



业绩平稳增长 待公司多点开花

——国脉科技（002093）2011年半年报点评

2011年8月16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	010-66554041	执业证书编号: S1480510120008
郭琪	通信行业分析师	guoqi@dxzq.net.cn	010-66554039	执业证书编号: S1480510120010

事件:

国脉科技公布2011年上半年报，公司2011年上半年实现营业收入4.05亿元，同比增长13.05%；归属上市公司股东净利润8265万元，同比增长32%；基本每股收益0.19元。二季度公司实现营业收入2.04亿元，同比增长9.74%；归属上市公司股东净利润3451万元，同比增长20.09%。公司半年度资本公积金转增股本预案：以公司2011年6月30日总股本43250万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	171.83	186.26	149.70	253.08	200.42	204.39
增长率（%）	15.37%	7.36%	35.72%	12.21%	16.64%	9.74%
毛利率（%）	49.58%	43.54%	45.77%	33.78%	53.45%	44.71%
期间费用率（%）	22.90%	24.41%	28.74%	24.19%	20.90%	24.07%
营业利润率（%）	22.51%	17.30%	14.13%	10.47%	27.48%	17.56%
净利润（百万元）	33.88	28.74	19.36	21.10	48.14	34.51
增长率（%）	11.72%	9.09%	19.44%	4.18%	42.11%	20.09%
每股盈利（季度，元）	0.085	0.072	0.048	0.049	0.111	0.080
资产负债率（%）	32.27%	47.28%	50.91%	32.88%	28.99%	24.28%
净资产收益率（%）	5.77%	5.99%	4.20%	2.33%	4.72%	3.18%
总资产收益率（%）	3.91%	3.16%	2.06%	1.56%	3.35%	2.41%

评论:

积极因素:

- 报告期内，公司的主营业务稳定增长，电信外包服务业实现营业收入4.03亿元，同比增长12.83%。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，上半年电信网络集成实现营业收入1.83亿元，同比增长11.13%，电信网络技术服务实现营业收入2.10亿元，同比增长14.27%。按分地区的销售情况来看，除华北和华南地区外，其它地区销售均呈现了一定的增长，销售情况良好。其中，东北收入3786万元，同比增长64.40%，华北收入3192万元，同比减少63.27%，华东收入2.13亿元，同比增长5.82%，华南收入1862万元，同比减少27.36%，其它地区收入1.01亿元，同比增长419.89%。其它地区业务收入中，西北4250万元，西南2881万元，港澳台2429万元，华中511万元。华北和华南地区部分项目正在进行中，报告期内还未达到收入确认条件，导致华北和华南地区营业收入较上年同期有所减少。

- 公司的毛利率较去年同期提升2.6个百分点至49.04%，我们预计主要是公司减少了外包服务服务的比例，从而降低了服务成本，电信网络技术服务毛利率同比提高3.41个百分点至79.99%，电信网络集成的毛利率也保持稳定，同比微升0.24个百分点至11.14%。报告期内，公司的期间费用率为22.50%，较去年同期下降1.18个百分点。其中，销售费用率为5.83%，同比下降0.37个百分点；管理费用率为17.22%，同比上升0.46个百分点；财务费用较去年同期减少186.13%，主要是由于偿还部分短期借款导致利息支出减少以及募集资金定期存款导致利息收入增加所致。

消极因素：

- 公司在年初完成增发，募集资金4.76亿元，用以建设电信网络技术服务基地二期。二期工程是对原有基地功能的扩展，可以极大增强公司服务能力，将建设成为公司电信服务业务的综合性技术服务基地。未来建成后使基地在原主要面向福建省市场，向运营商获取业务的模式，扩展为能满足全国市场，同时满足运营商和设备商需求的业务模式。报告期内，公司使用募集资金为74.96万元，投资进度为0.16%，低于我们的预期。

表1：分行业和分产品公司各项指标变化情况（单位：百万元）

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入增减	营业成本增减	毛利率增减
电信外包服务业	402.55	206.30	48.75%	12.83%	7.73%	2.42%
分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入增减	营业成本增减	毛利率增减
电信网络集成	182.64	162.30	11.14%	11.13%	10.84%	0.24%
电信网络技术服务	219.91	44.00	79.99%	14.27%	-2.36%	3.41%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

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也将迅速提升。我们预计公司2011年-2013年的EPS分别至0.37元、0.50元和0.65元，对应的动态市盈率分别为42倍，30倍和23倍，给予公司2012年EPS35倍PE估值，未来6个月目标价17.5元，维持对公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 拟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	984.72	1241.42	1523.11
(+/-) %	27.46%	15.59%	29.42%	26.07%	22.69%
EBITDA（百万元）	138.18	143.99	200.52	265.30	340.28
(+/-) %	11.14%	4.20%	39.26%	32.31%	28.26%
净利润（百万元）	93.13	103.08	158.05	217.51	282.03
(+/-) %	20.20%	10.68%	53.34%	37.62%	29.66%
ROE	18.17%	10.70%	14.75%	17.83%	19.98%
EPS（元）	0.35	0.26	0.37	0.50	0.65
P/E	43.89	59.48	41.89	30.44	23.48
P/B	7.98	6.88	6.18	5.43	4.69
EV/EBITDA	28.86	42.48	29.97	22.33	17.05

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，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。

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。