPS（元）	0.11	0.13	0.16	0.22	0.28
P/E	52.82	45.14	35.24	26.13	20.84
P/B	3.03	2.61	3.36	3.09	2.81
EV/EBITDA	10.51	13.95	22.07	16.82	13.13

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

### 郭琪

电子信息工程专业毕业，2008年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。