

增持（维持）

行业景气推动业务拓展

——国脉科技（002093）2009年报点评——

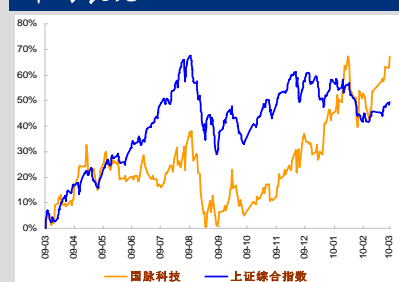
研究员

苏晓芳

电话：010-88092288-8509

邮箱：sxfang@swsc.com.cn

市场表现



发行数据

总股本（万股）	26,700
流通A股（万股）	20,197
总市值（亿元）	57.24
流通市值（亿元）	43.30

内容摘要:

- 2009年公司实现营业收入6.6亿元，同比增长27.46%；实现营业利润1.17亿元，同比增长10.99%；利润总额为1.24亿元，比上年同期增长16.10%；实现归属于上市公司股东净利润9.3千万元，同比增长20.20%；基本每股收益0.35元。公司2009年利润分配预案为：每10股送红股5股及发放红利0.6元。
- 2009年，公司的综合毛利率为46.33%，比去年下降3.6个百分点。主要是由于公司业务规模扩大，技术员工的增加满足不了业务的需求，报告期内公司将部分电信设备服务业务外包使得成本上升所致。
- 预计公司2010-2012年的营业收入将达到8.7亿元，12.4亿元，17.5亿元；归属母公司净利润为1.3亿元，2.0亿元，2.8亿元；每股收益为0.50元，0.73元，1.05元，公司目前的股价是21.44元（2010-3-3），相当于10-12年43倍、29倍和20倍的动态市盈率，6个月的目标价位为25.5元，我们维持之前给予的“增持”评级。

盈利预测与估值

指标	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	874	1,237	1,750
毛利（百万元）	430	617	892
营业利润（百万元）	184	266	379
利润总额（百万元）	175	259	372
归属母公司股东的净利润（百万元）	132	196	281
摊薄每股收益（元）	0.50	0.73	1.05

1. 公司业绩保持稳定增长

2009 年公司实现营业收入 6.6 亿元，同比增长 27.46%；实现营业利润 1.17 亿元，同比增长 10.99%；利润总额为 1.24 亿元，比上年同期增长 16.10%；实现归属于上市公司股东净利润 9.3 千万元，同比增长 20.20%；基本每股收益 0.35 元。公司 2009 年利润分配预案为：每 10 股送红股 5 股及发放红利 0.6 元。

图 1：近几年公司营业收入的变化情况

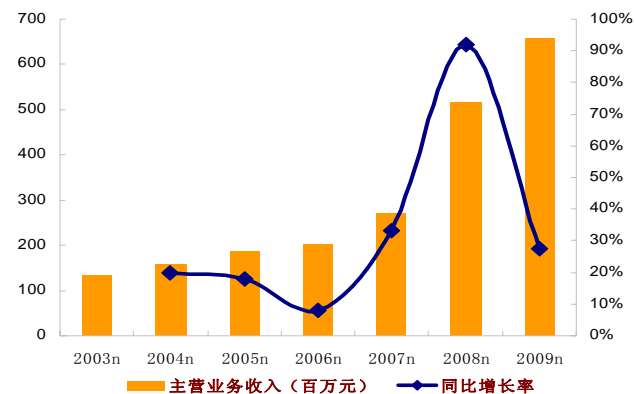
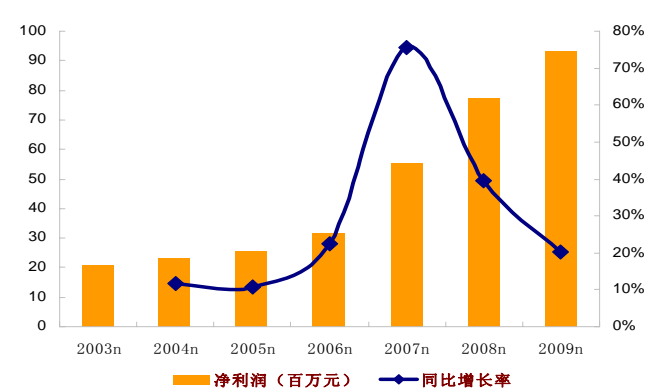


图 2：近几年公司净利润的变化情况



来源：公司公告 西南证券研发中心

09 年公司业绩稳定增长，主要是由于电信外包服务行业景气度不断上升，尤其是随着 3G 网络的大规模投资，更提升了该行业的需求空间，扩大了市场规模，同时公司继续利用其在国内高端电信外包服务领域的领先优势，增加销售收入的同时，扩展了市场领域，有效的提升了公司的盈利能力和竞争力水平。

公司的产品主要有电信网络集成和电信网络技术服务两类。09 年，公司此两类业务收入分别达到 2.92 亿元和 3.64 亿元，同比增长分别为 24.18% 和 30.45%。其中电信网络技术服务业务的收入占比提升到了 55.48%，表明公司由系统集成商向网络技术服务商转型初步完成。随着公司后续业务的拓展，网络技术服务业务的收入占比将会继续提升。

公司业务分地区情况看，09 年公司业务在华北地区拓展成功，09 年全年公司业务在该地区的收入达到 9 千万元，同比增长 219.18%。除此之外，公司在其他地区的业务发展稳定，全年都保持在 20% 左右的增速。

图 3：近几年公司分产品收入的变化情况

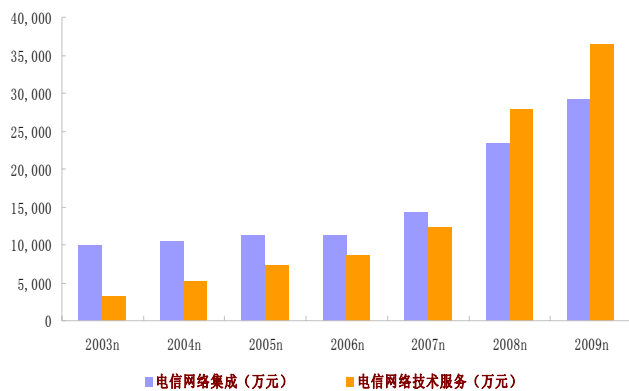
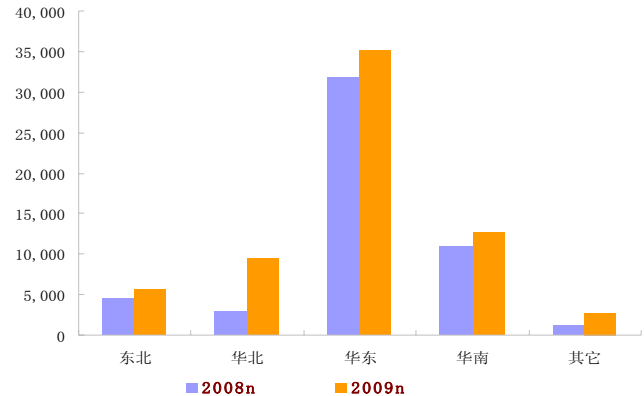


图 4：公司业务分地区收入情况（万元）



来源：公司公告 西南证券研发中心

2. 毛利率有所下降，期间费用率保持平稳

2009 年，公司的综合毛利率为 46.33%，比去年下降 3.6 个百分点。电信网络集成业务的毛利率水平与去年基本持平，而电信网络技术服务业务毛利率下降的同时，其收入占比又有所提升，导致公司整体毛利率下降。

09 年电信网络集成业务毛利率为 13.38%，与去年同期基本持平；电信网络技术服务业务的毛利率一直保持在较高的水平，09 年该业务的毛利率为 72.52%，较去年同期下降约 8 个百分点，主要是由于公司现有人力资源无法满足业务规模的扩张速度，国际外包服务支撑基地建设尚未开展，只能将部分服务外包导致成本增加所致。

图 5：近几年公司综合毛利率变化情况

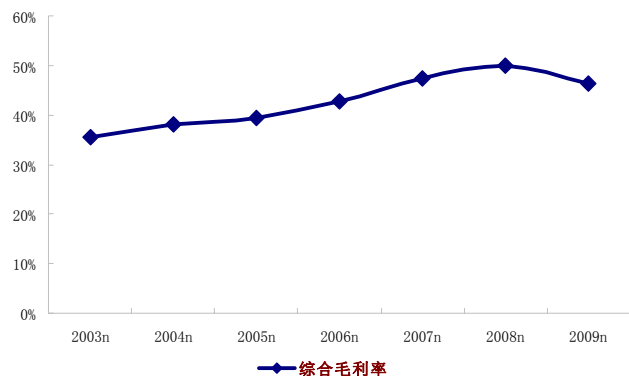
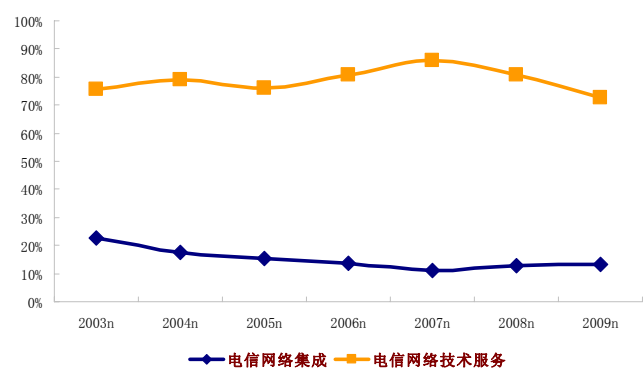


图 6：近几年公司分产品毛利率变化情况



来源：公司公告 西南证券研发中心

09 年，公司的三项费用率为 26.31%，较 08 年下降 0.3 个百分点，维持在稳定水平。其中销售费用率下降 0.46 个百分点，管理费用上升 0.36 个百分点，财务费用率下降 0.2 个百分点。

3. 盈利预测

由于第三方电信外包服务提供商独立性和公正性的优势,随着通信网络规模的扩大和通信技术的发展,运营商出于成本和更能专注于自己的核心业务建设的考虑,越来越多的将网络规划、设备系统维护等交由专业的技术服务商提供,使得该市场的规模逐步增大,行业景气度不断上升。

2010 年随着运营商 3G 基础网络的建成,其对网络维护的需求将进一步加大,公司作为国内唯一能在多个领域与国际设备厂商竞争的通信外包服务提供商,凭借其综合服务能力和品牌及性价比优势,一定能在该机遇中取得更大的发展空间。

预计公司 2010-2012 年的营业收入将达到 8.7 亿元, 12.4 亿元, 17.5 亿元; 归属母公司净利润为 1.3 亿元, 2.0 亿元, 2.8 亿元; 每股收益为 0.50 元, 0.73 元, 1.05 元, 公司目前的股价是 21.44 元 (2010-3-3), 相当于 10-12 年 43 倍、29 倍和 20 倍的动态市盈率, 6 个月的目标价位为 25.5 元, 我们维持之前给予的“增持”评级。

盈利预测表

(单位: 百万元)

指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	658.27	873.92	1,236.77	1,749.91
营业成本	353.29	444.39	619.62	857.46
税金及附加	13.20	17.48	24.74	52.50
主营利润	291.79	412.05	592.41	839.96
销售费用	40.61	52.44	77.92	110.24
管理费用	126.12	166.05	234.99	332.48
财务费用	6.43	8.74	12.37	17.50
资产减值损失	4.90	1	1	1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	117.39	183.83	266.14	378.73
营业外收入	6.93	8	8	8
营业外支出	0.13	1	0	0
利润总额	124.19	174.83	259.14	371.73
所得税	13.61	19.23	28.51	40.89
净利润	110.58	155.60	230.64	330.84
归属母公司股东的净利润	93.13	132.26	196.04	281.21
每股收益(摊薄后)	0.35	0.50	0.73	1.05

来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>