

国脉科技(002093.sz)

系统集成毛利率低于预期，但仍看好公司业务前景

李太勇 通信行业 首席研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: lty@gf.com.cn

收入同比增长 80%，净利润增长 36%，略低于本人预期

08 年公司实现营业收入 5.16 亿元，同比增长 80%，实现净利润 7747.62 万元，同比增长 36.19%，每股收益为 0.29 元，低于本人预期的 0.31 元，主要原因是 IP 网络集成业务毛利率低于预期所致。

电信网络技术服务业务收入大幅增长 1.2 倍，增长前景看好

公司传统主业电信网络技术服务收入达到 2.78 亿元，同比增长 1.28 倍，增长主体来自于电信设备维护业务与规划咨询业务的增长。其中黑龙江国脉业务收入同比增长了 1.7 倍，净利润也出现大幅增长。我们仍看好电信设备维护业务与规划咨询业务的长期增长前景。

IP 网络集成业务收入基本符合预期，毛利率低于预期

IP 网络集成收入 2.53 亿元，但毛利率只有 13%，低于本人前期的预期，主要是下半年中国电信的集采招标价格较低所致。我们认为 09 年 IP 网络集成业务的毛利率将有效提升。

预计 09-11 年的净利润增长率分别为 62%、34%和 23%

我们预计 09-11 年每股收益分别为 0.47 元、0.63 元和 0.77 元。

风险提示

人力资源不足影响业务发展；综合集成服务能力还有待进一步提高。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	268.95	516.45	805.23	943.77	1132.94
EBITDA(百万元)	67.80	113.72	155.34	227.43	256.32
净利润(百万元)	55.49	77.48	125.76	167.99	206.80
净利润增长率	86.90%	39.63%	62.38%	34.07%	23.34%
每股收益(元)	0.416	0.290	0.470	0.630	0.77
市盈率	113.57	39.04	29.27	22.25	18.08
市净率	17.61	7.22	8.03	6.43	5.23
EV/EBITDA	118.06	28.50	24.47	21.35	19.23
每股红利(元)	0.10	0.00	0.00	0.05	0.05
股息率(%)	0.21	0.00	0.0	0.04	0.04

来源: 国脉科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

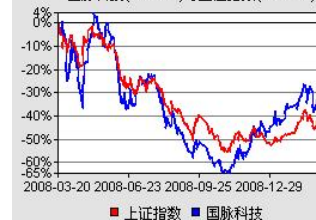
公司评级

买入

当前价格(元)	14.10
目标价格(元)	16.00
前次评级	买入

股价走势

国脉科技(002093)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-2.42%	21.87%	-30.48%
上证综指	1.11%	20.78%	-34.96%

股票数据

总股本(万股)	26,700.00
流通 A 股(万股)	7,344.41
主要股东:	
	陈国鹰
主要股东持股比例	29.24%
流通 A 股比例	27.51%

财务比率

ROE	18.47%
ROA	9.99%
资产负债率	37.64%
每股净资产(元)	1.57

2008 年报数据

2008年主要业绩数据：略低于本人预期

2008年公司实现营业收入5.16亿元,同比增长80%,实现净利润7747.62亿元,同比增长36.19%,每股收益为0.29元,低于本人前期预测的0.31元,低于本人预期的主要原因为公司IP网络集成业务毛利率低于本人预期较多所致。公司08年受经营规模扩大的影响,经营性现金流量同比增长1.18倍,每股现金流量为0.35元。公司仍保持了良好的盈利能力,净资产收益率仍达到18%,同比有所上升。

分业务收入与毛利率分析

电信网络技术服务收入增长超过预期,毛利率下降

电信网络技术服务业务收入增长1.2倍。电信网络技术服务业务主要分为两类即电信网络设备维护服务和电信规划咨询业务等。08年电信网络技术服务收入同比增长1.2倍,其中电信设备维护收入增幅在1倍左右,主要增长原因为电信运营商网络维护外包比重提高,公司综合竞争力提升进一步提升了在福建维护市场的市场份额;另外公司获得了Juniper设备的部分维护服务收入,预计市场规模在3000万元左右。

电信咨询规划业务收入大幅增长。电信咨询规划业务增长主要来源于黑龙江国脉规划公司的收入大幅增长,08年该公司实现营业收入6271万元,同比增长1.73倍,实现净利润2524万元,我们认为增长原因主要来自于行业的快速增长及公司改制后焕发出的制度动力带动公司业务收入的增长。与华信咨询合作相关的规划咨询收入同比也增长了60%。

毛利率有所下降。毛利率下降的原因是因为公司业务规模快速扩张,相关人员不足,公司外包业务增加导致公司成本增加所致。

系统集成业务：收入增长与毛利率低于预期

系统集成业务主要来自于IP网络设备相关的代理与集成业务,08年全年签单额预计在4个亿左右,实现销售收入2.35亿元,从报表附注中的说明来看,我们预计部分中国电信和农行的订单还未确认收入,将在09年上半年确认。去年下半年IP网络集成业务的毛利率大幅下降,毛利率的下降幅度也超过本人预期,公司认为主要是因为中国电信的CDMA配套IP承载网设备价格降低导致,公司认为09年毛利率将会得到有效提升。

费用率分析：员工数量增加导致费用率上升

公司的销售费用同比增长368.00%，管理费用同比增加60.33%，主要是公司业务规模扩张，引起人员的增加及业务拓展费用等增加所致。08年公司加大的人才的引进力度，08年总的员工数量达到1500人，同比增长48%。财务费用同比增长399.20%，主要是由于公司业务规模扩大，利用银行贷款金额增加以及银行贷款利率上升共同导致利息支出增加所致。未来随着收入规模的增加，费用率继续上升的可能性小。而随着利率的大幅下降，财务费用在09年也有望得到降低。

未来业绩展望：仍看好公司业务未来发展前景

电信网络设备维护服务业务我们认为未来两年仍存在快速增长的可能：一是电信行业竞争加剧，运营商外包服务迫切性更强，外包比重将提升，公司在福建市场仍存在较大的增长机会；二是IP网络设备维护收入未来几年将随着Juniper销售规模的增长，后续的服务收入也呈快速增长趋势，而前期爱立信所售的存量设备的维护也将逐步转移到国脉科技；三是公司09年将通过收购兼并，传统业务的省外市场拓展在09年预计将获得突破；四是目前公司作为第三方网络设备维护服务提供商，具有品牌、资本实力及标准化及规范化的服务流程优势，公司的竞争优势将助力公司在电信网络服务外包市场进一步提升市场份额。

咨询规划业务，非运营商背景及机制灵活是主要优势。公司将利用黑龙江国脉为全国拓展载体做大咨询规划业务，将在北京重新注册公司在名称上去黑龙江地域概念，实现规划咨询业务的全国布局。电信重组后公司的非运营商背景更有利于公司拓展咨询规划业务，三大运营商的全业务架构的形成，也使未来的电信咨询规划市场仍存在较大的增长空间；公司具有灵活的体制优势，公司相对大部分运营商附属的国有规划设计院来说，在公司治理与激励机制上具有优势，更有利于公司提升市场份额。

IP网络设备集成业务，未来提升空间大。公司目前的主要合作伙伴Juniper是仅次于思科的IP设备提供商，Juniper在电信级高端路由器上目前处于行业领先地位，而近两年扩大了产品链，从电信级产品拓展到了企业级交换机及网络安全产品上，Juniper近几年在全球IP设备的市场份额呈不断上升趋势，对思科等厂商形成威胁。目前公司是国内Juniper的三大总代之一，但其余2家主要代理企业级设备与网络安全产品，电信级产品如高端路由器目前主要由国脉科技代理集成与提供后续服务。网络IP化是基本发展趋势，而随着网络应用与用户带宽需求的快速增长，未来IP化设备需求前景将持续看好。公司主要目标客户是瞄准电信运营商及大的行业和企业客户，而公司目标是在近2年的销售目标能达到Juniper在国内销售额的60-70%，按这个目标到2010年目标销售额将达到6亿元左右，近两年的增长空间仍较大。

业绩预测与估值

我们预计09-11年公司的营业收入分别为74640.87万元、94374.78万元和113249.74万元，同比分别增长45.2%、26.4%和20.0%，净利润同比增长62%、34%和23%，每股收益分别为0.47元、0.63元和0.77元。我们认为公司所在行业具有良好的成长性，而且公司业务具有良好的商业模式，与宏观经济周期关联度相对较低，公司业绩增长的可持续性较强。我们认为给公司按09年业绩30-35倍市盈率估值是相对合理的，公司目标估值为14-16元，虽然公司股价目前接近目标价格，但基于公司长期投资价值考虑，建议投资者在12元以下仍可积极买入。

附件：国脉科技 09-11 年利润表预测

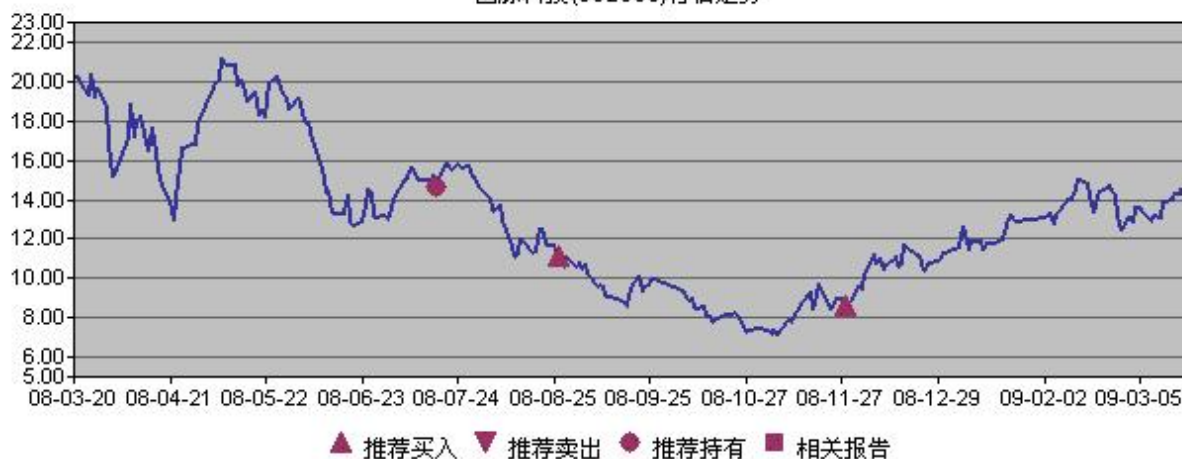
(单位：万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	26895	51395.6	74640.87	94374.785	113249.742
1、系统集成	14302.2	23510.84	37617.344	48902.547	58683.0566
IP 业务合计毛利率		12.99%	15%	16%	16%
2、电信网络技术服务	12664	27884.76	37023.526	45472.238	54566.685
电信设备系统维护服务	7012	15466.76	20880.126	26100.158	31320.189
电信咨询	5652	12418.0	16143.4	19372	23246.496
毛利率	85.78%	80.78%	80%	80%	80%
营业毛利合计	6,680.13	41517.37	35261.42	44202.20	53042.64
营业税金及附加	721.22	1,239.55	1716.74	2170.62	2264.99
销售费用	731.39	3,422.94	4179.89	5001.86	6002.24
销售费用率	2.7%	6.7%	6%	5%	5%
管理费用	5,342.73	9,708.26	11942.539	12834.971	14722.4664
管理费用率	19.9%	18.9%	16%	14%	13%
财务费用	-194.84	607.04	345	364.00	339.75
财务费用率	-0.72%	1.18%	1%	0.5%	0.3%
资产减值损失	139.44	172.50	170.00	170.00	170.00
投资净收益	374.06	1.59	200	20	
营业利润	6,062.54	10,576.46	17107.25	23660.74	29543.19
利润总额	6,547.41	10,697.23	17228.02	23660.74	29543.19
减：所得税	434.91	1,370.45	2239.64	3312.50	4431.48
净利润	6,112.49	9,327.07	14988.38	20348.24	25111.71
减：少数股东损益	563.63	1,579.43	2411.92	3549.11	4431.48
少数权益比重	0.09	0.17	14%	15%	15%
归属于母公司所有者的净利润	5,548.87	7,747.64	12576.46	16799.13	20680.23
总股本	26700	26700	26700	26700	26700
每股收益（元）	0.21	0.29	0.47	0.63	0.77

数据来源：公司定期报告与广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

国脉科技(002093)行情走势



相关研究报告

国脉科技(002093.sz)	李太勇	2008-01-30
国脉科技(002093.sz)	李太勇	2007-02-28

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发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, 除非法律法规有明确规定。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。

广发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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。