

投资评级

推荐

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.55
总股本(万股)	43,250
流通股本(万股)	33,466
总市值(亿元)	67.25
流通市值(亿元)	52.04
52周高(元)	19.06
52周低(元)	12.12
第一大股东	陈国鹰
持股比例(%)	27.1%
每股净资产(元)	2.43
资产负债率	24.3%

股价走势图



相关报告

一季报点评：国脉科技(002093)：一季度增长开始加速，公司增长拐点已到来——2011.4.20

公司调研报告：国脉科技(002093)：竞争优势突出，增发项目将推动公司进入高速增长轨道——2010.12.22

研发部

何阳阳
 SAC 执业证书编号：S1340510120005
 联系电话：010-68858150
 Email: heyangyang@cnpsec.com

营收小幅增长 盈利能力提高
——国脉科技(002093)半年报点评

● 上半年公司实现营业总收入 4.05 亿元，同比增长 13.05%；营业利润 9,096 万元，同比增长 28.3%；归属母公司净利润 8,265 万元，同比增长 32.0%；实现基本每股收益为 0.19 元。公司中期分配预案为每 10 股转增 10 股。公司预计 1-9 月份净利润同比增长 30%-50%。

● **服务能力制约，收入小幅增长。**电信服务外包行业景气度上升，公司报告期内加大了对电信网络技术服务领域的投入和市场开拓力度，但募投项目尚处于建设期，服务能力仍处于扩张导入期，因此，营业收入小幅增长。细分业务来看，电信网络集成收入达到 1.83 亿元，增长 11.1%；电信网络技术服务收入为 2.20 亿元，增长 14.3%。按地区来看，东北、华中、西部等地区收入增长势头较好。华北、华南业务收入有所下滑。

● **毛利率提升，费用率下降。**上半年电信网络技术服务毛利率同比增加 3.41%至 80%，预计主要是由于公司减少外包比例，同时通过校企合作降低了服务成本。上半年综合毛利率为 49.04%（去年同期为 46.44%）。期间费用方面，销售费用率和财务费用率下降，整体期间费用率下降 1.3 个百分点。上述两个因素使得净利润快速增长。

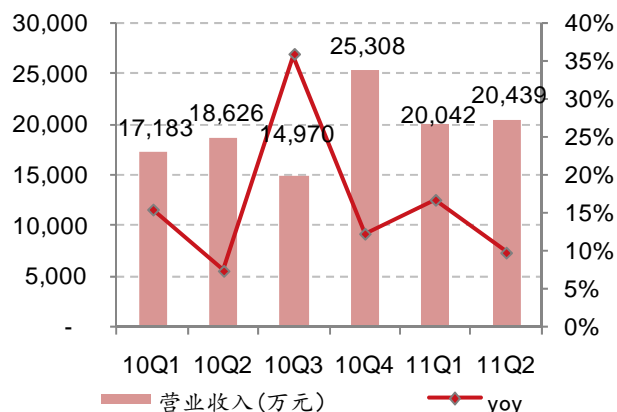
● **拐点已到来，增长有望持续高速。**在电信网络技术服务行业持续成长的大背景下，行业呈现“纵向集中，横向延伸”的趋势有利于公司发展。随着公司二期服务基地的推进，公司将升级至能满足全国市场，同时满足运营商和设备提供商服务需求的业务模式，营收规模将持续壮大。与此同时，公司通过加强培训体系建设，依托公司教育平台进行校企合作，为公司提供基础工程师，优化成本结构，也将进一步拓展第三方培训业务，增加收入；公司与国际设备厂家也有能力进一步强化合作深度，加大在云计算、移动互联网、IP 网络技术下一代通信技术领域的服务产品研发与技术储备。

● **盈利预测与估值：**我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别是 0.37 元、0.59 元和 0.78 元，对应动态市盈率分别为 43 倍、27 倍和 20 倍。我们认为公司增长拐点已至，服务能力的扩张及潜在的并购扩张，将使公司重新进入高速增长趋势，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**1，募投项目建设进度晚于预期风险；2，应收账款规模增大风险。

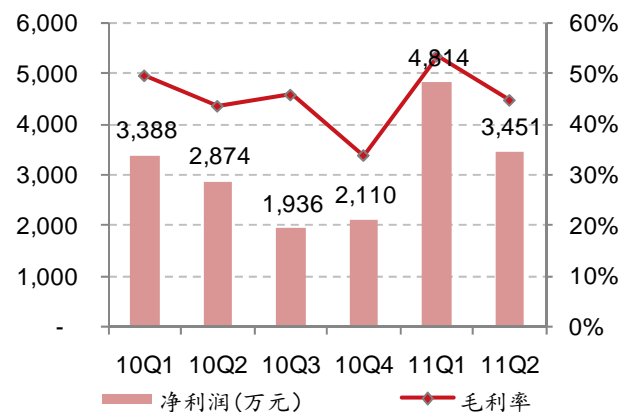
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	658	761	931	1211	1466
(+/-)	27.5%	15.6%	22.4%	30.1%	21.1%
归属母公司股东净利润	93	103	162	254	337
(+/-)	20.2%	10.7%	57.2%	56.6%	32.8%
每股收益(EPS)	0.35	0.26	0.37	0.59	0.78
ROE	17.5%	13.1%	15.4%	21.1%	23.8%
市盈率(P/E)	45	60	41	26	20

图表 1：公司季度收入趋势



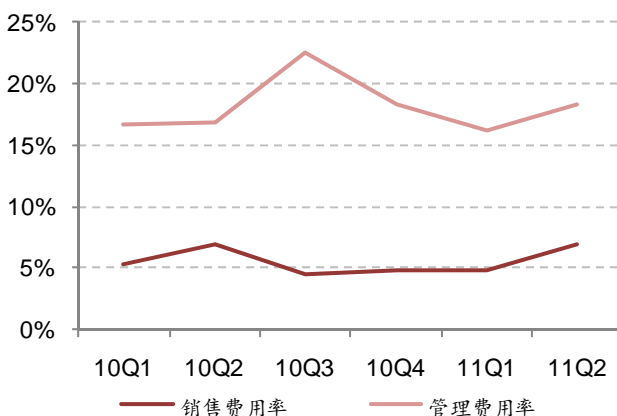
资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 2：公司季度净利润情况和毛利率趋势



资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 3：公司季度期间费用率走势



资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 4：公司季度经营现金流情况



资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 5: 公司盈利预测表 (单位:万元)

资产负债表						损益表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	539	1135	752	973	1174	营业收入	658	761	931	1211	1466
货币资金	204	677	279	363	440	减:营业成本	353	441	492	612	725
应收票据和账款	147	197	205	266	323	营业税金及附加	13	16	19	24	29
预付款项	56	105	83	108	131	营业费用	41	41	49	56	65
存货	112	138	168	218	264	管理费用	126	140	173	206	238
其他	21	17	17	17	17	财务费用	6	8	-5	2	0
非流动资产	321	343	608	676	689	资产减值损失	5	4	6	6	7
固定资产	155	151	409	476	490	加:公允价值变动收益	4	4	0	0	0
无形资产	9	9	16	17	17	投资净收益	0	3	0	0	0
长期股权投资	0	19	19	19	19	营业利润	117	119	197	305	403
其他	157	163	163	163	163	营业外收入	7	4	0	0	0
资产总计	860	1478	1360	1649	1864	营业外支出	0	0	0	0	0
流动负债	278	348	246	352	326	利润总额	124	122	197	305	403
短期借款	104	173	71	137	75	所得税	14	16	29	46	60
应付票据和账款	51	68	66	86	104	净利润	111	107	167	259	342
预收账款	48	64	66	86	104	少数股东损益	17	3	5	5	5
其他	75	43	43	43	43	归属母公司净利润	93	103	162	254	337
非流动负债	2	138	3	3	3	主要财务比率					
长期借款	0	0	0	0	0		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他	2	138	3	3	3	成长能力					
负债合计	280	486	249	356	329	营业收入增长率	27.5%	15.6%	22.4%	30.1%	21.1%
股本	267	433	433	433	433	EBITDA 增长率	7.7%	1.5%	54.5%	59.3%	32.3%
资本公积	4	448	448	448	448	净利润增长率	20.2%	10.7%	57.2%	56.6%	32.8%
留存收益	241	84	197	375	611	总资产增长率	10.9%	71.8%	-8.0%	21.3%	13.0%
归属母公司股东权益	513	964	1078	1255	1491	获利能力					
少数股东权益	68	29	34	39	44	毛利率	46.3%	42.1%	47.1%	49.4%	50.6%
股东权益合计	580	992	1110	1293	1534	期间费用率	26.3%	24.8%	23.4%	21.8%	20.6%
负债和股东权益合计	860	1478	1360	1649	1864	净利率	14.1%	13.5%	17.4%	21.0%	23.0%
						所得税率	11.0%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%
						ROE	17.5%	13.1%	15.4%	21.1%	23.8%
						偿债能力					
						资产负债率	32.6%	32.9%	18.3%	21.6%	17.7%
						流动比率	1.94	3.27	3.06	2.76	3.60
						速动比率	1.41	2.90	2.43	2.24	2.88
						营运能力					
						存货周转率	2.97	3.53	3.22	3.18	3.01
						应收账款周转率	6.10	4.43	4.64	5.14	4.98
						总资产周转率	0.80	0.65	0.66	0.81	0.84
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.35	0.24	0.37	0.59	0.78
						每股净资产	1.92	2.23	2.49	2.90	3.45
						每股红利	0.00	0.00	0.11	0.18	0.23
						每股经营现金	0.16	0.06	0.39	0.45	0.68
						估值指标					
						P/E	44.58	65.25	41.50	26.49	19.95
						P/B	8.10	6.98	6.25	5.36	4.51
						EV/EBITDA	50.71	53.02	31.60	21.62	16.38
现金流量表											
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E						
经营活动现金流	43	27	167	193	296						
税后经营净利润	111	107	167	259	342						
折旧摊销	14	18	19	30	42						
财务费用	7	8	-5	2	0						
存货的减少	15	-28	-29	-50	-46						
应收款项变化	-105	-107	14	-87	-79						
应付款项变动	-3	37	0	40	36						
其它	-2	-12	0	0	0						
投资活动现金流	1	-2	-284	-98	-55						
资本支出	0	0	-284	-98	-55						
其他	1	-2	0	0	0						
筹资活动现金流	18	0	-281	-11	-164						
短期债务	-14	0	-102	67	-63						
长期债务	-12	0	0	0	0						
股权筹资	-0	0	0	0	0						
其他	45	0	-179	-78	-102						
现金净增加额	62	24	-398	84	77						

数据来源: 公司公告, Wind, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。