

## 通信配套服务

赵军华 S0960109063882

010-66276915

zhaojunhua@cjis.cn

## 国脉科技

002093

推荐

### 一季报业绩稳健增长，收购国脉设计公司 49%股权

公司发布了 2010 年的一季度业绩报告，其收入增长 15.37%，归属于母公司所有者的净利润增长 11.72%，基本每股收益 0.0846 元。公司同时公告收购国脉设计公司 49%的股权，从而完成 100%的控股，预计此项收购将直接增厚公司收益。

#### 投资要点：

- 公司 1 季度收入增长 15.37%，营业收入 1.72 亿元，增速相比以往有所放缓，我们认为主要是合同确认进度所致。公司 09 年 1 季度收入同比增长 27.35%，4 季度收入同比增长 44%，相比这些数据，15%左右的增长明显放缓。但我们判断主要是因为公司合同的确认周期所致，仍然对全年收入增长 30%以上保持乐观。
- 公司 1 季度毛利率 49.58%，环比去年 4 季度大幅提升，同比去年 1 季度保持稳定。公司 1 季度毛利率 49.58%，相比 09 年 1 季度的 50.27%保持稳定，相比 09 年 4 季度的 41.63%则较大幅度提升。我们判断公司本年毛利率总体将稳中有升。
- 公司营业费用率和管理费用率相比去年同期都出现下降，财务费用率则保持稳定。公司本年 1 季度营业费用率、管理费用率为 5.37%、16.69%，相比 09 年 1 季度的 6.26%、17.57%有所下降；财务费用率 0.83%，与去年同期持平。
- 公司本年 1 季度经营性现金流-8964 万元，相比去年同期的-2865 万元有所恶化。且公司近期的两起收购将消耗现金 1.7 亿元左右，这使得公司的融资需求更为直接。我们判断公司进行增发是大概率事件。
- 公司 1.5 亿元收购国脉设计公司 49%的股权，从而达到 100%的控股权，将直接增厚公司业绩，拉动净利增长 15%。公司以 1.5 亿元，9.75 倍的市盈率收购国脉设计公司 49%股权；国脉设计公司 08 年净利润 2524 万元，09 年净利润 2796 万元；被收购的国脉设计与公司签订业绩承诺协议，国脉设计 2010-2012 年每年净利润不低于 09 年净利，且三年复合增长率不低于 10%。对国脉设计公司 49%股权的购买将直接增厚公司 2010 年业绩至少 1400 万元，占 09 年业绩的 15%。
- 预测公司 2010-2012 年收入增长 36%、32%、28%，净利增长 45%、43%、33%，EPS0.34 元、0.48 元、0.64 元。我们看好公司所处的运维服务行业，且认为公司的市场份额将稳中有升，维持推荐的投资评级，重申公司为我们当前首推的股票。
- 股价催化因素：未来并购仍有可能；增发是大概率事件

#### 6-12 个月目标价：

当前股价： 17.10 元

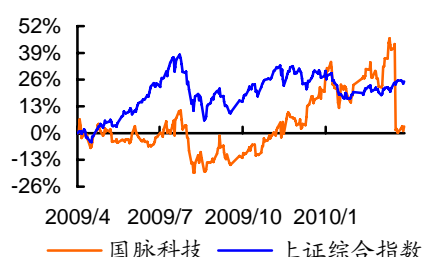
评级调整： 维持

#### 基本资料

上证综合指数	3129.26
总股本(百万)	401
流通股本(百万)	276
流通市值(亿)	47
EPS (TTM)	0.23
每股净资产 (元)	1.45
资产负债率	32.6%

#### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
国脉科技	31.55	26.62	83.17
上证综合指数	3.84	-4.42	8.11



#### 相关报告

《国脉科技-网络运维服务市场前景广阔，公司未来三年高速增长可期》2010-3-10  
《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

#### 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)	0.23	0.34	0.48	0.64
P/E	73.54	50.64	35.40	26.60
P/B	13.36	10.83	8.29	6.31
EV/EBITDA	49	35	25	19

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>539</b>	<b>734</b>	<b>1001</b>	<b>1369</b>	<b>营业收入</b>	<b>658</b>	<b>896</b>	<b>1184</b>	<b>1518</b>
现金	204	287	412	623	营业成本	353	471	603	762
应收账款	140	166	219	288	营业税金及附加	13	18	24	30
其它应收款	21	30	40	51	营业费用	41	54	69	87
预付账款	56	75	99	123	管理费用	126	172	227	291
存货	112	166	219	268	财务费用	6	4	6	7
其他	7	10	13	17	资产减值损失	5	4	4	4
<b>非流动资产</b>	<b>321</b>	<b>323</b>	<b>300</b>	<b>287</b>	公允价值变动收益	4	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	155	143	130	116	<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>174</b>	<b>252</b>	<b>337</b>
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	7	7	7	7
其他	157	170	160	161	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>860</b>	<b>1057</b>	<b>1301</b>	<b>1656</b>	<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>181</b>	<b>259</b>	<b>344</b>
<b>流动负债</b>	<b>278</b>	<b>331</b>	<b>348</b>	<b>400</b>	所得税	14	20	28	38
短期借款	104	109	109	108	<b>净利润</b>	<b>111</b>	<b>161</b>	<b>230</b>	<b>306</b>
应付账款	51	58	76	98	少数股东损益	17	26	37	49
其他	123	164	163	194	<b>归属母公司净利润</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>193</b>	<b>257</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	EBITDA	138	193	272	359
长期借款	0	-2	-5	-9	EPS (元)	0.35	0.34	0.48	0.64
其他	2	1	2	2	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	<b>280</b>	<b>331</b>	<b>345</b>	<b>392</b>	<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	93	130	179	<b>成长能力</b>				
股本	267	401	401	401	营业收入	27.5%	36.1%	32.1%	28.3%
资本公积	4	4	4	4	营业利润	11.0%	48.3%	44.6%	34.0%
留存收益	241	227	421	678	归属于母公司净利润	20.2%	45.2%	43.0%	33.1%
归属母公司股东权益	513	632	826	1085	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>860</b>	<b>1057</b>	<b>1301</b>	<b>1656</b>	毛利率	46.3%	47.5%	49.1%	49.8%
<b>现金流量表</b>					净利率	14.1%	15.1%	16.3%	17.0%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROE	18.2%	21.4%	23.4%	23.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>43</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>223</b>	ROIC	28.7%	36.8%	42.0%	48.2%
净利润	111	161	230	306	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	14	14	14	15	资产负债率	32.6%	31.3%	26.5%	23.7%
财务费用	6	4	6	7	净负债比率	37.28	32.26%	30.15	25.19%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.94	2.22	2.88	3.42
营运资金变动	-92	-60	-132	-110	速动比率	1.54	1.71	2.25	2.75
其它	4	-15	15	5	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-27</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-0</b>	总资产周转率	0.80	0.93	1.00	1.03
资本支出	29	0	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	2	-1	0	-0	应付账款周转率	9.19	8.62	8.93	8.73
其他	4	-0	-0	-0	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.48	0.64
短期借款	-14	4	0	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.26	0.33	0.56
长期借款	-12	-2	-3	-4	每股净资产(最新摊薄)	1.28	1.58	2.06	2.71
普通股增加	0	134	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	73.54	50.64	35.40	26.60
其他	13	-159	-5	-6	P/B	13.36	10.83	8.29	6.31
<b>现金净增加额</b>	<b>3</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>211</b>	EV/EBITDA	49	35	25	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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  $\pm 10\%$  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

## 免责声明

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