

国脉科技 002093.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

非公开增发启动，助推全国扩张战略

本报告导读：➤ 公司过去三年保持高速增长，复合增长 40%
➤ 本次非公开增发将助推公司在全国的扩张战略

投资要点：

- **非公开增发方案：**公司本次拟非公开增发3000万~5000万股普通股，筹资5亿元左右投向电信网络技术服务基地（二期）建设。非公开增发价格11.78元/股，增发对象包括不超过10名的机构投资者或个人投资者等特定对象，认购方式为人民币现金认购。公司控股股东、实际控制人及其控制的企业不认购本次非公开发行的股份。
- **公司过去三年保持高速增长。**公司06年底上市，募集资金1.5亿元主要投向电信网络技术服务基地（一期）建设和无线网优项目，公司抓住机遇，在07年~09年期间，实现了营业收入和净利润复合成长均超过40%的高速成长。
- **本次非公开增发将助推公司全国扩张战略。**公司过去几年立足于福建省内市场并逐步向全国市场拓展，09年公司主营收入中53.5%来自华东地区（包括福建省内业务），但华北地区收入已经从08年的5.7%升至09年的14.3%。面临快速扩张，本次增发项目电信网络技术服务基地（二期）主要面向运营商和设备商的全国市场，通过延伸业务模式，抓住与Juniper等国际电信设备商合作机遇，将市场从福建拓展到全国，实现跨越式扩张，打开新成长空间。
- **增发价格较当前股价折价16.3%，具有吸引力。**较当前14.08元的股价，本次非公开增发价格11.78元具有16.3%的折价幅度。按我们预测的10年、11年盈利计算，增发价对应10年PE为36倍、11年PE为24.6倍，相对于公司的快速成长和巨大发展空间看，该估值水平具有吸引力。
- **预计增发4244.48万股，摊薄当前预测EPS约10.6%。**按照公司拟筹资5亿元及非公开增发价格11.78元计算，预计非公开发发行股份4244.48万股，占当前总股本的10.6%，占增发后总股本的9.58%。
- **估值与投资建议。**本次基地（二期）建设将提升公司在高端服务领域竞争优势，极大拓展公司成长空间。预计公司10年~12年复合增长40%左右，10-11年EPS为0.33元、0.48元左右，对应当前股价10-11年PE为43倍、29.4倍，11年PEG约0.7倍。考虑到公司快速成长和扩张能力，以及逐步提升的产业地位和竞争力，我们维持公司“推荐”评级，给予目标价17-19元（对应11年PE35-40倍左右）。

请务必阅读正文之后的重要声明

通信设备及服务行业

公司评级：推荐（维持）

目标价格：¥17-19

当前价格：¥14.08

2010.06.16

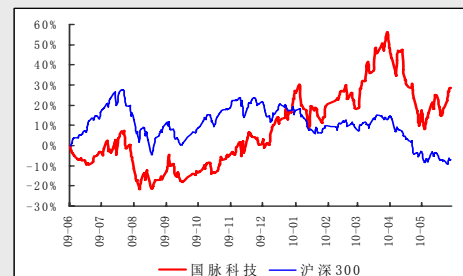
基础数据

总市值（百万元）	5639
总股本/流通 A 股（百万股）	400.5/276.1
流通市值（百万元）	3887
每股净资产（元）	1.32
ROE09-摊薄（%）	18.2

交易数据

52 周内股价区间（元）	11.6~23.9
10 年动态 PE（倍）	43
PEG 比率（倍）	1.0
市净率（倍）	10.7

52 周内股价走势图



万阳松 行业研究员

执业证书编号 S0820210010026

电话 021-32229888*3501

邮箱 wanyangsong@ajzq.com

相关报告

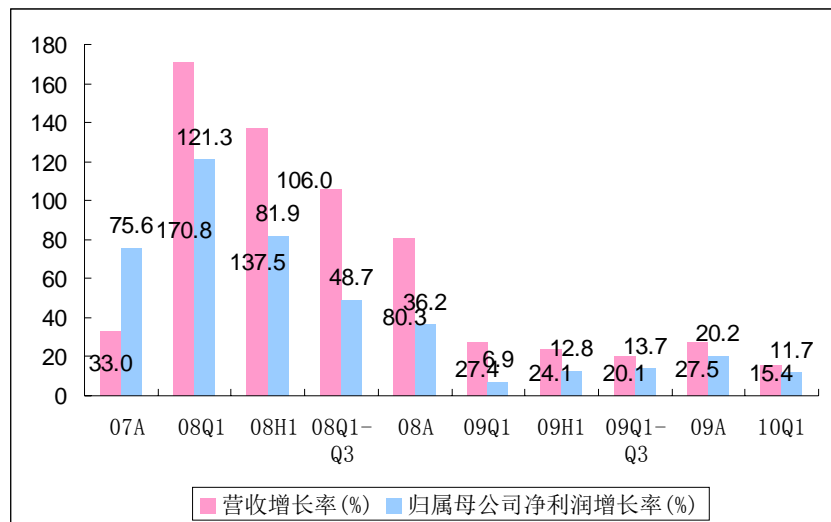
《国脉科技业绩快报点评》 20090225

一、公司过去三年保持高速增长，仍以区域市场为主

■ 公司07年-09年业绩保持较快复合增长

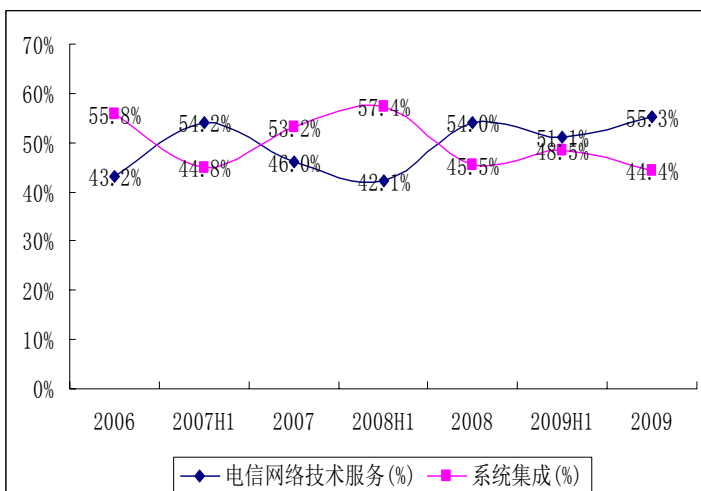
- 公司06年底上市，募集资金1.5亿元主要投向电信网络技术服务基地(一期)建设和无线网优项目，公司抓住机遇，在07年~09年期间，实现了营业收入和净利润复合成长均超过40%的高速成长。
- 公司09年主营业务中，来自电信网络技术服务收入占比55.3%，来自系统集成占比44.4%左右，电信网络技术服务等主营收入保持高速增长。
- 公司在融资后的几年保持较快成长，一定程度上体现公司的成长具有融资驱动型特征。09年公司较快成长的业务面临一定的人力资源瓶颈，此次非公开发融资进行全局扩张，有望带来公司新一轮成长。

图表1：公司07-09年营收和净利润保持40%复合增长

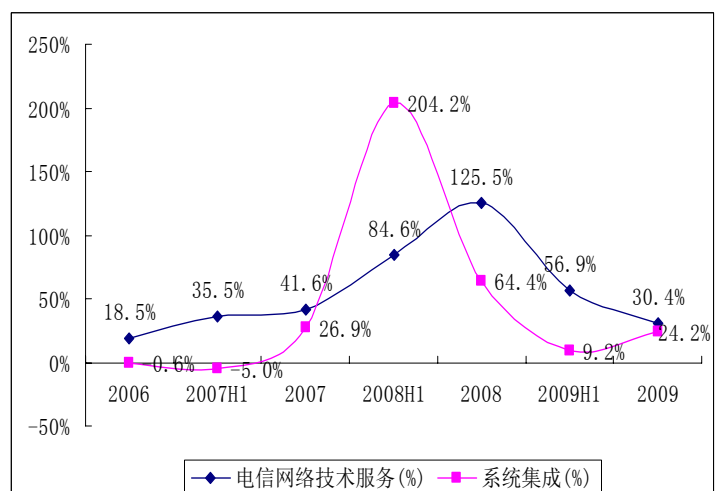


来源：爱建证券研究部

图表2：主营收入中，电信网络技术服务占比55%左右



图表3：电信网络技术服务等主营业务保持高速增长

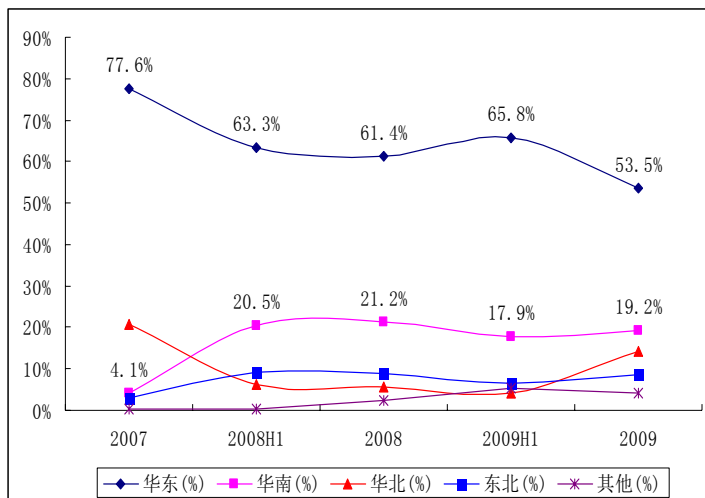


来源：爱建证券研究部

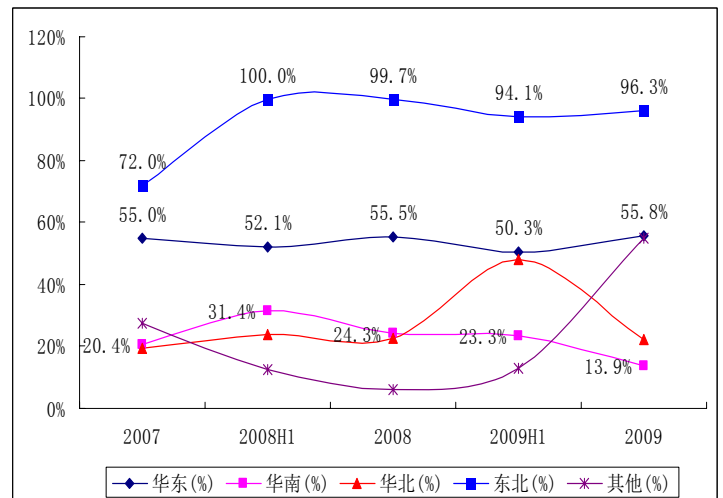
■ 华东区域市场仍是主要收入来源

- 公司08、09年来自华东区市场（包括福建省内市场）的收入为3.17亿元和3.52亿元，占公司全年收入比重分别为61.4%和53.5%，为公司主要收入来源地区。目前公司在福建省的市场份额较大，超过10%以上，这也是公司过去几年主要开拓的业务市场。
- 随着07年11月公司对黑龙江国脉通信规划设计公司的收购整合，逐步拉开对北方市场的扩张，09年来自华北、东北的业务总占比从08年的14.6%上升至23%左右。公司整合扩张成效显著。

图表4：09年华东地区主营收入占比 53.5%



图表5：分地区毛利率水平



来源：爱建证券研究部

二、非公开增发助推公司的扩张战略

■ 5亿元投向电信网络技术服务基地（二期）建设

- 公司过去几年立足于福建省内市场并逐步向全国市场拓展，09年公司主营收入中53.5%来自华东地区（包括福建省内业务），但华北地区收入已经从08年的5.7%升至09年的14.3%。面临快速扩张，本次增发项目电信网络技术服务基地（二期）主要面向运营商和设备商的全国市场，通过延伸业务模式，抓住与Juniper等国际电信设备商合作机遇，将市场从福建拓展到全国，实现跨越式扩张，打开巨大成长空间。

图表6：本次募投项目及资金（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金投入金额
电信网络技术服务基地（二期）	52,378	47,892.50
合计	52,378	47,892.50

来源：公司公告，爱建证券研究部

■ 3G及全业务时代电信网络技术服务市场空间巨大

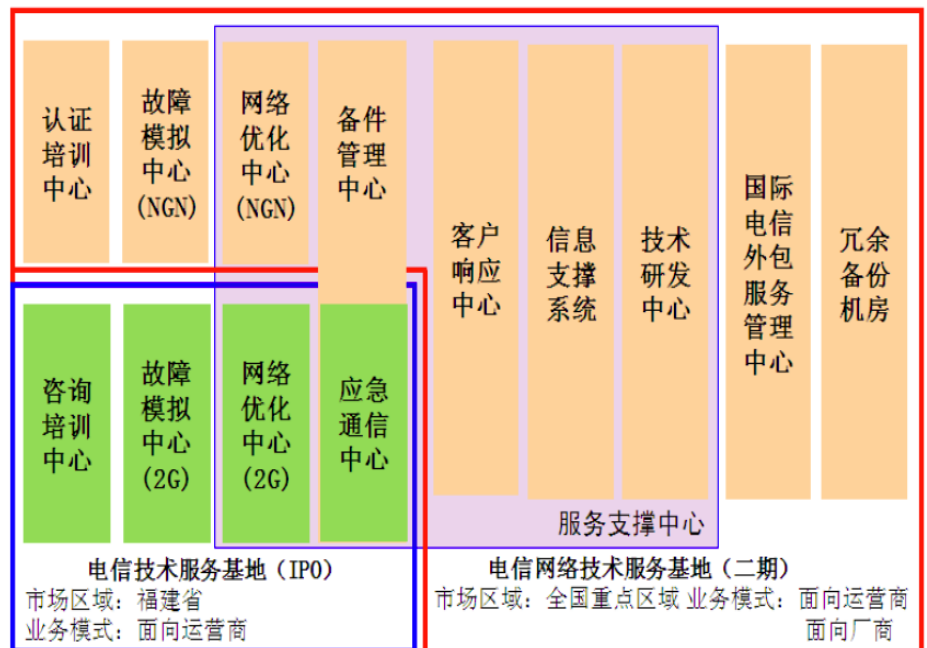
● 09年随着中国电信运营商全业务运营的开展和3G 牌照的发放,各运营商之间市场竞争日益激烈,电信运营商将更专注于网络运营和市场销售等核心业务,促使电信服务外包市场同步扩大。

● 对于电信运营商而言,一方面其网络维护、网络优化等工作需要更专业的服务企业完成,另一方面也更需要技术服务企业在战略发展、网络规划、网络建设、方案设计、工程设计等一系列环节提供专业的技术支撑。此外,电信设备厂商也更专注于技术研发、设备生产、市场营销等核心工作,对于工程建设、技术支持、系统维护等工作也逐步分包给专业的技术服务企业完成,这就为技术服务市场提供了广阔的商机。

■ 基地(二期)建设提升公司在高端服务领域竞争优势

● 目前,国内电信服务外包产业正处于高速成长期,行业集中度仍比较低。随着未来产业的逐渐发展成熟,在同一层次上的行业竞争也将趋向激烈,外包服务业务的盈利能力正呈现出分化趋势。一部分高端业务由于进入门槛较高,行业龙头企业在这方面具有很强的竞争优势,对设备厂商和运营商的议价能力也比较强,能够保持较高的利润水平。此外,掌握前沿技术,有能力为用户提供整体服务解决方案的服务供应商也能在未来占据有力的竞争地位。因此,通过建设和完善电信服务外包基地,有助于公司保持在高端服务领域的竞争优势,扩大市场占有率,提高自身盈利能力。

图表7: 电信网络技术服务基地一期与二期项目关系图

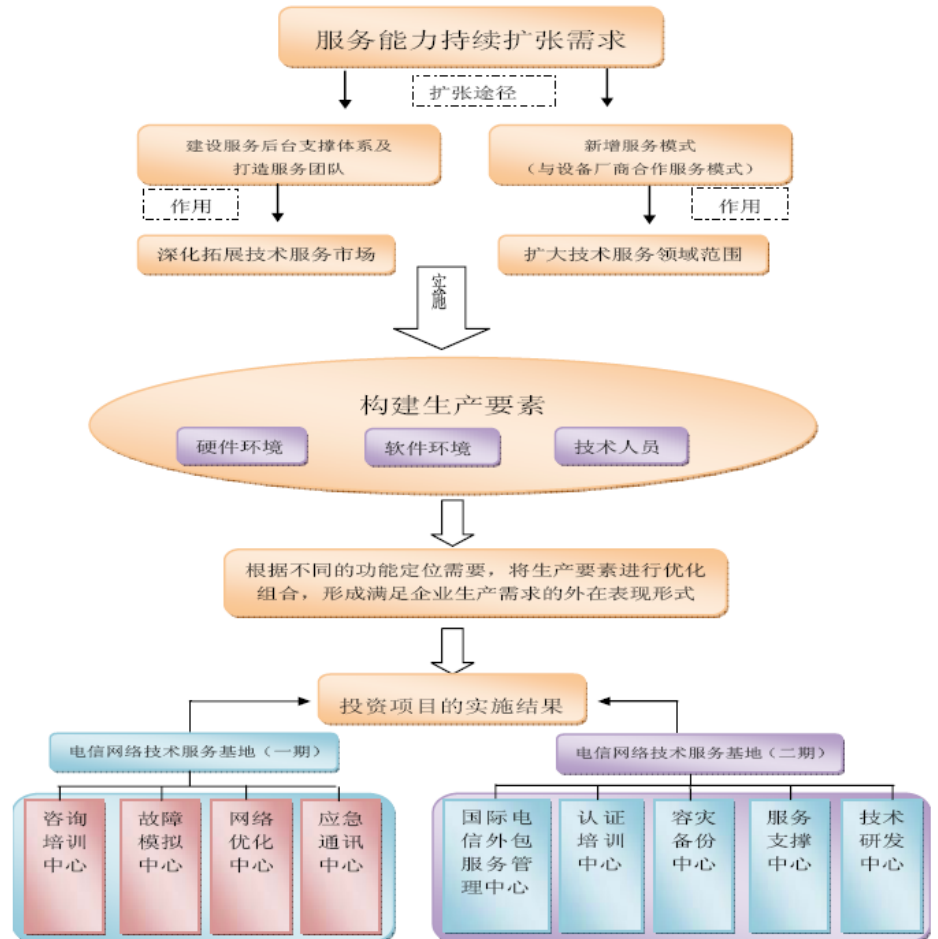


来源: 公司公告, 爱建证券研究部

● 类比于生产制造型企业的扩张模式,作为技术服务型企业,公司服务能力的持续扩张主要取决于服务后台支撑体系与服务团队的建设以及业务模式的扩

展。本次电信网络技术服务基地（二期）建设包括国际电信外包服务管理中心、认证培训中心、容灾备份中心、服务支撑中心和技术研发中心等的建设，将助推公司面向全国市场推广和国际电信网络技术服务扩张战略。

图表8：技术服务型企业扩张模式（国脉科技）



来源：公司公告，爱建证券研究部

三、本次增发对估值影响分析

- **预计增发4244.48万股，摊薄当前预测EPS约10.6%。**按照公司拟筹资5亿元及非公开增发价格11.78元计算，预计非公开发行业股份4244.48万股，占当前总股本4.01亿股的10.6%，占增发后总股本4.43亿股的9.58%。

图表9：预计增发4244.48万股，摊薄当前预测EPS约10.6%

增发前总股本 (百万股)	增发股票数 (百万股)	占增发前总 股本比例	增发后总股 本(百万股)	占增发后总 股本比例
400.50	42.44	10.60%	442.94	9.58%

来源：爱建证券研究部

- **增发价格较当前股价折价16.3%，具有吸引力。**较当前14.08元的股价，本次非公开增发价格11.78元具有16.3%的折价幅度。按我们预测的10年、11年盈

利计算，增发价对应10年PE为36倍、11年PE为24.6倍，相对于公司的快速成长和巨大发展空间看，该估值水平具有吸引力。

图表10：增发价格较当前股价估值水平折价16.3%

	2009	2010	2011	2012
预测净利润	93.13	130.87	191.55	272.07
EPS(增发前)	0.233	0.327	0.478	0.679
PE(按当前股价)	60.55	43.09	29.44	20.73
PE(按增发价)	50.66	36.05	24.63	17.34
PE 估值折价幅度	-16.3%	-16.3%	-16.3%	-16.3%

来源：爱建证券研究部

四、估值与投资建议

● 公司目前业务模式不断延伸。通过与国际领先的专业电信设备厂商公司建立合作关系，公司的业务从面向运营商的第三方服务，延伸出与设备厂商合作获取业务的商业模式。公司的市场区域从福建省逐步扩展到全国，现有业务区域已覆盖了全国20多个省市，市场区域迅速扩大。另外，通过自身的技术储备以及与国际设备厂商的合作，公司在3G移动通信、高速互联网、云计算等下一代通信网的前沿领域都有了一定的技术储备，并已开始为三大运营商提供3G技术服务。我们看好公司在后3G时代电信运维外包服务领域的发展机遇。

● 电信网络技术服务基地（二期）建设将提升公司在高端服务领域竞争优势，极大拓展公司成长空间。预计公司10年~12年复合增长40%左右，10~11年EPS为0.33元、0.48元左右，对应当前股价10~11年PE为43倍、29.4倍，11年PEG约0.7倍。考虑到公司快速成长和扩张能力，以及逐步提升的产业地位和竞争力，我们维持公司“推荐”评级，给予目标价17-19元（对应11年PE35-40倍左右）。

图表11：公司历史股价及对应PE-Band/PB-Band



来源：Wind，爱建证券研究部

图表12：公司利润表预测

(模型更新日期：2010年06月16)

单位：百万元	07A	08A	09A	10E	11E	12E	09Vs08	10Vs09	11Vs10	12Vs11
主营业务收入	268.95	516.45	658.27	904.17	1230.24	1639.80	27.5%	37.4%	36.1%	33.3%
增长率(%)	33.05%	80.27%	27.46%	37.36%	36.06%	33.29%	-52.8%	9.9%	-1.3%	-2.8%
毛利	123.64	257.86	304.98	434.22	615.79	844.20	18.3%	42.4%	41.8%	37.1%
综合毛利率(%)	45.97%	49.93%	46.33%	48.02%	50.05%	51.48%	-3.6%	1.7%	2.0%	1.4%
主营业务成本	145.32	258.59	353.29	469.95	614.44	795.60	36.6%	33.0%	30.7%	29.5%
营业税金及附加	7.21	12.40	13.20	18.13	24.66	32.88	6.5%	37.4%	36.1%	33.3%
占收入比率(%)	2.68%	2.40%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	116.42	245.47	291.79	416.10	591.13	811.33	18.9%	42.6%	42.1%	37.3%
期间费用	58.79	137.38	173.16	235.09	326.01	434.55	26.0%	35.8%	38.7%	33.3%
期间费用率(%)	21.86%	26.60%	26.31%	26.00%	26.50%	26.50%	-0.3%	-0.3%	0.5%	0.0%
销售费用	7.31	34.23	40.61	58.77	86.12	114.79	18.6%	44.7%	46.5%	33.3%
销售费用率(%)	2.72%	6.63%	6.17%	6.50%	7.00%	7.00%	-0.5%	0.3%	0.5%	0.0%
管理费用	53.43	97.08	126.12	171.79	233.75	311.56	29.9%	36.2%	36.1%	33.3%
管理费用率(%)	19.86%	18.80%	19.16%	19.00%	19.00%	19.00%	0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%
财务费用	-1.95	6.07	6.43	4.52	6.15	8.20	5.9%	-29.7%	36.1%	33.3%
财务费用率(%)	-0.72%	1.18%	0.98%	0.50%	0.50%	0.50%	-0.2%	-0.5%	0.0%	0.0%
资产减值损失	1.39	1.72	4.90	2.71	3.69	4.92	184.1%	-44.6%	36.1%	33.3%
减值损失率(%)	0.52%	0.33%	0.74%	0.30%	0.30%	0.30%	0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.65	-0.62	3.66	0.00	0.00	0.00	687.5%	-100.0%	-	-
投资净收益	3.74	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	-100.0%	-	-	-
营业利润	60.63	105.76	117.39	178.30	261.43	371.86	11.0%	51.9%	46.6%	42.2%
增长率(%)	34.21%	70.52%	10.99%	51.89%	46.62%	42.24%	-59.5%	40.9%	-5.3%	-4.4%
营业利润率(%)	22.54%	20.48%	17.83%	19.72%	21.25%	22.68%	-2.6%	1.9%	1.5%	1.4%
营业外收支净额	4.85	1.21	6.80	4.52	6.15	8.20	463.5%	-33.6%	36.1%	33.3%
占收入比率(%)	1.80%	0.23%	1.03%	0.50%	0.50%	0.50%	0.8%	-0.5%	0.0%	0.0%
利润总额	65.47	106.97	124.19	182.82	267.58	380.06	16.1%	47.2%	46.4%	42.0%
减：所得税	4.35	13.70	13.61	27.42	40.14	57.01	-0.6%	101.4%	46.4%	42.0%
实际所得税率(%)	6.64%	12.81%	10.96%	15.00%	15.00%	15.00%	-1.8%	4.0%	0.0%	0.0%
净利润	61.12	93.27	110.58	155.40	227.44	323.05	18.6%	40.5%	46.4%	42.0%
减：少数股东损益	5.64	15.79	17.45	24.52	35.89	50.98	10.5%	40.5%	46.4%	42.0%
占净利润比率(%)	9.22%	16.93%	15.78%	15.78%	15.78%	15.78%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润	55.49	77.48	93.13	130.87	191.55	272.07	20.2%	40.5%	46.4%	42.0%
增长率(%)	75.58%	36.19%	20.20%	40.53%	46.36%	42.04%	-16.0%	20.3%	5.8%	-4.3%
净利润率(%)	20.63%	15.00%	14.15%	14.47%	15.57%	16.59%	-0.9%	0.3%	1.1%	1.0%
期末每股收益（元）	0.416	0.290	0.349	0.327	0.478	0.679	20.2%	-6.3%	46.4%	42.0%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.139	0.193	0.233	0.327	0.478	0.679	20.2%	40.5%	46.4%	42.0%

来源：爱建证券研究部预测

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。