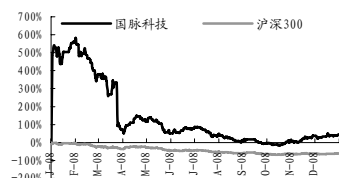


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
国脉科技	15.6	81.7	-71.3
沪深 300	13.2	26.4	-55.0

市场数据 2009.1.20

当前价格 (元)	13.1
52 周价格区间 (元)	7.16-29.5
总市值 (百万)	3498
流通市值 (百万)	962
总股本 (万股)	26700
流通股 (万股)	7344.4142
日均成交额 (百万)	2478
近一月换手 (%)	55.6

分析师

蒋传宁

电话: 0755-83706290

邮件: jiangcn@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司是福建电信市场有竞争力的网络规划设计及第三方电信维护公司。黑龙江国脉的收购,实现向省外扩张,获得新的增长空间。与此同时,公司还获得甲级设计资质、专业团队,为公司向全国市场进一步扩张奠定了基础。未来公司可以构建有吸引力的平台进一步吸引专业团队加盟,实现快于行业增长速度。
- 国内电信设备存量规模巨大、并且随着电信投资继续上升,国内电信设备维护市场将呈持续增长态势。随着国内电信市场竞争加剧,未来运营商将更专注于核心业务和业务创新,而非核心业务如维护外包的倾向将更明显。国脉作为具有丰富的全网、多厂商系统设备维护经验和强大的后台支持、拥有成熟专业服务团队的服务商,未来向全国扩张的潜力较大。
- 平台的设立、专业团队加盟为公司数据业务增长打开了广阔的发展空间。先后为中国移动、中国电信、北京华迪、农业银行签订合同,提供 Juniper 或其他数据产品及服务。数据业务服务业务的快速发展一方面得益于行业快速的增长态势,另一方面,公司良好的服务也是获取份额的保证。未来增值业务在通信业务的比重将不断提高,基于 IP 的网络技术是通信未来发展趋势,公司对数据业务服务上的重视有助于其在未来通信业务格局演变中占据有利位置。
- 公司未来三年仍处较快的增长期,预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.28、0.40、0.55 元,动态 PE 分别为 46.4、32.5、23.8 倍,未来三年年复合增长率为 30-50%。08 年 PEG 约为 1,考虑公司长期增长潜力较大,资产较轻,PEG 可以取 1—1.5。给予“增持”评级,建议回调介入。

预测指标	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入 (万元)	26895.3	42059.4	57854.0	79606.2
营业利润 (万元)	6062.5	10321.5	14824.9	20327.2
净利润 (万元)	5548.9	7540.9	10774.6	14674.0
摊薄每股收益 (元)	0.232	0.282	0.404	0.550
摊薄每股净资产 (元)	1.308	1.59	1.994	2.543
加权平均 ROE (%)	15.50%	19.5%	22.5%	24.2%

公司简介

国脉科技主要股东是陈国鹰家族（共占 69.35% 股份），主营电信服务（包括设备服务、电信咨询）和电信网络系统集成。2008 年上半年主业情况如下表：

表 1：08 年上半年公司主业情况

分行业	营业收入（万元）	毛利率（%）	收入同比增长（%）
电信网络集成	14,317.30	20.92	204.19
电信网络技术服务	10,502.21	94.19	84.59

资料来源：公司报表

设计咨询业务大步迈进

公司以 5000 万元收购并增资黑龙江国脉通信规划设计公司，共获得 51% 股权（其中 3500 万元为增资）。黑龙江国脉是国家建设部批准的通信行业甲级勘察设计单位，具有丰富的网络咨询、网络规划、网络优化经验，拥有超过 100 人的专业队伍，业务以黑龙江为主、辐射全国、涵盖各大运营商。

黑龙江国脉的收购是继 07 年公司数据网络专业团队加盟之后的又一次成功收购，不仅获得黑龙江国脉的市场渠道及客户资源，而且改制后，黑龙江国脉经营积极性和市场潜力得以充分释放，收入及盈利水平大幅度提高，据 08 年中报，来自东北区域收入为 2280 万元，考虑下半年收入确认结算比例较大，全年收入估计约 5000 万元，08 年净利可能达近 2000 万元水平（较 07 年几百万元的净利大幅提升，尚处免税期），实现较高的投资收益率（20%）。另一方面，并购获得设计甲级资质以及超过 100 人的专业队伍，为公司打开全国市场奠定更为坚实的基础。公司可以借此平台，搭建灵活的子平台、建立良好的激励机制，收购专业团队、吸引行业资源加盟，为公司可持续增长注入动力，帮助公司实现业绩不断上升。

与此同时，网络规划、设计、咨询与电信投资密切相关（约占设备投资额的 3%），随着国内各大电信运营商网络扩容及 3G 建设陆续启动，2009 年国内电信投资将上新台阶，估计 09 年电信投资较 08 年增长约 15-20%，

因此 09 年网络设计、咨询业务将水涨船高。

电信设备第三方维护市场潜力较大

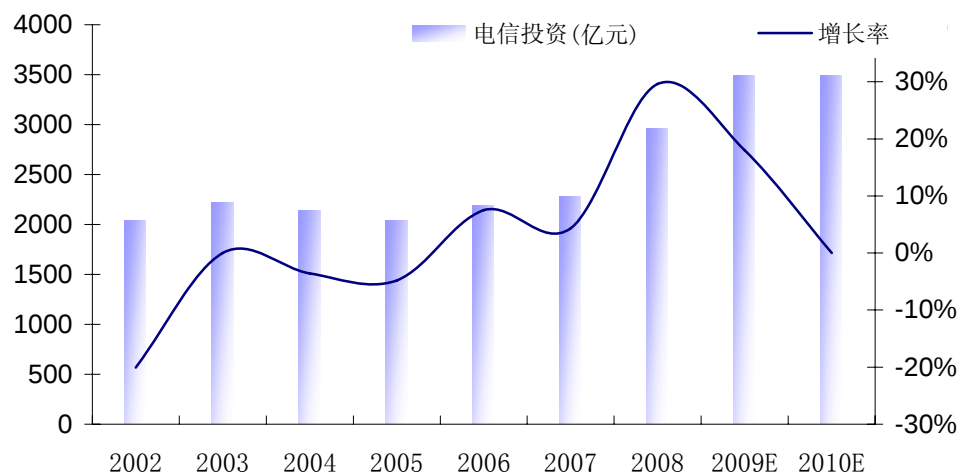
国内电信设备市场存量规模巨大，超过 1 万亿元。随着国内电信网络升级及进一步扩容，未来国内电信设备存量市场将持续上升。一般而言，维护费用约占设备额约 10%，国内电信设备维护市场容量巨大，并呈持续增长态势。

国内电信市场竞争日益加剧，运营商经营压力渐趋提高，未来运营商经营重心将越来越倾向与公司核心竞争力关系最密切的核心业务、服务创新，而包括维护在内的非核心业务则越来越倾向于外包（包括外包给设备提供商及第三方服务商）。

当前设备维护高端主要由原系统设备提供商提供，常规性低端维护由运营商自身完成。

国内第三方外包服务比重仍较低，第三方服务商可提供多厂商设备服务，成本较低，且服务具独立性，未来第三方服务外包的市场潜力较大。作为具有丰富的全网、多厂商系统设备维护经验，拥有一支成熟的专业服务团队服务商，随着公司服务基地的建设，后台支持库（包括维护服务知识库、故障模拟环境、备件库等）日益完善、强大，加上公司成本上的优势、日益提升的品牌影响，依托公司有效的激励机制和良好的平台，未来公司可借鉴数据业务、设计咨询业务并购模式，借助资本平台，逐步向全国扩张，实现跨越式增长。

图 1: 国内电信投资情况



资料来源：工信部、国海证券研究所

数据业务服务发展空间打开

公司与美国 Juniper 网络公司结成战略伙伴,在国内为其销售网络产品并为其进行方案集成、产品保修、运维支持服务。Juniper 是全球仅次于 CISCO 的数据网络设备厂商,其高端路由器设备有较强的优势。

07 年公司聘成炯为公司副总,邀请其为首的专业团队加盟,成炯先生 90 年即开始负责数据通信设备销售服务(包括 Control Data、Digital Equipment、3Com),2000 年开始在爱立信担任数据骨干及光网络部中国区销售总监,为 JUNIPER 在华销售及服务。成炯为首的专业团队数据设备市场能力强、服务经验丰富,行业资源广泛。

该业务由控股子公司国脉中讯开展(公司占 65%、专业团队占 35%),长效的股权激励机制、渐趋成熟的平台,是公司吸引专业团队、发挥积极能动性的优势所在。

此后公司相继与数据设备厂商 Packet Design、Fore 10 Network、Teradata 结成中国区战略联盟。

平台的设立、专业团队加盟为公司数据业务增长打开了广阔的空间。公司先后为中国移动、中国电信、北京华迪签订合同,提供 Juniper 或其

他数据产品及服务。08 年底农行股份制改造中，与公司合作的 Juniper 获得了首期 6000 多万元合同。数据业务的快速发展一方面得益于行业良好的增长态势，另一方面，公司良好的服务也是获取份额的保证，特别是银行系统，过去主要是 CISCO 的天下，JUNIPER 市场突破得益于公司较强的服务能力和市场开拓能力。公司对数据设备较深的理解以及长期积累的丰富经验有助于以 JUNIPER 为首的合作厂商未来数据设备业务在华不断发展壮大。我们认为，公司的服务优势有望助其未来逐步成为包括 CISCO 在内的数据设备商的服务提供商。

未来增值业务在通信业务的比重将不断提高，基于 IP 的数据技术是通信未来发展趋势，公司对数据业务服务上的重视有助于其在未来通信业务格局演变中占据有利位置。

教育平台支持公司战略发展

公司收购海峡学院，海峡学院现有在校师生 3000 多人，专业设置以专业设置、课程体系包括通信、电子、计算机等面向信息技术，既适合社会需要、又与公司业务关联度较大。08 年可实现盈利 1000 多万元。教学用系统设备均为最先系统。因此，不仅可为公司带来现金流入，还可为公司未来快速发展提供人才支持，成为公司人才培训基地，与公司现有业务有机结合，可实现协同效应，为公司可持续发展奠定基础。

未来发展战略清晰

公司以服务为核心定位，包括网络规划设计、咨询、设备维护、数据通信设备的销售与服务。公司未来战略表现为两方面：

健体强身，打好基础。进行平台建设，完善资质，积极推进服务基地建设，提升服务档次和水平。

市场开拓和伺机并购并举开拓省外市场。公司除在如北京、上海、杭州、广州等发达地区设立办事处，加大省外区域拓展力度外，还结合并购方式，向省外扩张，实现跨越式增长。数据集成业务专业团队、规划设计公司的收购体现了公司管理团队的明智和并购思路的成熟。公司良好的

激励机制和渐趋成熟的平台有助于未来继续成功并购。

业绩预测

主要假设：

1. 公司电信网络技术服务 08 年全年约为中期的 2 倍，09、10 年分别增长 35%、35%。电信网络集成 08 年全年为中期的 1.5 倍。09、10 年同比均增长 40%。
2. 公司主业毛利率维持不变。
3. 费用比例、其它方面参照历史配比。

表 2：业绩预测（万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业总收入	18698.4	20214.8	26895.3	42059.4	57854.0	79606.2
营业成本	11325.6	11554.0	14531.8	18415.4	25719.9	35924.4
营业税金及附加	478.8	460.7	721.2	973.2	1338.7	1842.0
销售费用	501.4	1039.9	731.4	3169.2	3991.9	5492.8
管理费用	2642.5	2878.6	5342.7	8404.1	10992.3	14727.1
财务费用	57.6	-25.0	-194.8	583.3	752.1	1034.9
资产减值损失	0.0	-1.3	139.4	195.2	234.3	257.7
公允价值变动净收益	0.0	59.2	64.9	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-17.3	150.1	374.1	2.6	0.0	0.0
营业利润	3820.3	4517.3	6062.5	10321.5	14824.9	20327.2
营业外收入	0.0	16.4	541.7	300.0	300.0	300.0
营业外支出	11.3	0.5	56.9	120.0	120.0	120.0
利润总额	3855.9	4533.2	6547.4	10501.5	15004.9	20507.2
所得税	536.6	798.9	434.9	1522.7	2175.7	3035.1
净利润	3319.3	3734.3	6112.5	8978.8	12829.2	17472.2
少数股东损益	738.6	574.0	563.6	1438.0	2054.6	2798.2
归属于母公司所有者的净利润	2580.7	3160.3	5548.9	7540.9	10774.6	14674.0
每股收益（元）		0.118	0.232	0.282	0.404	0.550

资料来源：国海证券研究所

估值与建议

公司未来三年仍处较快的增长期，预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.28、0.40、0.55 元，动态 PE 分别为 46.4、32.5、23.8 倍，未来三年复合

增长率为 30-50%。08 年 PEG 约为 1，考虑公司长期增长潜力较大，资产较轻（非流动资产占总资产 38.07%、固定资产和在建工程占总资产 15.7%），其增长所需投资较小，PEG 可取 1--1.5，现估值仍不算高。与香港上市的中通服相比，PE 较高，但考虑国脉作为民营企业，经营机制比国企中通服更为灵活，未来成长潜力更大，此外，公司盈利能力、净资产收益率指标均更好，同时当前 A-H 股普遍存在溢价，应给予国脉更高的估值水平。给予“增持”评级，建议回调介入。

表 3：公司与香港中通服估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)				P/E (X)			
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
002093	国脉科技	13.1	0.232	0.282	0.404	0.550	56.54	46.38	32.46	23.84
0552.HK	中通服	4.37	0.214	0.246			20.42	17.76		

资料来源：公司报表，国海证券研究所

表 4：国脉与中通服 08 年上半年部分指标比较 (%)

	收入增长率	归母公司净利润增长率	净利率	ROE	资产负债率
国脉科技	137.5	81.87	23.92	12.38 (07 年: 15.49)	41.03
中通服	85	20.27	4.21	5.45 (07 年: 12.26)	57.51

资料来源：公司报表，国海证券研究所

风险

公司规模较小，业绩敏感度较高，订单或项目并购均会对公司业绩产生较大影响，部分订单或并购项目的时间具不确定性，业绩难以准确预估，对股价可能带来波动。

公司定向增发未能通过，未来持续扩张进程将放缓。

公司流通盘子较小，仅约 10 亿元，易受机构控制，造成股价波动。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。