

6-12个月目标价 18-20元

当前股价 15.87元

投资评级 **买入**
研究员: 薄小明 **执业号:** S0640208090088

电话: 0755-83689707

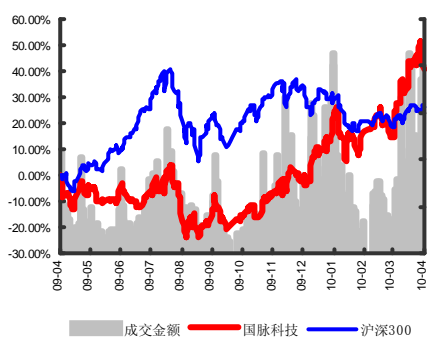
Email: xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期: 2010/04/15

基础数据

上证指数	3164.97
总股本(亿股)	4.005
流通A股(亿股)	2.761
流通B股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	43.80
总市值(亿元)	63.48
每股净资产(元)	1.32
ROE(Q1)	6.39%
资产负债率	32.57%
动态市盈率	44.32
市净率	9.93

近一年股价表现



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
- 《国脉科技年报点评》2010.03.01

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路3024号航空大厦2902室
(518031)

投资要点:

- 2010年一季度业绩低于预期。公司实现营业收入1.72亿元，同比增长15.37%；实现归属于上市公司股东的净利润3387.59万元，同比增长11.72%；每股收益0.085元。由于各季度收入分布并不平衡，系统集成业务收入确认受到项目结算周期的影响，起伏较大，因而我们认为一季度增长率稍低并不意味着公司全年达不到业绩预期。公司上半年工程师紧缺的局面仍然存在，只能将部分业务外包，毛利率比去年同期下降了0.7个百分点，而海峡学院的学生下半年才能大量充实到员工队伍中，我们认为公司毛利率有望于下半年随着人力资源紧张局面的缓解而有所提升。
- 公司收购国脉设计49%的剩余股权具有重要意义。首先，收购将增厚上市公司业绩。本次收购估值的动态市盈率为9.75倍，将增厚2010年业绩0.04元左右。其次，国脉设计公司具有通信工程设计及通信信息工程咨询等一系列甲级资质，而这些资质的取得需要长期的项目经验积累和高素质人才储备。收购完成后，国脉科技可以全面控制国脉设计，将其完全纳入管理体系，充分利用其资质开展业务，发挥协同效应。第三，国脉设计的市场已经从黑龙江扩展到了广东、广西、福建、辽宁、山西、吉林等地。收购完成后，国脉科技可以充分利用国脉设计已有的市场平台进行全国布局，有利于公司网络维护业务在福建省外的拓展。
- 我国电信企业将加快光纤宽带接入网络部署。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。公司在光网络方面具有较强的技术实力，曾经承接大量国际设备厂商的光传输网工程督导技术外包业务，并连续多年负责福建移动光传输网的维护服务。网络维护支出占设备投资的5%-10%，这意味着将增加一个规模达到数十亿元的光网络维护市场。凭借在光网络领域丰富的维护经验，公司将明确受益于光纤宽带网络建设的提速。
- 我们预计公司未来三年的每股收益分别为0.36元、0.59元和0.93元，复合增长率超过50%，对应动态市盈率分别为44.32倍、26.74倍和17.09倍。考虑到公司所在行业处于成长期，发展空间极为广阔，并且公司通过收购实现的外延性成长很有可能超越我们的预期，至少应给予1倍PEG的估值水平。公司6-12个月的目标价位在18-20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)	0.23	0.36	0.59	0.93
P/E(倍)	68.25	44.32	26.74	17.09
P/B(倍)	12.40	9.93	7.48	5.42

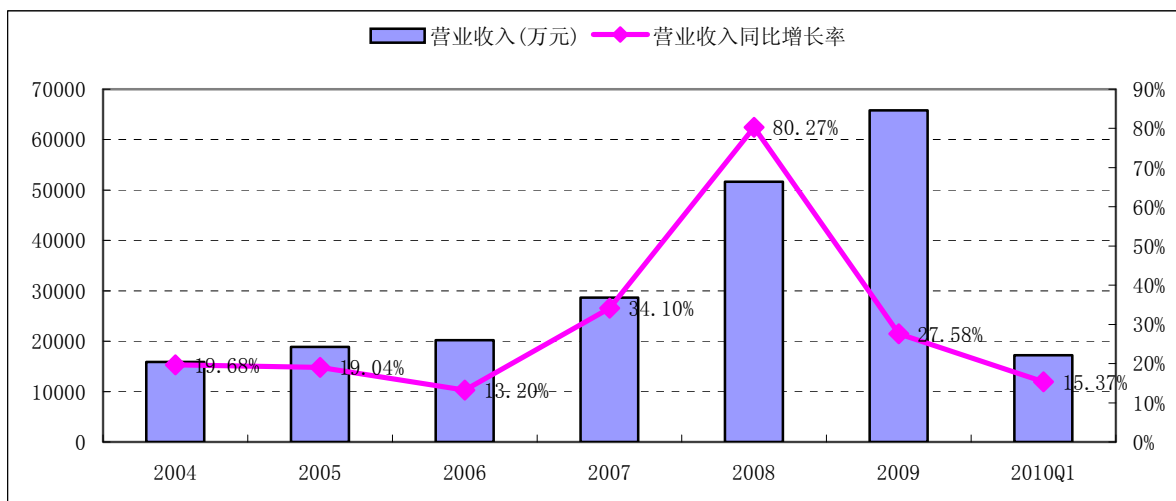
来源: 江南金融研究所

一、一季度业绩低于预期

2010年一季度，国脉科技实现营业收入1.72亿元，同比增长15.37%；实现归属于上市公司股东的净利润3387.59万元，同比增长11.72%；每股收益0.085元。公司预计2010年1-6月归属于股东的净利润比上年同期增长幅度为10%-30%，业绩变动的原因是公司业务规模的扩大。

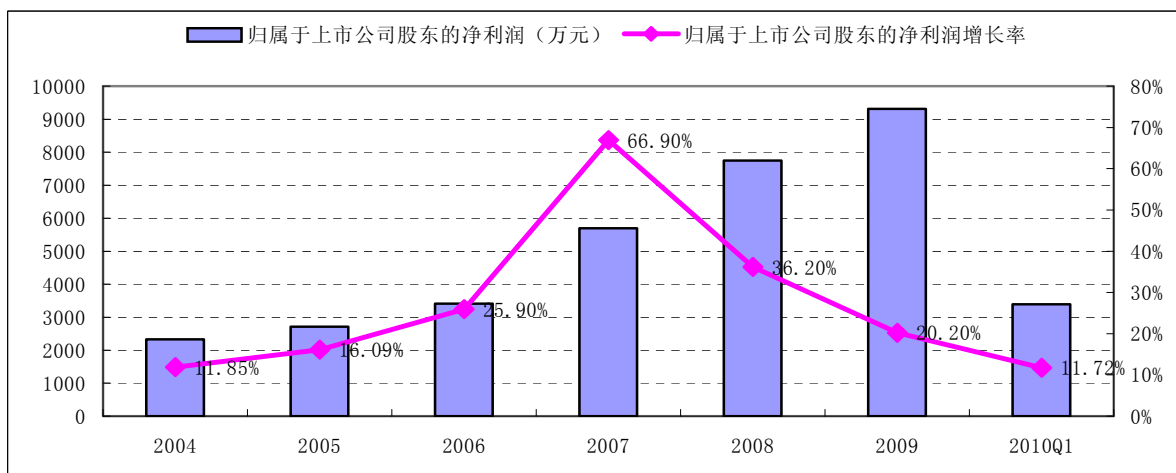
公司一季度业绩低于我们的预期。经与公司沟通，我们了解到：公司各季度收入分布并不平衡，系统集成业务收入确认受到项目结算周期的影响，起伏较大，因而我们认为一季度增长率稍低并不意味着公司全年达不到我们的业绩预期；公司上半年工程师紧缺的局面仍然存在，只能将部分业务外包，毛利率比去年同期下降了0.7个百分点，而海峡学院的学生下半年才能大量充实到员工队伍中，我们认为公司毛利率有望于下半年随着人力资源紧张局面的缓解而有所提升。

图表 1 国脉科技营业收入及增长率情况



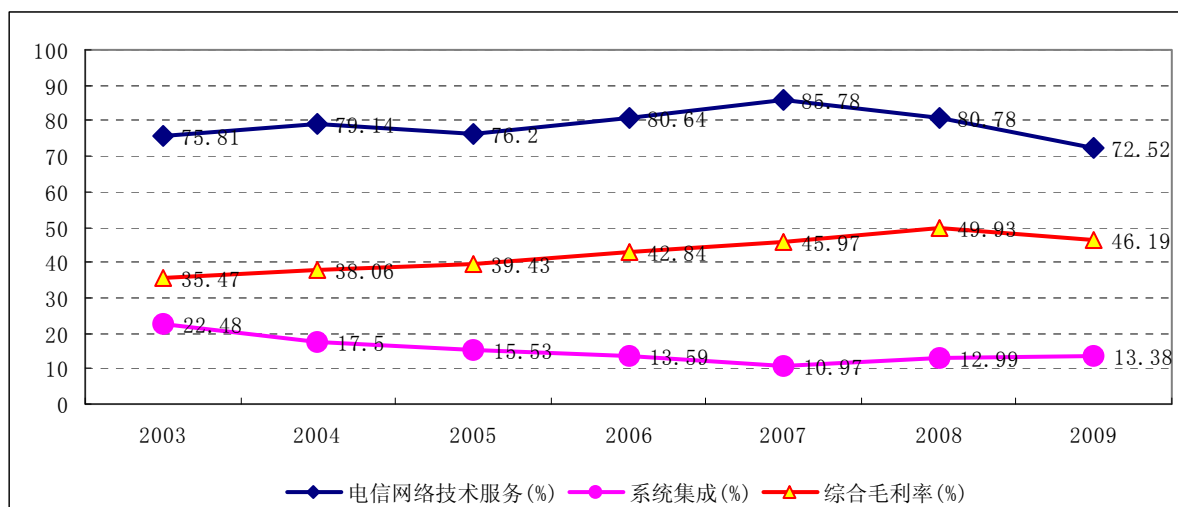
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 2 国脉科技净利润及增长率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 3 国脉科技毛利率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

二、收购子公司股权增厚业绩

2010年4月12日，公司第四届董事会第三次会议审议通过《关于收购国脉通信规划设计公司49%股权的议案》。公司以人民币1.5亿元的价格收购国脉通信规划设计有限公司49%的股权，本次收购完成后，公司持有国脉设计公司100%的股权。

国脉设计公司成立于2000年12月，注册资本为5,000万元人民币，主营业务为通信工程设计、咨询、网络优化、通信技术服务等，具有通信工程设计（有线通信、无线通信）甲级、通信信息工程咨询甲级资质。2009年营业收入为7,272.72万元，净利润为2,796.33万元。国脉设计承诺2010—2012年每年净利润不低于其2009年净利润，且以其2009年净利润为基数，三年净利润复合增长率不低于10%。

经过沟通，我们认为本次收购对国脉科技的发展具有重要意义。首先，收购将增厚上市公司业绩。本次收购估值的动态市盈率为9.75倍，而国脉科技目前动态市盈率超过40倍，收购将增厚2010年业绩0.04元左右。国脉设计公司处于成长期，交易对方对未来三年的业绩也作出了相应的承诺，确定性较强。其次，国脉设计公司具有通信工程设计及通信信息工程咨询等一系列甲级资质，而这些资质的取得需要长期的项目经验积累和高素质人才储备。收购完成后，国脉科技可以全面控制国脉设计，将其完全纳入管理体系，充分利用其资质开展业务，发挥协同效应。第三，国脉设计公司抓住了运营商整合及3G建设带来的市场机遇，业务迅速拓展，市场从原先以黑龙江网通的固网业务为主发展到占合并后的黑龙江联通绝大部分市场（含固网及2G/3G无线业务），并先后进入了广东、广西、福建、辽宁、山西等省联通以及黑龙江、吉林移动的固网及3G市场。收购完成后，国脉科技可以充分利用国脉设计的平台进行全国布局，有利于公司网络维护业务在福建省外的拓展。

公司目前增发的意图仍然较为强烈。如果2010年能够顺利增发，我们预计收购国脉设计49%的股权只是公司的第一步动作，公司在2010-2011年将有更多的收购与整合。通过低PE的收购增厚上市公司的盈利，将成为未来几年公司超常规发展的重要方式。

三、光纤宽带网成为新的看点

根据工业和信息化部等7部门发布的《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，电信企业将加快光纤宽带接入网络部署。新建区域直接部署光纤宽带网络，已建区域加快光进铜退的网络改造。有条件的商业楼宇和园区直接实施光纤到楼、光纤到办公室，有条件的住宅小区直接实施光纤到楼、光纤到户。优先采用光纤宽带方式加快农村信息基础设施建设，推进光纤到村。到2011年，光纤宽带端口超过8000万，城市用户接入能力平均达到8兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到2兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现100兆比特每秒以上的接入能力。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。

公司在光网络方面具有较强的技术实力，曾经承接大量国际设备厂商的光传输网工程督导技术外包业务，包括中国网通全国传输骨干网和教育科研网全国骨干传输网等重要项目；公司连续多年负责福建移动朗讯光传输网的维护服务，服务范围包括全省骨干网和福州泉州漳州三地市各自的骨干网。未来三年光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，而网络维护支出占设备投资的5%-10%，这意味着将增加一个规模达到数十亿元的光网络维护市场。凭借在光网络领域丰富的维护经验，公司将明确受益于光纤宽带网络建设的提速。

四、盈利预测及投资建议

我们预计公司未来三年的每股收益分别为 0.36 元、0.59 元和 0.93 元，复合增长率超过 50%，对应动态市盈率分别为 44.32 倍、26.74 倍和 17.09 倍。考虑到公司所在行业处于成长期，发展空间极为广阔，并且公司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 18-20 元左右，继续给予“买入”的投资评级。

图表 4 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
流动资产	539	697	1011	1451	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	860	1041	1349	1791	利润总额	124	194	321	503
流动负债	278	306	360	407	所得税	14	23	39	60
短期借款	104	104	104	104	净利润	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	归属母公司净利润	93	143	238	372
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	138	207	335	514
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.36	0.59	0.93
其他非流动负债	2	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	280	306	360	407	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	68	95	140	211	成长能力				
股本	267	401	401	401	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	235	444	769	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	获利能力				
负债和股东权益	860	1041	1349	1791	毛利率(%)	46.3%	49.1%	53.0%	56.2%
现金流量表					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%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	28.7%	41.3%	54.5%	67.2%
经营活动现金流	43	156	208	323	偿债能力				
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	营运能力				
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
投资活动现金流	-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	每股指标(元)				
其他投资现金流	4	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.36	0.59	0.93
筹资活动现金流	-13	-50	-29	-45	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.39	0.52	0.81
短期借款	-14	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.28	1.60	2.12	2.93
长期借款	-12	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	134	0	0	P/E	68.25	44.32	26.74	17.09
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	12.40	9.93	7.48	5.42
其他筹资现金流	13	-184	-29	-45	EV/EBITDA	45	30	19	12
现金净增加额	3	86	159	258					

分析师简介

薄小明, SAC 执业证书号: S0640208090088

工学硕士、经济学硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事 TMT 行业的研究。

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, 本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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

免责条款:

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。