

国脉科技 (002093.SZ)

其它技术服务行业

评级：买入 首次评级

公司研究

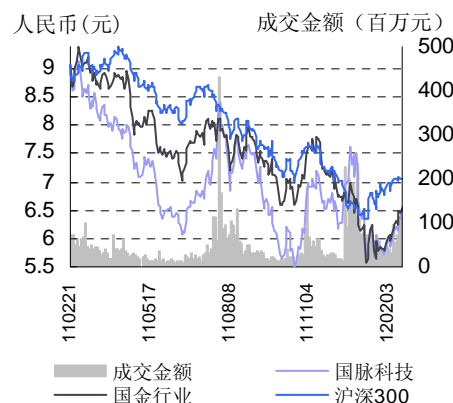
市价(人民币)：6.55元

目标(人民币)：7.35-7.86元

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)	854.00
总市值(百万元)	5,665.75
年内股价最高最低(元)	9.13/5.50
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



拥有服务的 DNA，中长期增长明确

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.349	0.257	0.157	0.207	0.286
每股净资产(元)	1.92	2.23	1.13	1.16	1.24
每股经营性现金流(元)	0.16	0.06	0.08	0.16	0.19
市盈率(倍)	53.18	70.25	41.81	31.58	22.94
行业优化市盈率(倍)	81.78	82.31	67.97	67.97	67.97
净利润增长率(%)	20.20%	10.68%	31.46%	32.39%	37.71%
净资产收益率(%)	18.17%	10.70%	13.85%	17.90%	22.95%
总股本(百万股)	267.00	400.50	865.00	865.00	865.00

来源：公司年报、国金证券研究所

- 电信外包运维服务稳定增长，抗经济周期：**随着市场竞争的加剧，电信运营商普遍意识到网络运行和维护层面实施专业化、低成本外包发展模式，将有利于建立网络及业务的竞争优势。在未来相当长的一段时间内，国内电信外包运维服务市场规模将持续增长。即使在运营商盈利水平下滑的时候，运维外包因能够为运营商节省运营成本，亦能保持稳定增长，具有抗经济周期的能力。第三方的网络维护厂商与设备厂商相比在价格、跨品牌协调和独立性上存在优势，前景广阔。
- 国脉科技深刻理解服务本质，是行业的先行者：**国脉科技是电信运维市场的先行者，公司深刻把握服务业务的本质，懂得如何用低成本、标准化的方式，迅速将服务的队伍壮大。标准化的服务流程和培训体系是公司的核心竞争力。公司未来将逐步从电信设备维护向 IT 运维、设计咨询、ICT 教育服务一体化渗透。
- 和 Juniper 的合作是深度的全面的，包含集成、咨询、服务和培训：**Juniper 在高端路由器和交换机上略强于思科，其在北美取得了相当的市场份额。和一般观点不同，我们认为，在国内 Juniper 和华为的直接竞争并不激烈，主要的竞争存在于 Juniper、华为分别与思科在两个不同层面的竞争。国脉科技二期项目，主要围绕 Juniper 的服务基地建设，涵盖集成、备件、咨询、服务、培训等内容。二期项目建成，公司有望获得 3 年以上的快速增长。同时，国内 IPv6 部署大规模推进，将对国脉科技这样的专业 IP 设备服务厂商带来长期利好。
- 产品+服务的企业网战略：**企业网服务是公司未来新的增长点，主要的进入方式有：1 跟随运营商的行业应用进入企业网；2、跟随 Juniper 的企业网产品进入其运维服务；3、和中国普天合作路由器、交换机，以产品加服务的方式进入。目前公司和中国普天的合作在细节和进度上均未确定，我们暂不做收入盈利测算，后续持续跟踪。

估值与投资建议

- 若不考虑普天合作项目收益以及未来可能的外延式扩张的情况，**谨慎预计 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.16 元、0.21 元和 0.29 元。虽然目前估值较高，但是与普天的合作超预期的可能性很大，以及公司长期增长非常确定，我们给予公司 35×2012EPS 估值，7.35 元。假设 Ka 为 10%，TV 增长率为 5%（纯服务的 DNA 所致），公司的每股价值 APV 估值为 7.86 元。我们给予公司估值区间 7.35 元至 7.86 元，从数据通信行业整体战略机会考虑，首次评级“买入”。

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

赵旭翔 联系人
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

内容目录

电信网络运维市场将持续增长，目前市场集中度低	5
运营商竞争加剧，促进网络运维与非核心业务外包	5
行业集中度较低，服务标准缺失，是制约行业发展的难题	6
运营商资本性开支逐年增加，电信系统集成和咨询业务稳步增长	7
国脉最大合作伙伴 Juniper 在中国核心路由器市场的机会	7
运营商核心路由器市场爆发，Cisco 份额将持续萎缩，Juniper 和华为居上 ..	7
相关市场：Juniper 认证培训含金量极高	8
云计算助推企业网市场	9
云计算兴起，企业和政府加大 IT 基础设施投入，IT 服务市场潜力巨大	9
Juniper、华为、中兴等设备厂商大举进入企业网市场	10
在高端交换机和安全设备领域，Juniper 的性能具有强大的竞争力	11
国内 IPv6 建设为数据通信设备配套服务行业带来机遇	12
电信运维服务领域国脉取得先发优势	13
2006 年 IPO 后公司的实力显著增强，在市场份额、品牌建设及综合业务能	
力上均进入行业第一梯队	13
从 2006 年至 2010 年得主营业务收入构成看，公司的新市场开拓能力较强	
.....	13
公司善于通过投资与合作进行战略布局	13
深刻理解服务业务本质，公司高端人才团队是其核心竞争优势	14
公司深刻理解服务的本质，能够用标准化、低成本的方式迅速扩大服务团队	
.....	14
公司善于引进业内优秀的团队，以此获取行业内关键资源	14
公司和 Juniper 的深度战略合作关系	15
公司和 Juniper 的合作是深度的、全方位的	15
公司再融资项目有助于公司承接 Juniper 在国内的大部分服务业务	15
来自 Juniper 的收入测算	16
企业网战略	17
与运营商的行业应用同行	17
伴随 Juniper 深入企业网	17
与普天合作路由器交换机项目	17
各项业务收入预测	17
电信运维服务	17
企业网服务收入预测	18
系统集成业务	18
费用率预测	19
估值与投资建议	19

相对估值	20
绝对估值	20
投资建议	21
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：按照电信运营商累计资产 2%的谨慎测算电信运维外包市场容量已经 超过 300 亿元	5
图表 2：中国联通 3G 用户市场份额提升，三家运营商竞争日趋激烈	5
图表 3：2009 年全球 GDP 呈负增长，但是电信运维外包业务却增长稳健，表 现出很强的抗周期性	6
图表 4：设备厂商与服务供应商的比较	6
图表 5：国内电信运维服务收入超过 1 亿元企业仅 10 家	7
图表 6：根据国内运营商资本开支，按照 3%的比例测算，目前国内电信网络 建设咨询市场规模超过 100 亿元	7
图表 7：国内运营商千兆路由器市场份额	8
图表 8：全球核心路由器市场份额	8
图表 9：最高端路由器是 Juniper 和 Cisco 的竞赛，目前 Juniper 领先	8
图表 10：全球高端路由器 Cisco 和 Juniper 的份额可比	9
图表 11：全球 JUNIE 和 CCIE 的数量差距甚远	9
图表 12：预计 2013 年国内云计算服务和投资规模将超过 1000 亿元	9
图表 13：保守测算，2013 年国内云计算引起的网络设备市场规模超过 60 亿元 （主要为企业级网络设备）	9
图表 14：设备集群化带来网络连接需求暴增	10
图表 15：国内企业级网络设备规模预测	10
图表 16：2008 年 Juniper 发布 Ex 系列交换机，高调进入企业网	11
图表 17：华为企业网（含网络、计算、存储、软件、集成等）2010、2011E 在国内和全球的销售额	11
图表 18：中兴通讯企业网和云计算全球销售额目标为：2011 年 130 亿元， 2015 年 600 亿元	11
图表 19：Juniper EX8216 综合性能超越 Cisco Nexus 7018	12
图表 20：全球高端安全设备市场统计，Juniper 占据第一	12
图表 21：各厂商防火墙的象限图	12
图表 22：前四大防火墙厂商的实力变化	12
图表 23：2003 年至 2007 年省内和省外收入	13
图表 24：华东、华北、华南已成功拓展	13
图表 25：国脉科技上市后一系列的合作与投资在服务 and IP 两条主线上思路明 确	14

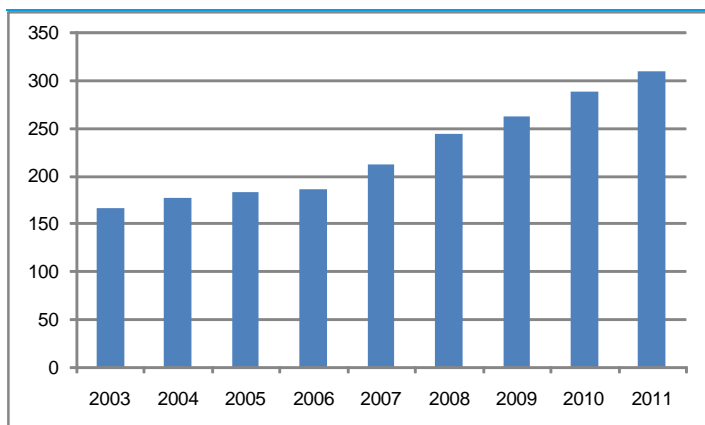
图表 26: 公司高管、董事会、实际控制人主要成员简介.....	15
图表 27: 定向增发募投项目规划	16
图表 28: 国内 Juniper 路由器、交换机维护服务规模测算, 2014 年达 4 亿元	16
图表 29: 预计 2011-2013 年电信网络技术服务收入增速将逐年抬升	18
图表 30: 电信网络技术服务收入明细	18
图表 31: 预计未来三年企业网服务收入将高速增长	18
图表 32: 未来三年网络集成收入平缓增长	19
图表 33: 三项费用率预测	19
图表 34: 选取可比的 A 股电信服务企业, 截止 2012 年 2 月 17 日收盘, 国脉 12 年动态 PE 比行业平均水平低 10%。但国脉的服务属性远高于可比公司, 长期成长更加明确, 应享受更高的估值。	20
图表 35: 假设资金成本为 10%, TV 增长率为 5% (公司纯服务的 DNA 所致), APV 估值为 7.86 元	21
图表 36: APV 敏感性分析 (Ka、TV 增长率变动)	21
图表 37: 销售预测表	22

电信网络运维市场将持续增长，目前市场集中度低

运营商竞争加剧，促进网络运维与非核心业务外包

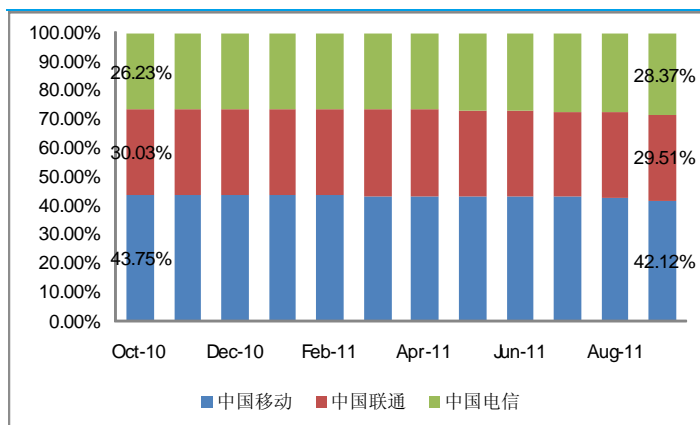
- 随着国内电信运营商重组和 3G 网络的部署完毕，运营商之间的市场竞争更加激烈，这将进一步推动电信服务外包市场的发展和成熟。
- 运营商普遍意识到在网络运行和维护层面实施专业化、低成本外包发展模式，将有利于建立网络及业务的竞争优势。电信网络运维外包市场将长期增长。
- 根据电信运营商累计资产的 2% 测算的电信网络运维外包市场的容量是非常谨慎的，2011 年电信网络外包市场超过 300 亿元。

图表1：按照电信运营商累计资产 2% 的谨慎测算电信运维外包市场容量已经超过 300 亿元



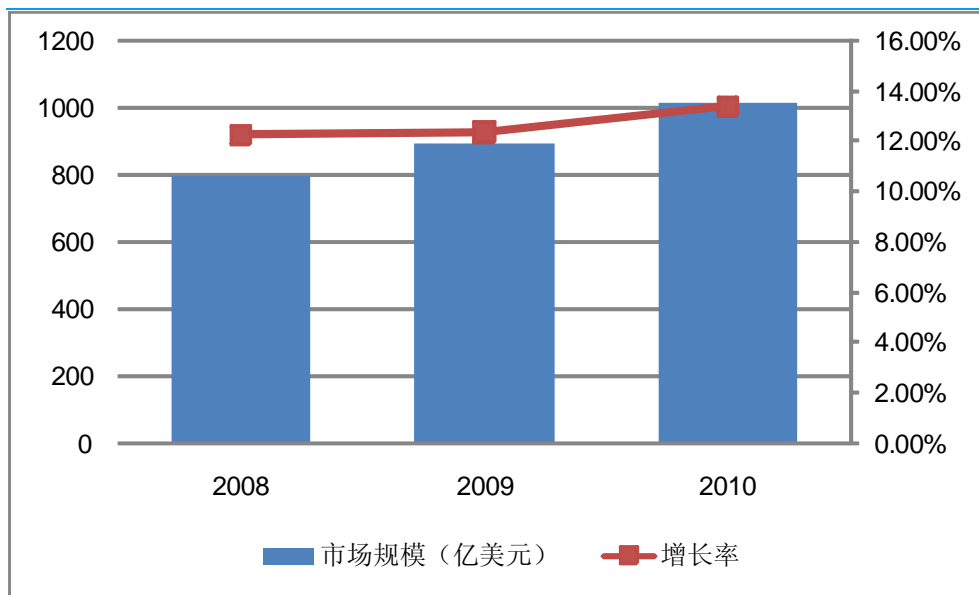
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表2：中国联通 3G 用户市场份额提升，三家运营商竞争日趋激烈



- 电信网络运维外包市场有着较强的抗周期性。这是因为当经济变差的时候，运营商需要压缩 Opex，采用运维外包的方式比雇佣员工更加节省运营成本。2009 年，全球 GDP 呈 -0.6% 的负增长，但是电信网络运维外包业务却增长稳健。

图表3: 2009 年全球 GDP 呈负增长, 但是电信运维外包业务却增长稳健, 表现出很强的抗周期性



来源: 赛迪顾问, 国金证券研究所

- 运营商服务外包服务可以由设备厂商（第二方）提供，也可以由独立的专业电信服务供应商（第三方）提供。第三方厂商，独立性强、本地化程度高、成本低，从长期来看其竞争优势强于第二方厂商。

图表4: 设备厂商与服务供应商的比较

	设备厂商	服务供应商	备注
服务独立性	较差	较强	设备厂商提供其他厂商设备服务时，其独立性和公正性容易受到质疑。
技术	自有设备	较弱	设备厂商对于其他厂商，尤其是与自身不存在竞争的设备领域技术相对较弱。
	其他厂商	较强	
本地化服务	较差	较强	设备厂商的服务本地化程度较差，服务响应时间较长。
服务成本	较高	较低	

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

行业集中度较低，服务标准缺失，是制约行业发展的难题

- 电信网络运维服务行业具有区域性、定制性、小众化的特征。行业集中度低、服务标准缺失是行业当前的特征，据通信网络运维专业委员会 2008 年的抽样调查，全国约有 2000 家以上的电信运维服务企业；根据赛迪顾问数据，至 2010 年服务运维收入在 1 亿元以上的企业仅 10 家。
- 运营商网络结构越来越复杂，设备品牌越来越多，运维服务的难度加大。目前大多数的第三方运维企业，没有形成统一的服务标准，从业人员缺少核心设备实践经验。
- 可见，规模和标准是制约行业发展的两大难题。但同时也给行业内优秀的公司带来整合以及率先树立服务品牌的机遇。

图表5: 国内电信运维服务收入超过1亿元企业仅10家

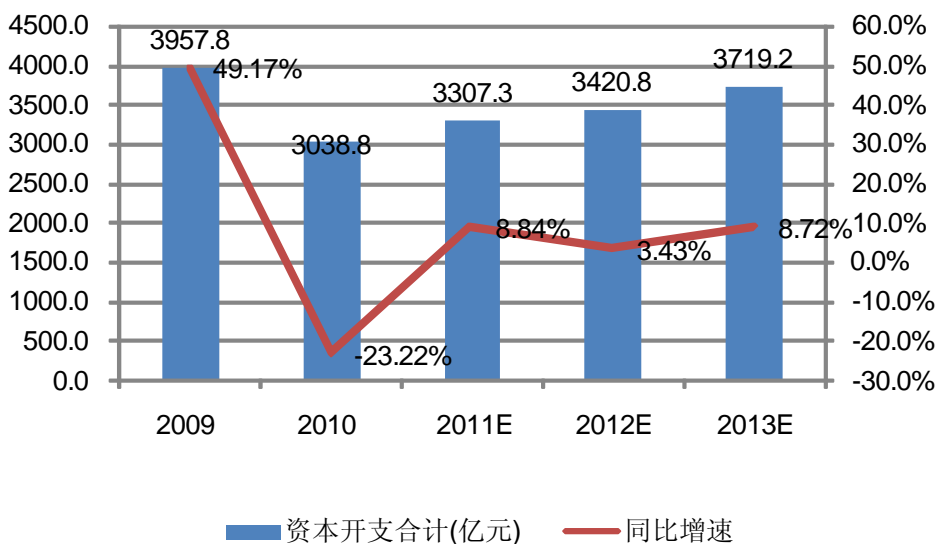
年服务收入范围	公司名称或简称
10亿以上	中国通信服务股份有限公司
5-10亿	亚信科技
	亿阳信通
	中盈优创
1-5亿	国脉科技
	长讯实业
	超讯通信
	武汉贝斯特通信集团
	广东普信科技有限公司
	深圳市云海通讯服务有限公司

来源: 赛迪顾问, 国金证券研究所

运营商资本性开支逐年增加, 电信系统集成和咨询业务稳步增长

- 随着 3G/4G 无线接入、宽带、下一代互联网投资的陆续展开, 运营商的资本性开支持续增加, 这将带来电信系统集成市场容量的持续增加。与电信网络运维服务相比, 系统集成的毛利率较低, 对企业的利润贡献较小。但是电信行业有着显著的行业特性, 运营商倾向于稳定。一般来说, 运营商不愿意更换服务商。在这种前提下, 系统集成业务作为切入新客户的主要方式之一, 对后续的服务有着跑马圈地的意义。
- 根据行业惯例, 在电信网络建设过程中运营商的咨询费用一般占建设投资总额的 3% 左右。所以电信咨询行业的市场容量也跟随着运营商的资本性开支, 以及系统集成的规模增长。预计目前国内电信网络建设咨询行业的市场规模已经超过 100 亿元。

图表6: 根据国内运营商资本开支, 按照 3% 的比例测算, 目前国内电信网络建设咨询市场规模超过 100 亿元



来源: 运营商数据, 国金证券研究所

国脉最大合作伙伴 Juniper 在中国核心路由器市场的机会

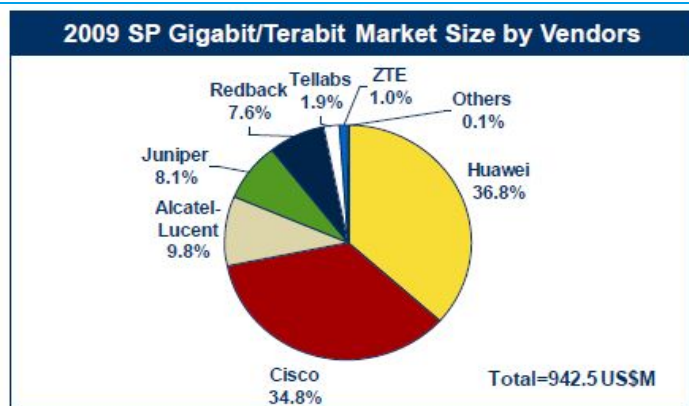
运营商核心路由器市场爆发, Cisco 份额将持续萎缩, Juniper 和华为居上

- 随着 3G 用户的井喷与智能移动终端的普及, 移动应用将呈几何级数增长。新兴移动应用呈现即时性、高流量及长期在线等特性, 全网数据流量将大幅上升。在无线和固网的最后一公里建设完毕后, 互联网的瓶颈将出

现在运营商的骨干网。运营商各级别的路由器将承受更大压力，核心路由器压力最大，因此在未来的一到两年内，运营商骨干网核心路由器市场需求将爆发。

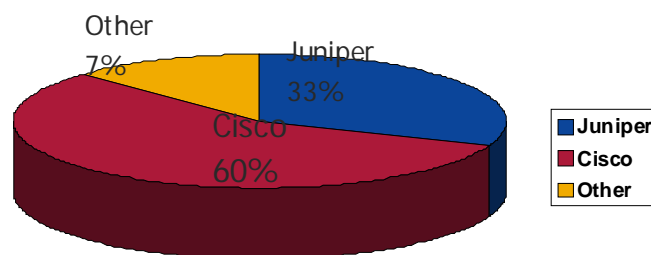
- 在全球核心路由器市场，Cisco 的份额占绝对多数。但是在过去的十年中，Juniper 凭借更优越的性能与更低廉的价格抢占了 Cisco 近 1/3 的份额。在中国核心路由器市场，由于 Huawei 的本土厂商优势，Cisco 的份额仅排名第二，Juniper 的份额仅为 Cisco 的 1/4。

图表7：国内运营商千兆路由器市场份额



来源：IDC，Juniper 公司资料，国金证券研究所

图表8：全球核心路由器市场份额



- 中国核心路由器市场，华为、Juniper 在两个细分层面和思科竞争：
 - **最高端路由器**：Cisco 和 Juniper 对华为仍然保持技术优势，华为在短时间内难以赶超。仅从单板吞吐速率来看，目前 Juniper T4000 已经达到 240Gbps，Cisco 的 CRS-3 也达到了 140Gbps，华为的单板速率还停留在 40Gbps 的时代。如果考察稳定性、容错性、功耗等其他指标，Juniper 和 Cisco 在最高端路由器上则更加领先。

图表9：最高端路由器是 Juniper 和 Cisco 的竞赛，目前 Juniper 领先

	Juniper T1600	Cisco CRS-1	华为NE5000E
单槽位容量	100G	40G	40G
系统容量	1.6T	1.2T	1.2T
空间	半个机架	一个机架	一个机架
	Juniper T 4000	Cisco CRS-3	华为无可比产品
单槽位容量	240G	140G	
系统容量	8T	4.5T	
空间	一个机架	一个机架	

来源：Juniper,Cisco,华为,国金证券研究所

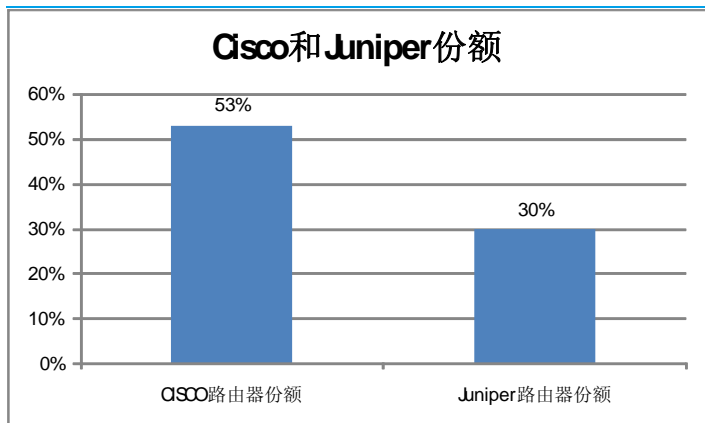
- **次高端路由器**：华为的价格优势、市场资源优势，将有利于其份额进一步扩大。
- 同时，Juniper 对中国市场的开拓仍然在进行中，可以相信在中国核心路由器市场去思科化的进程仍将持续。华为和 Juniper 是主要受益者。

相关市场：Juniper 认证培训含金量极高

- 在全球最高端路由器市场 Juniper 已经成长为和思科相当的份额，但是截止 2010 年全球通过 JNCIE 认证总人数不超过 450 人，仅占全球超过 20000 人的 CCIE 的 2%，相当于 10 多年前的 CCIE 人数。
- Juniper 设备的技术架构与 Cisco 并不相同，同时 Junos 和 Ios 的操作命令区别也很大。

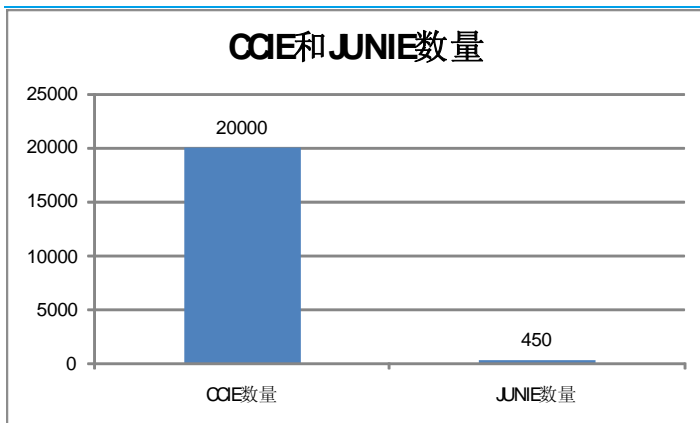
- 因此目前 Juniper 的认证培训的价格，认证后的薪资水平都远远超过 Cisco。因此，Juniper 授权的认证培训机构将获得丰厚的培训收入。

图表10: 全球高端路由器 Cisco 和 Juniper 的份额对比



来源: IDC, 互联网整理, 国金证券研究所

图表11: 全球 JUNIE 和 CCIE 的数量差距甚远

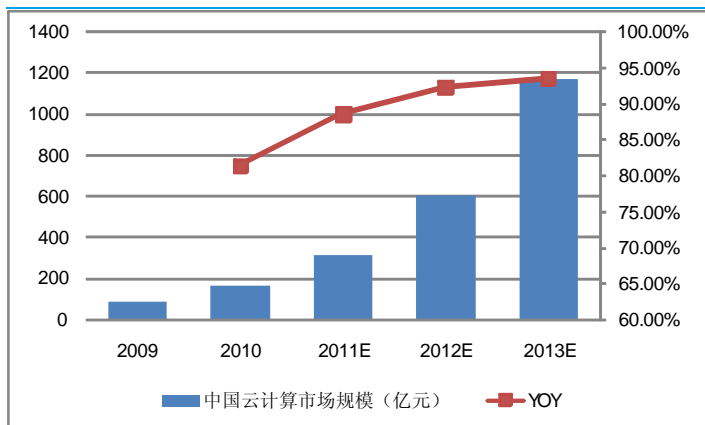


云计算助推企业网市场

云计算兴起，企业和政府加大 IT 基础设施投入，IT 服务市场潜力巨大

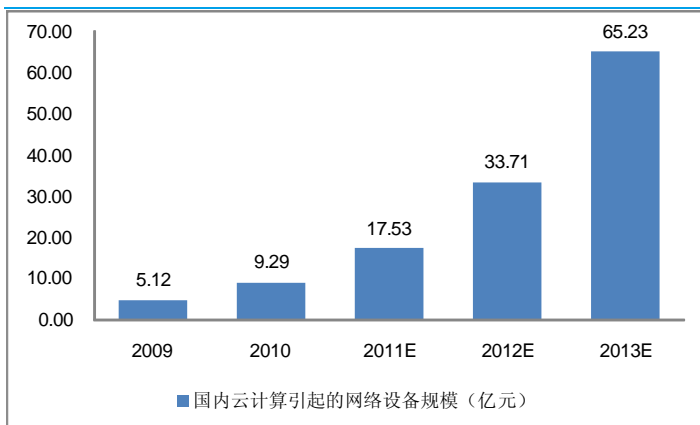
- 根据 CCID 数据预计到 2013 年，国内云计算市场规模（含云计算投资）将达到 1174 亿元，复合增长率高达 91%。
- 假设未来几年中云计算服务和投资市场规模中，投资占比 2/3；在云计算投资中，硬件占比 1/2；在硬件中，网络设备占比 1/6。我们可以保守地测算出：到 2013 年，由云计算引起的网络设备市场规模约超过 60 亿元，而这部分设备将主要是企业级网络设备。

图表12: 预计 2013 年国内云计算服务和投资规模将超过 1000 亿元



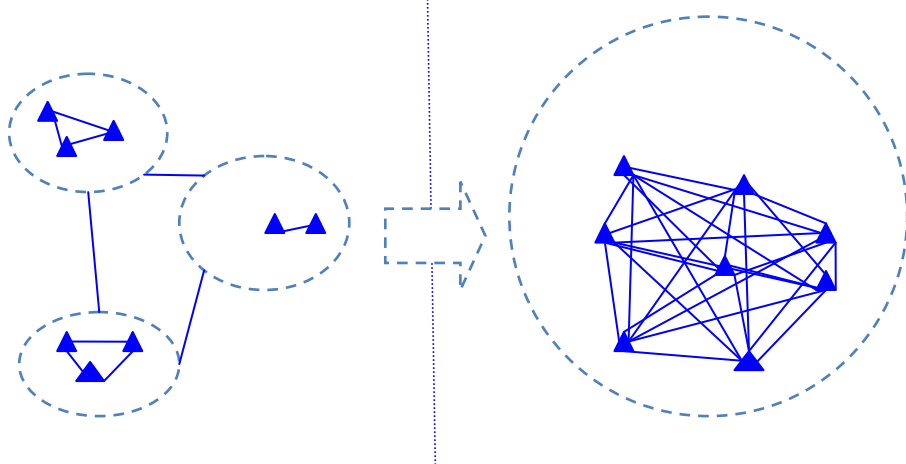
来源: CCID, 国金证券研究所

图表13: 保守测算，2013 年国内云计算引起的网络设备市场规模超过 60 亿元（主要为企业级网络设备）



- 在云计算的模式中，计算设备、存储设备和网络设备中受益最大的细分行业是网络设备。这主要是由于设备集群化带来的网络连接需求非线性增长所致。

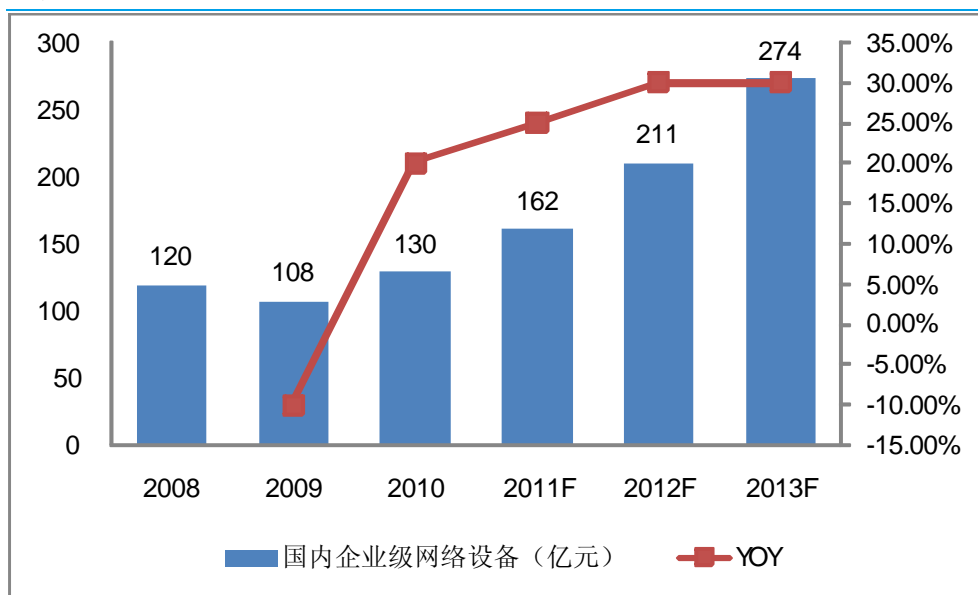
图表14: 设备集群化带来网络连接需求暴增



来源: 国金证券研究所

- 预计受云计算建设的推动, 未来三年国内企业级网络设备将呈现 25%左右的行业增速。预计到 2013 年, 企业级网络设备销售规模将超过 270 亿元。

图表15: 国内企业级网络设备规模预测



来源: 国金证券研究所

Juniper、华为、中兴等设备厂商大举进入企业网市场

- **Juniper:** Juniper 在核心路由器市场上取得成功之后, 于 2008 年推出 EX 系列以太网交换机, 高调进入企业网市场。

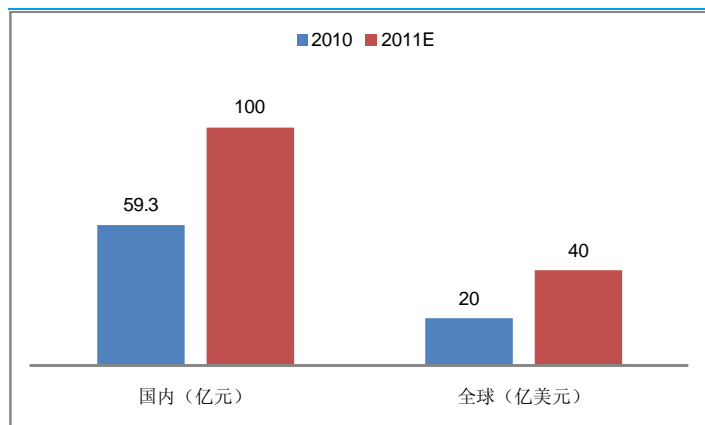
图表16: 2008 年 Juniper 发布 Ex 系列交换机, 高调进入企业网



来源: Juniper 公司资料, 国金证券研究所

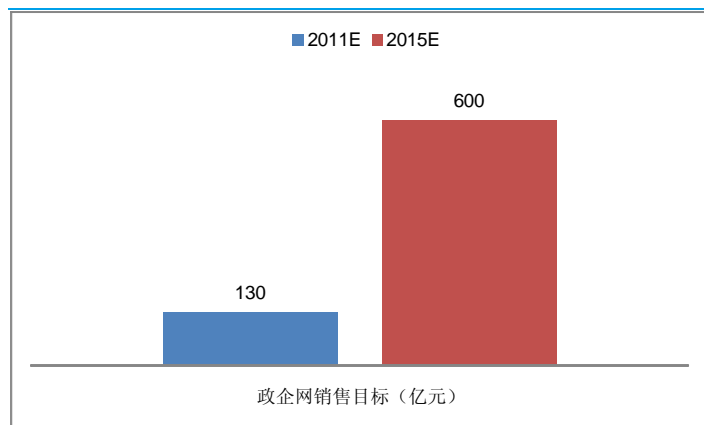
- **华为:** 华为 2006 年底出售 H3C, 直到 2008 年, 华为才重新回到企业网市场。2010 年高调宣布企业网战略, 同年实现企业网全球收入 20 亿美元, 国内收入 59.3 亿元; 预计 2011 年企业网将实现全球 40 亿美元, 国内 100 亿元的收入。
- **中兴通讯:** 2011 年中兴通讯的全球云计算和企业网销售目标为 20 亿美元, 到 2015 年期望达到 600-700 亿人民币 (总营业收入的 1/3 左右), 销售目标的复合增长率超过 50%。

图表17: 华为企业网 (含网络、计算、存储、软件、集成等) 2010、2011E 在国内和全球的销售额



来源: 中兴通讯, 国金证券研究所

图表18: 中兴通讯企业网和云计算全球销售额目标为: 2011 年 130 亿元, 2015 年 600 亿元



在高端交换机和安全设备领域, Juniper 的性能具有强大的竞争力

- **交换机:** 虽然华为等新进入厂商会对 Juniper 造成竞争压力, 但是与运营商核心路由器市场一样, 华为和 Juniper 对思科的竞争也将在两个不同的细分层面上。

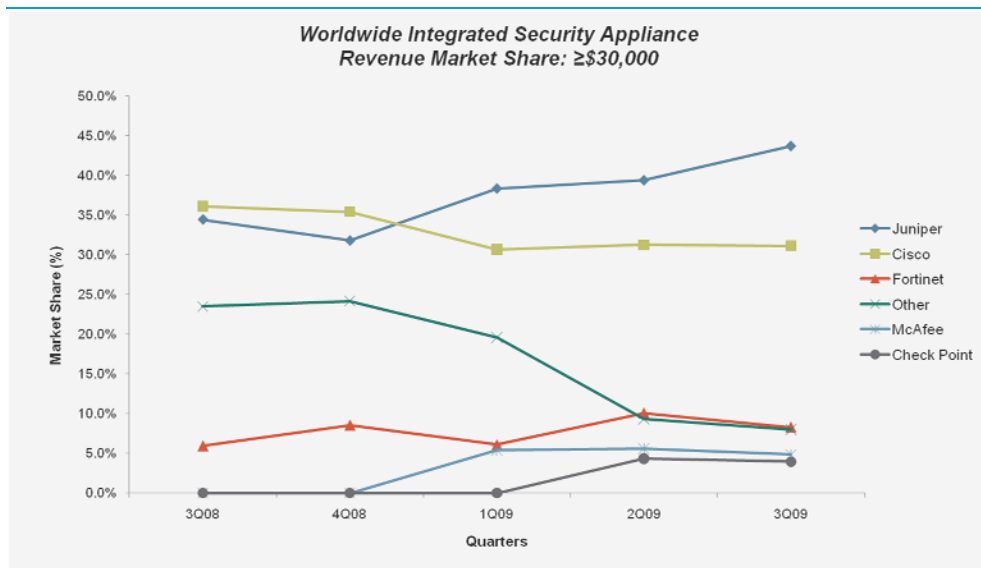
图表19: Juniper EX8216 综合性能超越 Cisco Nexus 7018

	Juniper EX 8216	Cisco Nexus 7018
整机交换带宽	12.4Tbps	15Tbps
整机包转发率	IPv4 : 1920 Mpps IPv6 : 1920 Mpps	IPv4: 960Mpps IPv6: 480Mpps
接口槽位数	16	16
单槽交换带宽	320Gbps	230Gbps
接口缓存	512MB/万兆 42MB/千兆	万兆: 共享模式下每端口1MB输入缓冲, 加每4个端口65MB共享输入缓冲, 每4个端口80MB输出缓冲 千兆: 每端口7.56MB输入缓冲和6.15MB输出缓冲
线数端口数	768千兆或128万兆	768个千兆或128万兆 (64字节和128字节大小数据包非线速)
路由表容量	IPv4: 512K IPv6: 128k	IPv4: 128k IPv6: 2k

来源: Juniper, Cisco, 国金证券研究所

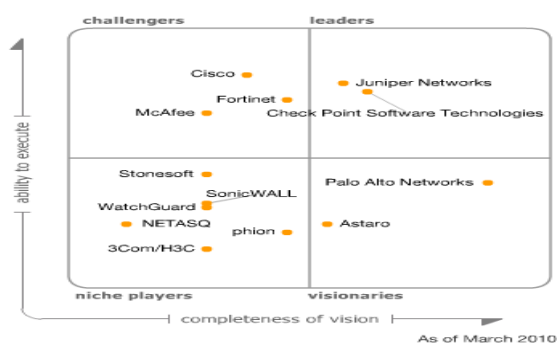
- **防火墙:** 从 2004 年 Juniper 收购 Netscreen 起, Juniper 就在企业安全设备上占据前列。

图表20: 全球高端安全设备市场统计, Juniper 占据第一



来源: Infonetics, 国金证券研究所

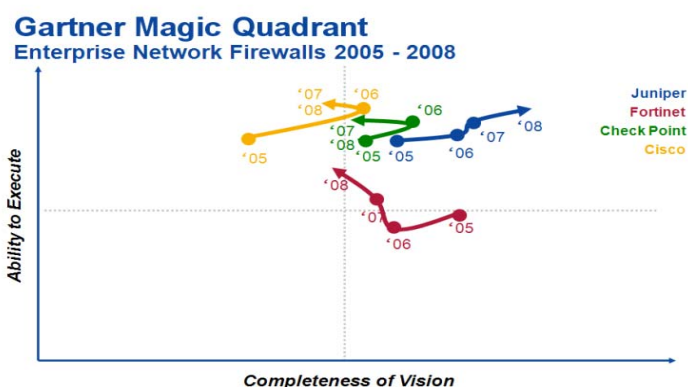
图表21: 各厂商防火墙的象限图



Source: Gartner (March 2010)

来源: Gartner, 国金证券研究所

图表22: 前四大防火墙厂商的实力变化



国内 IPv6 建设为数据通信设备配套服务行业带来机遇

- 2011 年 12 月 23 日, 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 明确了 IPv6 主要目标: 2013 年年底, IPv6 网络小规模商用试点, 形成成熟

的商业模式和技术演进路线；2014 年至 2015 年，开展大规模部署和商用，实现 IPv4 和 IPv6 主流业务互通。

- 目前市场上大多数的路由器（含三层交换机、以及防火墙等三层设备）已经具备了 IPv6 的功能，早期的运营商边缘路由器可能尚不兼容，企业内部也有部分旧路由器不兼容。因此我国加快 IPv6 的推进速度，从客观上加快了早期路由器、边缘路由器、企业级路由器（含三层交换机、防火墙等三层设备）的更新换代。另外，即使所有的路由器和三层设备都已经具备了 IPv6 的功能，开启 IPv6 功能、配置新的路由协议、组建 IPv6 路由网络、建立 v6/v4 之间的通信隧道，将带来大量的组网、调试、优化等服务工作，这些服务工作一部分由设备厂商提供，另一部分由配套的服务厂商提供。因此，IPv6 的大规模推进为数据通信设备配套服务行业带来机遇。

电信运维服务领域国脉取得先发优势

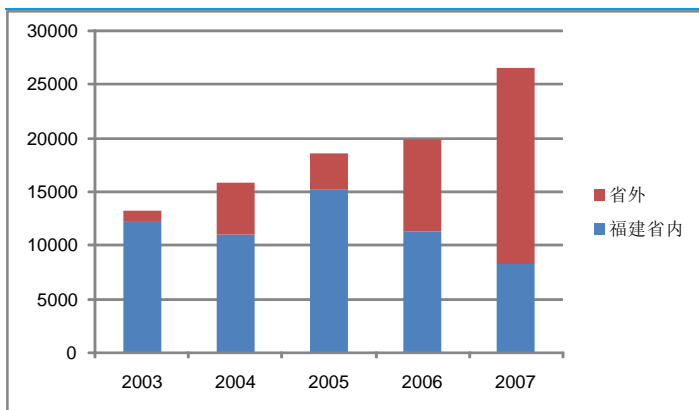
2006 年 IPO 后公司的实力显著增强，在市场份额、品牌建设及综合业务能力上均进入行业第一梯队

- 国脉科技 2006 年 IPO 之后，营业收入从 2006 年 2.02 亿迅速增长至 2010 年 7.61 亿，复合增长率达到 39%。
- 公司通过成立并增资国脉中讯、收购黑龙江国脉规划设计院、海峡技术学院等一系资本运作进行业务和人员扩张，提升了公司的综合业务的服务能力。服务产品从原先的“电信语音网初级设备维护”拓展到现在的“电信全业务综合维护”。公司在 2008 年、2009 年、2010 年、2011 年连续四年获得“通信技术年会”颁发的“年度通信产业技术服务奖”。公司在通信服务行业的品牌优势初步形成。

从 2006 年至 2010 年得主营业务收入构成看，公司的新市场开拓能力较强

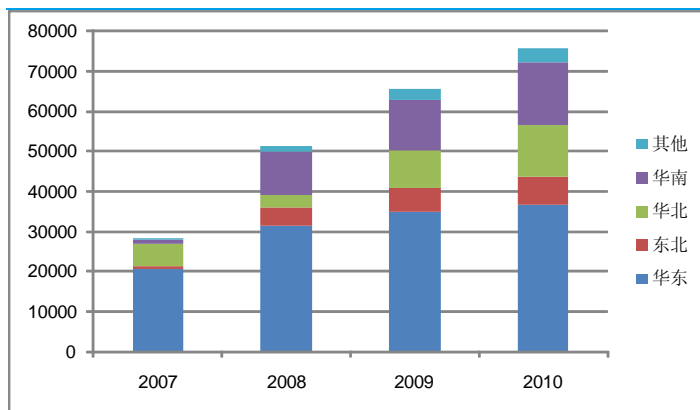
- 公司较早的意识到主营业务收入中，客户过于集中的风险，尤其是集中在省内电信市场。从 2007 年开始，公司大力开拓省外市场。从 2007 至 2010 年公布的数据来看，公司在取得了不俗的成绩。

图表23：2003 年至 2007 年省内和省外收入



来源：公司年报，国金证券研究所

图表24：华东、华北、华南已成功拓展



公司善于通过投资与合作进行战略布局

- 国脉科技自上市以后进行了多次投资与合作事项，这一系列的动作清晰的体现了国脉科技“服务”和 IP 两条主线。
 - 在服务上，公司持续努力解决产能和服务深度的问题。
 - 在 IP 上与 Juniper、圣桥以及普天的合作都会给公司带来质的变化。

图表25：国脉科技上市后一系列的合作与投资在服务 and IP 两条主线上思路明确

时间	事件	意义
2007	增资国脉中讯，主攻IP数据业务	由传统电信网络运维转向IP网络运维
2007	控股黑龙江规划设计院	获得电信咨询规划牌照和团队，有利于开展更高端的咨询业务
2007	和Juniper达成服务合作协议	由原先的从运营商获取订单增加了和大设备商合作的路径
2008	收购海峡学院	解决公司初级人才瓶颈问题，是服务产能的有力保障
2010	收购黑龙江规划设计院其余49%股份	进一步加强公司在电信咨询等高端服务的比重
2010	收购上海圣桥20%股权，进入IP存储	进一步在IP数据业务上深入，布局云计算
2011	与中国普天签订框架协议，共投资30亿元，投资下一代网络设备	走“产品+服务”的道路，充分发挥在Juniper数据产品上积累的经验，具体合作细节尚未确定

来源：公司公告, 国金证券研究所

深刻理解服务业务本质，公司高端人才团队是其核心竞争优势

公司深刻理解服务的本质，能够用标准化、低成本的方式迅速扩大服务团队

- 国脉科技是服务型的公司，服务是其企业的 DNA。国脉科技深刻理解服务业务的本质是：用低成本的方式迅速扩大其服务团队，同时保持边际服务质量的稳定。
 - 2010 年，公司总收入为 7.57 亿元，服务收入为 4.05 亿元。2010 年末公司员工总人数约为 1700 人。人均营业收入约为 45 万元，人均服务收入约为 24 万元（预计这一数据 2011 年将提升至 27 万元）。
 - 2010 年，公司总薪酬福利约为 9044 万元，人均总薪酬福利约为 5.32 万元。
 - 公司人均服务收入水平处于行业内的较高水平，人均薪酬福利水平处于行业内的较低水平。这已经充分说明了公司的核心竞争力。即能够提供低成本、标准质量、规模化的服务。
- 电信运维服务本身具有个性化、小众化的特征，如何实现低成本、规模化、服务质量标准化对管理和培训体系的挑战是很大的。公司善于引进业内优秀的管理团队，重视服务培训体系。国脉对教育和培训行业的投入是公司一大特点。
 - 对海峡学院的课程进行了实务性改造。
 - 资深工程师参与授课。
 - 公司员工的返校培训。
 - 海峡学院既能够为公司输送合格的一线员工和实习生，也成为公司的培训基地，是服务产能的重要保障。

公司善于引进业内优秀的团队，以此获取行业内关键资源

- 国脉科技的一大特色是优秀的管理团队。公司的管理团队背景基本分为两大类，第一类为曾在福建省邮电系统内任职的人员，另一大类为在外资设备商任高管人员。很显然，这样的管理团队丰富的市场资源、技术资源、人脉资源。公司有魄力持续引进这样的管理团队，是一大亮点。
- 同时值得注意的是，近年来公司内部培养的年轻人才也逐渐登上了高管岗位。

图表26：公司高管、董事会、实际控制人主要成员简介

姓名	职务	学历	年龄	主要背景
隋榕华	法定代表人	大学	38	福建省邮电规划设计院、福建省邮电管理局宽带组组长
赵立功	总裁	硕士	53	朗讯（中国）有限公司市场销售副总裁；宝利通（荷兰）上海代表处区域销售总监
陈学华	副总裁	硕士	36	国脉科技培养
谈建中（已离职）	副总裁	大学	57	CDC、DEC、3COM、CHINAQUEST.COM总裁、EMC 中国区副总裁；阿朗亚太区企业事业部（EBG）副总裁
成炯	副总裁	硕士	49	CDC、DEC、3COM 华东区总经理；爱立信中国通信有限公司数据网络业务部中国区总经理
金大明（新提拔）	副总裁	大学	33	国脉科技培养
冯静	董事会秘书	大学	46	福建华福证券投行部负责人
程伟熙	财务总监	大学	40	福建供销大厦公司财务部总经理
于基洵（已辞职）	副董事长	大学	66	曾任福建八闽通信股份有限公司总工、福建省数据局局长、福建省电信公司主任
陈国鹰	实际控制人	大学	48	福建省邮电规划设计院任设计室主任

来源：Wind 资讯，国金证券研究所

公司和 Juniper 的深度战略合作关系

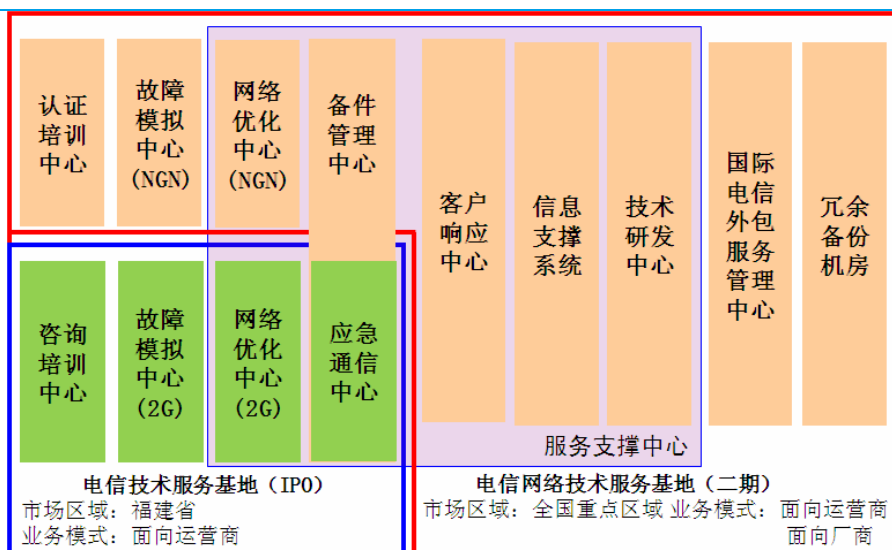
公司和 Juniper 的合作是深度的、全方位的

- 公司在 07 年成为 Juniper 的战略合作伙伴。国脉科技是 Juniper 在中国的三家全国分销总代理之一。
- 三家总代理商中，只有国脉科技是 Juniper 的全球服务合作伙伴，包括：建立网络培训中心、正式授权培训中心、维修库、备品备件库和服务团队。国脉中讯作为专注于 IP 及宽带数据通信领域的方案提供商和服务提供商，IP 数据业务是其最重要的领域。
- 国脉科技与 Juniper 的合作是深度的、全方位的。国脉科技也是 Juniper 在中国的最核心合作伙伴。Juniper 对国脉科技的定位也是

公司再融资项目有助于公司承接 Juniper 在国内的大部分服务业务

- 该项目的背景为国脉科技成为 Juniper 国内独家的服务合作伙伴以后，服务能力一直不足以大规模支撑 Juniper 在国内的服务，因此需要扩建服务支撑基地。通过认证中心、故障模拟中心、网优中心、备件中心、客户响应中心等服务中心的假设，公司有望承接 Juniper 在国内 70%以上的电信网、企业网服务业务。
- 二期项目完成以后，公司不仅在 Juniper 的服务能力得到完善。也会因此具备面向更多设备厂商、更深业务层次的电信外包服务能力。

图表27：定向增发募投项目规划

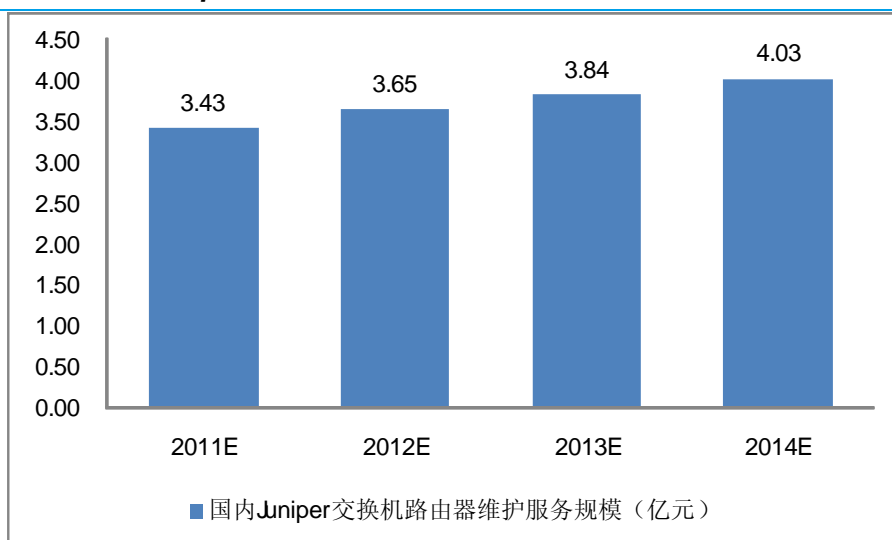


来源：公司增发预案，国金证券研究所

来自 Juniper 的收入测算

- 根据 IDC 对中国路由器交换机市场的份额统计，Juniper 占比 3.1%，2009 年国内交换机路由器的市场规模约为 31 亿美元，合 215 亿元。Juniper2009 年在国内交换机路由器的销售收入约为 $215 \times 3.1\% = 6.67$ 亿元。
- 我们预计 2010-2014 年 Juniper 在国内的销售平稳增长。考虑到网络设备寿命较长，我们按照存量设备 7 年的寿命累计估算，2011 年国内 Juniper 的路由器和交换机存量设备约为 46 亿元。按照 7.5% 的年均维护费计算，Juniper 存量设备 2011 年的维护服务规模为 3.43 亿元。
- 同时我们估计，至 2014 年国内 Juniper 的路由器和交换机存量设备约为 54 亿元，届时 Juniper 的维护服务规模至少达到 4.03 亿元。

图表28：国内 Juniper 路由器、交换机维护服务规模测算，2014 年达 4 亿元



来源：国金证券研究所

- 以上估算均未包含 Juniper 防火墙的收入，因此我们认为该估算很谨慎。
- 目前国脉科技的服务收入约 4.5 亿元，约 15% 来自于 Juniper，收入规模约为 7000 万元。假设完成募投项目后，公司能够承担 Juniper70% 以上的服务，未来三年公司来自 Juniper 的服务收入规模有 2 亿元的提升空间。

企业网战略

与运营商的行业应用同行

- 公司目前的企业网运维咨询等服务主要来自于运营商的行业应用，是被动进入企业网服务，服务收入中约 10%来自于企业网的贡献。随着运营商语音业务和传统增值业务增长乏力，挖掘个人和企业的数据业务需求将成为运营商工作的重点。
- 企业的数据业务的扩张必然带来企业级网络设备维护需求的增加，公司有望与运营商的行业应用同行，逐渐增加在企业网运维市场的收入规模。

伴随 Juniper 深入企业网

- 2004 年 Juniper 收购 netscreen 进军防火墙市场，2008 年 Juniper 研发以太网交换机进入交换机市场。相对于 Juniper 路由器的锐利势头和不俗份额来说，其企业网的表现仍然处于起步阶段。
- 以 Juniper 的第一流的研发实力做保证，Juniper 的全球企业网市场份额必然持续提升。在中国，随着 Juniper 对销售、服务渠道的逐步完善，以及国内云计算建设高潮的到来，其企业网设备也有快速增长的潜力。国脉科技作为最核心的合作伙伴，将分享 Juniper 在企业网的扩张成果。

与普天合作路由器交换机项目

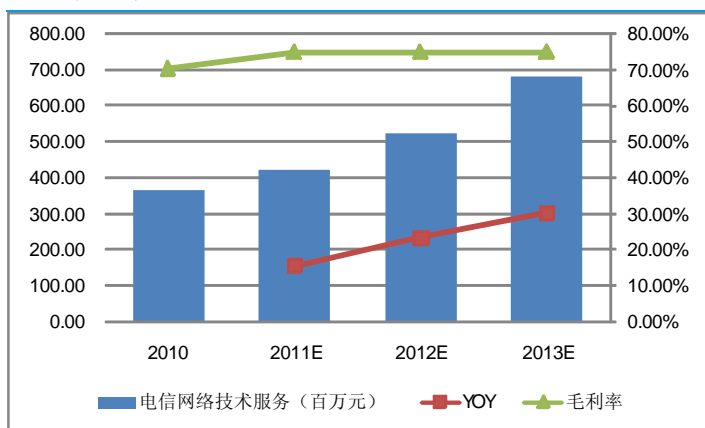
- 国脉科技 2011 年 12 月 12 日发布公告，与中国普天签订合作框架协议。未来将在福建投资 30 亿元，合作中国下一代信息产业研发及生产南方基地项目。研发内容包括下一代超级路由器、超级数据中心交换机及云安全网络产品。
- 我们认为以国脉科技和中国普天现有的基础，未来合资公司研发的路由器、交换机、防火墙可以先进入企业市场；能否进入电信级市场，目前尚不明确，还需要等待进一步的合作细节。
- 届时公司将以“方案+产品+服务”提供商的身份向企业客户提供从设计到运维的一站式网络设备服务。但是考虑到合作的细节和进度尚未确定，我们暂时不对该项目做实质性的测算，具体评估需待实施细节进一步落实。

各项业务收入预测

电信运维服务

- 在我们的统计口径中，电信网络技术服务包含：电信运维外包收入、电信网络咨询收入、海峡学院收入、认证培训收入。预计 2011-2013 年，该口径下，电信网络技术收入分别为 4.24 亿元、5.24 亿元和 6.82 亿元。由于服务本身具有稳定性，我们假设毛利率维持在平均水平 75%。
- 注：2010 年的电信网络技术服务收入中，我们剥离了 10%的企业网收入。

图表29：预计 2011-2013 年电信网络技术服务收入增速将逐年抬升



来源：国金证券研究所

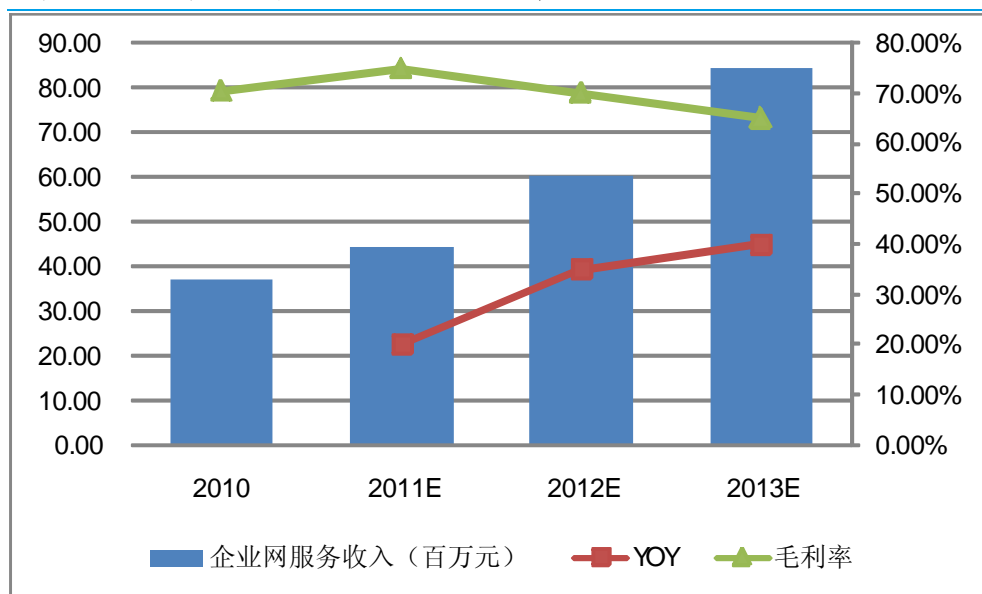
图表30：电信网络技术服务收入明细

	2010	2011E	2012E	2013E
电信设备系统维护服务	20124.86	23143.58	28929.48	37608.32
YoY		11%	15%	25%
电信咨询服务	13416.57	15429.06	18514.87	24069.33
YoY		11%	15%	20%
海峡学院	3192.00	3575.04	4111.30	4933.56
YoY		14%	12%	15%
认证培训	0.00	300.00	800.00	1600.00
YoY			167%	100%
电信网络技术服务合计	36731.79	42447.68	52355.64	68211.20

企业网服务收入预测

- 企业网服务收入主要包含跟随运营商进入行业应用的运维市场，以及跟随 Juniper 企业网设备进入服务市场的收入。但是不显著包括公司和中国普天合作的路由器交换机项目的销售收入，仅考虑该项目会对收入带来正面影响。预计 2011-2013 年，企业网服务收入约为 4472 万元、6037 万元和 8452 万元。由于企业网服务的平均毛利率低于电信网络维护，而公司原先的部分企业网业务来自于运营商，随着其他渠道企业网业务收入的扩大，该项业务毛利率下降趋势。

图表31：预计未来三年企业网服务收入将高速增长

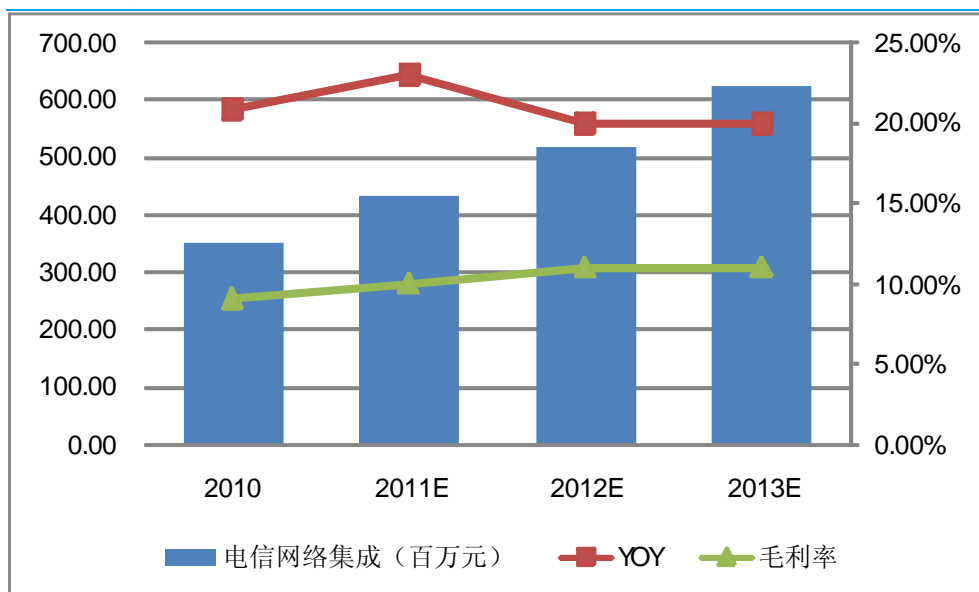


来源：国金证券研究所

系统集成业务

- 系统集成业务对公司利润贡献很小，但是有两个作用：1、通过系统集成切入用户，获取未来的服务收入；2、Juniper 对公司有分销和系统集成的要求。
- 我们预计公司 2011-2013 年，系统集成的收入为 4.34 亿元、5.21 亿元和 6.25 亿元。毛利率维持在 10%-11% 的水平。

图表32: 未来三年网络集成收入平缓增长

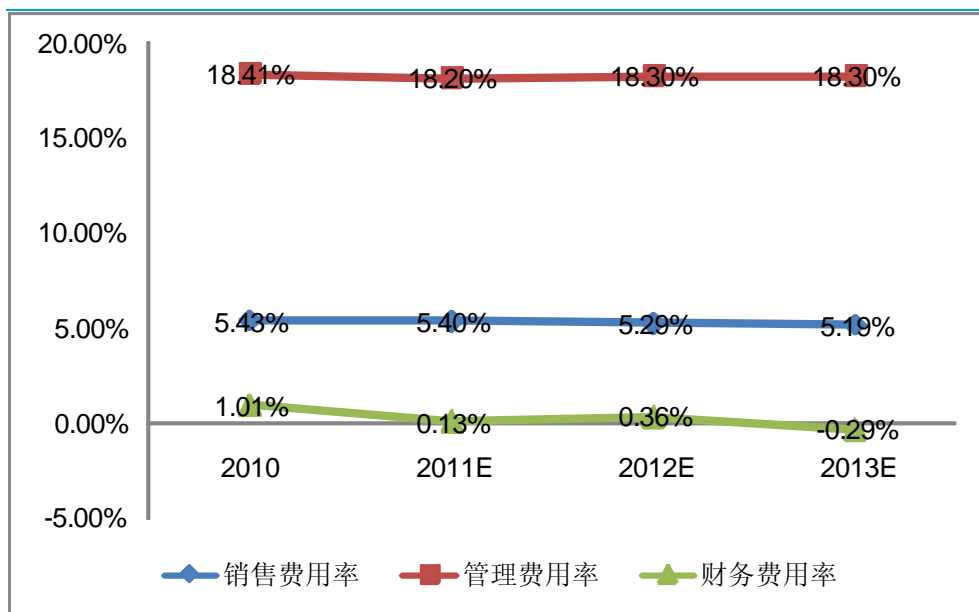


来源: 国金证券研究所

费用率预测

- 我们预计 2011-2013 年, 公司的销售费用为 4878 万元、5847 万元和 7217 万元, 销售费用率为 5.40%、5.29%和 5.19%, 销售费用率下滑的主要原因是来自 Juniper 的服务收入销售费用率较低; 预计管理费用分别为 1.64 亿元、2.04 亿元和 2.57 亿元, 管理费用率将略有提升至在 18.30%, 主要原因是可预见的未来公司对普天国脉的研发投入; 由于公司发行 4 亿元企业债, 2011 年财务费用将于年底转为正数, 预计 2011-2013 年财务费用为 119 万元、397 万元和-403 万元, 财务费用率为 0.13%、0.36%、-0.29%。

图表33: 三项费用率预测



来源: 国金证券研究所

估值与投资建议

- 在没有考虑到与普天合资项目收益以及公司未来可能的外延式扩张的情况下，我们谨慎预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 9.03 亿元、11.05 亿元和 13.92 亿元；EPS 分别为 0.16 元、0.21 元和 0.29 元。

相对估值

- 选取可比的电信行业服务型企业（像国脉科技这种服务比例如此高的公司很少）世纪鼎利、华星创业、中创信测、银信科技、华胜天成、高新兴、天源迪科、亿阳信通。根据各公司已经发布的 2011 年业绩预告，以及我们的预测，截止 2012 年 2 月 17 日收盘，各公司对 2011 年的平均 PE 为 40.12×。根据我们谨慎的预测，国脉科技对 2011 年的 PE 为 40.94×。
- 由于朝阳永续、Wind 资讯等一致预期数据近期均未调整，与实际情况偏差较大，我们仅从行业的角度观察目前股价对 2012 年的 PE 水平。乐观假设，2012 年行业增速为 15%，那么选取的可比公司目前股价对 2012 年的 PE 水平为 34.89×。同样，根据我们的谨慎预测，国脉科技对 2012 年的 PE 为 31.19×。

图表34：选取可比的 A 股电信服务企业，截止 2012 年 2 月 17 日收盘，国脉 12 年动态 PE 比行业平均水平低 10%。但国脉的服务属性远高于可比公司，长期成长更加明确，应享受更高的估值。

公司名称	公司代码	2012年2月 17日收盘价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E(行业 平均增速 15%)
世纪鼎利	300050.SZ	13.35	0.88	0.45		15.17	29.67	
华星创业	300025.SZ	10.99	0.33	0.33		33.30	33.30	
中创信测	600485.SH	9.93	0.28	0.12		35.46	82.75	
银信科技	300231.SZ	25.8	0.67	0.84		38.51	30.81	
华胜天成	600410.SH	10.52	0.38	0.41		27.68	25.66	
高新兴	300098.SZ	20.69	0.46	0.41		44.98	49.98	
天源迪科	300047.SZ	12.98	0.40	0.54		32.45	24.04	
亿阳信通	600289.SH	7.16	0.15	0.16		49.38	44.75	
平均							40.12	34.89
国脉科技	002093.SZ	6.55	0.12	0.16	0.21	53.25	40.94	31.19

注：亿阳信通2011年业绩预增90%以上，基本完全是其转让南京长江三桥10%股权带来投资收益带来的，对结果影响太大，剔除这部分投资收益

来源：公司年报，业绩预告，国金证券研究所预测

- 电信配套企业中，服务型的企业业绩的稳定性高于订单型、项目型和软件销售型企业，未来增长的确性也更高，因此平均估值水平较高。从利润贡献上来说，国脉科技的服务型业务贡献接近 90%，远高于可比公司的水平；同时，国脉科技的服务业务几乎覆盖电信运营商全部类别的网络业务，可比公司或在网络优化、或在网络测试、或在单一品牌服务器运维方面开展业务，服务的深度广度低于国脉科技。我们认为国脉科技是电信配套企业中，唯一以服务本身作为核心竞争力和长期业务目标的企业，应享受更高的估值水平。
- 考虑到公司纯服务的属性，未来长期增长高确定性，以及超预期的可能很大（我们的 EPS 预测中尚未考虑和普天合作项目的贡献以及外延式扩张的可能），我们给予公司 35×2012EPS 估值，7.35 元。

绝对估值

- 采用 APV 估值方法，假设 Ka 为 10%，TV 增长率为 5%，公司的每股价值为 7.81 元。
- 我们之所以把 TV 增长率定在 5%是考虑，国脉科技作为纯服务型公司，深入理解服务业务的本质，服务是公司的 DNA。长期增长明确，稳定性和可持续性都非常高。

图表35：假设资金成本为 10%，TV 增长率为 5%（公司纯服务的 DNA 所致），APV 估值为 7.86 元

I、APV												
每股价值	7.86						TV增长率	5.0%				
企业值	7,004.50						Ka	10.00%				
							债务	172.81				
							投资	147.41				
股票价值	6,802.89						少数股东权益	28.79				
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	34.04	88.02	120.20	219.98	301.22	369.99	436.01	493.71	569.76	638.11	13,400.25	16,671.29
ITS	2.89	3.06	1.03	0.02	0.05	0.08	0.13	0.19	0.25	0.33	6.99	15.02
PV(FCF)	30.95	72.74	90.31	150.25	187.03	208.85	223.74	230.32	241.63	246.02	5,166.38	6,848.22
PV(ITS)	2.63	2.53	0.77	0.01	0.03	0.05	0.07	0.09	0.00	0.00	2.69	8.87

来源：国金证券研究所

- Ka 分别取 9.5%、10%和 10.5%，TV 增长率取 4.5%、5%和 5.5%；对 APV 估值进行敏感性分析，如下表所示：

图表36：APV 敏感性分析（Ka、TV 增长率变动）

敏感性--APV										
Ka			TV计算方法				1 TV增长率 (%)			
			1. TV增长率 (%)				2. FCF/ITS 倍数 (x)			
低	9.50%		低	4.5%			低	40.00		
中	10.00%		中	5.0%			中	30.00		
高	10.50%		高	5.5%			高	20.00		
TV增长率 (%)		4.5%		5.0%				5.5%		
Ka	10.50%	10.00%	9.50%	10.50%	10.00%	9.50%	10.50%	10.00%	9.50%	
股票价值	5,680.67	6,310.83	7,070.66	6,074.51	6,803.13	7,697.53	6,547.11	7,404.82	8,481.13	
发行在外股数	865.00	865.00	865.00	865.00	865.00	865.00	865.00	865.00	865.00	
每股股票价值	6.57	7.30	8.17	7.02	7.86	8.90	7.57	8.56	9.80	
PV(FCF+ITS)/EV(%)	27.8%	25.9%	23.9%	26.1%	24.1%	22.0%	24.3%	22.2%	20.0%	
PV(TV(FCF+ITS))/EV	69.6%	71.8%	74.0%	71.6%	73.8%	76.1%	73.5%	75.9%	78.3%	
估值倍数										
P/B 2010	5.90 x	6.55 x	7.34 x	6.31 x	7.06 x	7.99 x	6.80 x	7.69 x	8.81 x	
P/B 2011	5.80 x	6.45 x	7.23 x	6.21 x	6.95 x	7.87 x	6.69 x	7.57 x	8.67 x	
P/S 2010	7.47 x	8.29 x	9.29 x	7.98 x	8.94 x	10.12 x	8.60 x	9.73 x	11.15 x	
P/S 2011	6.29 x	6.99 x	7.83 x	6.73 x	7.53 x	8.52 x	7.25 x	8.20 x	9.39 x	
P/E 2010	55.11 x	61.22 x	68.60 x	58.93 x	66.00 x	74.68 x	63.52 x	71.84 x	82.28 x	
P/E 2011	41.92 x	46.57 x	52.18 x	44.83 x	50.21 x	56.81 x	48.32 x	54.65 x	62.59 x	
P/E 2012	31.67 x	35.18 x	39.42 x	33.86 x	37.92 x	42.91 x	36.50 x	41.28 x	47.28 x	
EV/EBIDTA 2010	41.72 x	46.18 x	51.57 x	44.51 x	49.68 x	56.02 x	47.86 x	53.94 x	61.58 x	
EV/EBIDTA 2011	32.14 x	35.59 x	39.74 x	34.30 x	38.28 x	43.17 x	36.88 x	41.57 x	47.45 x	
隐含的TV估值倍数										
隐含的FCF倍数	17.42 x	19.00 x	20.90 x	19.09 x	21.00 x	23.33 x	21.10 x	23.44 x	26.38 x	
隐含的增长率	4.50%	4.50%	4.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.50%	5.50%	5.50%	

来源：国金证券研究所

投资建议

- 虽然目前估值较高，但是考虑到：1、公司与普天的合作以及潜在的外延式扩张带来的超预期的可能性很大（我们尚未考虑和普天合作项目的贡献以及外延式扩张的可能），2、公司的纯服务属性以及公司长期增长非常确定。我们给予公司 35×2012EPS 估值，7.35 元。假设 Ka 为 10%，TV 增长率为 5%（纯服务的 DNA 所致），公司的每股价值 APV 估值为 7.86 元。
- 我们给予公司估值区间 7.35 元至 7.86 元，从数据通信行业整体战略机会考虑，首次评级“买入”。

图表37：销售预测表

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
电信网络集成										
销售收入（百万元）	235.11	291.95	352.89	434.05	520.87	625.04	687.54	742.55	801.95	866.11
增长率（YOY）	64.39%	24.18%	20.87%	23.00%	20.00%	20.00%	10.00%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	12.99%	13.38%	9.09%	10.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
销售成本（百万元）	204.57	252.89	320.81	390.65	463.57	556.28	611.91	660.87	713.74	770.83
增长率（YOY）	60.66%	23.62%	26.86%	21.77%	18.67%	20.00%	10.00%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利（百万元）	30.54	39.06	32.08	43.41	57.30	68.75	75.63	81.68	88.21	95.27
增长率（YOY）	94.66%	27.91%	-17.88%	35.31%	32.00%	20.00%	10.00%	8.00%	8.00%	8.00%
占总销售额比重	45.74%	44.53%	46.59%	48.05%	47.15%	44.91%	42.33%	40.15%	38.19%	37.41%
占主营业务利润比重	11.94%	12.90%	10.12%	10.98%	11.64%	10.82%	9.94%	9.21%	8.57%	8.33%
电信网络技术服务										
销售收入（百万元）	278.85	363.75	367.32	424.48	523.56	682.11	818.53	941.31	1,082.51	1,190.76
增长率（YOY）	125.53%	30.45%	0.98%	15.56%	23.34%	30.28%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	80.78%	72.52%	70.40%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
销售成本（百万元）	53.59	99.96	108.73	106.12	130.89	170.53	204.63	235.33	270.63	297.69
增长率（YOY）	204.83%	86.51%	8.77%	-2.40%	23.34%	30.28%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利（百万元）	225.26	263.79	258.59	318.36	392.67	511.58	613.90	705.99	811.88	893.07
增长率（YOY）	112.39%	17.11%	-1.97%	23.11%	23.34%	30.28%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	54.26%	55.47%	48.49%	46.99%	47.39%	49.01%	50.39%	50.89%	51.55%	51.43%
占主营业务利润比重	88.06%	87.10%	81.60%	80.53%	79.77%	80.53%	80.72%	79.59%	78.88%	78.11%
企业网技术服务										
销售收入（百万元）	0.00	0.00	37.27	44.72	60.37	84.52	118.33	165.67	215.37	258.44
增长率（YOY）				20.00%	35.00%	40.00%	40.00%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	70.40%	75.00%	70.00%	65.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	11.03	11.18	18.11	29.58	47.33	66.27	86.15	103.38
增长率（YOY）				1.35%	62.00%	63.33%	60.00%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利（百万元）	0.00	0.00	26.24	33.54	42.26	54.94	71.00	99.40	129.22	155.07
增长率（YOY）				27.84%	26.00%	30.00%	29.23%	40.00%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	4.92%	4.95%	5.46%	6.07%	7.28%	8.96%	10.26%	11.16%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	8.28%	8.48%	8.59%	8.65%	9.34%	11.21%	12.55%	13.56%
销售总收入（百万元）	513.96	655.70	757.48	903.25	1104.80	1391.68	1624.41	1849.53	2099.83	2315.31
销售总成本（百万元）	258.16	352.85	440.57	507.95	612.57	756.40	863.88	962.46	1070.51	1171.90
毛利（百万元）	255.80	302.85	316.91	395.30	492.22	635.28	760.53	887.07	1029.32	1143.41
平均毛利率	49.77%	46.19%	41.84%	43.76%	44.55%	45.65%	46.82%	47.96%	49.02%	49.38%

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	516	658	761	903	1,105	1,392
增长率		27.5%	15.6%	18.7%	22.3%	26.0%
主营业务成本	-259	-353	-441	-508	-613	-756
%销售收入	50.1%	53.7%	57.9%	56.2%	55.4%	54.4%
毛利	258	305	320	395	492	635
%销售收入	49.9%	46.3%	42.1%	43.8%	44.6%	45.6%
营业税金及附加	-12	-13	-16	-19	-23	-29
%销售收入	2.4%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
营业费用	-34	-41	-41	-49	-58	-72
%销售收入	6.6%	6.2%	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%
管理费用	-97	-126	-140	-164	-202	-255
%销售收入	18.8%	19.2%	18.4%	18.2%	18.3%	18.3%
息税前利润 (EBIT)	114	125	123	164	209	280
%销售收入	22.1%	19.0%	16.2%	18.1%	18.9%	20.1%
财务费用	-6	-6	-8	-1	-4	4
%销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	0.1%	0.4%	-0.3%
资产减值损失	-2	-5	-4	-7	-1	-2
公允价值变动收益	-1	4	4	0	0	0
投资收益	0	0	3	0	2	3
%税前利润	0.0%	0.0%	2.7%	0.0%	0.9%	0.9%
营业利润	106	117	119	155	206	284
营业利润率	20.5%	17.8%	15.6%	17.1%	18.6%	20.4%
营业外收支	1	7	4	9	11	13
税前利润	107	124	122	164	216	297
利润率	20.7%	18.9%	16.1%	18.1%	19.6%	21.3%
所得税	-14	-14	-16	-25	-32	-45
所得税率	12.8%	11.0%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	93	111	107	139	184	253
少数股东损益	16	17	3	4	5	5
归属于母公司的净利润	77	93	103	136	179	247
净利率	15.0%	14.1%	13.5%	15.0%	16.2%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	93	111	107	139	184	253
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	19	22	27	24	28
非经营收益	9	4	-2	11	8	-9
营运资金变动	-24	-93	-101	-107	-76	-109
经营活动现金净流	93	42	25	70	139	163
资本开支	-101	-29	-58	-51	-25	-24
投资	-20	2	-28	-1	0	0
其他	0	0	0	0	2	3
投资活动现金净流	-121	-27	-87	-52	-23	-21
股权募资	14	0	478	0	0	0
债权募资	30	-1	46	92	-200	-199
其他	-26	-12	-34	-18	-142	-163
筹资活动现金净流	17	-13	490	74	-342	-362
现金净流量	-11	2	428	93	-226	-220

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	201	204	677	770	544	325
应收款项	90	168	214	219	257	324
存货	127	112	138	188	227	280
其他流动资产	48	56	105	154	186	229
流动资产	465	539	1,135	1,332	1,214	1,158
%总资产	59.9%	62.7%	76.8%	77.9%	75.6%	74.2%
长期投资	120	124	147	148	147	147
固定资产	147	155	151	158	171	180
%总资产	19.0%	18.0%	10.2%	9.2%	10.6%	11.5%
无形资产	39	39	39	70	72	74
非流动资产	311	321	343	378	392	403
%总资产	40.1%	37.3%	23.2%	22.1%	24.4%	25.8%
资产总计	776	860	1,478	1,710	1,606	1,560
短期借款	119	104	173	0	0	0
应付款项	139	108	147	131	154	196
其他流动负债	21	66	28	167	212	244
流动负债	279	278	348	299	366	440
长期贷款	12	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	2	138	400	200	0
负债	292	280	486	699	566	441
普通股股东权益	419	513	963	979	1,002	1,076
少数股东权益	64	68	29	33	37	43
负债股东权益合计	776	860	1,478	1,710	1,606	1,560

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.290	0.349	0.257	0.157	0.207	0.286
每股净资产	1.571	1.920	2.227	1.131	1.159	1.244
每股经营现金净流	0.350	0.160	0.062	0.081	0.161	0.189
每股股利	0.000	0.060	0.000	0.140	0.180	0.200
回报率						
净资产收益率	18.47%	18.17%	10.70%	13.85%	17.90%	22.95%
总资产收益率	9.99%	10.83%	6.97%	7.92%	11.17%	15.83%
投入资本收益率	16.17%	16.21%	9.19%	9.85%	14.32%	21.23%
增长率						
主营业务收入增长率	92.02%	27.46%	15.59%	18.71%	22.31%	25.97%
EBIT增长率	105.02%	9.55%	-1.47%	32.70%	27.70%	33.97%
净利润增长率	39.63%	20.20%	10.68%	31.46%	32.39%	37.71%
总资产增长率	42.88%	10.91%	71.80%	15.70%	-6.08%	-2.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.2	57.5	80.5	75.0	71.3	71.3
存货周转天数	109.2	123.1	103.5	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	30.5	39.7	47.8	45.0	42.0	44.0
固定资产周转天数	56.2	85.7	72.3	61.2	52.6	42.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.45%	-17.11%	-50.86%	-36.58%	-33.13%	-28.92%
EBIT利息保障倍数	18.8	19.4	16.1	137.8	52.6	-69.5
资产负债率	37.64%	32.57%	32.88%	40.86%	35.27%	28.28%

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	0	0
买入	0	0	1	3	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B