

## 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：14.08元

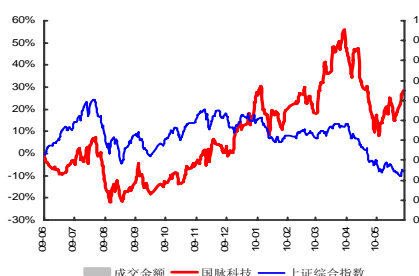
评级调整：维持

## 基本资料

上证综合指数	2569
总股本(百万)	401
流通股本(百万)	276
流通市值(亿)	38.9
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	18.82	8.59	24.56
上证综合指数	0.39	-13.67	-21.52



## 相关报告

《国脉科技-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》2010-5-10

《国脉科技-一季报业绩稳健增长, 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

## 国脉科技

002093

推荐

## 公司公告非公开增发预案, 增发如果成功将提升中长期竞争实力

公司近期公告非公开发行业股票的预案: 发行股票数量区间为3000万股至5000万股; 发行底价不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%, 即11.78元/股; 本次增发为非公开发行, 计划募集资金不超过5亿元, 拟将募集资金全部投入二期的电信网络技术服务基地的建设中。

## 投资要点:

- 公司本次增发拟将募集资金用于电信网络技术服务基地（二期）项目，将显著提升公司中长期的竞争实力。该项目具体包括国际电信外包服务中心、认证培训中心、技术支持中心、技术研发中心、容灾备份中心等建设。
- 分项目而言，公司建设国际电信服务外包中心，旨在建设国际专业通信设备厂商的中国区服务总部，反映了其业务模式的拓展，由直接面向运营商的业务模式延伸出与设备厂商合作的服务外包商业模式；建设认证培训中心，反映了公司有意进一步做大做强 IT 培训业务；公司对技术支持中心、技术研发中心等建设，反映了公司经过近 3 年的高速增长后，一期工程建成的服务基地已不能满足业务、市场扩张的需要，需要二期项目的建设来支撑未来进一步的高速增长。
- 重申对公司所处的运维服务行业的看好，该行业未来 3-5 年的高速增长确定性较强。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，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，且由于网络运维外包比例也将处于不断上升的通道，使得电信网络运维服务行业未来的发展前景光明。
- 重申对公司的看好，公司管理质地良好，奠定了其中长期成长的基础，且公司近两年可能会通过并购实现规模的进一步扩张。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。而当前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，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。
- 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。我们继续维持 17 元的目标价，公司当前股价仍具有战略配置的价值，因而维持推荐的投资评级。

## 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	60.55	41.70	29.15	21.90
P/B	11.00	8.92	6.82	5.20
EV/EBITDA	40	29	20	15

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	60.55	41.70	29.15	21.90
其他	13	-159	-5	-6	P/B	11.00	8.92	6.82	5.20
<b>现金净增加额</b>	<b>3</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>211</b>	EV/EBITDA	40	29	20	15

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