

通信配套服务

赵军华

010-66276915

zhaojunhua@cjis.cn

国脉科技 002093

推荐

网络运维服务市场前景广阔，公司未来三年高速成长可期

运维外包是指运营商将网络的运营维护外包给专业服务公司。近年来，运维外包在欧美逐渐流行，在09年经济危机期间，运维服务业务成为爱立信、阿朗等国际设备商唯一持续增长的业务。展望国内，我们认为运维服务从中长期来看具有发展的广阔前景，针对此投资机会，我们推出运维服务的系列研究报告报告，包括（1）、行业篇；（2）、公司篇（国脉科技）。本报告为公司篇，我们认为国脉科技具有良好的投资价值。

6-12个月目标价： 25.5元

当前股价： 20.7元

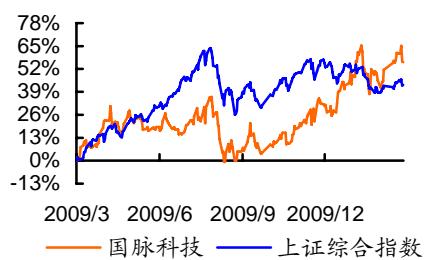
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3031.07
总股本(百万)	267
流通股本(百万)	202
流通市值(亿)	42
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.17
资产负债率	32.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国脉科技	12.64	21.82	51.16
上证综合指数	3.12	-8.62	5.92



相关报告

《通信运维服务-通信运维外包渐成趋势，良好的业务模式决定了未来3-5年的高速增长》20100309

投资要点：

- **运维服务市场未来3-5年的高速增长确定性强，且短期存在爆发性增长的催化因素。**预测电信运营商网络规模未来将以20%左右的增长率增长，且其网络运维外包比例也将处于不断上升的通道，使得该市场未来3年复合增长率在30%以上。短期来看，3G带来的网络规模扩大、中国移动固网业务的发展、广电运营商对运维服务的可能需要使得该行业存在爆发性增长的可能性。
- **国脉科技在运维服务市场具有独特的竞争优势。**公司相比华为、中兴等设备厂商具有成本优势，相比中通服等第三方服务商具有机制的优势；公司在福建省竞争优势明显，而异于市场的，我们认为公司在福建省外的拓展近年也取得不错成果。
- **公司近年来的并购、合作等一系列战略行动，为未来的高速增长奠定了基础。**并购黑龙江规划院显示了公司的整合能力，也打开了北方市场的拓展之门；和Juniper等公司的战略合作为未来的运维服务增长埋下伏笔；收购海峡学院既能保证人员队伍的稳定，又是IT培训业务的良好开端。
- **公司中长期投资价值突出。**公司所从事的运维服务行业中长期增长确定；且其管理层值得看好，有利于公司竞争实力的不断增强；公司由于具有一支对电信网络技术能力很强的人员团队，对于向其他业务（ICT服务等）领域的拓展具有优势。
- 不考虑并购，预测国脉科技2010-2012年收入增长36%、32%、28%，净利润增长45%、43%、33%，推动EPS达到0.51元、0.72元、0.96元。通过PEG估值，公司未来三年复合增长率40%，按照2010年A股平均1.25倍的PEG，对应2010年0.51元的EPS取50倍的PE，目标价25.5元，给予推荐的投资评级。
- **股价催化因素：**公司在2010年实施新的并购是大概率事件，有利于其业绩更快的增长；公司正在申请海峡学院的专科升级到本科，这将对海峡学院的业绩产生较大的正面影响。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	658	896	1184	1518
同比(%)	27%	36%	32%	28%
归属母公司净利润(百万元)	93	135	193	257
同比(%)	20%	45%	43%	33%
毛利率(%)	46.3%	47.5%	49.1%	49.8%
ROE(%)	18.2%	21.4%	23.4%	23.7%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.72	0.96
P/E	59.35	40.87	28.57	21.47
P/B	10.78	8.74	6.69	5.10
EV/EBITDA	39	28	20	15

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、运维服务未来 3-5 年的高速增长确定性强，且短期存在爆发性增长的催化因素	4
1. 运维服务行业良好的业务模式决定了未来确定性的持续增长	4
2. 预测未来 3 年网络规模将以 20%以上的增长率扩大	5
3. 运营商运维外包比例的不断提升将使得运维外包行业未来实现 30%的复合增长率	5
4. 短期看，网络运维外包存在爆发性增长的催化因素	6
二、国脉科技在运维服务上具有独特竞争优势，未来竞争份额将不断提升.....	6
1. 国脉科技具有独特的竞争优势	6
1.1. 公司的技术能力较强，人员队伍不断壮大	6
1.2. 公司相比华为、中兴等设备厂商具有成本上的优势	7
1.3. 公司相比中通服等第三方服务商具有机制上的优势	7
2. 公司在福建省的竞争优势明显	7
3. 公司近年来在福建省外的拓展力度不断加强	8
三、公司近年来的并购、合作等一系列战略行动，为未来的高速增长奠定了基础.....	9
1. 并购黑龙江规划院显示了公司的整合能力，也打开了北方市场的拓展之门	10
2. 和 Juniper 等公司的战略合作为未来的运维服务增长埋下伏笔.....	10
3. 收购海峡学院既能保证人员队伍的稳定，又是 IT 培训业务的良好开端	11
四、2010 年的看点是新的并购和海峡学院	12
1. 公司在 2010 年实施新的并购是大概率事件	12
2. 海峡学院的专科升本科值得期待	12
五、公司具有良好的中长期投资价值.....	13
1. 运维服务行业中长期的增长确定	13
2. 国脉科技的管理层值得看好	13
3. 公司对电信网络具备丰富的技术能力，此种能力有利于公司向其他业务领域进行拓展	14
六、收入预测.....	14
1. 国脉科技的收入结构（分业务、区域）	14
2. 国脉科技各业务收入历史增长情况	15
3. 国脉科技的收入预测	15
七、毛利率预测	16
1. 国脉科技各业务毛利率历年变化分析	16
2. 国脉科技毛利率预测	17
八、公司估值.....	18
1. 公司当前的估值水平处于历史上较低水平	18
2. 国脉科技当前估值与同类公司比较	18
3. 采用 PEG 法对估算公司价值为 25.5 元	19

图 表 目 录

图表 1: 以假设的示例说明通信设备行业和运维服务行业不同的业务模式	4
图表 2: 国脉科技 09 年业务收入结构	14
图表 3: 国脉科技 09 年区域收入结构	14
图表 4: 国脉科技系统集成业务各年收入增长	15
图表 5: 国脉科技网络技术服务业务各年收入增长	15
图表 6: 国脉科技各产品毛利率各年变化	17
图表 7: 国脉科技 2009 年毛利的构成比例 (按照业务)	17
图表 8: 国脉科技股价历史 PE-Band.....	18

表格 1: 近年电信网络规模的变化以及未来的增长率预测	5
表格 2: 国脉科技近年来人员数量变化情况	6
表格 3: 公司主要经营管理人员在福建省电信行业具有丰富从业经验	7
表格 4: 公司近年来的收入分区域构成	8
表格 5: 公司近年来各产品的毛利率变化	9
表格 6: 公司近年来各区域的毛利率变化	9
表格 7: 黑龙江规划院 07-08 年的业绩变化情况	10
表格 8: 公司 08-09 年的收入分区域构成	10
表格 9: 公司近年来实现的战略合作一览	11
表格 10: 公司高管背景一览	13
表格 11: 国脉科技 2010-2012 年收入预测	16
表格 12: 国脉科技 2010-2012 年毛利率预测	17
表格 13: 光通信相关厂家动态 PE 一览 (截至 2010 年 3 月 8 日)	19
表格 14: 采用 PEG 法对公司进行估值	19

一、运维服务未来3-5年的高速增长确定性强，且短期存在爆发性增长的催化因素

我们认为，中国的通信运维服务行业在未来的3-5年内仍将保持高速增长，复合增长率将达到30%以上，这主要基于以下逻辑：

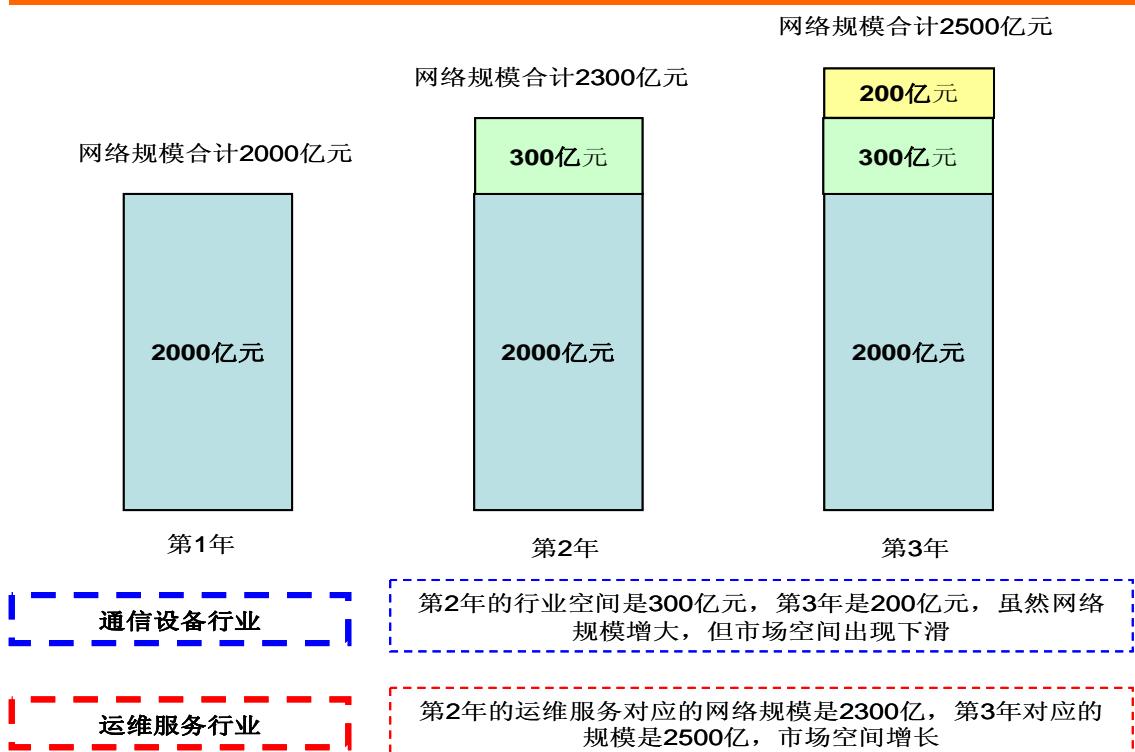
(1)、通信运维服务行业的业务模式决定了，只要中国的存量网络规模不断扩大，运维服务就将保持增长；这点显著异于通信设备行业的业务模式（该行业主要是和运营商的新增CAPEX相关，而和存量网络规模关系较小）。

(2)、考虑到3G、FTTx以及三网融合等因素，未来中国的网络规模（包括通信和广电等网络）将不断扩大，这使得运维服务保持确定性增长。

(3)、我们认为电信运营商不断扩大网络运维外包的比例是大概率事件，这使得运维外包行业实现超常规的增长，预计行业的复合增长率将达到30%。

1. 运维服务行业良好的业务模式决定了未来确定性的持续增长

图表1：以假设的示例说明通信设备行业和运维服务行业不同的业务模式



资料来源：中投证券研究所

为了有助于投资者更好地理解通信运维服务的商业模式，我们假设了一个示例，来展示运维服务行业和通信设备行业业务模式的差异。如上图所示，可以发现，只要网络规模扩大，运维服务行业的市场空间就会不断的增长；而虽然网络规模在扩大，但新增的投资如果出现下降，则通信设备行业的市场空间

就会出现下滑。

从以上的分析可以发现，通信运维服务行业具有更为良好的业务模式，其长期的成长性更为值得看好。

2. 预测未来 3 年网络规模将以 20%以上的增长率扩大

如下表 6 所示，我们通过移动基站、互联网宽带接入端口、光缆线路长度等指标来观察运营商网络规模的变化。可以发现，近年来网络规模呈现不断扩张的趋势，移动基站在 2009 年增长 40%以上，而互联网宽带接入端口、光缆线路长度等也每年呈现 20%左右的增长。

对于未来网络规模的变化，我们认为，伴随 3G、FTTx 等不断的发展，运营商网络规模未来仍将处于快速扩大的趋势，整体预测未来的网络规模将以 20%左右的增长率进行增长。同时考虑三网融合背景下，广电运营商也势必加大对网络建设的规模，网络规模的扩张速度亦可能更为迅速。

表格 1：近年电信网络规模的变化以及未来的增长率预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
移动基站（万个）	-	68	98	113	131	146
增长率			42.28%	15.31%	15.93%	11.45%
互联网宽带接入端口（万个）	8539	10928	13592	16990.50	21238.13	26547.66
增长率		27.98%	24.38%	25.00%	25.00%	25.00%
光缆线路长度（公里）	5736537	6767957	8266655	9919986	11903983	14284779
增长率		17.98%	22.14%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：工业及信息化部，中投证券研究所

3. 运营商运维外包比例的不断提升将使得运维外包行业未来实现 30%的复合增长率

我们认为，运营商未来将加大对于运维外包的比例，这主要基于以下原因：

(1)、国内运营商利润增长压力加大，将不断减少成本，运维外包成为重要选择。

(2)、从当前的情况来看，我们发现，浙江移动、福建电信等电信运营商近年来对于网络运维外包的态度逐渐变得更为开放和积极，我们相信这是一个信号。

(3)、虽然国内电信运营商存在难以裁员实现运维外包的情况，但我们认为未来的电信运营商将采取如下方式进行变相裁员：伴随网络规模的扩大，保持运维部门的人员不增长，变相裁员的方式来实施运维外包，减少成本；电信运营商通过人员前端化的方式，将运维部门人员引导到前端市场部门，这种变相裁员的方式为实施运维外包提供了条件。

正是基于以上的分析，我们认为电信运营商的运维外包比例在未来将处于不断上升的通道；同时结合上文预测的网络规模未来3年的复合增长率将达到20%，综合判断，未来3年运维外包行业的复合增长率将在30%以上。

4. 短期看，网络运维外包存在爆发性增长的催化因素

从短期来看，3G带来的网络规模扩大、中国移动的固网业务的发展、广电部门对运维服务的可能需要等会给电信运维服务行业带来机会：

(1)、2008年3G发牌，出现大规模3G网络建设的情况，网络存量规模的扩大，给电信运维服务行业显然带来机会。

(2)、中国移动因重组获得全业务的经营牌照，我们预计其必然加大对固定网络尤其是宽带的投资，考虑到中国移动无固定网络的运营经验，很可能会采用外包的方式来运维网络。

(3)、三网融合迈出更为实质性的步伐，预计广电将扩大其网络规模，且广电对于网络运维管理方面缺乏经验，这也给运维服务厂商带来机会。

二、国脉科技在运维服务上具有独特竞争优势，未来竞争份额将不断提升

1. 国脉科技具有独特的竞争优势

国脉科技在运维服务上，“协维”服务和“代维”服务都会参与，但以“协维”为主。我们在运维服务的行业报告《通信运维外包渐成趋势，良好的商业模式决定了未来3-5年的高速增长》中已经论述，“协维”服务的关键成功要素是技术能力，我们认为，国脉科技通过其民企化的灵活机制，能够吸引到高端的技术服务人才，且在成本方面较之设备厂商更具优势，因此具有独特的竞争优势。

1.1. 公司的技术能力较强，人员队伍不断壮大

表格2：国脉科技近年来人员数量变化情况

	2006年	2007年	2008年	2009年	备注：2009年，其中711人次获得了各类国际电信设备厂商等所授予的不同品牌、不同类型、不同级别的专业资格
研发及技术	407	861	1270	1510	
管理	35	103	150	188	
行政	45	70	110	133	

资料来源：公司业绩报告

由于从事运维服务的公司的技术能力主要取决于人员团队的技术实力和

经验积累，我们可以从国脉科技近年来的人员数量和质量的变化来研究公司的技术能力。如上表所示，我们发现，公司的人员队伍 09 年相比 06 年增长了 2.76 倍，且其截至 09 年，技术人员中有近 50% 的人员具有相关的技术专业资格。这一切都说明，公司近年来的技术能力得到不断增长，当前已经具备较为雄厚的技术能力储备。

1.2. 公司相比华为、中兴等设备厂商具有成本上的优势

我们认为，国脉科技在“协维”业务上与华为、爱立信等设备厂商相比，具有独特的竞争优势，主要体现在如下方面：

首先，国脉科技相比设备商而言具有独立性，对于多个设备商组网的系统维护，具有优势。例如，某电信网络中由华为、爱立信等多家设备厂商的设备组网而成，对此类设备的维护，国脉科技具有独特的优势。

其次，国脉科技具有人员复用的优势。例如，华为的维护人员一般只是对自己的设备进行维护，但国脉科技的技术服务人员可以对华为、中兴等不同厂商的设备进行维护，这种人员复用的优势带来了成本上的优势。

1.3. 公司相比中通服等第三方服务商具有机制上的优势

国脉科技由于为民营企业，激励机制更为灵活，从而比中通服之类的国企背景的第三方服务厂商更有优势。这是因为，高端的“协维”合同为技术密集型业务，需要专家型的高端人才，国脉可以通过高薪从爱立信、阿朗等厂商吸引人才，且给予高于行业平均水平的薪酬待遇，但中通服、福建邮电规划设计院等公司由于为国企体制，显然不具有这样的优势。

2. 公司在福建省的竞争优势明显

表格 3：公司主要经营管理人员在福建省电信行业具有丰富从业经验

陈国鹰	公司控股股东	曾在福建省邮电规划设计院任设计室主任
隋榕华	公司董事长	曾任福建省邮电管理局任宽带组组长
姚锦标	公司副总裁	曾任福建省邮电规划设计院任有线传输室副主任

资料来源：公司招股说明书

如上表所示，我们发现，国脉科技的主要经营管理者包括大股东、董事长等人都具备在福建省电信行业丰富的从业经验。这意味着不仅在客户关系方面，国脉科技具有先天的优势；也意味着公司对福建省的网络架构、网络技术细节等方面都具有优势，这使得公司在福建省的竞争中具有明显的竞争优势。

3. 公司近年来在福建省外的拓展力度不断加强

对于国脉科技的福建省外市场的拓展，一直以来都是市场比较聚焦的关注点。我们也认为，公司的省外拓展进度对于其未来的成长具有特殊的意义，公司只有能够不断通过省外的拓展，才能够在更大的全国市场取得不断的增长。

我们对公司近年来的省外拓展进度进行了研究，认为公司在福建省外的拓展近年来进度是值得称道的，并且认为此种趋势在未来仍具有可持续性。

从收入构成来看，公司的福建省外拓展效果良好

如下表所示，可以发现，公司在福建省外的收入构成在 07 年已经达到了 68.64%；到 09 年华东省外的收入占比已经达到 46.32%，考虑到浙江等省份在华东区域的收入比较也较高，我们估算公司 09 年福建省内的收入占比仅有 20%-30%。可以下结论，公司的福建省外拓展效果良好。

表格 4：公司近年来的收入分区域构成

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
省内/省外的分类方法				
省内	56.87%	31.36%		
省外	43.14%	68.64%		
华东/华南等地域的分类方法				
东北			8.96%	8.67%
华北			5.74%	14.35%
华东			61.71%	53.68%
华南			21.29%	19.23%
其他			2.30%	4.07%

资料来源：公司业绩报告（注：公司对于区域的统计口径在 08 年发生变化，福建省在公司的华东区域统计内）

从毛利率来看，虽然当前的省外业务仍然以系统集成为主，但运维服务的业务也在不断取得进展

公司报表并未披露分业务的各区域收入构成，但由于公司的两个主要业务“系统集成”和“电信网络技术服务”在毛利率方面差异较大，因此我们可以通过观察公司在各区域的毛利率来判断其收入的构成情况。

我们的主要结论为：公司在华东和东北的业务构成以电信网络技术服务为主；在华北的业务以系统集成为主，但技术服务业务占比也较高；在华南的业务以系统集成为主，技术服务业务虽然占比不高，但也有一定的突破。综合而言，公司运维服务业务在省外的拓展在不断进步中。

如下表所示，可以发现，公司 09 年在华东区域的毛利率达到 55.77%，远高于系统集成的毛利率 13.38%，可以判断华东区域以电信网络技术服务的业

务为主；东北区域的毛利率达到 96%，同样的逻辑可以判断以技术服务业务为主；华北的毛利率为 22.31%，高于系统集成的毛利率 13.38% 近 9 个百分点，我们认为华北的系统集成毛利率为主，但技术服务的收入占比也较高；华南区域的毛利率为 17.32%，仅比系统集成业务的毛利率高出 4 个百分点，说明此区域的业务主要为系统集成业务，但技术服务业务也达到一定比例。

表格 5：公司近年来各产品的毛利率变化

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
系统集成	13.59%	10.97%	12.99%	13.38%
电信网络技术服务	80.64%	83.70%	80.78%	72.52%

资料来源：公司业绩报告

表格 6：公司近年来各区域的毛利率变化

省内/省外的分类方法	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
	省内	68.01%		
省外	26.77%	35.44%	64.06%	22.78%
华东/华南等地域的分类方法			55.45%	55.77%
东北			24.30%	22.31%
华北			95.45%	55.77%
华东			6.09%	17.32%
华南				33.71%
其他				

资料来源：公司业绩报告

三、公司近年来的并购、合作等一系列战略行动，为未来的高速增长奠定了基础

我们发现，国脉科技近年来采取了一系列的战略行动：2007 年 05 月，国脉科技与 Juniper 签订框架协议，达成战略联盟；2007 年 11 月，国脉科技收购黑龙江国脉通信规划设计有限公司；2008 年 10 月，国脉科技收购福州海峡职业技术学院。

我们认为，这一系列战略行动为公司未来的高速增长奠定了良好的基础：并购黑龙江规划院显示了公司的整合能力，也打开了北方市场的拓展之门；和 Juniper 等公司的战略合作为未来的运维服务增长埋下伏笔；收购海峡学院既能保证人员队伍的稳定，又是 IT 培训业务的良好开端。下文将分别对此进行详细分析。

1. 并购黑龙江规划院显示了公司的整合能力，也打开了北方市场的拓展之门

公司并购黑龙江规划院显示了其良好的整合能力

公司于 2007 年 11 月收购黑龙江规划院，在收购当年黑龙江规划院处于亏损状态，但公司通过其良好的整合能力，将自身的优势管理成功平移，2008 年就使得黑龙江规划院盈利近 2000 万元。这充分说明了公司整合并购对象的能力。

表格 7：黑龙江规划院 07-08 年的业绩变化情况

	2007 年	2008 年
主营业务收入	2289.82	6270.60
营业利润	-408.87	2524.44

资料来源：公司业绩报告（单位：万元）

公司通过黑龙江规划院打开了北方市场的拓展之门

表格 8：公司 08-09 年的收入分区域构成

	2008 年	2009 年
东北	8.96%	8.67%
华北	5.74%	14.35%
华东	61.71%	53.68%
华南	21.29%	19.23%
其他	2.30%	4.07%

资料来源：公司业绩报告

如上表所示，公司近年来在北方市场的拓展力度进步迅速，在 09 年东北、华北区域合计的收入占比已经达到 23%。我们认为这与公司收购黑龙江规划院关系密切，公司将黑龙江规划院作为北方市场拓展的基地，也取得了良好效果。

2. 和 Juniper 等公司的战略合作为未来的运维服务增长埋下伏笔

公司近年来与 Juniper 等数家公司实现战略合作

如下表所示，国脉科技近年来与 Juniper、Packet Design、Force10 Networks、Teradata 等数家公司签订了战略合作协议。我们认为，这些战略合作不仅当前直接对公司的系统集成业务产生了促进作用，而且更为关键的意义在于这些产品后期的运维服务业务。

表格 9：公司近年来实现的战略合作一览

Juniper	公司 07 年 5 月，与美国 Juniper 网络公司签订框架协议，确立合作关系；主要业务包括：在中国大陆境内销售美国 Juniper 网络公司全线产品，并提供上述所有产品的方案集成服务、产品保修服务和运维支持服务。
Packet Design Inc.	公司 07 年 10 月与美国 Packet Design Inc. 签订框架协议，确立合作关系；主要业务包括：为其产品提供系统集成、技术支持及维护、认证培训、应用研发等全面的技术外包服务
Force10 Networks,Inc.	公司 08 年与美国 Force10 Networks,Inc. 签订合作框架协议，主要业务包括：公司将作为 Force10 的产品在中国范围内的服务提供商及产品系统集成商，为其产品提供系统集成、技术支持及维护等全面的技术外包服务
Teradata	公司 2008 年 3 月 19 日与美国 Teradata 香港公司签订合作框架协议，主要业务包括：公司提供 TDC 产品及解决方案的分销，系统集成，应用开发、技术支持和维护等技术服务

资料来源：公司业绩报告

公司与 Juniper 等公司的战略合作表面在系统集成，但真正意义在后期的运维服务

如上表所示，我们注意到，国脉科技在与 Juniper、Packet Design、Force10 Networks、Teradata 等公司签订的战略协议中，除了系统集成业务外，都提到了技术支持和维护业务（见上表黑体所示）。

我们认为，公司与 Juniper 等公司的战略合作，其重点仍是后期的设备维护服务，而并非仅甘于做系统集成。我们在与公司的沟通中也了解到，公司非常看重对 Juniper 等设备厂商所提供的设备的后期运维服务，伴随 Juniper 等厂商的设备在国内部署的不断增加，国脉未来的运维服务将具有更多增长点。

3. 收购海峡学院既能保证人员队伍的稳定，又是 IT 培训业务的良好开端

公司 08 年 10 月收购福州海峡职业技术学院，我们认为，公司此举具有深远的战略意义，对其未来的业务增长奠定了良好的基础。

一方面，公司将借助海峡学院实现员工队伍的稳定，并将能获得成本更为低廉的技术人员来源。考虑到运维服务行业是人力密集型行业，具备一定通信技术能力的人员至关重要，海峡学院无疑将为公司培养更多的成本低廉的技术人员。

另一方面，公司收购海峡学院，也是为了能够以此为平台开展 IT 培训业务。作为公司业务新的增长点，IT 培训值得看好，将更加充分地发挥公司在通信行业的技术积累，把技术积累变成为实际业绩增长。

四、2010 年的看点是新的并购和海峡学院

1. 公司在 2010 年实施新的并购是大概率事件

我们认为，公司在 2010 年实施新的并购是大概率事件，主要原因如下：

(1)、公司基于省外拓展的需要，从战略上有需要继续采取并购的方式来实现扩张。从省外拓展来看，只有在当地设立分公司，运维服务业务的开展才有望充分发挥本地化的优势，以及对客户的运维需要及时予以响应。公司为了能够实现省外的拓展，需要进一步采取并购的方式来实现。

(2)、公司收购黑龙江规划设计院并成功实现整合，为以后的并购增加了经验，公司也有能力进一步并购并消化并购对象。公司 07 年收购黑龙江规划设计院，并且 08 年就成功实现该设计院的盈利，我们认为公司具有整合并购对象的能力。

(3)、公司 09 年年报中提到 2010 年将会启动增发融资。考虑到公司当前的经营性现金流情况正常，我们认为公司的增发很可能是为了进一步的并购融通资金。

2. 海峡学院的专科升本科值得期待

公司将海峡学院定位为人才的输出基地和 IT 培训的基地，对其寄予厚望。虽然从当前来看，海峡学院 08 年实现收入 2294 万，实现盈利 322 万，从收入和利润构成来说，对公司的影响都不大。但公司正在申请海峡学院的专科升级到本科，这将对海峡学院的业绩产生较大的正面影响。由于海峡学院为公司全资控股，已经实现并表，因此海峡学院的业绩大幅增长，也必将对国脉科技形成正面影响。海峡学院专科升本科将实现业绩的大幅增长，主要原因如下：

(1)、海峡学院在当前专科的学制下，对每个学生的收费是 8000 元/年，如果升级到本科，不仅有利于吸引更多的学生入校就读，而且学费也将翻倍上涨到 16000 元/年。

(2)、公司将海峡学院定位为 IT 培训的基地，但当前的主要问题是软硬件的基础设施不足以吸引更多的 IT 界人士来参加培训。如果海峡学院能够成功升级到本科，则意味着其软硬件的基础设施将有较大的改善，利于 IT 培训更大规模的开展。

五、公司具有良好的中长期投资价值

我们认为，公司具有良好的中长期投资价值，主要原因如下：(1)、公司所从事的运维服务行业中长期增长确定；(2)、公司的管理层值得看好，有利于公司竞争实力的不断增强；(3)、公司由于具有一支对电信网络技术能力很强的人员团队，对于向其他业务领域的拓展具有优势。

1. 运维服务行业中长期的增长确定

我们上文已经分析，公司所从事的运维服务行业由于具备良好的业务发展模式，加之未来电信运营商、广电运营商将不断扩大网络的规模，运维服务行业的中长期增长确定。我们认为运维服务行业未来3年的复合增长率将达到30%以上，而且未来更长期的成长也值得看好。

2. 国脉科技的管理层值得看好

我们看好公司的管理层，虽然公司是家族企业控股，但大股东采取了开放的态度对公司进行管理。如下表所示，可以发现，公司的董事长、副董事长具有在电信运营商从业的丰富经验；而总裁和副总裁则具备在朗讯、爱立信等从业的丰富经验。我们相信，以上人员所构成的公司管理层由于具备电信行业丰富的业内经验和人脉，且具备外企的管理经验，对于国脉科技的管理值得看好。

表格 10：公司高管背景一览

隋榕华	董事长	自 1995 年曾先后历任福建省邮电规划设计院工程师、福建省邮电管理局宽带组组长
于基浏	副董事长	曾先后历任福建八闽通信股份有限公司总工、福建省数据局局长、福建省电信公司数据部主任
赵立功	总裁	曾任朗讯科技（中国）有限公司市场营销副总裁
谈建中	副总裁	曾任美国 EMC 公司中国区副总裁、阿尔卡特-朗讯公司亚太区企业事业部副总裁
成炯	副总裁	曾任 3Com Asia Ltd. 华东区总监、爱立信中国有限公司数据骨干及光网络部销售总监

资料来源：中投证券研究所整理

3. 公司对电信网络具备丰富的技术能力，此种能力有利于公司向其他业务领域进行拓展

公司具有一批对电信网络具有深厚技术积累和丰富实践经验的技术人员团队，一般而言，电信网络运维服务由于对技术能力的高要求，从事运维服务的团队对整个网络的了解和熟悉程度很深。因此，可以凭借此将业务拓展到到 ICT 服务等领域。

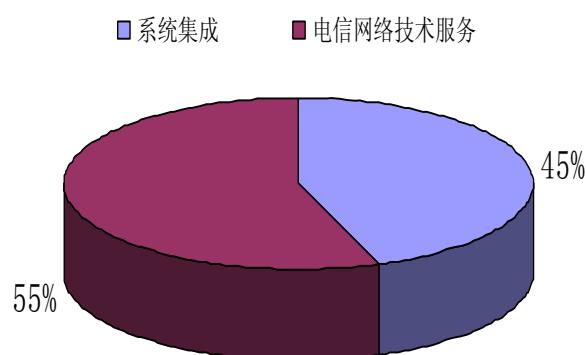
公司在 09 年底提出了“服务的国脉、科技的国脉”，我们认为公司此战略愿景意味着公司具有向电信服务其他领域（包括 ICT 业务、电信增值服务等）拓展的规划，此点值得看好。

六、收入预测

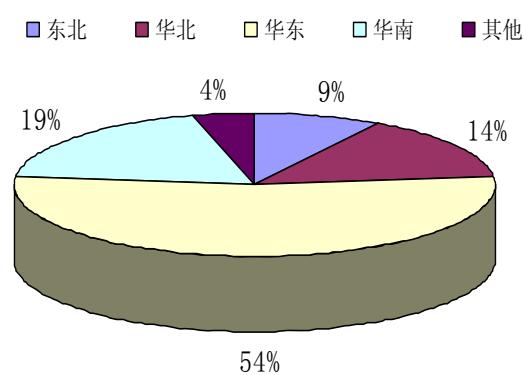
1. 国脉科技的收入结构（分业务、区域）

如下图所示，可以发现，国脉科技从业务构成来看，电信网络技术服务占有相比系统集成更高的比例，电信网络技术服务收入占比达到 55%，系统集成占 45%；从区域构成来看，华东区域（包括福建、浙江、江苏等省份）的收入占比仍然最高，达到 54%，但东北、华北、华南等区域的收入结构占比达到 46%。

图表 2：国脉科技 09 年业务收入结构



图表 3：国脉科技 09 年区域收入结构

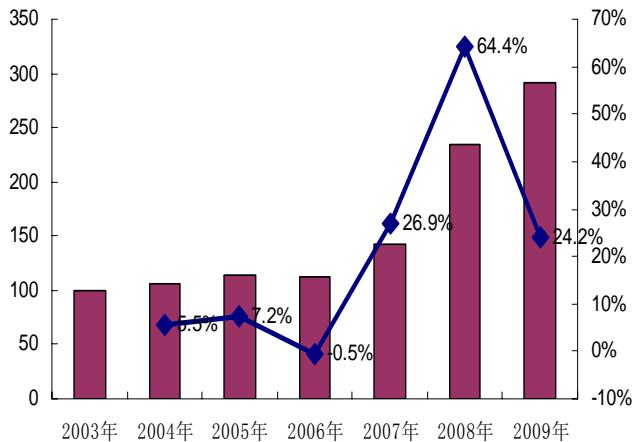


资料来源：公司业绩报告

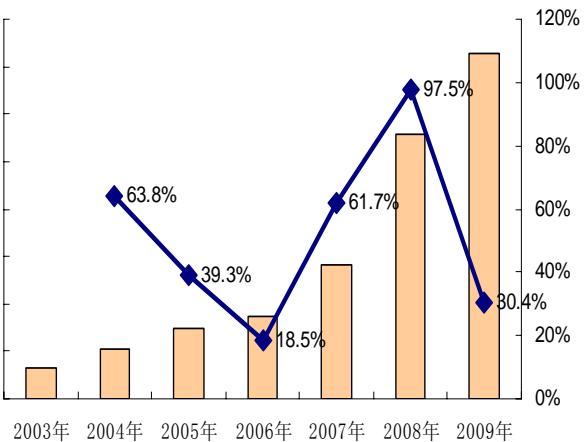
2. 国脉科技各业务收入历史增长情况

如下图所示，国脉科技近年来各业务都呈现快速增长的态势，其中，网络技术服务业务从 03 年以来的复合增长率达到 50%，系统集成业务从 03 年以来的复合增长率达到近 20%。

图表 4：国脉科技系统集成业务各年收入增长



图表 5：国脉科技网络技术服务业务各年收入增长



资料来源：公司业绩报告（单位：百万元）

3. 国脉科技的收入预测

对于国脉科技的收入预测，我们的预测主要假设和逻辑如下。需要说明，网络技术服务业务又包括电信设备系统维护（即运维外包服务）、电信咨询服务，我们分别进行预测。

（1）对于“电信设备系统维护服务”业务

A、行业市场空间：考虑到网络运维外包比例的不断增加，认为运维服务行业的增长将每年较之网络资产规模的增长率要高，且考虑运维服务的增长滞后于网络资产规模的扩张，综合判断，2010-2012 年运维外包的增长率为 35%、30%、25%；同时，由于广电等部门的网络未来也存在不断外包的趋势，这使得以上预测的行业增长率更有保障。

B、公司市场份额：我们认为国脉科技的市场份额未来将处于不断上行的通道。首先在福建省，国脉的份额将保持稳定；其次，对公司的省外拓展保持乐观态度，虽然过程未必很快，但将处于不断进展中，使得公司的市场份额增加；最后，在国内部署的 Juniper 的设备将越来越多地由国脉科技来运维，这也也将提高公司的市场份额。

(2)、对于“电信咨询服务”业务(包括网络优化、专项咨询、网络规划)

对于网络优化和专项咨询业务:我们认为网络优化和专项咨询业务主要取决于存量网络规模的大小,参考上文已经研究的未来网络资产规模的增长率,认为未来2010-2012年该行业的增长率为25%、20%、15%;且公司市场份额将提升,公司对应业务的增长率将高于行业增长率。

对于网络规划业务:网络规划业务与网络建设密切相关,由于2010年建网达到阶段性高峰,未来网络规划业务增长将放缓。

(3)、对于系统集成业务

公司将系统集成业务作为获取运维服务业务的来源,并未将战略重点放在系统集成上,因此给予20%的三年复合增长率。

表格 11：国脉科技 2010-2012 年收入预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
网络技术服务	278.85	363.75	516.53	728.13	971.52
增长率	97.51%	30.45%	42.00%	40.97%	33.43%
其中, 电信设备系统维护服务	156.43	201.45	312.25	452.76	633.87
增长率		28.78%	55.00%	45.00%	40.00%
其中, 电信咨询服务	99.48	134.30	167.88	209.85	262.31
增长率		35.00%	25.00%	25.00%	25.00%
其中, 海峡学院	22.94	28.00	36.40	65.52	75.35
增长率		22.06%	30.00%	80.00%	15.00%
系统集成	235.10	291.95	379.54	455.44	546.53
增长率	64.38%	24.18%	30.00%	20.00%	20.00%
其他业务	2.50	2.57	2.57	2.57	2.57
合计	516.45	658.27	896.06	1183.57	1518.06
增长率	80.27%	27.46%	36.12%	32.09%	28.26%

资料来源：中投证券研究所

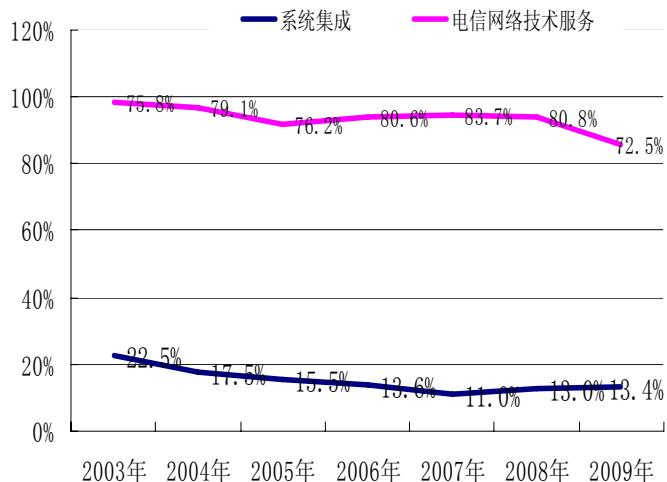
七、毛利率预测

1. 国脉科技各业务毛利率历年变化分析

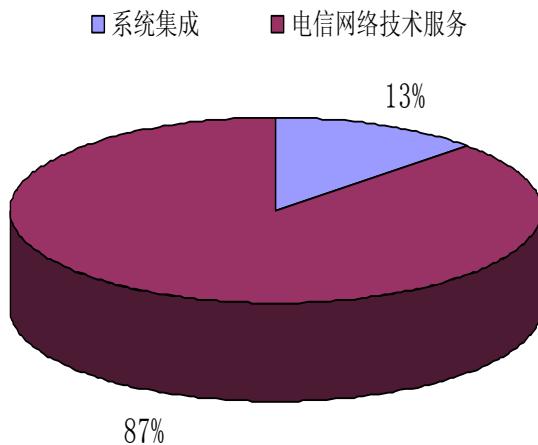
国脉科技各产品毛利率如下图所示,可以发现,电信网络技术服务的毛利率远高于系统集成。从公司总体的毛利构成比例来看,电信网络技术服务在毛利的构成中占到87%;系统集成则仅占到13%。

从系统集成、电信网络技术服务各年的毛利率的变化来看，电信网络技术服务的毛利率08年之前保持稳定，但在09年则出现了一定幅度的下滑，公司对此的解释为公司现有人力资源无法满足业务规模的迅速扩张，因此需将部分服务外包出去导致成本增加；系统集成的毛利率则近年来保持稳中有升，从07年的10.97%上升到09年的13.38%。

图表6：国脉科技各产品毛利率各年变化



图表7：国脉科技2009年毛利的构成比例(按照业务)



资料来源：公司业绩报告

2. 国脉科技毛利率预测

我们对公司各产品线未来毛利率变化的预测依据如下所示：

(1)、电信网络技术服务：一方面，公司网络技术服务业务的价格将处于下滑通道；另一方面，公司通过规模效应以及提高效率，将减少营业成本的消耗，最终使得毛利率保持稳定，但小幅下滑。考虑到09年毛利率下滑幅度较大，预测2010年毛利率下降幅度将收窄，但2011-2012年将小幅下滑。

(2)、公司系统集成毛利率近年来都保持稳定，预计未来也将保持稳定。

(3)、公司通过高毛利率的电信网络技术服务占比的提高，使得综合毛利率稳中有升。

对毛利率的预测如下表所示：

表格12：国脉科技2010-2012年毛利率预测

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
系统集成	12.99%	13.38%	13.50%	13.50%	13.50%
电信网络技术服务	80.78%	72.52%	72.02%	71.02%	70.02%
综合毛利率	49.93%	46.33%	47.47%	49.06%	49.81%

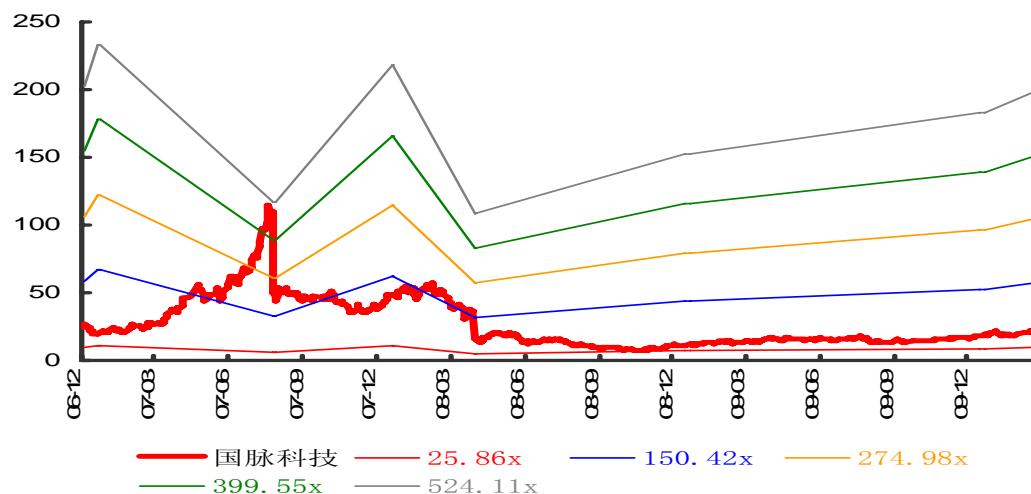
资料来源：中投证券研究所

八、公司估值

1. 公司当前的估值水平处于历史上较低水平

如下图所示，我们可以发现，国脉科技当前的估值水平和公司历史的 PE 水平相比，处于较低的水平。公司自上市之日起，其良好的业务模式和所处行业的开阔前景就吸引了投资者的注意，公司的市盈率在 07 年中达到惊人的 300 倍以上的市盈率，08 年中市盈率仍然在 100 倍以上；公司股价从 08 年中一路下滑，虽然从 09 年以来股价已经有所恢复，但目前的市盈率与历史相比仍处较低的水平。

图表 8：国脉科技股价历史 PE-Band



资料来源：Wind

2. 国脉科技当前估值与同类公司比较

如下表所示，我们对国脉科技、华胜天成、华星创业、世纪鼎利等运维服务相关公司的 PE 值、PB 值予以列表。无论是从 PE 还是 PB 值来看，公司除了高于华胜天成外，都低于华星创业、世纪鼎利。与华胜天成相比，由于公司的系统集成业务的利润占比更低，更加偏重于网络服务，所以享受更高的估值也无可厚非。

同时，公司所处的行业为软件技术服务，其估值水平应该与软件行业相比，当前软件行业的平均 PE 是 40 倍左右，基本与公司相当。

我们认为，考虑到国脉科技所处的行业“运维服务”行业具有更为良好的业务模式和发展前景，公司未来的成长前景更为确定，理应给予更高的估值水平。

表格 13: 光通信相关厂家动态 PE 一览 (截至 2010 年 3 月 8 日)

	2010 年动态 PE	静态 PB	2010 年 EPS	当前价格
国脉科技	39.01	10.82	0.53	20.77
华胜天成	28.86	5.44	0.60	17.46
世纪鼎利	50.29	39.94	2.71	136.08
华星创业	52.36	24.04	0.80	41.68
A 股平均	18.24	-	-	-
软件板块平均	40.51	-	-	-

资料来源: Wind (盈利数据取自 Wind 一致预期)

3. 采用 PEG 法对估算公司价值为 25.5 元

公司盈利预测

基于上文的收入、毛利率、期间费用率等项目的预测，我们对公司 2010-2012 年净利润增长率的预测为 45.2%、43%、33.1%，推动 EPS 达到 0.51 元、0.72 元、0.96 元。

PEG 估值

我们结合公司 2010 年的 EPS 进行估值，预测公司 2010-2012 年业绩的复合增长率达到 40%，按照 1.25 倍的 PEG 值估算公司 2010 年的 PE 值，得到的结果为 50 倍，按照公司 2010 年的 EPS 为 0.51 元去估算，公司的估值为 25.5 元。

表格 14: 采用 PEG 法对公司进行估值

公司 2009-2011 年复合增长率	40%
目前 A 股 2010 年的平均 PEG	1.25
按照 1.25 倍的 PEG 估算公司 2010 年 PE	50
公司 2010 年 EPS	0.51
公司估值	25.5

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	539	734	1001	1369
应收账款	204	287	412	623
其它应收款	140	166	219	288
预付账款	21	30	40	51
存货	56	75	99	123
其他	112	166	219	268
非流动资产				
长期投资	155	143	130	116
固定资产	9	9	9	9
无形资产	157	170	160	161
资产总计	860	1057	1301	1656
流动负债				
短期借款	278	331	348	400
应付账款	104	109	109	108
其他	51	58	76	98
非流动负债				
长期借款	123	164	163	194
其他	2	-1	-3	-8
负债合计	280	331	345	392
少数股东权益	68	93	130	179
股本	267	267	267	267
资本公积	4	4	4	4
留存收益	241	361	554	811
归属母公司股东权益	513	632	826	1085
负债和股东权益	860	1057	1301	1656

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	43	106	133	223
折旧摊销	111	161	230	306
财务费用	14	14	14	15
投资损失	6	4	6	7
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-92	-60	-132	-110
投资活动现金流				
资本支出	-27	1	-1	-0
长期投资	29	0	0	0
其他	2	-1	0	-0
筹资活动现金流				
短期借款	4	0	0	-1
长期借款	-12	-2	-3	-4
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	13	-25	-5	-6
现金净增加额	3	84	124	211

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	658	896	1184	1518
营业成本	353	471	603	762
营业税金及附加	13	18	24	30
营业费用	41	54	69	87
管理费用	126	172	227	291
财务费用	6	4	6	7
资产减值损失	5	4	4	4
公允价值变动收益	4	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	117	174	252	337
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	124	181	259	344
所得税	14	20	28	38
净利润	111	161	230	306
少数股东损益	17	26	37	49
归属母公司净利润	93	135	193	257
EBITDA	138	193	272	359
EPS (元)	0.35	0.51	0.72	0.96

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.5%	36.1%	32.1%	28.3%
营业利润	11.0%	48.3%	44.6%	34.0%
归属于母公司净利润	20.2%	45.2%	43.0%	33.1%
获利能力				
毛利率	46.3%	47.5%	49.1%	49.8%
净利率	14.1%	15.1%	16.3%	17.0%
ROE	18.2%	21.4%	23.4%	23.7%
ROIC	28.7%	36.8%	42.0%	48.2%
偿债能力				
资产负债率	32.6%	31.3%	26.5%	23.7%
净负债比率	37.28	32.26%	30.15	25.19%
流动比率	1.94	2.22	2.88	3.42
速动比率	1.54	1.71	2.25	2.75
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.93	1.00	1.03
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	9.19	8.62	8.93	8.73
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.51	0.72	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.40	0.50	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.92	2.37	3.10	4.06
估值比率				
P/E	59.35	40.87	28.57	21.47
P/B	10.78	8.74	6.69	5.10
EV/EBITDA	39	28	20	15

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华：中投证券研究所通信行业研究员，南开大学经济学硕士，三年电信运营商工作经验，2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司：中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434