

评级：强烈推荐

通信行业

公司研究

第一创业证券研究所

郭强 S1080209110064

联系人：叶彦斌

电话：0755-8248 5035

邮件：[ye yanbin@fcsc.cn](mailto:ye yanbin@fcsc.cn)

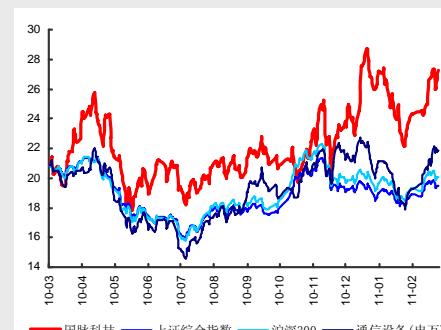
## 交易数据

52周内股价区间(元)：	-
总市值(百万元)：	7832.58
流通股本(百万股)：	334.66
流通股比率(%)：	77.4

## 资产负债表摘要 (10/03)

股东权益(百万元)：	7466.18
每股净资产：	1.08
市净率：	16.8
资产负债率：	50.9%

## 公司股价与沪深300等指数表现对比



## 近期相关报告

《移动互联网是改变人们生活方式的革命—移动互联网投资策略1即2011年通信行业投资策略》  
2011.1

**国脉科技 (002093.SZ)****——业绩快报点评，业绩增长符合预期，维持强烈推荐评级**

## 报告要点：

- **公司业绩符合预期，净利润增长 10.9%** 公司业务规模持续增长，业绩稳定增长。2010 年公司实现营业总收入 7.61 亿元，比去年同期增长 15.59%，净利润(归属于公司股东)1.03 亿元，比去年同期增长 10.92%，2010 年公司业绩稳健增长，符合预期。
- **LTE 先行受益，电信网络规划景气高涨** 2011 年是中国 LTE 开年，公司目前转型为电信网络规划服务外包，直接受益于 LTE。移动互联网时代大数据流所引发的网络资源矛盾，最终驱动运营商对原有 3G 网以及演进进行扩容、升级方可解决，未来三年必将引发网规市场景气高涨。
- **调整主营结构，成功转型高毛利率服务外包** 公司近年来调整主营业务结构，降低低毛利率的系统集成业务占比，目前系统集成业务占比在 40-45%；55-60% 主营业务为高毛利率的电信服务外包，公司主营结构转型成功。十二五规划，电信运营商将进一步加大电信领域服务外包，目前公司主要核心业务为：核心网网络服务外包、电信网络规划服务外包，尤其是网络规划服务外包，毛利率高达将近 80%。主营结构调整有利于提升未来三年公司盈利能力和平利质量。
- **增发项目加快驱动公司跳跃发展** 增发后我们认为公司有望跳跃式发展，非公开增发将募集近 5 亿元资金，项目具有非常高的回报率，我们认为随着增发成功实现，公司有望借助充沛的资金优势加快全国市场的开拓。2011 年海峡学院的整合完毕，技术、现场人员支撑日益充沛，同时低成本的管理费用将为公司立足电信服务外包领域提供很好的支撑。
- **重点关注Ipv6以及云计算的投资机会** 移动互联网时代 IPv6 与云计算将是电信运营商重点规划项目之一，公司与 Juniper、Teradata、Packet Design、Force10 Networks 等四家公司签订了合作协议，增强了在 IP 核心网服务外包的优势。尤其是与 Juniper 战略合作关系将使公司把握 IPv6 规模投资机会，直接切入高端路由器服务外包市场。2010 年公司收购上海圣桥科技 20% 股权，为公司在云计算领域的发展打下坚实的技术储备，Ipv6 和云计算未来三年有望成为公司利润新的增长点。
- **风险提示** 公司募投项目发展低于预期，市场竞争加剧影响公司盈利。
- **强烈推荐评级** 测算公司 2010~2012 年 EPS 分别为：0.25 (73.4X)、0.47 (38.7X)、0.76 (23.8X) 元，看好公司中长期发展，维持强烈推荐。

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51,645	65,827	76,084	105,452	146,034
同比 (%)	92.0%	27.5%	15.6%	38.6%	38.5%
营业毛利	25,786	30,498	33,367	45,787	63,265
同比 (%)	108.6%	18.3%	9.4%	37.2%	38.2%
归属母公司净利润	7,748	9,313	10,671	20,246	32,865
同比 (%)	39.6%	20.2%	14.6%	89.7%	62.3%
总股本(万股)	43,250.0	43,250.0	43,250.0	43,250.0	43,250.0
每股收益(元)	0.18	0.22	0.25	0.47	0.76
ROE	18.5%	18.2%	20.4%	27.9%	31.2%
P/E (倍)	101.1	84.1	73.4	38.7	23.8



图表 1：财务报表预测

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>539.2</b>	<b>744.8</b>	<b>1,081.0</b>	<b>1,539.8</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>658.3</b>	<b>760.8</b>	<b>1,054.5</b>	<b>1,460.3</b>
货币资金	203.7	190.1	187.2	284.2	减：营业成本	353.3	427.2	596.7	827.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	13.2	15.1	21.0	29.0
应收款项	147.0	293.8	500.9	709.9	销售费用	40.6	46.7	48.1	52.9
预付款项	56.1	108.5	187.1	266.8	管理费用	126.1	140.4	139.3	153.4
存货	111.5	135.1	188.6	261.7	财务费用	6.4	8.2	11.9	11.3
其他流动资产	20.8	17.2	17.2	17.2	资产减值损失	4.9	7.2	4.5	4.6
<b>非流动资产</b>	<b>321.1</b>	<b>327.3</b>	<b>291.5</b>	<b>255.6</b>	加：公允价值变动收益	3.7	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	18.2	18.2	18.2	投资收益	0.0	3.3	5.1	5.1
债权与公允价值资产	124.2	124.2	124.2	124.2	其中：联营企业收益	0.0	1.3	5.1	5.1
固定资产	154.6	140.3	105.8	71.4	<b>二、营业利润</b>	<b>117.4</b>	<b>119.3</b>	<b>238.2</b>	<b>386.5</b>
在建工程	0.2	0.5	0.5	0.5	加：营业外收入	6.9	6.2	6.4	6.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	0.1	0.1	0.1	0.1
无形及递延性资产	39.0	41.0	39.6	38.1	<b>三、利润总额</b>	<b>124.2</b>	<b>125.4</b>	<b>244.5</b>	<b>393.0</b>
其它非流动资产	3.1	3.2	3.2	3.2	减：所得税费用	13.6	15.9	36.7	58.9
<b>资产总计</b>	<b>860.2</b>	<b>1,072.1</b>	<b>1,372.5</b>	<b>1,795.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>110.6</b>	<b>109.5</b>	<b>207.8</b>	<b>334.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>278.0</b>	<b>415.3</b>	<b>507.9</b>	<b>596.8</b>	归属母公司净利润	93.1	106.7	202.5	328.7
短期借款	104.4	239.0	239.0	239.0	少数股东损益	17.4	2.8	5.4	5.4
应付账款	50.7	81.9	138.7	197.0	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>432.5</b>	<b>432.5</b>	<b>432.5</b>	<b>432.5</b>
预收帐款	47.7	44.1	68.8	97.2	<b>EPS (元)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.25</b>	<b>0.47</b>	<b>0.76</b>
其它流动负债	75.2	50.2	61.3	63.5					
<b>非流动负债</b>	<b>2.2</b>	<b>137.7</b>	<b>137.7</b>	<b>137.7</b>					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
专项及预计负债	0.0	135.0	135.0	135.0					
其它非流动负债	2.2	2.7	2.7	2.7					
<b>负债合计</b>	<b>280.2</b>	<b>552.9</b>	<b>645.5</b>	<b>734.4</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>67.6</b>	<b>28.2</b>	<b>33.6</b>	<b>39.0</b>					
股本	267.0	432.5	432.5	432.5					
资本公积与其它	42.3	2.8	2.8	2.8					
留存收益	203.2	87.6	290.1	618.7					
<b>股东权益合计</b>	<b>512.5</b>	<b>522.9</b>	<b>725.4</b>	<b>1,054.0</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>860.2</b>	<b>1,072.1</b>	<b>1,372.5</b>	<b>1,795.5</b>					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	<b>42.7</b>	<b>-16.0</b>	<b>3.9</b>	<b>103.3</b>	<b>成长能力</b>				
净利润	110.6	109.5	207.8	334.0	营业收入	27.5%	15.6%	38.6%	38.5%
折旧摊销	19.3	18.4	40.3	40.5	营业毛利	18.3%	9.4%	37.2%	38.2%
财务费用	6.8	8.2	11.9	11.3	主业盈利	9.5%	5.1%	89.8%	59.2%
投资损失	-3.7	-3.3	-5.1	-5.1	母公司净利	20.2%	14.6%	89.7%	62.3%
营运资金变动	-92.5	-34.9	-251.1	-277.4	<b>获利能力</b>				
其它变动	2.1	-113.9	0.0	0.0	毛利率	46.3%	43.9%	43.4%	43.3%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-26.5</b>	<b>-79.2</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	主业盈利/收入	19.0%	17.3%	23.7%	27.2%
资本支出	-28.5	-52.1	0.0	0.0	ROS	16.8%	14.4%	19.7%	22.9%
长期投资	2.0	-28.4	0.0	0.0	ROE	18.2%	20.4%	27.9%	31.2%
其它变动	0.0	1.3	5.1	5.1	ROIC	17.9%	12.2%	18.9%	23.4%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-13.2</b>	<b>78.2</b>	<b>-11.9</b>	<b>-11.3</b>	<b>偿债能力</b>				
债务融资	-1.4	111.1	0.0	0.0	资产负债率	32.6%	51.6%	47.0%	40.9%
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	17.2	13.4	17.5	29.5
其它变动	-11.8	-32.9	-11.9	-11.3	速动比率	1.46	1.43	1.72	2.11
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	经营现金净额/当期债务	0.41	-0.07	0.02	0.43
<b>现金净增加额</b>	<b>3.0</b>	<b>-17.1</b>	<b>-2.9</b>	<b>97.0</b>	<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.77	0.71	0.77	0.81
					应收账款天数	80.39	139.03	170.99	174.99
					存货天数	113.66	113.89	113.82	113.84
					<b>每股指标(元)</b>				
					主业盈利/股本	0.29	0.30	0.58	0.92
					每股经营现金流	0.10	-0.04	0.01	0.24
					每股净资产	1.03	1.14	1.60	2.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	84.10	73.40	38.69	23.83
					P/B	17.60	15.83	11.32	7.72
					P/S	11.90	10.29	7.43	5.36
					EV/EBITDA	32.99	53.74	27.81	18.21

数据来源：公司年报、第一创业研究所预测

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 [www.firstcapital.com.cn](http://www.firstcapital.com.cn)

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼  
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238



P.R.China:100140

P.R.China:200120