

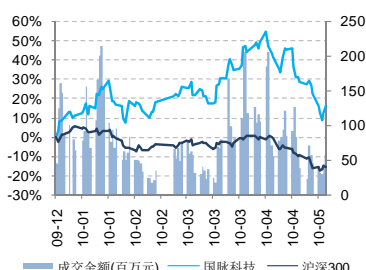
投资建议

推荐

公司基本情况

最新收盘价 (元)	19.06
总股本 (万股)	40,050
流通股本 (万股)	33,466
总市值 (亿元)	76.34
流通市值 (亿元)	63.79
52 周高 (元)	23.93
52 周低 (元)	11.66
第一大股东	陈国鹰
持股比例 (%)	29.24%
每股净资产 (元)	1.16
资产负债率 (%)	50.91%

公司股价走势



邵明慧

SAC 执业证书编号: S1340210090001

联系人: TMT 研究小组

Tel: 010-68858150

Email: heyangyang@cnpsec.com

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

竞争优势突出,增发项目将推动公司进入高增长轨道

——国脉科技 (002093) 调研报告

事件:

近期调研了国脉科技,就公司经营情况及发展规划与公司进行了沟通。

摘要:

- 公司自创立以来始终专注于第三方电信外包服务供应商的定位,致力于为客户提供标准化、跨越多设备厂家、贯穿多产品线的完整而丰富的通信服务解决方案。
- 电信网络技术服务行业增长的主要推动力首先来自运营商存量设备规模的不断增加。另一方面,运营商对服务外包的需求越来越大,也使得电信网络技术服务行业面临乐观的发展机会。独立的第三方服务提供商凭借专业的服务能力和极具成本优势的服务价格,在网络技术外包服务领域占据重要地位,发展机会大于电信设备厂商。
- 我们认为,在电信网络技术服务行业持续成长的大背景下,行业呈现“纵向集中,横向延伸”的趋势有利于国脉科技的发展。公司凭借下述竞争优势,将迎来加速发展的有利形势: 1、公司的运维服务专注于核心网络设备的高端定位,具备跨越多厂商设备的维护能力; 2、公司拥有融合咨询、设备集成、培训特质的全产业链; 3、公司成本优势显著,整合能力强; 4、公司时刻关注 IT 行业前沿技术的发展,目前在云计算、海量存储领域已有所涉足,静待前沿技术应用市场的爆发。
- 公司近年来增长受制规模、人力资源发展有所放缓,电信网络技术服务基地(二期,本次增发募投项目)的建设将使公司加快完成经营模式的改变,公司将升级至能满足全国市场,同时满足运营商和设备提供商需求的业务模式。我们预计二期项目的建设将解决公司的规模瓶颈,配合公司海峡学院对公司人才建设的支持,将重新推动公司进入高增长轨道。
- 预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.44 元, 0.57 元和 0.79 元,目前股价对应的动态估值分别是 43 倍、33 倍和 24 倍,对应的总市值为 76 亿元。我们看好公司凭借突出的竞争优势在电信网络技术服务发展中获得较好的成长性,以及本次增发项目的实施将推动公司进入高增长轨道,给予“推荐”的投资评级。
- 公司投资风险主要有: 1, 业务拓展进度不达预期; 2, 电信网络技术服务市场竞争加剧。

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	516	658	846	1,116	1,474
(+/-)	80.3%	27.5%	28.6%	31.9%	32.0%
归属母公司股东净利润	77	93	118	174	241
(+/-)	36.2%	20.2%	26.7%	47.3%	38.9%
每股收益(EPS)	0.29	0.35	0.44	0.57	0.79
市盈率(P/E)	65	54	43	33	24

正文目录

一、定位电信服务提供商，打造完整的电信服务产业链	4
二、电信网络技术服务行业持续成长	6
2.1 运营商存量设备规模不断增加及服务外包需求加大推动电信网络技术服务行业增长	6
2.2 高端专业服务市场规模大	8
2.3 第三方服务提供商在网络技术外包服务领域占据重要地位	9
三、公司竞争优势较为突出，将占据有利形势	11
3.1 公司运维服务专注于高端定位，具备跨越多厂商设备的维护能力	11
3.2 公司拥有整合咨询、设备集成、培训特质的全产业链	12
3.3 公司成本优势显著，整合能力强，增添竞争筹码	13
3.4 前沿技术较早布局，静待爆发	14
四、增发将助公司二次起飞	16
4.1 公司近年来增长受制规模、人力资源发展有所放缓	16
4.2 增发项目将重新推动公司进入高增长轨道	17
五、估值与评级	19
5.1 盈利预测	19
5.2 估值与投资评级	19
六、附录	21

图表目录

图表 1: 公司以服务为核心, 打造独特模式的业务	4
图表 2: 近年来我国运营商资本开支不断加大	6
图表 3: 随着资本开支增长, 运营商固定资产净额持续增加	6
图表 4: 全国电信网络技术服务市场容量预计 (亿元)	7
图表 5: 赛迪顾问估算的中国电信外包服务市场规模	7
图表 6: 国外电信运营商服务外包情况	7
图表 7: 运营商外包非核心业务将是趋势	8
图表 8: 电信网络技术服务分类	8
图表 9: 2008 年中国电信外包服务市场产品结构划分	9
图表 10: 2008 年中国电信外包服务市场高端服务产品结构划分	9
图表 11: 电信设备厂商和第三方服务提供商比较	9
图表 12: 电信运维行业 (电信网络技术外包服务行业) 的发展趋势	10
图表 13: 公司电信网络服务毛利率始终维持在较高水平	11
图表 14: 公司研发及技术人员多	11
图表 15: 公司与海外厂商的合作情况	12
图表 16: Juniper 近年来营业收入情况	14
图表 17: 层云概念的结构	14
图表 18: 圣桥科技承担的中国电信企业灾备项目解决方案	15
图表 19: 公司近年来营业收入迅速增长	16
图表 20: 净利润增速下降	16
图表 21: 公司分业务增长情况 (万元, %)	16
图表 22: 公司各地区营业收入占比情况	16
图表 23: 电信网络技术服务基地一期与二期项目关系图如下:	17
图表 24: 电信网络技术服务基地 (二期) 项目的整体架构	18
图表 25: 公司各项业务营业收入预测 (万元)	19
图表 26: 层云概念的结构	19
图表 27: 可比公司估值情况	20
图表 28: 公司盈利预测表 (单位: 万元)	20
图表 29: 公司股权结构及子公司情况	21

一、定位电信服务提供商，打造完整的电信服务产业链

公司是专业的第三方电信服务提供商，上市时主营业务包括为电信运营商提供电信网络技术服务（包括电信设备系统维护、电信咨询服务和软件业务）及系统集成业务，随着公司2008年受让福州海峡职业技术学院股权，公司进入行业教育培训市场。目前，公司的电信网络技术服务是核心业务。

- 电信设备系统维护是指为了保障由各种通信设备和计算机组成的电信网络系统安全可靠运行而进行的日常维护工作；
- 电信咨询服务是指为电信运营商的发展和网络规划及具体建设方案提供咨询工作；
- 软件业务是针对客户的需求，开发适应其要求的客户服务中心技术支撑软件、故障检测处理软件和其它软件；
- 系统集成是根据客户的需求，把各种设备硬件和软件有机地组合到一起，实现特定的业务功能、满足客户需求的业务过程；
- 教育培训业务是指通过打造通信网络技术培训基地，教育培养为信息产业服务的技术应用型人才和项目经营管理类人才。

图表 1：公司以服务为核心，打造独特模式的业务

业务类型	服务范畴	特色
网络运维	涵盖了网络健康检查、日常维护技术支持、网络监测与监控、网络质量分析评估、网络调整优化与升级、网络信号分布与覆盖、网络设备维修、备件更新及应急通信支持、数据存储备份与分析、话务模型统计分析等内容。	专注于核心网络设备的高端定位，拥有融合咨询特质的跨越多厂商设备的维护能力、“面向运营商直接获取”与“与设备商合作获取”共促结合的战略模式。
电信网络技术服务	设计咨询 涵盖了电信市场调研分析、业务发展战略、网络现状分析、业务需求分析、网络发展规划、网络演进策略、网络建设安排、投资估算等，涉及到2G/3G移动核心网、无线网、数据传输网、IT系统等全网络各环节。	拥有通信行业勘察设计甲级资质及众多具备丰富实践经验的设计咨询人员。
业务流程外包	可承担电信运营商部分重复性的非核心业务流程外包（BPO）	具有完整而丰富产品线。
人力资源外包	可为电信运营商提供多层次的人力资源外包服务，涉及核心业务的设计、咨询、规划、维护人员的应急补充以及非核心业务的诸如后勤服务等。	覆盖完整的电信服务产业链的高效、专业、稳定的人员配置，有利于运营商专注运营效益的提升及核心竞争力的培育。
电信网络集成	业务内容涉及网络集成、集成督导、续保、网络代维与优化、技术支持、应用开发、渠道建设、品牌推广及认证培训服务等。	立足以IP为核心的网络演进终极方向，并定位于由系统集成业务渗透拓展至网络运维服务的产业链共促战略，构建了Juniper、Teradata、Packet Design、Force10 Networks等国际设备商在中国的全方位服务基地。
教育培训	通过战略合作方式与高等院校共同打造通信网络技术培训基地、共同培育通信网络人才培养品牌。培养电信服务的技术应用型人才和项目经营管理类人才，	满足公司对专业技术人才的需求、丰富人力资源外包业务的人才储备；亦有助于打造完整的电信服务产业链。

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

公司自创立以来始终专注于第三方电信外包服务供应商的定位，致力于为客户提供标准规范化、跨越多设备厂家、贯穿多产品线的完整而丰富的通信服务解决方案。基于公司在电信服务领域的卓越表现，在 2007 年、2008 年、2009 年“中国通信技术年会”中，作为唯一的本土服务商，公司蝉联三年获得“年度通信产业技术服务奖”，与 IBM、爱立信等国际服务商共享殊荣”。在完成对福建海峡职业技术学院的收购后，公司拥有了教育培训牌照，在满足公司自身人才需求的同时，进一步拓宽了营业范围，并形成了独特的人力资源外包业务模式，打造完整的电信服务产业链。

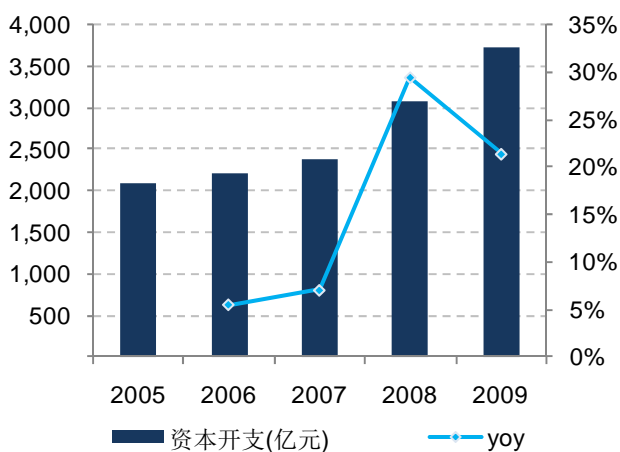
二、电信网络技术服务行业持续成长

2.1 运营商存量设备规模不断增加及服务外包需求加大推动电信网络技术服务行业增长

电信网络技术服务行业增长的主要推动力首先来自运营商存量设备规模的不断增加。中国通信行业发展迅速，网络规模及用户数均居世界前列。近年来，运营商不断加大资本开支，2008 年全行业资本开支即突破 3000 亿元，2009 年在 3G 网络投资建设拉动下资本开支达到 3,724 亿元。持续增加的设备投资（近 5 年累计资本开支为 1.35 万亿元）产生了庞大的存量设备规模，截止 2009 年底，中国移动、中国电信和中国联通三大运营商的累计固定资产净额达到 1.06 万亿元。逐年增加的运营商资本开支情况和日益庞大的电信设备规模必然将增加对电信网络技术相关服务的需求，并且随着现有电信设备的使用年限增长，整个运维服务市场容量将快速增长。

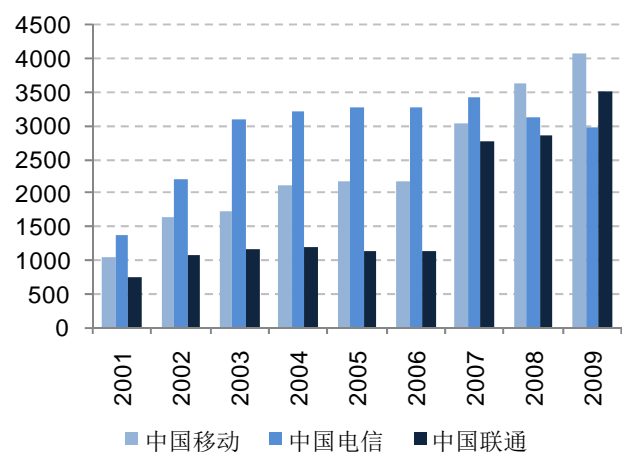
根据行业惯例，电信网络建设过程中运营商的咨询费用占建设投资总额的 3%左右，电信设备系统维护服务的费用至少占所维护设备总额的 2%左右，据此测算，2008 年全国电信网络技术服务市场容量保守估计约有 284 亿元，2009 年保守估计约有 333 亿元，相比 2008 年增长约 17%；其中咨询类业务容量分别有 92 亿元和 112 亿元，设备维护类业务容量至少有 192 亿元和 211 亿元。我们认为这一测算数据具备较高的合理性，参考赛迪顾问早期的研究报告，其预计 2008 年全国电信外包服务市场在 3G 网络建设和电信重组促进下规模将达到 350 亿元，相比 2007 年增长 21%，刨去 3G 网络建设和运营商重组推迟的影响，市场规模与测算数据较为接近。

图表 2：近年来我国运营商资本开支不断加大



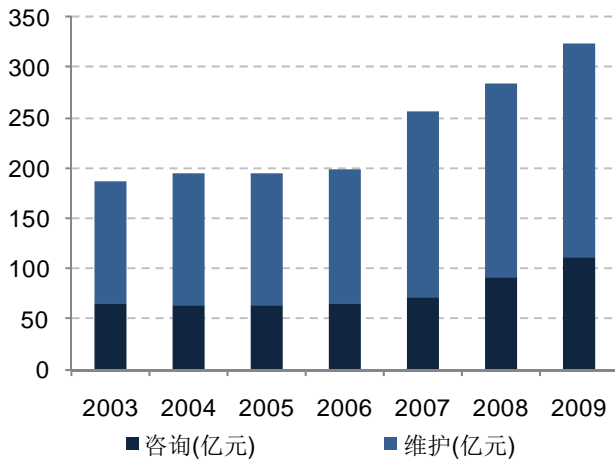
资料来源：工信部，中邮证券研发部

图表 3：随着资本开支增长，运营商固定资产净额持续增加



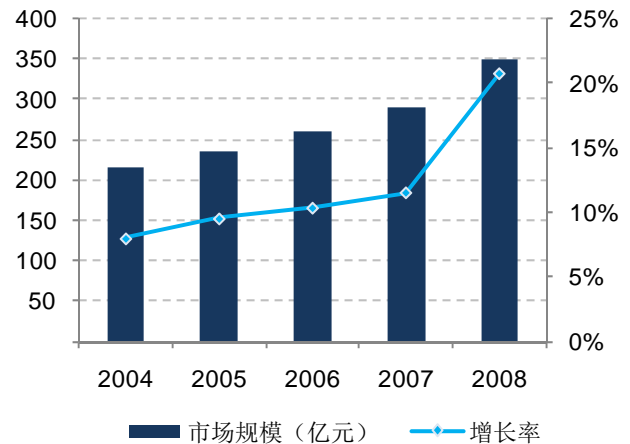
资料来源：CEIC，中邮证券研发部

图表 4：全国电信网络技术服务市场容量预计（亿元）



资料来源：中邮证券研发部

图表 5：赛迪顾问估算的中国电信外包服务市场规模



资料来源：赛迪顾问，中邮证券研发部

另一方面，运营商对服务外包的需求越来越大，也使得电信网络技术服务行业面临乐观的发展机会。随着通信网络规模的扩大、通信技术的发展，电信运营商仅仅依靠自身的员工队伍来进行网络规划和网络维护等业务已越来越不经济，在技术上也越来越困难。国外运营商率先发展了服务外包模式，来解决日益繁琐的网络维护、支持与优化等业务，取得了良好的效果。

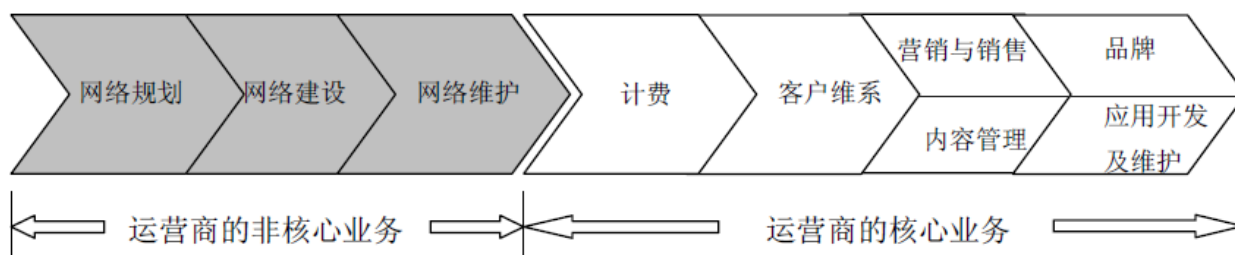
对于我国运营商而言，其未来的业务焦点将集中于符合发展战略的、利润空间大的综合信息服务（如应用开发、增值服务等）领域。因此，在网络规模日益扩大，设备系统越来越复杂的背景下，我国运营商为了提高网络的稳定性和技术性能，也为了优化管理，提高人均生产率，有效降低成本，将网络规划、网络建设、网络维护等非核心业务外包将是趋势。此外，将电信网络技术服务外包也是我国运营商提高全球竞争力的必要措施。

图表 6：国外电信运营商服务外包情况

运营商	外包范围	外包服务描述
C&W, 英国最大的电信运营商之一	语音 IP 网络	VOIP 从规划到持续的运营和维护所有相关的服务
Mm02, 欧洲第五大移动运营商	端到端移动网络	爱立信负责 Mm02 在欧洲移动网络端到端的网络运营
E-PlusMobilfunk, 德国第三大移动通信商	全网络	将其负责运营、维护和部署的运营业务部分移交给阿尔卡特朗讯
Tella, 北欧最大的电信运营商	现场维护	现场维护的外包
Telstra, 澳大利亚最大的电信公司	现场维护及零配件	负责 PSTN 和 GSM 网络维护和零部件管理的外包
BrazilTelemar, 巴西电信	网络维护	网络建设和网络维护
Hutchison, 和记黄埔旗下电信公司	全网络	全网的外包包括运营、维护和服务提供
Vodafone, 沃达丰	网络监控	部分或全部 OSS 软件

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 7：运营商外包非核心业务将是趋势



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

综合上述两个原因，我们认为电信网络技术服务行业具备十分广阔的发展前景，其行业成长性受益于运营商庞大的存量设备规模以及外包非核心业务的趋势较为乐观。随着 3G 建设、光纤到户、三网融合等的不断推进，我国电信设备规模仍将趋于增长，而运营商为了提升自身的竞争力，外包服务比例将越来越大。此外，电信网络技术服务行业与运营商资本开支关系较小，因此即使在 3G 投资高峰期过后，未来运营商面临资本开支下滑的情况，电信网络技术服务行业仍将持续成长，行业规模并不会受到影响。

2.2 高端专业市场规模大

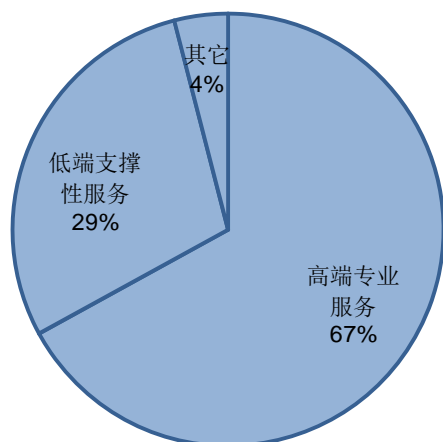
按服务级别分，电信网络技术服务主要可分为低端系统支持服务、高端专业服务及其它业务。其中，低端的系统支持服务主要指对于设备的日常养护、管理、非核心设备维修更新等现场服务；高端专业服务主要包括网络优化与核心设备维护、设计咨询服务、人员培训以及业务流程外包等；其他业务主要包括外包人员管理等。据赛迪顾问统计，目前电信网络技术服务行业中高端专业服务为主要的业务，占市场份额的三分之二；低端支撑性服务及其它服务占市场份额三分之一。不同技术服务提供商在服务范围上有所侧重，国脉科技目前所从事的业务属于高端专业服务范畴。

图表 8：电信网络技术服务分类

业务分类	服务范围细分	服务内容
低端支持业务	系统更新维护	设备的日常养护、管理、非核心设备维修、更新，现场技术支持等服务
	网络优化与核心设备维护	网络(包括无线网络)的优化、安全，核心设备的维护
	集成与开发	设备、网络系统的集成以及基础架构之上的系统和软件开发
高端专业服务	设计咨询	业务、技术、设计、战略、管理、运营的咨询服务
	人员培训	针对系统及软硬件的使用，网络系统使用以及战略、业务、管理、运营等方面的培训
	业务流程外包	非核心电信业务外包业务，包括人力资源开发与设计、人员培训等
其他业务	人员管理	外包人员的管理，调控等

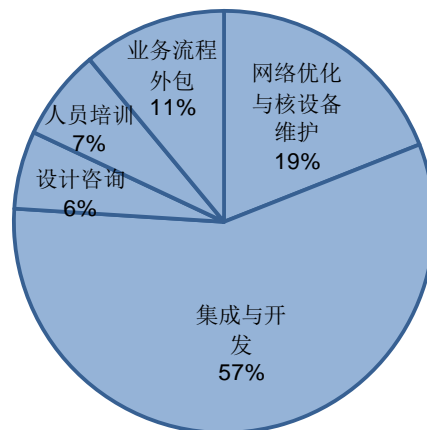
资料来源：互联网，中邮证券研发部

图表 9：2008 年中国电信外包服务市场产品结构划分



资料来源：赛迪顾问，中邮证券研发部

图表 10：2008 年中国电信外包服务市场高端服务产品结构划分



资料来源：赛迪顾问，中邮证券研发部

2.3 第三方服务提供商在网络技术外包服务领域占据重要地位

承载电信网络技术外包服务的参与者主要有电信设备厂商和专业的第三方服务提供商。通常来说，电信设备厂商对于自身设备的性能和优缺点较为熟悉，但在提供维护服务时的人员成本相对较高，且对于其他厂商设备的维护技术上则是短板；同时，其服务的独立性和公正性也难免受到客户怀疑，可能存在其故意隐瞒自身设备缺陷的问题；此外，设备厂商因为要考虑与电信运营商存在设备采购续单问题，使其难以对技术服务合理定价。因此，独立的第三方服务提供商凭借专业的服务能力和极具成本优势的服务价格，在网络技术外包服务领域占据重要地位，发展机会大于电信设备厂商。

图表 11：电信设备厂商和第三方服务提供商比较

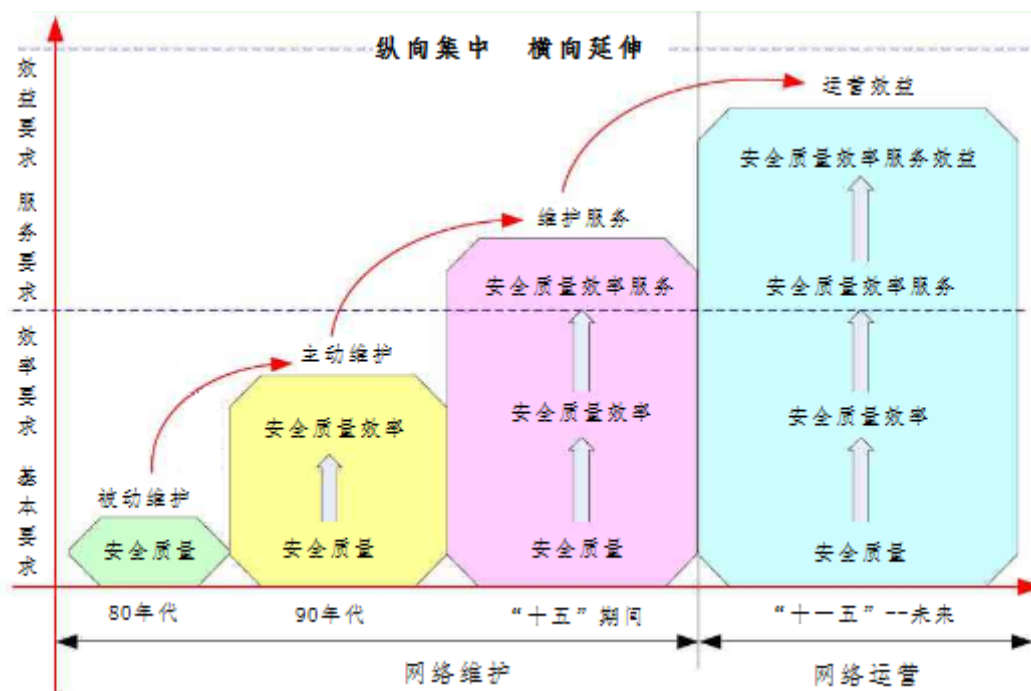
	电信设备厂商	第三方服务提供商	备注
服务独立性	较差	较强	设备厂商提供其他厂商设备服务时，其独立性和公正性容易受到质疑。
技术	自有设备较强 其他厂商较弱	较弱 较强	设备厂商对于其他厂商，尤其是与自身不存在竞争的设备领域技术相对较弱。
本地化服务	较差	较强	设备厂商的服务本地化程度较差，服务响应时间较长。
服务成本	较高	较低	

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

目前，第三方服务提供商的竞争较为分散，据介绍，全国第三方维护公司约有 2000 多家，从业人员有 10 万人。但多数公司规模很小，仅能提供区域性、较低等级的运维服务。未来行业发展中，从规模效益角度出发，势必将体现出维护模式从分散转向集中的现象，

运维公司将面向全省乃至全国的集中化发展，即纵向集中；从运营商角度出发，其对外包商的要求将从被动维护、主动维护等较简单的服务内容全面升级至维护服务、运营效益等高级服务任务，将要求外包商提供安全、质量、效率、服务以及效益等多方面的服务，即横向延伸。在这一行业趋势演变中，中小型服务企业由于受制技术能力、公司规模、人才等限制难以满足运营商的要求，竞争力将被削弱，面临退出市场或被吞并的结果，而具备跨区域服务能力，完善服务产业链的公司将受益电信网络技术外包服务业竞争，获得更多市场份额。

图表 12：电信运维行业（电信网络技术外包服务行业）的发展趋势



资料来源：《代维外包市场现状和发展前景分析》，中邮证券研发部

三、公司竞争优势较为突出，将占据有利形势

我们认为，在电信网络技术服务行业持续成长的大背景下，行业呈现“纵向集中，横向延伸”的趋势有利于公司的发展。凭借其较为突出的竞争优势，公司将占据发展的有利形势：

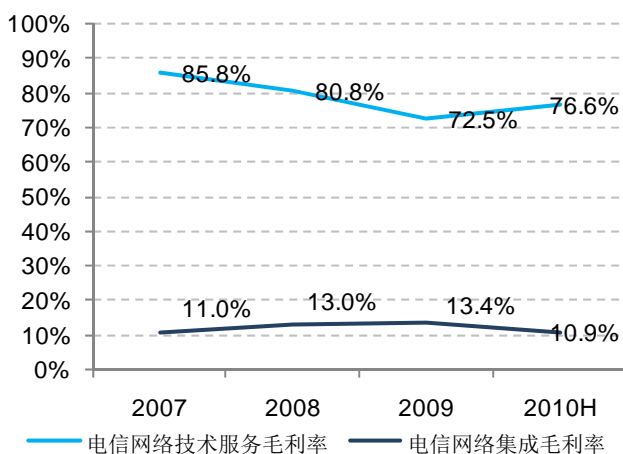
3.1 公司运维服务专注于高端定位，具备跨越多厂商设备的维护能力

公司的运维服务专注于核心网络设备的高端定位，具备跨越多厂商设备的维护能力。高端服务领域本身具有较大的市场容量，据赛迪顾问统计，2008年，高端专业服务市场容量约有233亿元，占电信网络技术服务行业中市场容量的三分之二，而公司近几年收入在5亿元上下，发展空间十分大。另外高端专业服务领域门槛高，既有厂商可获得较好的经营环境，规避了低端服务领域的无序价格竞争，公司的网络技术服务业务毛利率维持在80%左右。

公司在技术上，通过与技术先进的国际设备厂家的战略合作及各研究机构的学术和技术交流，使公司可以掌握核心技术，紧跟行业技术发展趋势。公司目前可为电信运营商网络安全稳定运行提供完整而优质的解决方案，维护设备包括朗讯、爱立信、诺基亚、摩托罗拉、思科、惠普/SUN以及华为、中兴等海内外知名通信设备厂商。在福建市场，公司是唯一提供进行设备协维服务的服务提供商。

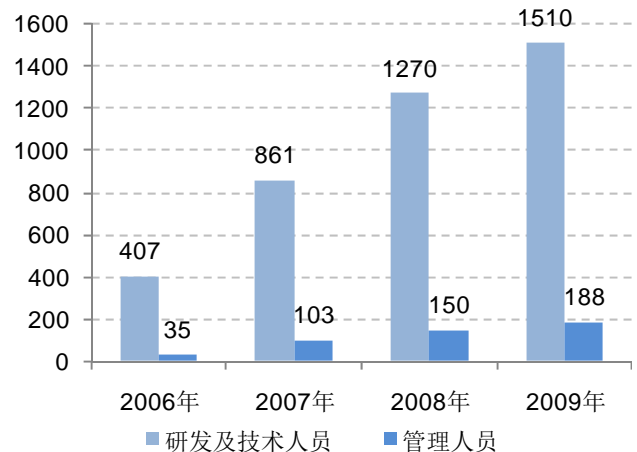
对于服务类公司，其主要的生产力来自其团队人员数量和水平。截止2009年，公司员工中研发及技术人员有1510人，大部分是本科以上学历，在通信网络技术、通信软件研发、应用研发、网络安全、网络集成和服务等方面积累了丰富的专业经验，其中约有950人次获得了各类国际电信设备厂商等所授予的不同品牌、不同类型、不同级别的专业资格，并在长期合作与实践积累中培育了稳定密切的客户资源。这些宝贵的人力资源财富使公司成为国内少数能与国际设备厂商在高端服务市场进行竞争的综合性第三方电信运维服务提供商。

图表 13：公司电信网络服务毛利率始终维持在较高水平



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 14：公司研发及技术人员多



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

3.2 公司拥有整合咨询、设备集成、培训特质的全产业链

公司拥有融合咨询、设备集成、培训特质的全产业链。高端专业服务包括网络优化与核心设备维护、集成与开发、设计咨询服务、人员培训以及业务流程外包等，公司具备上述全部业务开展资质。

在设计咨询领域，公司收购国脉设计院，拥有通信行业勘察设计甲级资质及众多具备丰富实践经验的设计咨询人员，公司将以此为平台在全国开展技术咨询服务工作。

系统集成业务上，公司具备了国家计算机信息系统集成资质、电信增值业务相关经营许可证，业务涵盖了 IP、宽带数据通信、安全存储等领域的方案及服务提供。公司积极与国外厂商合作，目前已与美国 Juniper、Teradata、Packet Design、Force10 Networks 四家公司签订了合作协议。集成业务毛利率较低，但具有带动其它业务发展的良好效应，一方面可以实现公司自主开发软件产品的销售，另一方面，公司可由系统集成业务渗透拓展至网络运维服务。公司与国外厂商签订的合作协议中就包括了设备产品的运维支持服务，通过系统集成业务与网络运维服务业务共促战略，公司构建了 Juniper、Teradata、Packet Design、Force10 Networks 等国际设备商在中国的全方位服务基地。

图表 15：公司与海外厂商的合作情况

日期	合作对象和简介	合作内容
2007-5	美国 Juniper, 是全球领先的数据产品供应商。	提供其数据业务在中国的全面服务，其中包括：在中国大陆境内销售美国 Juniper 网络公司全线产品，并提供上述所有产品的方案集成服务、产品保修服务和运维支持服务。
2007-10	美国 Packet Design, 专业研发关于 IP 路由协议解决方案的公司。	作为 Packet Design 的产品在中国范围内的服务提供商及产品系统集成商，为其产品提供系统集成、技术支持及维护、认证培训、应用研发等全面的技术外包服务。
2008-3	美国 Force10 Networks, 为大型数据中心生产高速交换机和路由器并提供解决方案的设备供应商。	公司将作为 Force10 的产品在中国范围内的服务提供商及产品系统集成商，为其产品提供系统集成、技术支持及维护等全面的技术外包服务。
2008-3	美国 Teradata 香港公司，专注于数据仓库服务器、RDBMS 产品，以及相关的数据分析、数据挖掘产品的设备提供商，同时提供咨询、实施等服务。	作为 TDC 数据仓库产品及解决方案的合作伙伴,针对双方商定的客户及市场,提供 TDC 产品及解决方案的分销,系统集成,应用开发、技术支持和维护等技术服务。

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

公司全资拥有国家教育部备案的民办全日制普通高等专科职业院校福建海峡职业技术学院，该学院海峡学院成立于 2004 年，招收普通高中和中等职业学校毕业生；以全日制高等教育为主，学制二至三年，同时开展各种形式的非学历教育；学院主要是以 TMT

(Technology, Media, Telecom)行业为教学背景,课程上以电子信息为主体,也包括土建、财经、传媒、语言等相关专业。公司于 2008 年收购海峡学院。

公司对于海峡学院的发展极为重视,坚持走“校企结合,以企促校”的思路,拟将海峡学院打造成通信网络技术培训基地。海峡学院可以充分依托公司本身的行业龙头优势,例如,学院在教学计划,课程设置,毕业实习等方面的安排可以与公司充分沟通,以达到培养合适人才的目的;学院也可以充分利用公司配备的专业级通信设备,学生在学习阶段就可以接触到这些设备,极大的提高了实践能力,缩短毕业后工作的适应期;在师资力量上,学院一定程度上可以共享公司的人才,提高教学效果。可以说,仅就计算机通信工程而言,海峡学院该专业的软硬件配置放在国内其它本科院校内亦不逊色。

我们认为海峡学院是公司的一块宝贵财产,一方面它可以有针对性地培养电信服务的技术应用型人才和项目经营管理类人才,满足公司在全国业务扩张历程中对专业技术人才的需求、保证核心竞争力的持续提升,以及丰富人力资源外包业务的人才储备;另一方面,培训服务是电信服务价值链中的重要环节,培训认证市场潜力巨大,公司通过海峡学院可以顺利切入电信企业运营培训、项目管理培训、技术培训、认证培训等市场,完善电信服务产业链的同时,增添新的收入和利润增长空间。

此外,公司可承担电信运营商部分重复性的非核心业务流程外包(BPO)和多层次的人力资源外包服务。助力于运营商的营运及管理成本的下降、促进其核心竞争力的提升。

综上所述,公司完整而丰富的产业链极大的提升了公司的竞争力。从技术的发展趋势上来看,通信、IT 领域的交织与融合,驱动着电信运营商从简单的通道服务逐步转型为集网络通信、可管理服务、应用托管、软件及系统维护、安全、外包等多种服务于一体的综合 ICT 服务提供商,在这一进程中,拥有完整而丰富产品链的公司将成为运营商有益的合作伙伴。

3.3 公司成本优势显著,整合能力强,增添竞争筹码

成本优势及较强的整合能力为公司增添竞争筹码。成本优势一方面体现在国外厂商一般技术人员的年人均成本近 5 万美元,国内企业一般技术人员年人均成本仅 5-10 万元,明显低于国外厂商;在此基础上,公司依托海峡学院,完成人才储备与补给,并通过实习工作机会顺利嫁接学院毕业学生与公司岗位的对接,也进一步削减了公司的人力成本,使公司整体上在成本方面更具优势,可以从容应对设备厂商、其它第三方服务厂商的竞争。

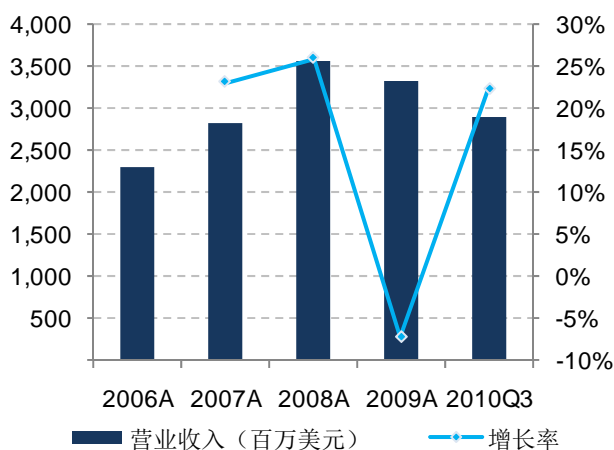
公司具备较强的整合能力。对于电信网络技术服务提供商而言,跨省开展业务往往需要在当地设立分公司,实现本地化,才能及时地响应客户的运维需求,因此,实现跨区域业务拓展的方式之一即是通过并购整合当地公司。公司于 2007 年底收购黑龙江国脉通信规划设计有限公司,使公司在东北、华北区域业务收入迅速增长,目前,上述两个区域收入占比已由 2008 年的 15%提升至 2010 年上半年的 31%。公司也通过收购整合来完成产业链布局,分别于 2008 年 10 月和 2010 年 3 月收购福州海峡职业技术学院和上海圣桥信息科技有限公司,亦带来良好的整合效果。

我们预计公司后续仍会有相应的收购行为,来达到完善区域布局和优化产业链结构的目的。

3.4 前沿技术较早布局，静待爆发

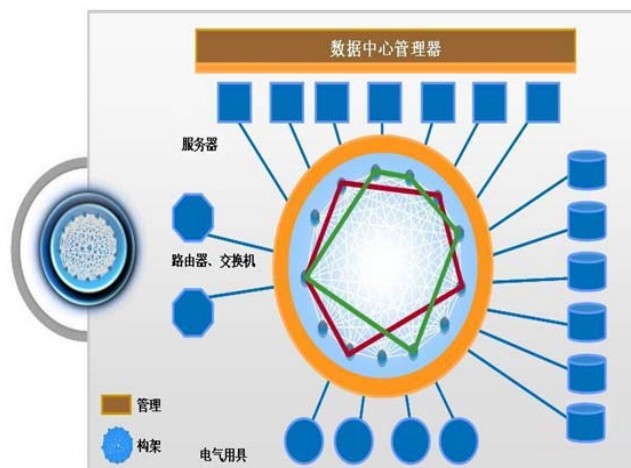
公司时刻关注 IT 行业前沿技术的发展，目前在云计算、海量存储领域已有所涉足，静待前沿技术应用市场的爆发。公司合作伙伴美国 Juniper 网络公司（瞻博网络）致力于利用一流的技术和全面的解决方案帮助客户解决网络相关问题，产品线包括路由、交换、安全、应用加速、身份识别策略和控制，以及管理产品。Juniper 在 2009 年 2 月正式发布“层云”计划，拟为企业提供下一代数据中心架构。层云计划包括数据中心管理器，存储，计算，4-7 层应用交付，应用设备和网络六个部分。2009 年 10 月，Juniper 登陆纽交所，明确表示未来的战略将全面涉足云计算、云安全以及数据中心等差异化企业级市场。公司通过与 Juniper 合作，在中国大陆境内销售 Juniper 网络公司全线产品，并提供上述所有产品的方案集成服务、产品保修服务和运维支持服务，使得公司间接切入未来的云计算市场。

图表 16: Juniper 近年来营业收入情况



资料来源: Juniper 公告, 中邮证券研发部

图表 17: 层云概念的结构



资料来源: 互联网, 中邮证券研发部

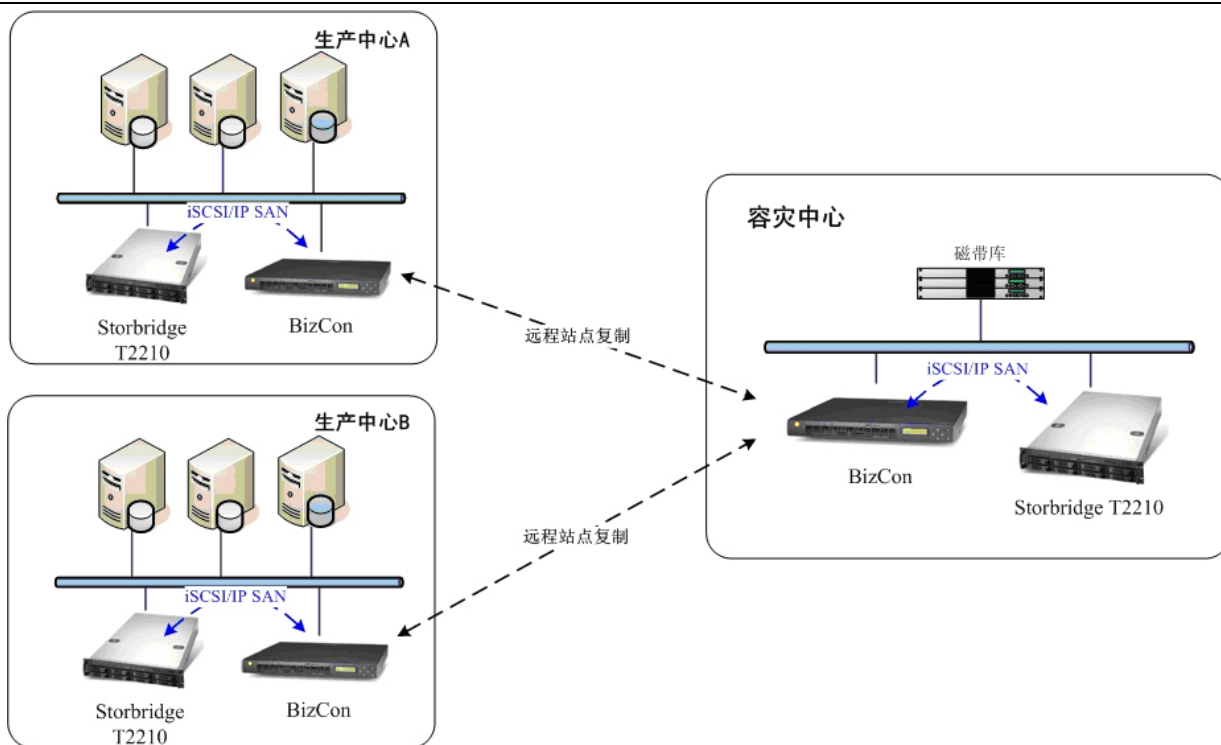
公司另外两个合作伙伴美国 Force10 Networks 和 Teradata 公司同样也积极开发云计算业务。通过与海外厂商的合作，为其产品、解决方案提供国内代理，公司将在云计算技术上取得积累，同时也有望受益国内推广云计算试点拉动对相关网络集成设备的需求。

2010 年 3 月，公司控股子公司国脉中讯向上海圣桥信息科技有限公司增资 1,835 万元，增资后，国脉中讯占有 20% 的股权，公司从而取得 IP 存储相关领域的业务布局。圣桥科技拥有一支专注于 IP 存储的自主研发团队，承担了科技部“下一代网络存储”研究课题、上海市科委 2010 年度“科技创新行动计划”信息技术领域重大科技项目——“PB 级海量存储系统的关键技术研究与应用示范”。圣桥科技具备多项国内领先、国际一流的研发成果，并提供包括 NAS、IP-SAN、IP-STOR（统一存储）等全系列 IP 存储产品和软件，是一家拥有 100% 自主知识产权的 IP 存储专业厂商。

存储可以说是 IT 行业的基础，据统计，目前国内存储市场规模近百亿元，但缺乏核心技术一直是制约我国信息存储基础产业发展的瓶颈。随着 IT 产业的发展及云计算、物联网等先进技术的提出，存储设备将沿着容量越来越大的趋势前进。与全球存储行业领头羊 IBM、EMC、HP 等企业相比，国内企业话语权仍然较小，但仍积极寻求突破。圣桥科技的存储产品目前已被广泛应用于安防、电信、医疗、政府、教育、互联网等行业，部署了超过 10000TB

的存储产品，并赢得了北京奥运青岛赛区、中国电信、巴拿马电信、上海市第六人民医院、上海交通大学、联通移动、久游网等 500 多家行业客户的高度评价，积累了丰富的行业应用经验。公司参股圣桥科技有望利用渠道优势帮助圣桥科技获得更快的发展。

图表 18：圣桥科技承担的中国电信企业灾备项目解决方案



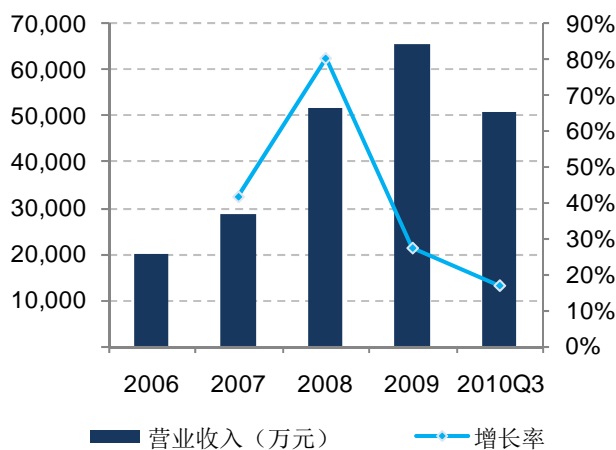
资料来源：互联网，中邮证券研发部

四、增发将助公司二次起飞

4.1 公司近年来增长受制规模、人力资源发展有所放缓

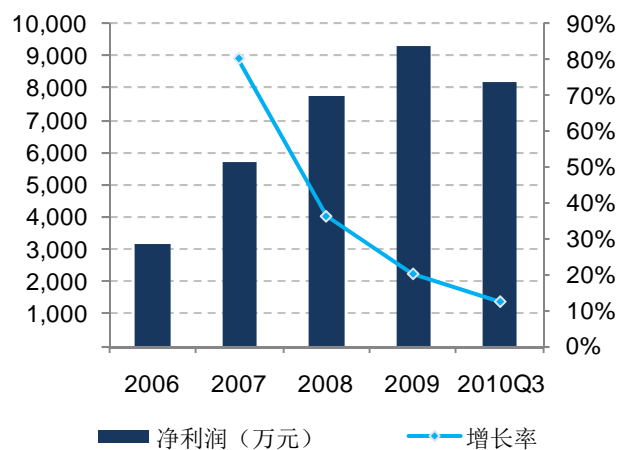
公司 2007 年到 2009 年的营业收入复合增长率达到 48%，但由于受公司规模、人才瓶颈限制，2009 年及 2010 年收入增速放缓；同时，人力资源瓶颈促使公司采取部分业务转包形式，导致盈利能力下滑，2008 年至 2010 年前三季度净利润增速低于营业收入增速。目前公司电信网络技术服务的类别扩展至光通信设备、IP 网络设备、3G 移动通信设备、IT 支撑系统等；同时，公司通过与国际领先的专业电信设备厂商公司建立合作关系，业务从面向运营商的第三方服务，延伸出与设备厂商合作获取业务的商业模式；在服务的市场区域上，公司通过收购，从福建省逐步扩展到全国，现有业务区域已覆盖了全国 20 多个省市。

图表 19：公司近年来营业收入迅速增长



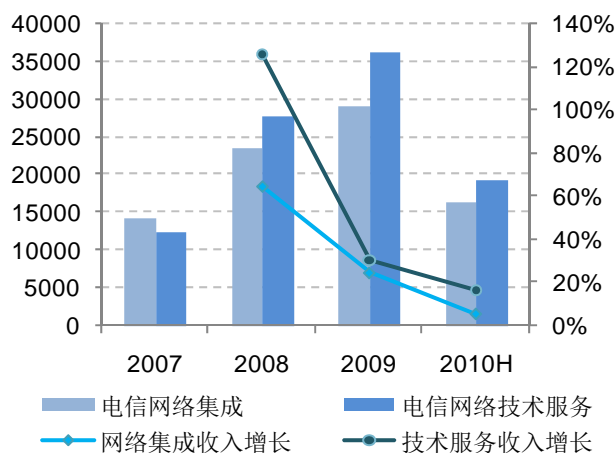
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 20：净利润增速下降



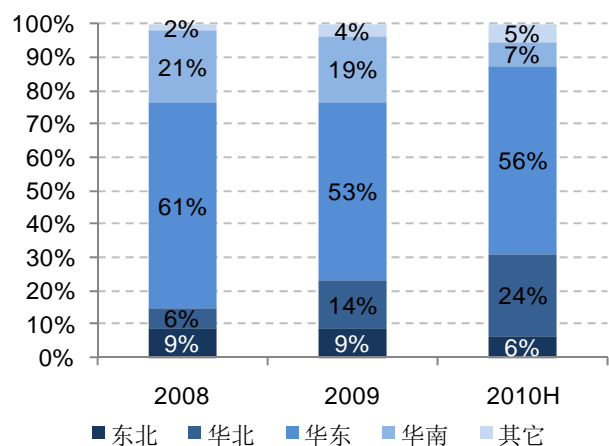
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 21：公司分业务增长情况 (万元, %)



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 22：公司各地区营业收入占比情况

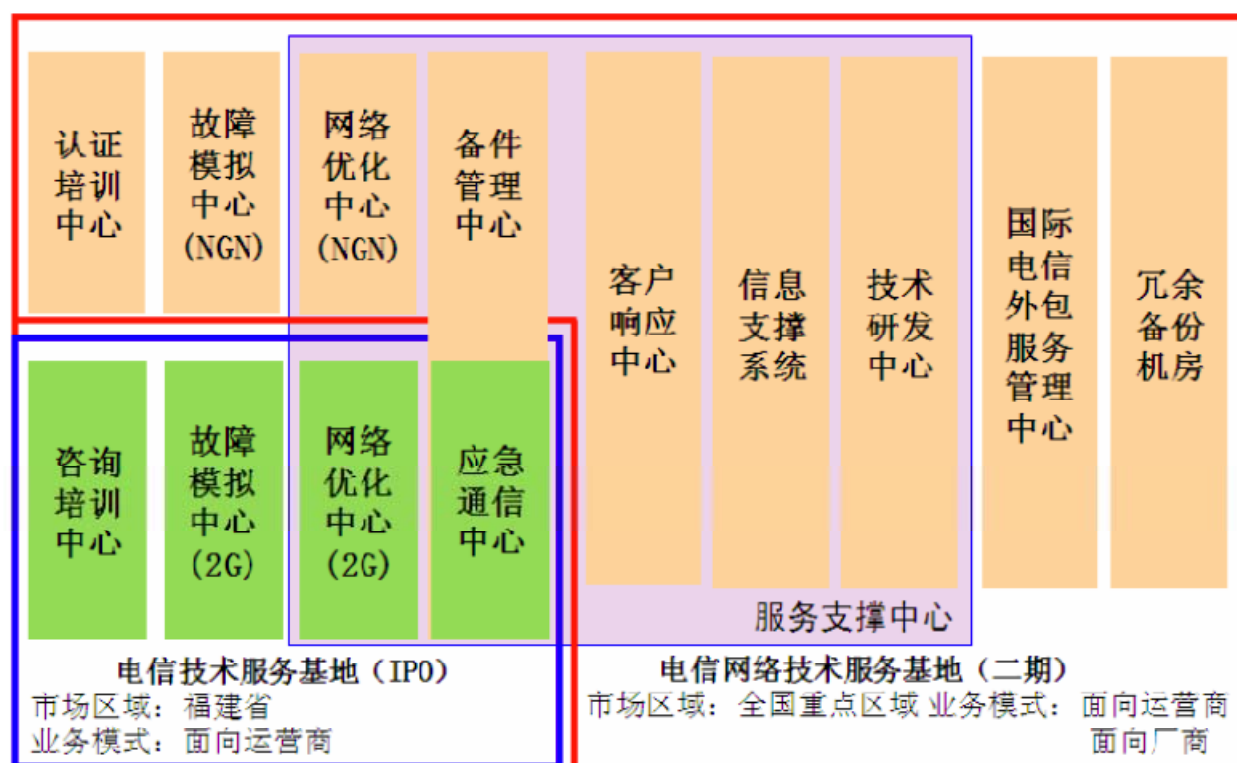


资料来源：公司公告，中邮证券研发部

4.2 增发项目将重新推动公司进入高增长轨道

公司于 2010 年 6 月公布非公开增发预案，拟以不低于 11.78 元/股发行 3000 万股到 5000 万股，募集不超过 5 亿元，全部用于公司电信网络技术服务基地（二期）的建设。公司经过前期的布局，目前服务的类别扩展至光通信设备、IP 网络设备、3G 移动通信设备、IT 支撑系统；服务的产品涉及数十个设备厂商，且服务市场区域也已完成全国性的初步布局。公司面临着需要再进一步提升服务能力，扩展服务渠道的格局。本次募投项目是在公司 IPO 募集项目电信网络技术服务基地（一期）基础上，对原有基地功能的扩展，可以极大增强公司服务能力。

图表 23：电信网络技术服务基地一期与二期项目关系图如下：

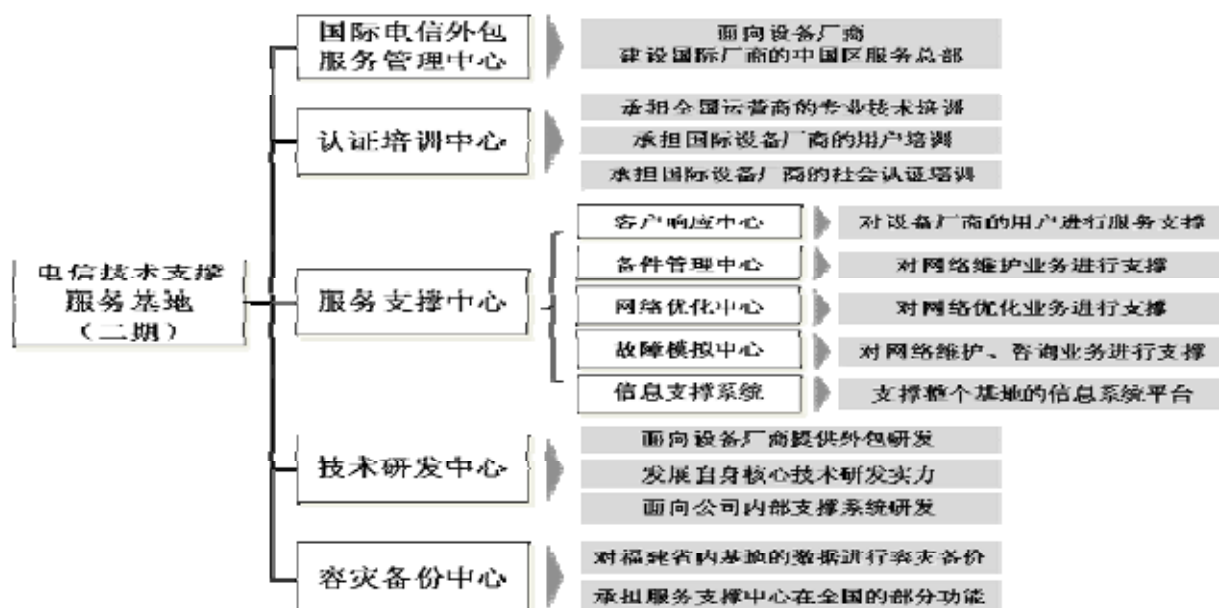


资料来源：公司公告，中邮证券研发部

电信网络技术服务基地（二期）建设中，公司将扩建原有的认证培训中心，备件管理中心，网络优化中心，故障模拟中心，以支撑公司面向全国市场、满足下一代通信网络维护要求的目标，同时，可以看出公司未来有望在认证培训市场加速渗透。公司还将新建客户响应中心，容灾备份中心，国际电信外包服务管理中心等支撑平台，提供维护工作 7*24 小时不间断支持，提升服务客户满意度；并新建技术研发中心，使公司技术服务向核心技术延伸。此外，公司服务容量提升后，公司将有能力逐步承接 Juniper、Teradata、Packet Design、Force10 Networks 等国际设备商在中国的设备支持、设备维护的外包任务。

募投项目的实施预计将使公司加快完成经营模式的改变，公司将升级至能满足全国市场，同时满足运营商和设备提供商需求的业务模式。我们预计二期项目的建设将解决公司的规模瓶颈，配合公司海峡学院对公司人才建设的支持，将重新推动公司进入高增长轨道。

图表 24：电信网络技术服务基地（二期）项目的整体架构



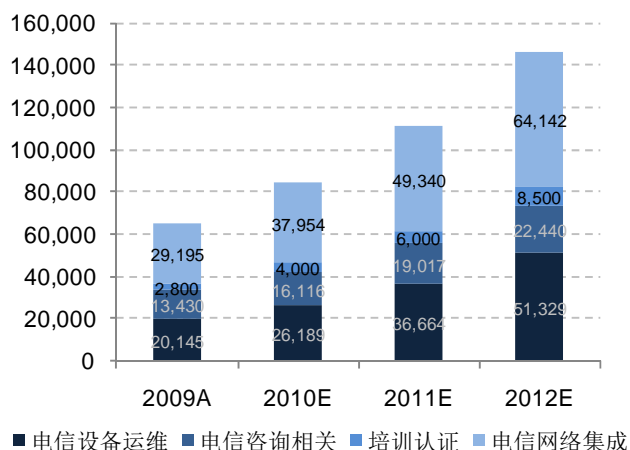
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

五、估值与评级

5.1 盈利预测

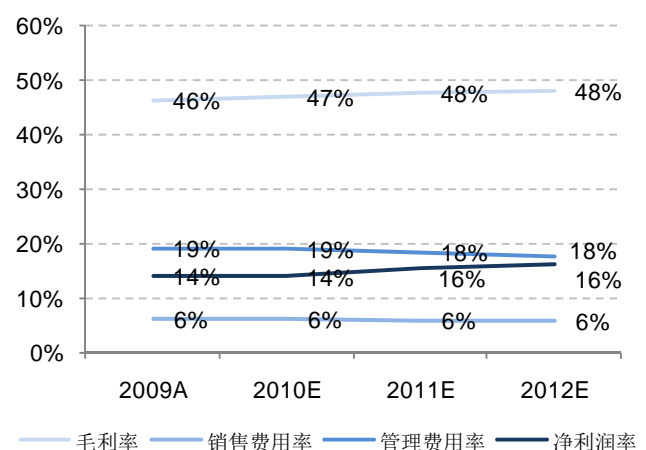
- (1)、假设公司增发于 2011 年顺利完成，增发股票数量取中间值 4000 万股。
- (2)、电信网络技术服务基地（二期）项目进展顺利，公司服务能力大幅提升，并将承担美国合作伙伴 Juniper 在国内的设备运维服务外包业务。
- (3)、海峡学院于 2011 年取得本科教育资质，从而带动公司培训认证类服务收入大幅提升。
- (4)、公司集成业务实现年均 30%左右的收入增长。
- (5)、各项业务毛利率较为稳定，综合毛利率受益于产品结构变化提升。
- (6)、销售费用率和管理费用率在收入快速增长情况下，逐年下降。
- (7)、未来三年实际所得税率为 12%。

图表 25：公司各项业务营业收入预测（万元）



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 26：层云概念的结构



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

根据上述假设，预计公司 2010–2012 年的营业收入分别为 8.46 亿元、11.16 亿元和 14.74 亿元，净利润分别为 1.18 亿元、1.74 亿元、2.41 亿元，三年复合增长率为 37%，对应的每股收益分别为 0.44 元、0.57 元和 0.79 元。

5.2 估值与投资评级

公司目前股价对应的动态估值分别是 43 倍、33 倍和 24 倍，对应的总市值为 76 亿元。信息设备行业中与公司业务具有一定可比性的华星创业（300025）和世纪鼎利（300050）由于均处于创业板，享受较高的溢价，相比之下，公司的估值较低。我们看好公司凭借突出

的竞争优势在电信网络技术服务发展中获得较好的成长性，以及本次增发项目的实施将推动公司进入高增长轨道，给予“推荐”的投资评级。

图表 27：可比公司估值情况

代码	简称	每股收益			P/E			总市值 (亿)
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
300025	华星创业	0.50	0.66	0.96	70	53	36	28
300050	世纪鼎利	1.61	2.29	3.07	47	33	24	81
002093	国脉科技	0.44	0.57	0.79	43	33	24	76

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

图表 28：公司盈利预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	51,645	65,827	84,643	111,637	147,397
增长率(%)	80.3%	27.5%	28.6%	31.9%	32.0%
减：营业成本	25,859	35,329	44,904	58,469	76,568
营业税金及附加	1,240	1,320	1,693	2,233	2,948
销售费用	3,423	4,061	5,248	6,698	8,549
管理费用	9,708	12,612	16,082	20,541	25,795
财务费用	607	643	1,016	670	1,474
资产减值损失	172	490	423	558	663
加：公允价值变动净收益	-62	366	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0	0
营业利润	10,576	11,739	15,277	22,468	31,401
加：营业外收入	243	693	500	500	500
减：营业外支出	123	13	0	0	0
利润总额	10,697	12,419	15,777	22,968	31,901
减：所得税	1,370	1,361	1,893	2,756	3,828
净利润	9,327	11,058	13,884	20,212	28,073
归属于母公司所有者净利润	7,748	9,313	11,801	17,382	24,142
增长率(%)	36.2%	20.2%	26.7%	47.3%	38.9%
少数股东损益	1,579	1,745	2,083	2,830	3,930
总股本（万股）	26,700	26,700	26,700	30,700	30,700
每股收益（元）	0.29	0.35	0.44	0.57	0.79

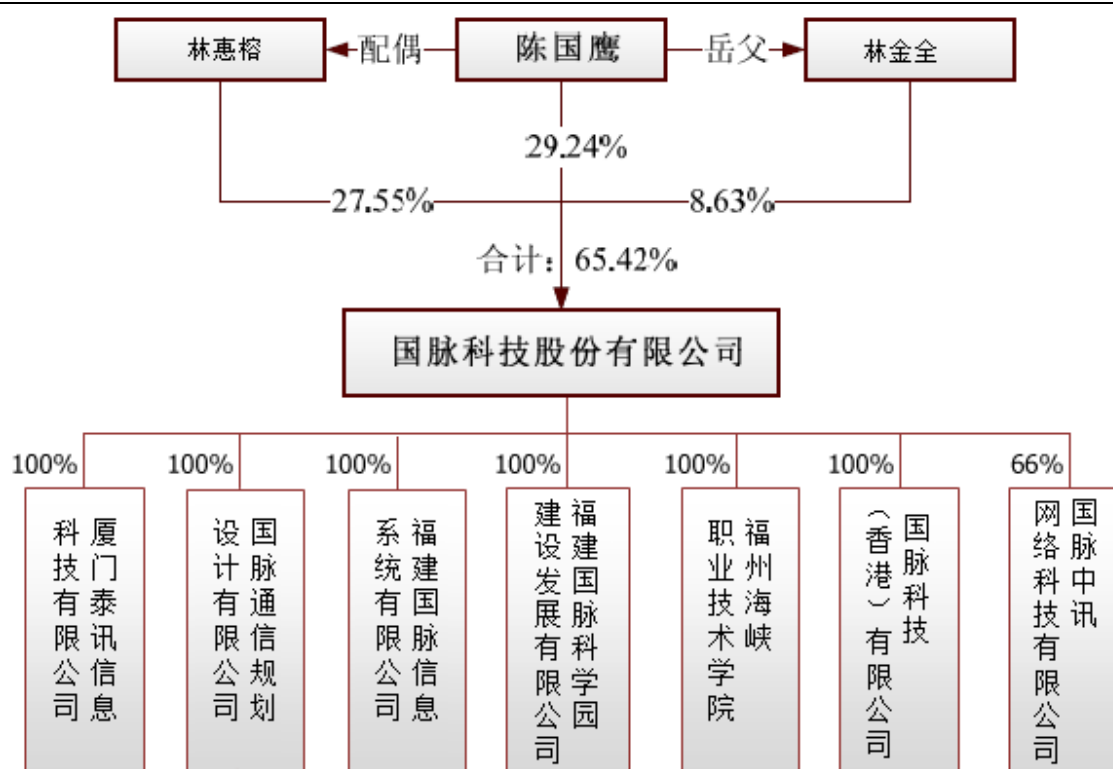
资料来源：中邮证券研发部

六、附录

国脉科技于 2000 年 12 月由陈国鹰、林惠榕等十三位国内自然人发起设立，于 2006 年 12 月 4 日向社会公开发行人股 1,670 万股，2006 年 12 月 15 日公司股票获准在深圳证券交易所上市交易。公司上市以来股本有较大规模扩张，分别于 2007 年中报每 10 股转增 10 股，2007 年年报每 10 股转增 5 股，2009 年年报每股送 5 股。

公司当前实际控制人为陈国鹰，持有公司 29.24%的股份，曾任福建省邮电规划设计院任设计室主任；董事长是隋榕华，持有公司 1.78%的股份，曾工作于福建省邮电规划设计院任工程师，曾获得福建省电信科技进步三等奖，多次分别获福建省邮电规划设计院优秀设计一等奖、二等奖、专业带头人称号，曾聘任为福建省邮电管理局科技委技术组成员。

图表 29：公司股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。