

## 通信配套服务

王鹏（研究主管）

执业证书编号：S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

赵军华

执业证书编号：S0960109063882

010-63222915

zhaojunhua@cjis.cn

**6-12个月目标价：** 17.00元

当前股价： 12.84元

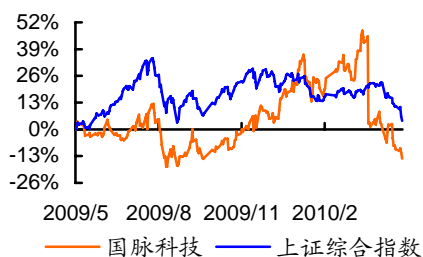
评级调整： 维持

## 基本资料

上证综合指数	2698.76
总股本(百万)	401
流通股本(百万)	276
流通市值(亿)	35
EPS (TTM)	0.24
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	-21.99	2.72	24.50
上证综合指数	-14.20	-9.51	-15.10



## 相关报告

《国脉科技-季报业绩稳健增长，收购国脉设计公司 49%股权》2010-4-13

《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

## 国脉科技

002093

推荐

### 公司股价在下跌中逐渐显现安全边际，战略建仓机会也许临近

我们看好国脉科技的投资价值，原因如下：首先看好公司所处的电信运维服务行业；其次是因为公司历史上的业绩增长答卷令人满意，且管理层战略眼光值得看好；最后在服务行业集中化的趋势下，我们判断公司未来两年的并购和规模扩张将进入关键期。制约我们对公司推荐的因素是估值和时机，但伴随近期公司股价的向下调整，虽然当前股价仍难言底部，但我们认为战略建仓的机会已经临近，建议投资者积极关注。

### 投资要点：

- **公司所处的运维服务市场未来 3-5 年的高速增长确定性强。**从欧美市场看，电信网络运维外包已经成为趋势所在，爱立信将专业服务作为其未来业务转型的方向；运维服务行业的市场空间取决于存量网络的规模，只要网络规模不断增加，则运维服务市场就会持续增长；预测国内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，市场前景光明。
- **公司近年来业务稳健增长，业绩质量高，可持续性强。**考虑并购，公司 07-09 年三年复合增长率为 44%；不考虑并购，公司依靠内生增长，复合增长率则为 34%，内生增长的可持续性强。公司 06-09 年经营性现金流占净利润的比例为：2.11、0.75、1.21、0.46，公司经营产生的现金流入稳健，反映了利润实现的质量高。
- **运维服务行业处在整合期，公司近期的一系列动作体现了其做大规模的战略意图，我们判断公司未来仍将通过并购来实现规模的扩张。**通信（IT）服务行业近年集中化趋势出现，公司今年上半年已经发生两起并购，反映了其通过并购实现扩张的意图，公司具有并购黑龙江规划院的成功经验，后续的并购值得积极看好。
- **公司治理结构清晰，管理层具有战略眼光，执行力较好，是长线投资的较好品种。**公司和 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；上半年通过并购提前布局云计算领域，这些都显示了其良好的战略眼光，长期成长性值得看好。
- **预测公司 2010-2012 年收入增长 36%、32%、28%，净利增长 45%、43%、33%，EPS 为 0.34 元、0.48 元、0.64 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 0.34 元的 EPS 取 50 倍的 PE，目标价 17 元，给予推荐的投资评级。
- **股价催化因素：**新的并购是大概率事件；海峡学院的专科升级到本科。

### 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	55.22	38.02	26.58	19.97
P/B	10.03	8.13	6.22	4.74
EV/EBITDA	36	26	18	14

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	55.22	38.02	26.58	19.97
其他	13	-159	-5	-6	P/B	10.03	8.13	6.22	4.74
<b>现金净增加额</b>	<b>3</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>211</b>	EV/EBITDA	36	26	18	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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