

# 收入增速放缓，期待 3G 网络铺设进程加快

国脉科技 (002093) 评级: 中性 (首次)

股价: 15.53 元

目标价位: 15.60 元

跟踪报告

2009 年 8 月 13 日 星期四

## TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 15.60

升值潜力 (%) 0.5%

目标价确定日期: 09.08.14

## 重要数据

总股本(亿股) 2.67

流通股本(亿股) 0.73

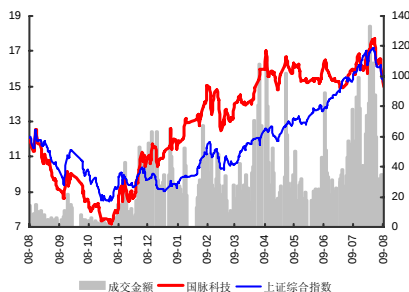
总市值(亿元) 41.47

流通市值(亿元) 11.41

## 市场表现

|      | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|------|----------|----------|
| 1 个月 | -9.19    | -2.84    |
| 3 个月 | -2.21    | -27.99   |
| 6 个月 | 7.03     | -46.87   |

个股相对上证综指走势图



相关报告:

## 投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 3.22 亿元，同比增长 24.1%；营业利润 6,568 万元，同比减少 6.5%；归属母公司所有者的净利润 5,666 万元，同比增加 12.8%；每股收益 0.21 元。其中二季度实现营业收入 1.73 亿元，同比增长 26%；归属母公司所有者的净利润 2,634 万元，同比增加 24.9%，每股收益 0.10 元。公司预计 09 年 1-9 月净利润同比增长幅度为 10%-30%。
- 网络技术服务收入增速放缓。公司网络集成收入未能延续增长势头，上半年同比仅增长 9.2%，主要原因是公司降低自有网络集成产品收入所致；技术服务收入 1.65 亿元，同比增长 42.8%，增速较去年全年 97.5% 的增速有所放缓，我们分析主要是由于运营商 3G 网络覆盖未全部完成，未进入维护阶段所致，我们预计这一状况有望在年底逐步改善。
- 外购服务导致毛利率同比下滑。上半年公司综合毛利率 46.3%，同比下降 6.1 个百分点。网络集成毛利率 15.8%，同比下降 5.1 个百分点，主要是公司自有集成产品收入占比下降，代理产品比重上升所致；技术服务毛利率 75.1%，同比下降 16.2 个百分点，主要原因是公司为快速进入重点市场，在人员紧张的情况下采用了外购部分服务的策略，因此成本上升。
- 期间费用率同比上升 2 个百分点。研发费用约占管理费用的 50%，公司研发投入加大导致管理费用率同比上升 3.1 个百分点至 16.7%。财务费用率

## 主要财务指标

|             | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入 (百万元)  | 269.0 | 516.5 | 648.6 | 880.9 | 1,159.6 |
| 营业收入增长率 (%) | 33.0% | 92.0% | 25.6% | 35.8% | 31.6%   |
| 营业利润 (百万元)  | 60.6  | 105.8 | 130.4 | 194.0 | 266.4   |
| 营业利润增长率 (%) | 34.2% | 74.5% | 23.3% | 48.8% | 37.3%   |
| 净利润 (百万元)   | 55.5  | 77.5  | 105.4 | 155.8 | 213.2   |
| 净利润增长率 (%)  | 75.6% | 39.6% | 36.0% | 47.8% | 36.8%   |
| 营业利润率 (%)   | 22.5% | 20.5% | 20.1% | 22.0% | 23.0%   |
| 每股收益 (元)    | 0.208 | 0.290 | 0.395 | 0.584 | 0.798   |
| 每股净资产 (元)   | 1.34  | 1.57  | 1.97  | 2.55  | 3.35    |
| PE (X)      | 74.7  | 53.5  | 39.3  | 26.6  | 19.5    |
| PB (X)      | 11.6  | 9.9   | 7.9   | 6.1   | 4.6     |
| ROE (%)     | 15.5% | 18.5% | 20.1% | 22.9% | 23.9%   |

0.9%，同比上升 0.2 个百分点，主要是由于公司汇兑收益减少所致。

- **网络运营维护行业前景广阔。**预计到今年年底，中国移动、中国电信、中国联通将分别在 238 个城市、334 个城市、500 个城市开通 3G 业务，届时运营商的工作重点将转移至市场营销方面，减少自身对网络维护的工作量，外包服务比例将继续扩大。在 3G 覆盖重点的华东地区，公司具有灵活、高品质的第三方服务特点，有望抢占前期市场份额，为今后的发展奠定基础。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.39 元、0.58 元、0.80 元，对应动态市盈率分别为 39x、27x、20x，估值水平合理，我们首次给予公司“中性”的投资评级。

表 1. 国脉科技半年度业绩对比（08 年数据未经最新报表调整）

| 百万元           | 1-2Q2009 | 1-2Q2008 | YoY     | 2Q2009 | 2Q2008 | YoY     | 1Q2009 | QoQ     |
|---------------|----------|----------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入          | 322.43   | 249.43   | 29.3%   | 173.50 | 137.69 | 26.0%   | 148.94 | 16.5%   |
| 增长率           | 29.3%    | 137.5%   | -108.2% | 26.0%  | 115.9% | -89.9%  | 33.3%  | -7.3%   |
| 毛利率           | 46.4%    | 52.1%    | -5.7%   | 43.1%  | 47.4%  | -4.4%   | 50.3%  | -7.2%   |
| 营业成本          | 172.85   | 119.54   | 44.6%   | 98.79  | 72.35  | 36.5%   | 74.06  | 33.4%   |
| 营业税金及附加       | 5.86     | 5.31     | 10.3%   | 3.28   | 2.83   | 15.9%   | 2.57   | 27.5%   |
| 期间费用率         | 22.7%    | 20.7%    | 2.0%    | 21.0%  | 21.1%  | -0.1%   | 24.7%  | -3.6%   |
| 销售费用          | 16.43    | 15.56    | 5.6%    | 7.11   | 8.77   | -19.0%  | 9.32   | -23.8%  |
| 销售费用率         | 5.1%     | 6.2%     | -1.1%   | 4.1%   | 6.4%   | -2.3%   | 6.3%   | -2.2%   |
| 管理费用          | 54.00    | 34.12    | 58.3%   | 27.84  | 17.51  | 59.0%   | 26.16  | 6.4%    |
| 管理费用率         | 16.7%    | 13.7%    | 3.1%    | 16.0%  | 12.7%  | 3.3%    | 17.6%  | -1.5%   |
| 财务费用          | 2.76     | 1.87     | 47.3%   | 1.52   | 2.78   | -45.2%  | 1.23   | 23.5%   |
| 财务费用率         | 0.9%     | 0.7%     | 0.1%    | 0.9%   | 2.0%   | -1.1%   | 0.8%   | 0.0%    |
| 资产减值损失        | 4.85     | 4.14     | 17.2%   | 3.67   | 2.21   | 66.2%   | 1.18   | 209.7%  |
| 公允价值变动净收益     | 0.00     | 0.00     | NA      | 0.00   | 0.00   | NA      | 0.00   | NA      |
| 投资净收益         | 0.00     | 0.03     | -100.0% | 0.00   | 0.00   | NA      | 0.00   | NA      |
| 营业利润          | 65.69    | 68.93    | -4.7%   | 31.29  | 31.23  | 0.2%    | 34.40  | -9.0%   |
| 增长率           | -4.7%    | 135.2%   | -139.9% | 0.2%   | 113.0% | -112.8% | -8.7%  | 8.9%    |
| 营业利润率         | 20.4%    | 27.6%    | -7.3%   | 18.0%  | 22.7%  | -4.7%   | 23.1%  | -5.1%   |
| 加：营业外收入       | 3.62     | 2.23     | 62.7%   | 1.32   | 0.84   | 57.5%   | 2.30   | -42.5%  |
| 减：营业外支出       | 0.12     | 1.03     | -88.2%  | 0.12   | 1.03   | -88.6%  | 0.00   | 2446.6% |
| 利润总额          | 69.19    | 70.12    | -1.3%   | 32.49  | 31.04  | 4.7%    | 36.69  | -11.4%  |
| 减：所得税         | 7.80     | 10.45    | -25.3%  | 2.19   | 4.26   | -48.6%  | 5.61   | -61.0%  |
| 实际所得税率        | 11.3%    | 14.9%    | -3.6%   | 6.7%   | 13.7%  | -7.0%   | 15.3%  | -8.6%   |
| 净利润           | 61.38    | 59.67    | 2.9%    | 30.30  | 26.78  | 13.1%   | 31.08  | -2.5%   |
| 减：少数股东损益      | 4.72     | 10.97    | -56.9%  | 3.96   | 5.70   | -30.4%  | 0.76   | 422.4%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 56.66    | 48.71    | 16.3%   | 26.34  | 21.09  | 24.9%   | 30.32  | -13.1%  |
| 增长率           | 16.3%    | 81.9%    | -65.5%  | 24.9%  | 47.4%  | -22.5%  | 9.8%   | 15.1%   |
| 净利润率          | 17.6%    | 19.5%    | -2.0%   | 15.2%  | 15.3%  | -0.1%   | 20.4%  | -5.2%   |
| 每股收益（元）       | 0.21     | 0.18     | 16.3%   | 0.10   | 0.08   | 24.9%   | 0.11   | -13.1%  |

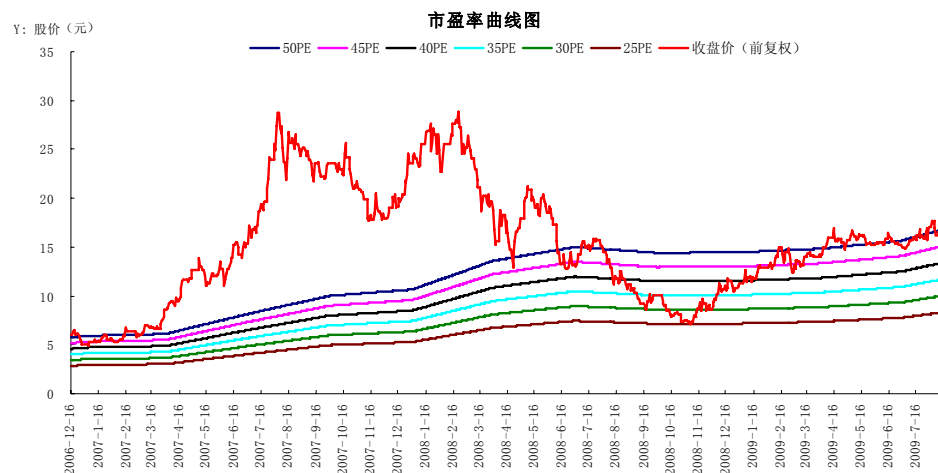
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 2. 国脉科技盈利预测

| 单位: 百万元       | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E   | 08vs07  | 09vs08  | 10vs09 | 11vs10 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入          | 202.1 | 269.0 | 516.5 | 648.6 | 880.9 | 1,159.6 | 92.0%   | 25.6%   | 35.8%  | 31.6%  |
| 增长率           | 8.1%  | 33.0% | 92.0% | 25.6% | 35.8% | 31.6%   | 59.0%   | -66.4%  | 10.2%  | -4.2%  |
| 电信网络集成        | 112.7 | 143.0 | 235.1 | 262.1 | 334.8 | 401.7   | 64.4%   | 11.5%   | 27.7%  | 20.0%  |
| 电信网络技术服务      | 87.3  | 141.2 | 278.8 | 386.5 | 546.1 | 757.9   | 97.5%   | 38.6%   | 41.3%  | 38.8%  |
| 综合毛利率         | 42.8% | 46.0% | 49.9% | 50.7% | 52.2% | 52.9%   | 4.0%    | 0.8%    | 1.5%   | 0.7%   |
| 营业成本          | 115.5 | 145.3 | 258.6 | 319.6 | 421.1 | 546.1   | 77.9%   | 23.6%   | 31.8%  | 29.7%  |
| 营业税金及附加       | 4.6   | 7.2   | 12.4  | 16.2  | 22.0  | 29.0    | 71.9%   | 30.8%   | 35.8%  | 31.6%  |
| 期间费用率         | 19.3% | 21.9% | 26.6% | 27.9% | 27.5% | 27.3%   | 4.7%    | 1.3%    | -0.4%  | -0.2%  |
| 销售费用          | 10.4  | 7.3   | 34.2  | 42.2  | 57.3  | 75.4    | 368.0%  | 23.2%   | 35.8%  | 31.6%  |
| 销售费用率         | 5.1%  | 2.7%  | 6.6%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%    | 3.9%    | -0.1%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 管理费用          | 28.8  | 53.4  | 97.1  | 130.4 | 174.4 | 228.4   | 81.7%   | 34.3%   | 33.8%  | 31.0%  |
| 管理费用率         | 14.2% | 19.9% | 18.8% | 20.1% | 19.8% | 19.7%   | -1.1%   | 1.3%    | -0.3%  | -0.1%  |
| 财务费用          | (0.2) | (1.9) | 6.1   | 8.4   | 10.6  | 12.8    | -411.6% | 38.9%   | 25.4%  | 20.7%  |
| 财务费用率         | -0.1% | -0.7% | 1.2%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.1%    | 1.9%    | 0.1%    | -0.1%  | -0.1%  |
| 资产减值损失        | (0.0) | 1.4   | 1.7   | 1.5   | 1.5   | 1.5     | 23.7%   | -13.0%  | 0.0%   | 0.0%   |
| 公允价值变动净收益     | 0.6   | 0.6   | (0.6) | 0.0   | 0.0   | 0.0     | -196.0% | -100.0% | NA     | NA     |
| 投资净收益         | 1.5   | 3.7   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | -99.3%  | -100.0% | NA     | NA     |
| 营业利润          | 45.2  | 60.6  | 105.8 | 130.4 | 194.0 | 266.4   | 74.5%   | 23.3%   | 48.8%  | 37.3%  |
| 增长率           | 18.2% | 34.2% | 74.5% | 23.3% | 48.8% | 37.3%   | 40.2%   | -51.2%  | 25.6%  | -11.5% |
| 营业利润率         | 22.3% | 22.5% | 20.5% | 20.1% | 22.0% | 23.0%   | -2.1%   | -0.4%   | 1.9%   | 1.0%   |
| 加: 营业外收入      | 0.2   | 5.4   | 2.4   | 3.8   | 3.8   | 3.8     | -55.1%  | 56.2%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 减: 营业外支出      | 0.0   | 0.6   | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.1     | 115.5%  | -10.3%  | 0.0%   | 0.0%   |
| 利润总额          | 45.3  | 65.5  | 107.0 | 133.1 | 196.7 | 269.1   | 63.4%   | 24.4%   | 47.8%  | 36.8%  |
| 减: 所得税        | 8.0   | 4.3   | 13.7  | 16.0  | 23.6  | 32.3    | 215.0%  | 16.5%   | 47.8%  | 36.8%  |
| 实际所得税率        | 17.6% | 6.6%  | 12.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0%   | 6.2%    | -0.8%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 净利润           | 37.3  | 61.1  | 93.3  | 117.1 | 173.1 | 236.9   | 52.6%   | 25.5%   | 47.8%  | 36.8%  |
| 减: 少数股东损益     | 5.7   | 5.6   | 15.8  | 11.7  | 17.3  | 23.7    | 180.2%  | -25.9%  | 47.8%  | 36.8%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 31.6  | 55.5  | 77.5  | 105.4 | 155.8 | 213.2   | 39.6%   | 36.0%   | 47.8%  | 36.8%  |
| 增长率           | 22.5% | 75.6% | 39.6% | 36.0% | 47.8% | 36.8%   | -36.0%  | -3.6%   | 11.8%  | -11.0% |
| 净利润率          | 15.6% | 20.6% | 15.0% | 16.2% | 17.7% | 18.4%   | -5.6%   | 1.2%    | 1.4%   | 0.7%   |
| 每股收益(元)       | 0.12  | 0.21  | 0.29  | 0.39  | 0.58  | 0.80    | 39.6%   | 36.0%   | 47.8%  | 36.8%  |

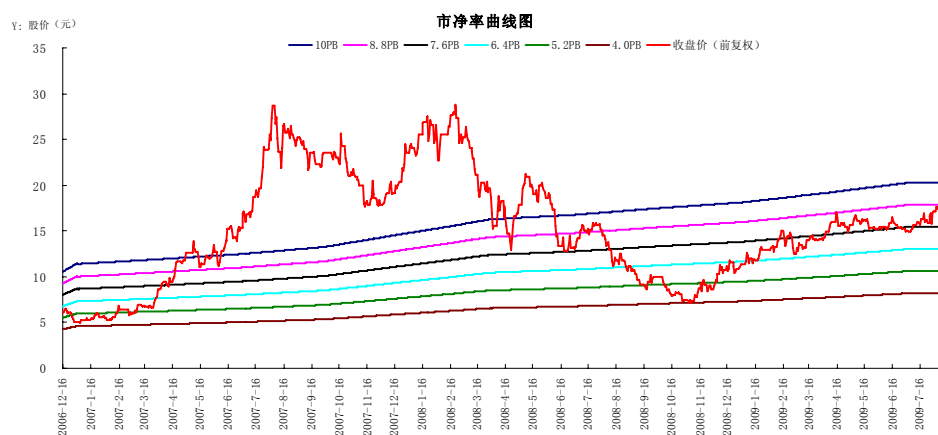
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 国脉科技 PE 曲线



资料来源：东海证券研究所

图2. 国脉科技 PB 曲线



资料来源：东海证券研究所

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级研究员, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业研究员; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122