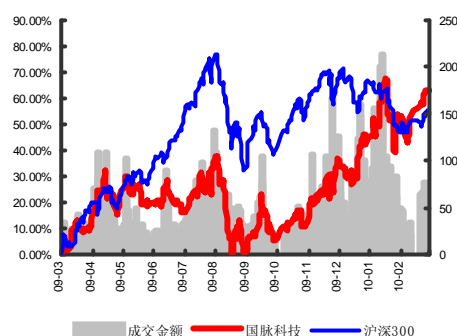


6-12个月目标价	27元
当前股价	20.88元
投资评级	买入

## 基础数据

上证指数	3087.84
总股本(亿股)	2.67
流通A股(亿股)	2.02
流通B股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	42.18
总市值(亿元)	55.75
每股净资产(元)	1.92
ROE	18.17%
资产负债率	32.57%
动态市盈率	38.87
市净率	10.88

## 近一年股价表现



研究员: 薄小明

电话: 0755-83689707

Email: xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期: 2010.03.01

## 相关报告:

- 《国脉科技中报点评》2009.8.14
- 《国脉科技三季报点评》2009.10.22
- 《国脉科技调研报告》2009.11.27

## 江南金融研究所:

联系人: 邱野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路68号航空大厦2902室  
(518031)

根据国脉科技公布的2009年年报,报告期内公司实现营业收入65,827.2万元,同比增长27.46%;实现归属于上市公司股东的净利润9,312.98万元,同比增长20.20%;每股收益0.3488元;基本符合我们的预期。

## 投资要点:

- 2009年我国电信服务外包行业景气度不断上升。行业高景气的原因主要有两个:一是运营商转型和成本控制的迫切性增强;二是3G建设的大规模展开。根据CCID的预测,2009年的市场规模达到430亿元,同比增长22.8%。虽然公司营业收入增速超过预期,但其核心业务电信技术服务的增速在同业内并不理想,原因是公司遇到了人才、资金和管理等方面的束缚。
- 2009年公司从业务结构、地区结构和客户结构上来看都处于持续改善之中。电信网络技术服务在营收中占比已经超过55%,基本实现了从系统集成公司向技术服务型公司的转型升级;福建省内的收入占比降低到30%以下,全国范围的市场拓展和布局已收到成效;并且借助与农业银行6800万元的订单切入金融信息化服务领域,增加了新的利润增长点。
- 2009年公司毛利率为46.19%,较上年下降3.74个百分点,其中电信网络技术服务的毛利率为72.52%,较上年下降超过8个百分点。这主要是由于公司的人才储备尤其是基础工程师队伍远远不能满足全国业务扩张的需求,只能将部分电信服务业务外包,从而导致毛利率有所下降。随着海峡学院的学生2010年开始充实到公司的人才队伍,人力资源紧张的局面将有所改善,有利于公司毛利率的回升。
- 从2010年开始,公司面临的人才、资金和管理等瓶颈将得到缓解。在需求充足的情况下,相应约束的缓解不仅可以为公司营业收入增长的提速创造条件,还可以提高公司的毛利率水平。我们认为营收增长和毛利率的双重提升将使公司于2010-2011年进入新一轮的业绩快速成长期。
- 除了内生性的价值成长外,公司未来几年业绩成长的另一催化剂是并购。公司收购的目标将是具备一定人才储备,区域分布合理的高端服务提供商。公司在收购价格方面比较慎重,通过低PE的收购增厚上市公司的盈利,将成为公司未来几年超常规发展的重要方式。
- 暂不考虑兼并收购因素,预计公司未来三年的每股收益分别为0.54元、0.89元和1.39元,复合增长率超过50%,对应动态市盈率分别为38.87倍、23.46倍和14.99倍。考虑到公司所在行业处于成长期,发展空间极为广阔,2010年开始公司将进入新一轮的快速成长期,并且通过收购实现的外延性成长很有可能超越我们的预期。我们认为至少应给予公司1倍PEG的估值水平,公司6-12个月的目标价位在27元左右,继续给予“买入”的投资评级。

## 财务数据与估值

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	658.27	877.61	1206.54	1677.93
(+/-%)	27.46%	33.32%	37.48%	39.07%
净利润(百万元)	93.13	143.42	237.67	371.89
(+/-%)	20.20%	54.00%	65.71%	56.48%
EPS(元)	0.35	0.54	0.89	1.39
P/E(倍)	59.86	38.87	23.46	14.99
P/B(倍)	10.88	8.71	6.56	4.75

来源: 江南金融研究所

## 一、2009 年公司经营情况回顾

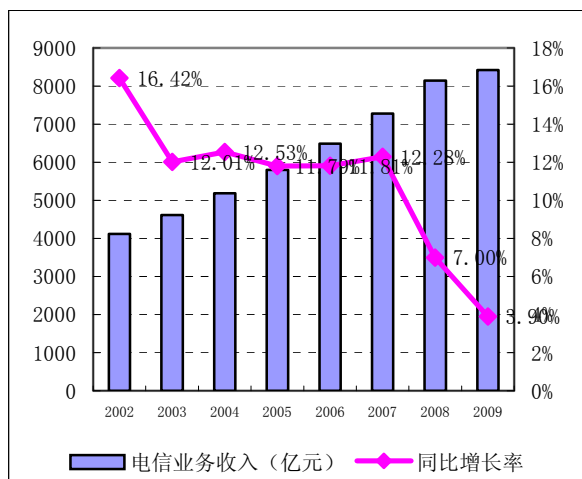
根据国脉科技公布的 2009 年年报,报告期内公司实现营业收入 65,827.20 万元,同比增长 27.46%;实现营业利润 11,738.71 万元,利润总额 12,419.18 万元,归属于上市公司股东的净利润 9,312.98 万元,分别较上年同期增长 10.99%、16.10%和 20.20%;每股收益 0.3488 元。2009 年公司经营业绩基本符合我们的预期。

### 1. 行业持续向好, 营收增长有喜有忧

2009 年,我国电信服务外包化的趋势进一步显现,电信服务外包行业景气度不断上升。行业高景气的原因主要有两个:一是运营商转型和成本控制的迫切性增强;二是 3G 建设的大规模展开。

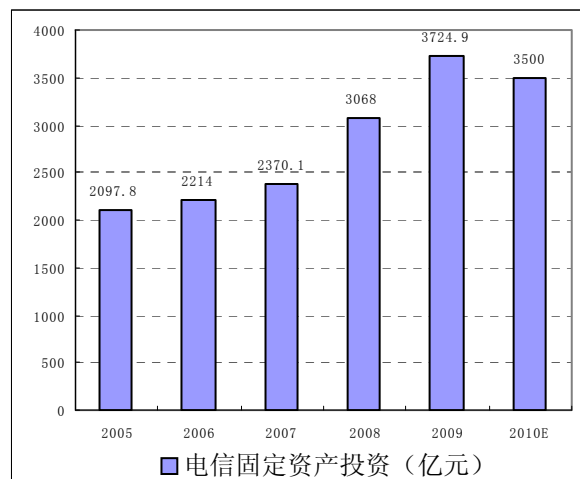
2009 年电信运营收入增速呈快速放缓趋势,全年电信主营业务收入完成 8424.3 亿元,同比仅增长 3.9%,运营商向信息运营转型的压力增大;同时,由于全方位的业务竞争,2009 年电信综合价格水平同比下降了 9%,三大运营商的盈利能力普遍下滑。为了扩大收入、降低成本、加快转型,运营商需要将资源集中到客户维系、市场营销、品牌建设和内容提供等核心业务上,把基础网络的建设、运行和维护等非核心业务外包出来,从而扩大了电信服务外包市场的需求空间。

图1 近年我国电信业务收入及增长率



来源:工业和信息化部、江南金融研究所

图2 近年我国电信固定资产投资情况



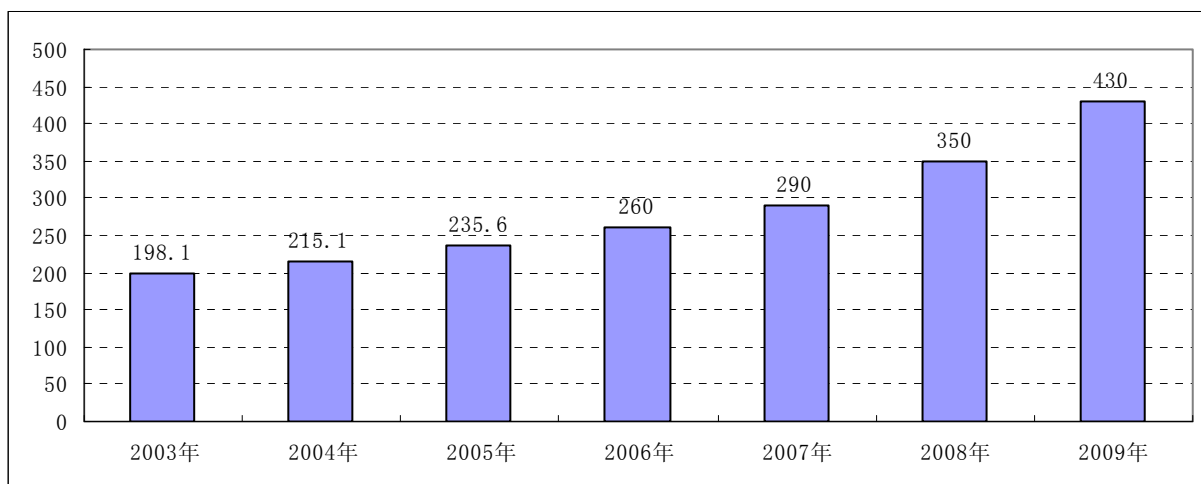
来源:工业和信息化部、江南金融研究所

电信服务外包企业的业务来源包括从运营商获取和从设备商获取两个渠道。2009 年我国完成电信固定资产投资 3724.9 亿元,同比增长 26.1%,其中完成 3G 网络建设直接投资 1609 亿元。从运营商的角度看,为了夺取未来竞争的制高点,技术人员集中精力建设 3G 网络,促使其释放出更多的 2G 网络维护外包工作。工信部加强了对电信基础设施共建共享的要求,共站共维使得运营商自维难以协调,因而也需要将维护外包给独立的服务外包企业。从设备商的角度看,3G 建设任务重、时间紧,施工及维护技术含量增加,

迫使其无法独立完成建设工作，设备厂商对服务外包企业的依赖也在加大。

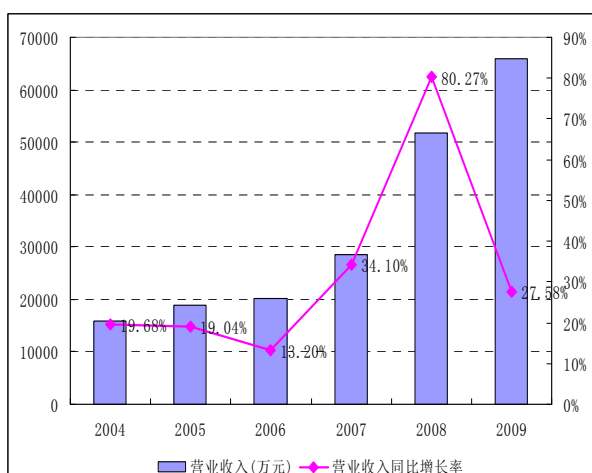
在这两方面因素的作用下，2009年我国电信服务外包市场的需求空间持续增大。根据CCID的预测，2009年的市场规模达到430亿元，同比增长达到22.8%。行业景气度的不断上升为相关企业创造了良好的发展机遇。行业内的主要企业中，山东万博2009年实现业务收入3.25亿元，同比增长82.5%，净利润同比增长125%；广东长实的年产值则从2002年的500万元发展到2009年的4.1亿元，销售额年均增长71%。

图 3 2003 年-2009 年中国电信服务外包市场规模（亿元）



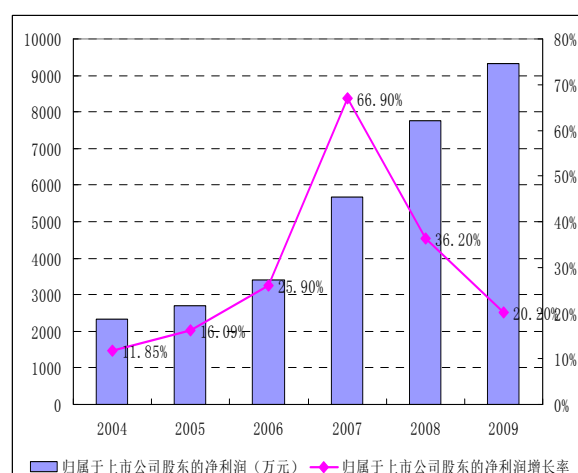
来源：CCID、江南金融研究所

图 4 国脉科技近年营业收入及增长率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图 5 国脉科技近年净利润及增长率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

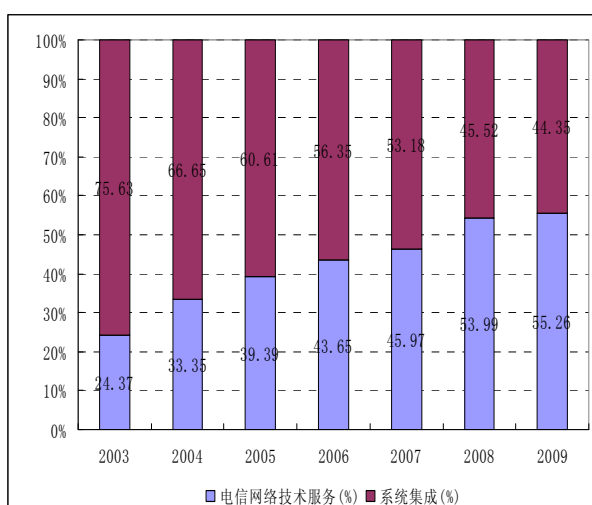
2009年，国脉科技营业收入同比增长27.46%，超过我们调研报告中20.85%的预期，主要是由于公司借助Juniper设备成功打入华南和华北市场，系统集成业务的增速达到24.18%；而公司的核心业务电信技术服务的收入增速为30.45%，与山东万博相比，这个增速并不理想。但是，我们在调研报告中已经指出，公司增速放缓不是因为拿不到市场，而是遇到了人才、资金和管理等方面的束缚。行业内其他公司的高增长率预示着国脉科技解决人才、资金和管理瓶颈后潜在的巨大增长潜力。

## 2. 结构持续改善

公司 2009 年从业务结构、地区结构和客户结构上来看都处于持续改善之中，为下一步的快速发展奠定了良好的基础。

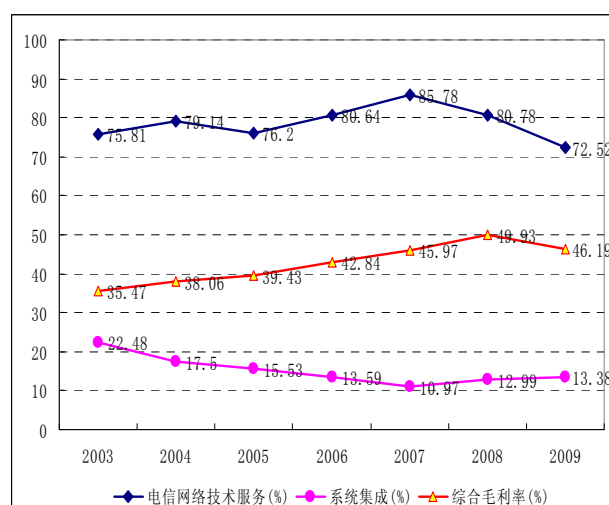
电信网络技术服务毛利率高，是公司的核心业务和发展重点，近年在公司业务收入中的占比呈现不断增加的趋势。2009 年，电信网络技术服务增速为 30.45%，继续高于系统集成业务，在公司营业收入中的占比已经超过 55%。公司的业务结构继续优化，基本实现了从系统集成型公司向技术服务型公司的转型升级。

图 6 国脉科技近年业务构成



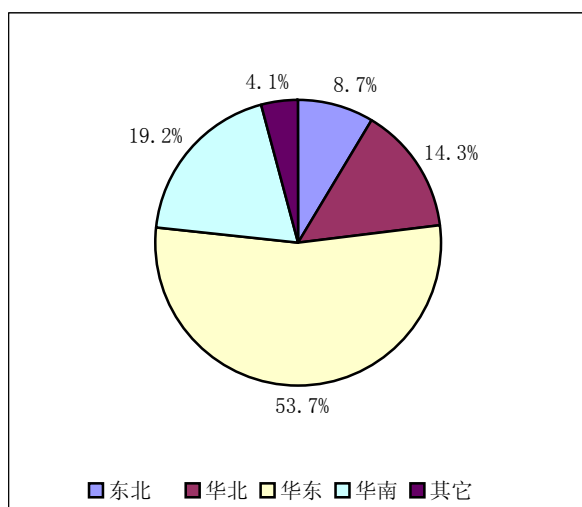
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图 7 国脉科技近年毛利率情况



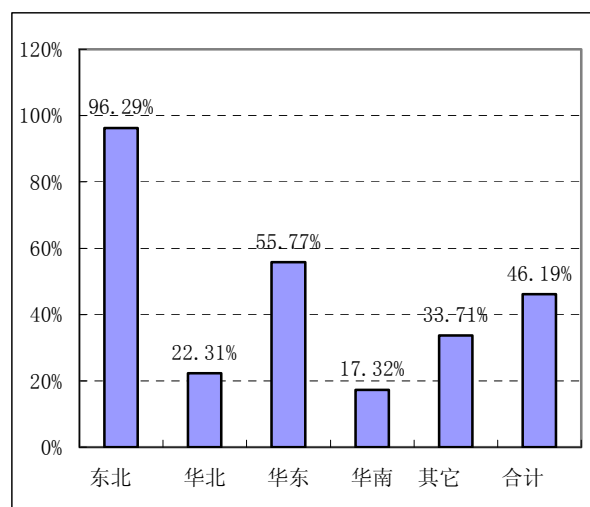
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图 8 国脉科技 2009 年收入的地区结构



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图 9 国脉科技 2009 年分区域毛利率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

从地区结构来看,2009 年公司借助 Juniper 网络产品的系统集成业务在华北和华南进行了成功的业务拓展,两地区合计占营业收入的比重已经达到 33.5%。目前华东地区在公司收入中的占比已经降低到 53.68%,其中还包括了来自浙江的超过 1.15 亿元的收入。我们推测公司 2009 年福建省内的收入在 2 亿元左右,占比降低到 30%以下。这说明公司区域结构单一,对福建省内业务过度依赖的现象已经改变,全国范围的市场拓展和布局已收到成效。

从客户结构来看,2009 年公司在巩固电信市场优势地位的情况下,还与中国农业银行签订了供货与技术服务合同,合同涉及金额约为 6,800 万元。金融行业的信息化投资规模仅次于电信行业,公司成功进入金融信息化服务领域,有利于进一步拓宽市场,增加新的利润增长点。

### 3. 毛利率出现下滑

2009 年公司毛利率为 46.19%,较上年下降 3.74 个百分点,改变了此前 5 年毛利率持续上升的走势;其中电信网络技术服务的毛利率为 72.52%,较上年下降超过 8 个百分点。这主要是由于公司的人才储备尤其是基础工程师队伍远远不能满足全国业务扩张的需求,而当前应届大学毕业生的专业知识结构和实践能力短期内又无法满足工作要求。公司难以通过快速招募来满足人才需求,只能将部分电信服务业务外包,从而导致毛利率有所下降。

从积极的一面看,公司的毛利率仍维持在较高的绝对水平,而且随着海峡学院的学生 2010 年开始充实到公司的人才队伍,人力资源紧张的局面将有所缓解,有利于毛利率的回升。此外,2009 年公司系统集成业务的毛利率达到 13.38%,延续了 2008 年的上升趋势,在国内系统集成行业毛利率普遍下滑的背景下显得尤为难得,这说明公司通过与 Juniper 等高端厂商合作不仅打开了区域市场,而且提高了盈利能力。

## 二、未来两大看点:业绩增长提速和收购兼并预期

公司未来的市场前景取决于以下两点:一是电信服务外包的整体市场规模能否继续扩大;二是公司能否发挥好自身优势,全面保持领先地位。从需求方面来看,2009 年我国共完成 3G 基站建设 32.5 万个,建设规模超过十多年来累计规模的一半。目前的电信服务外包仍以 2G 网络为主,规模巨大的 3G 网络将成为新的需求增长之源,预计未来三年电信服务外包市场的年增长率有望继续加速,达到 30%以上。从公司自身来看,国脉科技定位于高端的第三方电信服务提供商,不仅具备第三方供应商总体上的公正中立、价格低廉和响应速度快的优势,还具有品牌、技术与经验和成本等独有优势。公司在快速增长的市场容量以及领先的竞争优势下有望长期超越行业的增长率,保持持久的内生性成长。



从 2010 年开始,在公司面临的人才、资金和管理等瓶颈逐步缓解的情况下,预计营收增长放缓和毛利率下滑两大问题将得到解决。通过经营海峡职业技术学院和从国际通信厂商引进高级管理人才,公司的人才储备和管理水平有望得到质的提升。公司在年报中表示将进一步拓宽融资渠道,根据资本市场状况,择机实施增发,为公司的发展提供资金支持。在需求充足的情况下,相应约束的缓解不仅可以为公司营业收入增长提速创造条件,还可以提高公司的毛利率水平。我们认为营收增长和毛利率的双重提升将使公司于 2010-2011 年进入新一轮的业绩快速成长期。

电信服务外包市场两极分化,公司所在的高端市场竞争力量薄弱,作为行业龙头和业内唯一的 A 股上市公司,预计未来几年服务外包收入成长应可超越行业平均水平,达到 40%-50%。系统集成方面,公司着重于与高端路由器、网络存储、安全等技术上先进的厂商合作,以系统集成作为切入点,重在获取后期的服务市场。电信网络 IP 化是未来技术的发展趋势,Juniper 过去六年复合增长率达到 37%,且表示会全力支持国脉科技,未来在中国的代理和服务可能将全部交给国脉科技。预计未来几年公司系统集成业务的增速可以保持 2009 年 20%以上的水平。

除了内生性的价值成长外,公司未来几年业绩成长的另一催化剂是并购。从必要性来看,运营商对外包企业的规模、能力和服务水平要求越来越高,而快速做大做强最便捷经济的办法就是收购具备一定实力的区域性电信服务公司;公司也必须在国内设备商开始转型以前,尽快抢占国外设备商让出的市场空间,否则从技术、品牌和成本上第三方服务商都将很难与国内的设备商竞争高端服务市场。从可行性来看,我国电信服务外包行业极其分散,行业结构适合整合;随着运营商加强成本控制,行业的利润有变薄的趋势,部分厂商将难以生存,有出售的动机。国脉科技具有上市公司的融资平台,有成功收购的经验,继续通过兼并收购增强实力已经水到渠成。

公司在年报中表示将通过收购对外投资,如果 2010 年能够顺利增发,我们预计公司在 2010-2011 年将有较多的收购动作。公司收购的目标将是具备一定人才储备,区域分布合理的高端服务提供商。公司在收购价格方面比较慎重,2007 年 11 月公司以 5000 万元收购黑龙江国脉通信规划设计有限公司 51%的股权,2008 年即扭亏为盈,实现利润 2524 万元。通过低 PE 的收购增厚上市公司的盈利,将成为公司未来几年超常规发展的重要方式。

### 三、盈利预测及投资建议

暂不考虑兼并收购因素,根据我们对公司主要业务未来几年增长情况和毛利率的预测,公司未来三年的每股收益分别为 0.54 元、0.89 元和 1.39 元,复合增长率超过 50%,对应动态市盈率分别为 38.87 倍、23.46 倍和 14.99 倍。考虑到公司所在行业处于成长期,发展空间极为广阔,2010 年开始公司将

进入新一轮的快速成长期，并且通过收购实现的外延性成长很有可能超越我们的预期，我们认为至少应给予公司 1 倍 PEG 的估值水平。公司 6-12 个月的目标价位在 27 元左右，继续给予“买入”的投资评级。

表 1 公司营业收入与毛利率预测

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
系统集成业务收入(百万元)	291.95	364.94	437.93	525.52	630.62
电信外包服务收入(百万元)	363.75	509.24	763.87	1145.80	1604.12
总营业收入(百万元)	655.70	874.19	1201.80	1671.32	2234.74
系统集成业务收入增长率	24.18%	25%	20%	20%	20%
电信外包服务收入增长率	30.45%	40%	50%	50%	40%
总营业收入增长率	27.58%	33.32%	37.48%	39.07%	33.71%
系统集成业务毛利率	13.38%	13%	13%	13%	13%
电信外包服务毛利率	72.52%	75%	76%	76%	76%
总体毛利率	46.19%	49.12%	53.04%	56.19%	58.22%

资料来源：江南金融研究所

表 2 国脉科技财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	539	697	1011	1451	<b>营业收入</b>	658	878	1207	1678
现金	204	290	448	707	营业成本	353	447	567	735
应收账款	140	162	212	320	营业税金及附加	13	20	27	37
其他应收款	21	30	43	57	营业费用	41	53	66	92
预付账款	56	68	93	116	管理费用	126	167	229	319
存货	112	148	215	251	财务费用	6	2	0	0
其他流动资产	7	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	0
<b>非流动资产</b>	321	344	338	340	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	155	162	166	168	<b>营业利润</b>	117	190	317	498
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	7	5	5	6
其他非流动资产	157	173	162	163	营业外支出	0	1	1	0
<b>资产总计</b>	860	1041	1349	1791	<b>利润总额</b>	124	194	321	503
<b>流动负债</b>	278	306	360	407	所得税	14	23	39	60
短期借款	104	104	104	104	<b>净利润</b>	111	171	283	443
应付账款	51	53	69	94	少数股东损益	17	27	45	71
其他流动负债	123	148	187	208	<b>归属母公司净利润</b>	93	143	238	372
<b>非流动负债</b>	2	0	0	0	<b>EBITDA</b>	138	207	335	514
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.35	0.54	0.89	1.39
其他非流动负债	2	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	280	306	360	407	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
少数股东权益	68	95	140	211	<b>成长能力</b>				
股本	267	267	267	267	营业收入	27.5%	33.3%	37.5%	39.1%
资本公积	4	4	4	4	营业利润	11.0%	61.6%	67.3%	56.9%
留存收益	241	369	578	902	归属于母公司净利润	20.2%	54.0%	65.7%	56.5%
归属母公司股东权益	513	640	849	1174	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	860	1041	1349	1791	毛利率(%)	46.3%	49.1%	53.0%	56.2%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	14.1%	16.3%	19.7%	22.2%
单位: 百万元					ROE(%)	18.2%	22.4%	28.0%	31.7%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROIC(%)	28.7%	41.3%	54.5%	67.2%
<b>经营活动现金流</b>	43	156	208	323	<b>偿债能力</b>				
净利润	111	171	283	443	资产负债率(%)	32.6%	29.4%	26.7%	22.7%
折旧摊销	14	15	17	19	净负债比率(%)	37.28%	34.16%	29.03%	25.67%
财务费用	6	2	0	-3	流动比率	1.94	2.28	2.81	3.57
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.54	1.80	2.21	2.95
营运资金变动	-92	-12	-108	-143	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	4	-19	15	7	总资产周转率	0.80	0.92	1.01	1.07
<b>投资活动现金流</b>	-27	-20	-20	-20	应收账款周转率	6	5	6	6
资本支出	29	20	20	20	应付账款周转率	9.19	8.60	9.30	9.03
长期投资	2	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	4	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.54	0.89	1.39
<b>筹资活动现金流</b>	-13	-50	-29	-45	每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.59	0.78	1.21
短期借款	-14	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.92	2.40	3.18	4.40
长期借款	-12	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	59.86	38.87	23.46	14.99
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	10.88	8.71	6.56	4.75
其他筹资现金流	13	-50	-29	-45	EV/EBITDA	39	26	16	11
<b>现金净增加额</b>	3	86	159	258					



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

## 江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

### 深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

### 北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003