

上市公司调研报告

受益电信运维行业的大发展机遇

国脉科技（002093）

外延式增长有望加快

做大做强，迅速占领市场是公司的首要目标。公司将从内生式增长和外延式增长两方面入手。外延式增长将成为公司未来发展的重中之重。我们判断，与公司主营业务相关的电信服务企业均有可能成为公司的投资标的。

海峡学院：人才复用 提高资源利用效率

投资海峡学院是公司重大战略举措之一，公司计划将海峡学院建设成为公司人才的培训基地。短期来看，海峡学院是公司人才的培训基地，实现了公司和学校的优势互补；长期来看，教育、培训有望成为公司的利润增长点。

通信行业变革期带来发展机遇

三大电信运营商竞争的加剧和 3G 网络的大规模建设给电信运维行业带来发展机遇，加之通信网络 IP 化、宽带化的发展趋势，我国电信运维行业已经迎来了大发展时期。公司作为从事高端运维业务的上市公司，无论从技术实力上还是资金上都具备较大优势，在电信运维市场大发展的背景下，公司业务有望取得快速发展，且增速有望超过行业平均水平。

公司核心竞争力

包括：在高端电信服务市场具备较强竞争力；优异的服务性价比；服务全链条；综合服务能力强；与 Juniper 的强强联手；长期发展可持续；发展战略具备前瞻性。

盈利预测及投资建议

自 06 年上市后，公司业务发展迅猛，市场份额不断提升，达到 1.8%，仍有很大的上升空间。近年来，公司订单一直较为旺盛，虽然上半年公司利润仅增长了 12.8%，但我们认为，下半年公司业务将继续保持快速增长，加之去年下半年利润基数偏低（奥运期间部分项目停工），故 09 年业绩的高增长确定性强。

我们预测，公司 09-11 年 EPS 分别为 0.46 元、0.64 元、0.82 元，3 年业绩复合增长率高达 41.6%。考虑到公司的竞争实力和高成长性，我们给予公司一定的估值溢价，按 09 年 35 倍、10 年 25 倍 PE 估值，目标价 16.10 元，上调评级至增持。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	516.45	704.40	905.09	1,094.69
主营收入增长率	80.27%	36.39%	28.49%	20.95%
归属于母公司的				
净利润（百万）	77.48	122.83	171.89	220.09
净利润增长率	36.19%	58.53%	39.94%	28.04%
EPS（元）	0.290	0.460	0.644	0.824
P/E	47.14	29.74	21.25	16.60

上调

增持

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

10-85130981

高辉

gaohui@csc.com.cn

10-85130782

当前股价：13.68 元

目标价格 6 个月：16.10 元

调研日期：2009 年 08 月 19 日

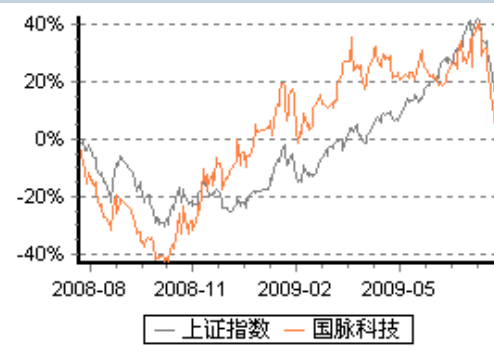
分析日期：2009 年 09 月 7 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-15.7/-3.5	-11.1/-25.1	15.6/-7.5
12 月最高/最低价（元）		18.16/7.03
总股本（万股）		26,700
流通 A 股（万股）		8,182
总市值（亿元）		36.31
流通市值（亿元）		11.13
近 3 月日均成交量（万）		276
主要股东		
陈国鹰		29.24%

股价表现



公司基本情况

公司于 2000 年 12 月在福建省成立，2006 年成功登陆 A 股，是国内领先的专业第三方电信服务商（第一方：运用商、第二方：设备制造商、第三方：独立电信服务商），在高端电信服务市场上的技术实力位居前列，主营业务包括电信网络集成、电信网络技术服务等。主要客户为三大电信运营商，其中中国电信和中国移动的份额略多。

图 1：股权划转后的股权结构

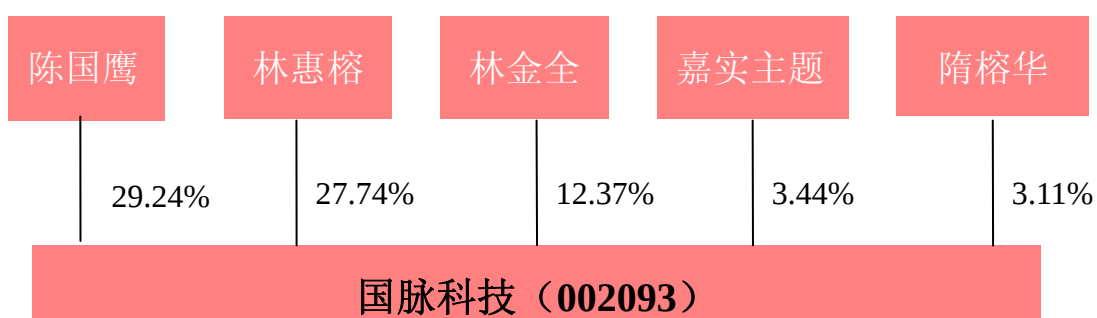
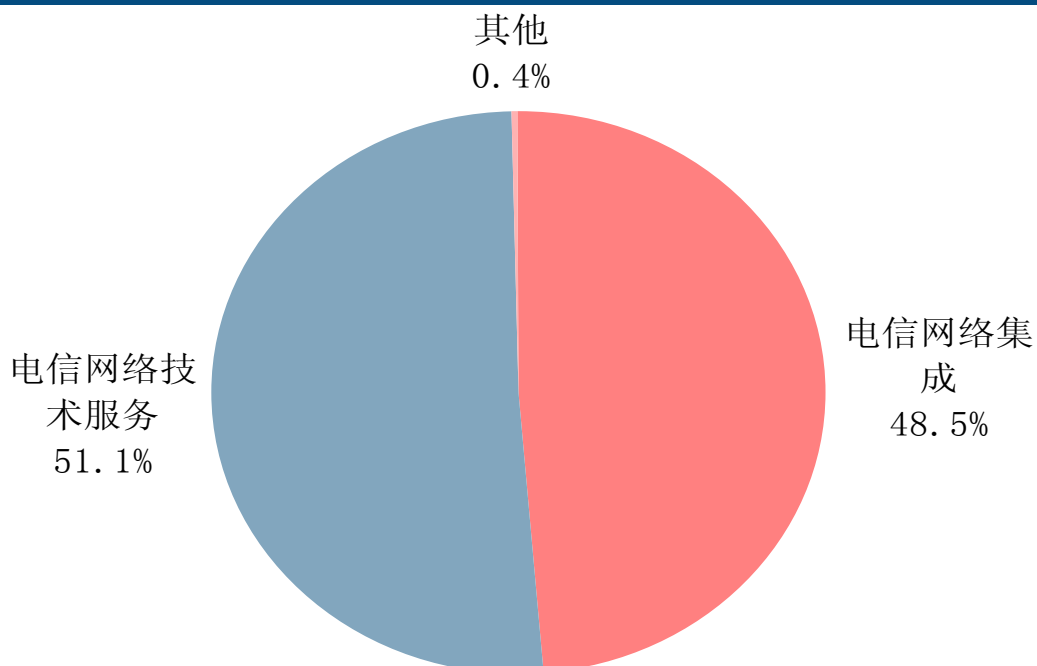


图 2：09 上半年主营收入占比情况



资料来源：中信建投研发部

公司主营业务

电信网络集成业务 下半年情况将优于上半年

09 上半年实现收入 1.56 亿元，同比增长 9.21%，毛利率 15.82%，较去年同期的 20.92% 的毛利率，下降了 5.1%。就上半年情况来看，收入增速放缓和毛利率的下滑具有一定偶然性（受 08 年设备价格下降及电信网络集成项目完成情况等因素影响）。进入下半年，估计电信网络集成业务的收入增速有望上升。

长期来看，公司将进一步加强与国际知名设备商 Juniper 的合作，虽然目前 Juniper 在我国的市场份额较小（约为思科在中国市场份额的 1/10 左右），但市场份额呈上升态势。该业务虽然毛利率偏低，利润贡献有限，但对公司而言，其仍具备较大的战略意义（通过该业务能获得较多的电信网络技术服务业务订单，并实现全国业务拓展的战略目标）。

电信网络技术服务业务 仍将维持高增长态势

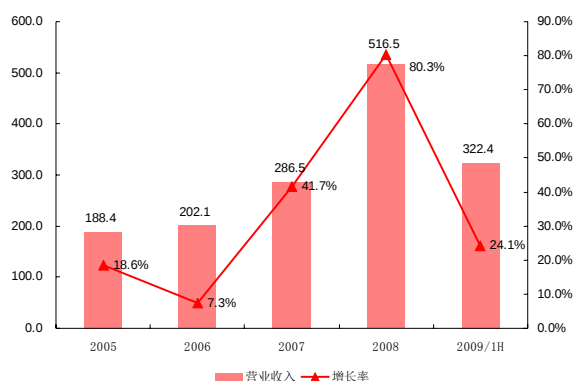
09 上半年实现收入 1.65 亿元，同比增长 42.77%，毛利率 75.12%，较去年同期的 91.31% 的毛利率，下降了 16.19%。上半年毛利率大幅下降的主要原因：由于人力资源储备短期内无法满足业务扩展需求，公司采用了外购服务的策略，从而引起成本上升。进入下半年，人力资源短缺的局面可能有所缓解（中长期来看，海峡学院将能进一步缓解人员短缺问题），毛利率也有望较上半年企稳甚至回升，但很难再维持 08 年的高水平（业务扩展迅猛，毛利率有所下降）。

长期来看，随着 3G 网络建设的全面铺开，大量新增设备意味着巨大的后续电信运维需求，公司有望凭借其领先的技术实力和优秀的服务团队抢占较大的新增市场份额。

图 3：国脉科技历年营业收入情况

单位：百万元

图 4：国脉科技历年综合毛利率情况



资料来源：公司公告、中信建投研发部

整体来看，随着业务规模的不断扩大，公司电信网络技术服务业务毛利率将有所下降，但由于业务结构的变化仍会使综合毛利率不断提升（高毛利率业务增速快于低毛利率业务），加之规模效益将导致期间费用率随之下降，公司盈利能力仍有望继续增强。

省外业务拓展成效显著

公司凭借其强大的技术实力和高质量的服务，顺利完成全国市场的布局，特别在上市以后，福建省业务收入占比已经由 05 年的 64.5% 下降至 08 年的 25%，预计 09 年比例有望下降到 20%。其业务拓展方式包括：1、通过代理 Juniper 设备，争取更多的系统集成和后续运维订单；2、收购当地企业，发展当地业务，如并购黑龙江国脉通信规划设计公司；3、通过从三大运营商总部获得获得订单(包括不同省份)。

从目前的情况来看，公司业务拓展已经取得显著成效，而且发展趋势十分明确。但也存在一些问题，如通过代理 Juniper 设备获得的省外订单比重较大，使投资者对公司自身的省外拓展能力产生了疑虑。我们则认为，随着运维市场规模的扩大和公司运维队伍实力的壮大，公司通过自身实力获得的电信服务外包业务比重将不断上升。

人员大幅扩张 有利于长期业务发展

近年来，公司业务扩展十分迅猛，从 03 年营业收入 1.32 亿元，上升至 08 年 5.16 亿元，增长了 2.9 倍。随着我国电信网络服务市场规模的不断扩大和公司业务的快速发展，现有人员已经无法满足业务需求，进入 09 年，公司人员进行了又一次扩充，从 08 年年底的 1530 人，增加至目前的 1800 多人。人员扩充主要集中在以下几方面：1、常规电信运维队伍的扩充；2、高端电信运维团队的建立；3、国际人才的引进（新进人员多来自爱立信、朗讯等国际知名企业）。

短期来看，人员的大幅增长致使劳动力成本增长较快，但长期来看，人员的大幅扩充与公司业务的快速发展是相契合的，随着新近人员渐渐融入业务团队，人员扩充带来的经济效益将逐步体现。

另外，公司计划在本省建立专注于核心网络维护等高端业务的电信运维团队，在向其他省份拓展高端运维业务时，做到资源共享，从而降低外省扩张的成本（通过远程业务指导和问题诊断的方式）。

实行过程化管理 向国际大企业看齐

近年来，国际电信行业的不景气致使许多国际知名电信制造商经营陷入困境，公司正是利用这一机遇，大量引进了诸如朗讯、爱立信等著名电信制造商的高级管理和技术人才。国际化人才的引进，也给公司带来了先进的管理方式和理念。公司已经开始按国际化标准对管理流程进行改造，实施过程管理，即管理实现流程化、模块化。新的管理系统将使公司管理变得更加规范和科学，每名员工都将成为业务流程的一部分，即使出现人员更迭，也不会影响业务顺利开展。

我们认为，新进入的国际化人才和管理模式在短期内将压制利润增长（新进人员的薪资水平较高、现有员工对新的管理模式有一个适应过程），但长期来看，国际化的管理模式将有利于公司在业务快速扩张过程中保持经营上的稳健，降低快速扩张带来的经营风险。

外延式增长有望加快

在我国电信网络服务快速发展的背景下，做大做强，迅速占领市场是公司的首要目标。公司将从内生式增长和外延式增长两方面入手。在内生式增长方面，公司通过不断的人员扩充来增强服务实力，提高服务半径，但其带来的增长速度远远无法公司短期内迅速抢占市场份额的目标要求。外延式增长将成为公司未来发展的重中之重，据了解目前的并购业务由公司总裁全权负责，足见公司对并购的重视程度。

我们判断，与公司主营业务相关的电信服务企业均有可能成为公司的投资标的，考虑到公司收购黑龙江国脉通信规划设计公司的成功案例，收购模式有望得到复制。此外，公司也有可能采取收购其他地区运维团队的方式实现外延式增长。

海峡学院：人才复用 提高资源利用效率

2008 年 10 月公司收购福州海峡职业技术学院，并于 09 年 5 月计划追加投资 8000 万元（根据发展状况，未来可能进一步追加投资）。海峡学院成立于 2004 年，是经福建省政府批准、国家教育部备案，具有独立颁发大专文凭的民办全日制普通高校。目前在校生 3000 多人。

投资海峡学院是公司重大战略举措之一，公司计划将海峡学院建设成为公司人才的培训基地。我们认为，投资海峡学院一方面有利于公司后备人员的培养，学生在校期间，就进行与公司业务直接相关的培训，采取“师傅”带徒弟的教授方式，与普通高校的毕业生相比，毕业生到岗后上手更快，性价比也更高；另一方面，有利于教学、科研、业务项目之间的人才和资源复用，增强了员工的归属感，又节约了人力资源成本。另外，海峡学院用地、新增建设也受到当地政府的大力支持。

短期来看，海峡学院是公司人才的培训基地，实现了公司和学校的优势互补（学校资源有一定稀缺性，竞争对手难以复制）；长期来看，教育、培训有望成为公司的利润增长点。

通信行业变革期带来发展机遇

随着 08 年通信行业重组的基本完成和 3G 牌照的发放，我国通信行业进入了一个全新的发展时代。三大电信运营商之间竞争的加剧和 3G 网络的大规模建设也给电信运维行业带来发展机遇，加之通信网络 IP 化、宽带化的发展趋势，我国电信运维行业已经迎来了大发展时期，具备表现在：

1、3G 网络建设

3G 时代的到来，意味着我国通信行业将重新洗牌，三大运营商为抢占先机，均加大了其在网络建设上的投入，我们预计 09 年三大运营商的投资额为 3819 亿元，同比增长 29%。大规模的网络建设投入，必然带来后续电信运维业务的大发展，已经有迹象表明，运营商的运营及支撑成本支出开始快速上升，如中国联通 09 上半年网络运营及支撑成本就达到 101.1 亿元，同比增长 17.0%，是各项支出增长最快的，而且公司明确表示该项支

出未来仍会进一步加大。

2、通信网络 IP 化

随着通信网络技术的不断进步和用户需求的日益多元化，IP 化将成为通信网络发展的重要趋势之一（IP 化可以使运营商推出更多具备竞争力的服务，并开辟新的收入来源）。而 IP 化进程会伴随着更多新设备的投入（对国脉科技而已，意味着更多的系统集成订单），后续必然产生大量的运维服务需求。

3、通信网络宽带化

一方面，WIFI、WIMAX 技术为移动网络带宽的大幅提升提供了可能；另一方面，为满足用户需求，固定网络带宽也不断提高，许多大中城市家庭已经开始将 1M 的宽带升级为 2M，这也必然带来固网系统的扩容（如中国联通就表示将加大该方面的投入）。运营商为满足用户对移动网络和固定网络的带宽需求，必须加大设备投入，也必然产生大量后续的运维服务需求。

4、运维业务向第三方倾斜

随着电信业重组的完成和 3G 时代的到来，三大运营商的竞争明显加剧，运营商需要为用户提供更加丰富的业务品种和服务，通信服务市场规模随之迅速扩大。作为运营商，过去那种所有业务都大包大揽的时代已经一去不复返，要想在激烈的竞争中胜出，运营商必须将精力和资金集中在自己的核心业务和优势业务上，更多的非核心业务将采取外包的经营方式，这也使电信运维外包市场份额进一步扩大（占据原本由运营商自己维护的市场份额）。在电信运维市场上，第二方与第三方各有优势，我们认为，第三方运维企业对设备的了解程度虽然不如设备制造商，但在专业化和多产品运维服务上具备较大优势，而且设备制造商的核心业务仍是通信设备的技术研发和制造，而非运维服务。另外，我国通信设备“七国八制”的现状和第三方在维护和优化时的中立性，也是第三方运维企业的优势之一。而且从全球来看，电信外包服务也是呈快速增长趋势。

5、单一企业的市场份额上升空间巨大

目前我国电信服务市场仍处于成长期，产业链尚未完全形成，各企业的市场份额十分分散（除中通服外，运维企业收入规模均在 10 亿元以下）。具备一定技术和服务优势的企业，可以凭借先发优势，迅速抢占较大的市场份额，单一企业的市场份额上升空间巨大。

公司作为从事高端运维业务的上市公司，无论从技术实力上还是资金上都具备较大优势，我们有理由相信，在电信运维市场大发展的背景下，公司业务有望取得快速发展，且增速有望超过行业平均水平。

公司核心竞争力

1、在高端电信服务市场具备较强竞争力

公司主要提供核心网维护、设计咨询、网络优化等高端电信服务。我国高端电信服务市场有着技术壁垒高，竞争不激烈的特点，正是所谓的“蓝海”业务。公司虽然在整个电信运维市场上的份额较小，但在高端运维市

场上的份额则位居前列，显示出公司具备较强的市场竞争力，也使得公司可以利用行业大发展机遇抢占更多的市场份额。

2、优异的服务性价比

公司具备多家国内外通信厂商的设备维护能力，是国内许多竞争对手所不具备的；而与国外的设备厂商相比，同样的设备维护业务，公司的价格只是国外企业的 1/2 左右。优异的性价比是公司市场份额能够位居高端运维市场前列的主要原因之一，即使未来出现价格战，较大的价格差距也将使立于价格优势地位。

3、服务全链条

公司业务包括系统集成、网络规划、网络设计、网络优化、网络运维等业务，涵盖了电信服务市场的大部分内容。这种全链条服务正是公司优势之所在，也为公司争取更多的订单提供了保障。正由于此，目前公司获得的很多定单为一揽子定单。

4、综合服务能力强

目前，中国电信服务行业仍处于成长期，市场竞争尚不激烈，企业众多而且良莠不齐，像公司这样具备多厂商、多领域、跨平台的综合服务能力的企业比较少，而这种服务一体化、综合化正是未来电信服务市场的主要发展方向。

5、与 Juniper 的强强联手

一方是国内技术领先的电信运维企业，一方是国际知名的设备提供商，强强联手使双方都受益匪浅。公司可以通过代理 Juniper 产品，获得更多的系统集成和后续运维订单，这也是目前公司实现省外业务扩展的主要手段之一。

6、长期发展可持续

电信服务行业的巨大发展潜力和公司强大的技术实力和服务能力，是公司长期可持续发展的有力保障，目前公司不断扩充人员，加大业务投入就是为了通过“跑马圈地”占领市场先机，目前市场份额排名第一的中通服已将公司作为 5 年后的主要竞争对手。

7、发展战略具备前瞻性

近年来，公司不断加大人员与资金的投入，短期利润受到成本上升的压制，但我们认为，公司管理层正是看到我国运维行业的高成长性，进行提前布局，是战略具备前瞻性的最好体现。例如，08 年底收购海峡学院，就显示出管理层独到的和敢于突破的经营理念，为公司长期健康发展打下了坚实基础。

盈利预测及投资建议

根据有关数据统计，08 年我国电信服务市场规模约为 350 亿元左右，并且呈快速增长态势。公司在该市场

上的份额仅为 1.8%左右，占比很小，但在我国高端运维外包市场上，公司无论在技术实力还是在市场份额上都位居前列，是为数不多的具备全面产品线，跨厂商跨平台综合服务能力，并能与国际知名厂商在高端服务市场竞争的运维企业。

自 06 年上市后，公司业务发展和人员扩张速度迅猛，市场份额不断提升，业绩开始步入增长的快车道（04-06 年，收入和净利润 CAGR 为 15.1%和 14.9%；07-08 年，收入和净利润 CAGR 为 59.8%和 56.6%）。在电信运维市场大发展的背景下，公司有望继续保持其高成长性（内生式+外延式）。近年来，公司订单一直较为旺盛，虽然上半年公司利润仅增长了 12.8%，但我们认为，下半年公司业务将继续保持快速增长，加之去年下半年利润基数偏低（奥运期间部分项目停工），故 09 年业绩的高增长确定性强（同比增长 58.5%左右）。我们预测，公司 09-11 年 EPS 分别为 0.46 元、0.64 元、0.82 元，3 年业绩复合增长率高达 41.6%。

考虑到公司的竞争实力和高成长性，我们给予公司一定的估值溢价，按 09 年 35 倍、10 年 25 倍 PE 估值，目标价 16.10 元，上调评级至增持。

风险分析

- 1、市场份额较小，抗风险能力较弱；
- 2、业务和人员扩张速度快，存在过渡扩张的风险；
- 3、省外业务扩张受阻的风险；
- 4、创业板推出后，对公司并购产生负面影响的风险；
- 5、近期 A 股市场大幅震荡，不排除公司股价发生大幅波动的可能。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

戴春荣：通信、传媒行业首席分析师，10 年证券研究经历，TMT 组组长，曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2007 年传媒行业最佳分析师入围。

高 辉：传媒、通信服务行业分析师，工学、金融学复合专业背景，5 年 IT 行业和 2 年证券行业从业经验。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010