

动态报告

信息技术

通信

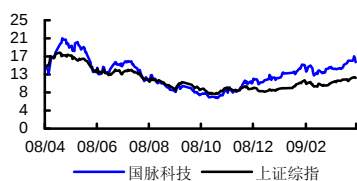
国脉科技(002093)
谨慎推荐

2009 年 1 季报业绩点评

(维持评级)

2009 年 4 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

昨收盘 (元)	15.58
总股本/流通 A 股(百万股)	267/73
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	4,160/1,144
上证综指/深圳成指	2,503.94/9,580.06
12 个月最高/最低 (元)	21.19/7.16

财务数据

净资产值(百万元)	450
每股净资产(元)	1.68
市净率	9.25
资产负债率	27.52%
息率	

相关研究报告:

《国信证券-国脉科技年报点评: 快速成长可期
短期估值充分》 2009 年 3 月 23 日

分析师: 严平

电话: 021-68865025

E-mail: yanping@guosen.com.cn

实习生: 程锋

电话: 021-68864599

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

业绩稳步增长, 快速成长可期

●1Q09 收入增长 27.4%, 净利润增长 6.9%, 符合预期, EPS0.11 元

2009 年 1 季度, 公司实现主营业务收入 1.49 亿元, 同比增长 27.4%, 实现净利润 3032 万元, 同比增长 6.9%, 每股收益 0.11 元, 业绩符合预期。毛利率的下降和费用率的上升是利润增速低于收入增速的主要原因。

●毛利率下降, 费用率上升抑制利润增长

2009 年 1 季度公司毛利率为 50.3%, 同比下降 7.7 个百分点。费用率为 24.7%, 同比上升 3.6 个百分点。二者叠加, 使利润增速低于收入增长。费用率的上升, 主要原因是本期营业成本增加及规模扩张、人员增加所引起的期间费用增加所致。

●专注电信外包服务, 新增市场空间广阔

公司专注于电信外包服务业务。目前, 运营商正在加强成本控制, 而将越来越多的非核心业务予以外包, 以集中精力于市场运营和 3G 建设, 从而扩大了电信服务外包市场的需求空间, 电信服务外包行业景气度不断上升。公司正逐步抓住 3G 建设和通信网络 IP 化的机遇, 以系统集成业务为切入点, 在为运营商提供电信设备系统集成服务的基础上, 逐步进入原由电信设备厂商控制的电信网络高端设备的运行维护服务领域。公司在季报中对上半年的利润作了预测: 预计增长 10-30%。

●短期估值充分, 维持“谨慎推荐”的投资评级

我们对公司 09、10 年的盈利预测是收入 7.04 亿元 (增长 36%)、9.15 亿元 (增长 30%), 净利润 1.13 亿元 (增长 45%)、1.49 亿元 (增长 32%), EPS0.42 元、0.56 元。目前股价 (15.58 元) 对应 09、10 年的动态 PE 分别是 36.9 倍、28.0 倍。通信运营商运维服务外包趋势明确, 该子行业处于成长初期, 公司主营业务符合行业趋势, 未来三年有望保持收入快速增长的态势。综合各因素, 我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

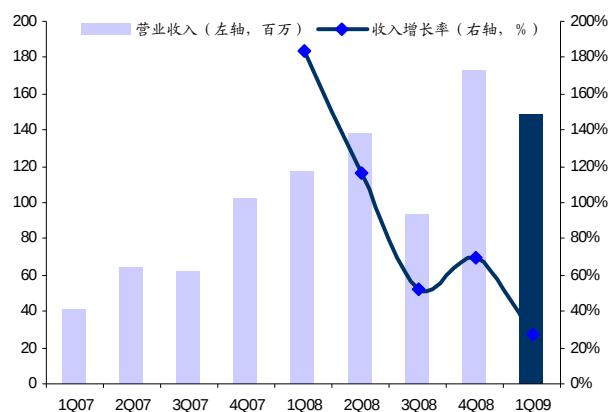
盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	286.49	516.45	704.30	914.55	1160.93
(+/-%)	41.72%	80.27%	36.37%	29.85%	26.94%
净利润(百万元)	56.89	77.48	112.63	148.76	189.02
(+/-%)	80.01%	36.19%	45.38%	32.07%	27.06%
每股收益 (元)	0.43	0.29	0.42	0.56	0.71
EBIT Margin	15.55%	17.40%	18.49%	19.04%	18.99%
净资产收益率 (ROE)	15.49%	18.47%	22.61%	25.00%	26.68%
市盈率 (PE)	36.56	53.69	36.93	27.96	22.01
EV/EBITDA	87.30	41.92	31.60	23.44	18.65
市净率 (PB)	5.54	9.92	8.35	6.99	5.87

1Q09 收入增长 27.4%，净利润增长 6.9%

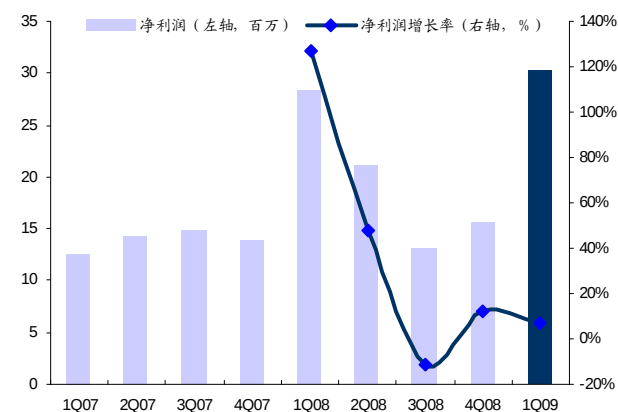
2009 年 1 季度，公司实现主营业务收入 1.49 亿元，同比增长 27.4%，实现净利润 3032 万元，同比增长 6.9%，每股收益 0.11 元，业绩符合预期。报告期内，公司业务规模不断扩大，各项业务稳定发展、两类主业——电信网络技术服务和电信网络集成实现快速增长。

图 1: 1Q09 年实现主营收入 1.49 亿，增长 27.4%



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: 1Q09 净利润为 3032 万元，增长 6.9%

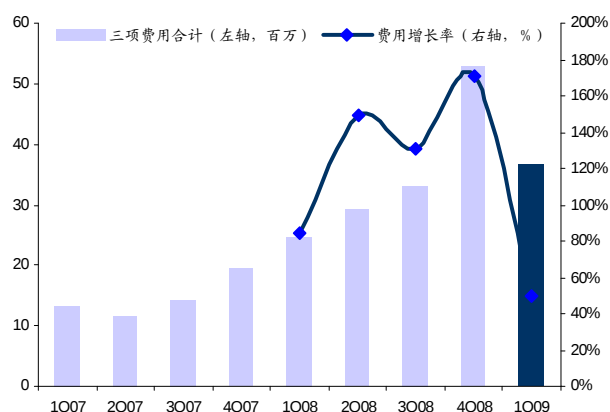


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

毛利率下降、费用率上升： 2009 年 1 季度公司毛利率为 50.3%，同比下降 7.7 个百分点，但仍处于较高水平。费用率为 24.7%，同比上升 3.6 个百分点。二者叠加，使利润增速低于收入增长。

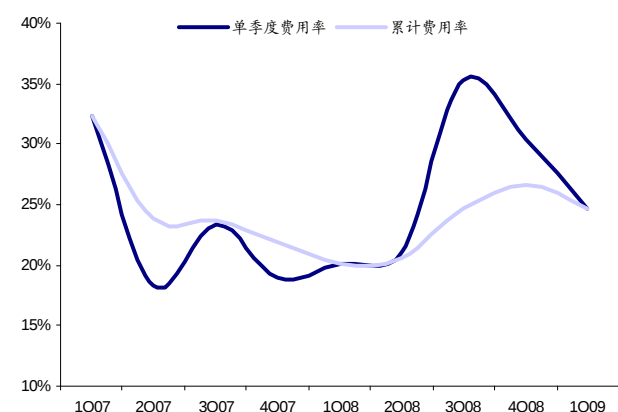
其中，销售费用率为 6.3%，同比上升 0.5 个百分点；财务费用率为 0.8%，同比上升 1.6 个百分点；管理费用率为 17.6%，同比上升 1.6 个百分点。费用率的上升，主要原因是本期营业成本增加及规模扩张、人员增加所引起的期间费用增加。

图 3: 1Q09 三项费用合计 3672 万元，同比增长 49.5%



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4: 1Q09 费用率为 24.7%，同比上升 3.6%



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

1Q09 毛利率下降 7.7%，费用率上升 3.6%

表 1: 1Q09 业绩稳定增长，收入增长 27.4%，净利润增长 6.9%，毛利率下降 7.7%，费用率上升 3.6%

单位: 百万元	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008	1Q2009	1Q09V1Q08
主营业务收入	116.9	137.7	93.7	173.4	516.5	148.9	27.4%
主营业务成本	49.1	72.4	45.4	93.7	258.6	74.1	50.7%
毛利率 (%)	58.0%	47.5%	51.5%	46.0%	49.9%	50.3%	-7.7%
营业税金及附加	2.5	2.8	2.6	4.5	12.4	2.6	4.0%
费用	24.6	29.1	33.1	52.8	137.4	36.7	49.5%
费用率 (%)	21.0%	21.1%	35.3%	30.4%	26.6%	24.7%	3.6%
销售费用	6.8	8.8	8.1	10.6	34.2	9.3	37.4%
销售费用率 (%)	5.8%	6.4%	8.6%	6.1%	6.6%	6.3%	0.5%
管理费用	18.7	17.5	23.2	39.7	97.1	26.2	39.7%
管理费用率 (%)	16.0%	12.7%	24.8%	22.9%	18.8%	17.6%	1.6%
财务费用	-0.9	2.8	1.8	2.4	6.1	1.2	-230.4%
财务费用率 (%)	-0.8%	2.0%	1.9%	1.4%	1.2%	0.8%	1.6%
资产减值损失	2.6	2.2	-3.3	0.9	1.7	1.2	-53.6%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%
营业利润	38.2	31.2	15.8	21.0	105.8	34.4	-10.0%
营业利润率 (%)	32.7%	22.7%	16.9%	12.1%	20.5%	23.1%	-9.6%
营业外收入	1.6	0.8	0.0	0.2	2.4	2.3	44.6%
营业外支出	0.0	1.0	0.0	0.2	1.2	0.0	57.8%
利润总额	39.8	31.0	15.8	21.0	107.0	36.7	-7.8%
税前利润率 (%)	34.0%	22.5%	16.9%	12.1%	20.7%	24.6%	-9.4%
所得税	6.2	4.3	1.9	1.4	13.7	5.6	-9.3%
有效税率 (%)	15.5%	13.7%	11.7%	6.7%	12.8%	15.3%	-0.2%
净利润	33.6	26.8	14.0	19.6	93.3	31.1	-7.6%
归属于母公司净利润	28.4	21.1	13.2	15.6	77.5	30.3	6.9%
少数股东损益	5.3	5.7	0.8	4.0	15.8	0.8	-85.6%
净利润率 (%)	24.3%	15.3%	14.0%	9.0%	15.0%	20.4%	-3.9%
每股收益 (元)	0.210	-0.028	0.049	0.059	0.290	0.114	NA

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

未来展望: 电信外包服务市场空间广阔

公司专注于电信外包服务业务。目前, 运营商正在加强成本控制, 而将越来越多的非核心业务予以外包, 以集中精力于市场运营和 3G 建设, 从而扩大了电信服务外包市场的需求空间, 电信服务外包市场将保持持续快速增长态势。公司正逐步抓住 3G 建设和通信网络 IP 化的机遇, 以系统集成业务为切入点, 在为运营商提供电信设备系统集成服务的基础上, 逐步进入原由电信设备厂商控制的电信网络高端设备的运行维护服务领域。

公司在季报中对上半年的利润作了预测: 预计增长 10-30%。

短期估值充分，维持“谨慎推荐”评级

我们对公司 09、10 年的盈利预测是收入 7.04 亿元（增长 36%）、9.15 亿元（增长 30%），净利润 1.13 亿元（增长 45%）、1.49 亿元（增长 32%），EPS0.42 元、0.56 元。目前股价（15.58 元）对应 09、10 年的动态 PE 分别是 36.9 倍、28.0 倍。通信运营商运维服务外包趋势明确，该子行业处于成长初期，公司主营业务符合行业趋势，未来三年有望保持收入快速增长的态势。综合各因素，我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	201	315	410	520	营业收入	516	704	915	1161
应收款项	90	127	165	209	营业成本	283	389	521	686
存货净额	127	89	118	156	营业税金及附加	12	17	22	28
其他流动资产	48	28	15	19	销售费用	34	39	42	41
流动资产合计	465	559	707	903	管理费用	97	129	156	186
固定资产	147	240	303	358	财务费用	6	9	14	16
无形资产及其他	9	9	9	9	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	154	154	154	154	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	25	34	44	56
资产总计	776	962	1173	1424	营业利润	106	154	204	259
短期借款及交易性金融负债	119	249	301	360	营业外净收支	1	1	2	2
应付款项	26	42	56	73	利润总额	107	156	205	261
其他流动负债	134	74	95	121	所得税费用	14	20	26	33
流动负债合计	279	365	452	554	少数股东损益	16	23	30	39
长期借款及应付债券	12	12	12	12	归属于母公司净利润	77	113	149	189
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	13	13	13	13	现金流量表 (百万元)				
负债合计	292	378	465	568		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	64	85	113	148	净利润	77	113	149	189
股东权益	419	498	595	708	资产减值准备	0	(2)	0	0
负债和股东权益总计	776	962	1173	1424	折旧摊销	12	10	17	23
					公允价值变动损失	2	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	6	9	14	16
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(53)	(25)	(19)	(43)
每股收益	0.29	0.42	0.56	0.71	其它	11	23	28	35
每股红利	0.09	0.13	0.20	0.28	经营活动现金流	50	118	174	204
每股净资产	1.57	1.87	2.23	2.65	资本开支	(54)	(100)	(80)	(77)
ROIC	14%	15%	16%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	23%	25%	27%	投资活动现金流	(54)	(100)	(80)	(77)
毛利率	50%	50%	48%	46%	权益性融资	14	0	0	0
EBIT Margin	22%	23%	24%	24%	负债净变化	12	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(24)	(34)	(52)	(76)
收入增长	92%	36%	30%	27%	其它融资现金流	35	131	52	59
净利润增长率	40%	45%	32%	27%	融资活动现金流	24	97	0	(17)
资产负债率	46%	48%	49%	50%	现金净变动	21	115	94	110
息率	0.6%	0.8%	1.3%	1.8%	货币资金的期初余额	180	201	315	410
P/E	53.7	36.9	28.0	22.0	货币资金的期末余额	201	315	410	520
P/B	9.9	8.3	7.0	5.9	企业自由现金流	17	27	107	143
EV/EBITDA	35.1	26.2	19.7	15.8	权益自由现金流	64	150	148	188

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021-68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄 飙	0755-82133476	陈 林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈 煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌 晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严 平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张 如	021-68866233	李 然		邱 波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮 敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张 旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨 涛	0755-82133339	戴 军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑 毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞 博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦 戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝 彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘 塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		