

3G 运维启动在即，稳定与超预期提升估值

国脉科技 (002093) 评级: 增持 (上调)

股价: 20.31 元

目标价位: 23.20 元

跟踪报告

2010 年 01 月 13 日 星期三

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信设备

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	23.20
升值潜力 (%)	14%
目标价确定日期:	10.01.13

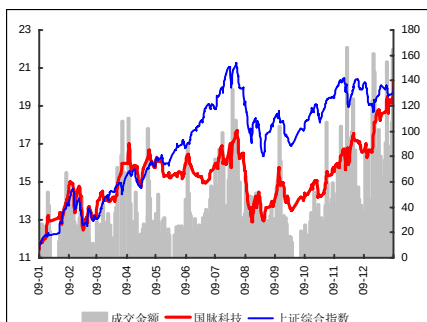
重要数据

总股本(亿股)	2.67
流通股本(亿股)	2.02
总市值(亿元)	54.23
流通市值(亿元)	41.02

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	9.49	11.82
3 个月	43.23	29.84
6 个月	29.62	24.31

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《收入增速放缓，期待 3G 网络铺设进程加快》

09.08.13

投资要点

- 近期我们对国脉科技进行了实地调研，基于调研情况，调高公司评级至“增持”。
- 国脉科技是 A 股唯一的综合性网络维护服务提供商，主要客户包括中国移动、中国电信、中国联通、华信等。公司业务主要包括设备运维服务、咨询设计服务以及网络集成。公司竞争实力在行业内排名前列，拥有的“协维”技术优势是低端“代维”业务无法比拟的，同时独立第三方运维服务提供商的定位为公司争取了更多订单。随着 3G 网络设备逐步投入使用，维护服务市场规模有望加速增长，公司也将面临发展机遇。
- **存量设备市场为公司服务目标。** 2G 网络运维服务市场规模约为 2,000 亿元，而 3G 网络逐步启动，预计整体市场规模将达 3,000 亿元，每年投入使用的网络设备即为公司的业务增量。网络维护业务参差不齐，技术含量低的“代维”服务占据着大量市场，但利润率极低。国脉科技拥有高端“协维”的技术优势，运维服务涵盖了运营商全网络设备，也与设备商形成了“即竞争又合作”的关系。
- **独立性优势体现无疑。** ①设备厂商提供的维护服务，往往存在着报价高的缺点，这样运营商将消耗大量资金，而国脉科技的运维服务报价仅为国际设备厂商的 40%。②国内电信网络由多个不同设备商提供，单一设备厂商的维护服务不会覆盖多个厂商设备，而国脉科技拥有主流设备厂商的技术认证，具有跨品牌设备的技术服务能力。③单一设备厂商的维护服务缺乏公正性，容易造成网络运营不畅，损害运营商利益。
- **订单续签率高、价格稳定。** 公司自有品牌优势明显，上市融资使得公司在资金实力、管理能力上得到了提升，客户认可度进一步提升。公司盈利能力强，营业利润率保持在 20%左右的水平，与设备厂商服务利润率相当，同时业务具有较强的持续性：①目前网络运维服务合同年限一般为 1-3 年，接单时间虽有缩短趋势，但公司订单续签率可达 100%。②运营商续签订单价格并未出现下降情况，基本可以保持稳定，甚至还出现了价格上升的情况。
- **借代理产品实现区域突破。** 公司与 Juniper 签订合作协议，欲借 Juniper 高端路由器实现福建省外区域的运维服务业务突破。Juniper 每年在中国的销售额约为 1 亿美元，可形成 1,000 万美元的运维服务业务，加上 Juniper 在中国原有的 7 亿美元的存量维护市场，若公司可逐步替代部分 Juniper 服务业务，市场空间足以支持公司 10 年以上的快速发展。
- **上调评级至“增持”。** 我们维持公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.39 元、0.58 元、0.80 元的盈利预测，对应动态市盈率分别为 53 倍、35 倍、26 倍。我们认为公司具有独特优势，一方面公司业务的服务属性保证业绩可稳定增长，另一方面，作为“后 3G”投资品种，存在业绩超预期的可能。上调公司评级至“增持”，给予 23.20 元的目标价，对应 2010 年动态市盈率为 40 倍。

表. 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%	27.4%	27.1%	4.7%	1.3%	-0.5%	-0.3%
销售费用	10.4	7.3	34.2	42.2	56.4	73.1	368.0%	23.2%	33.7%	29.6%
销售费用率	5.1%	2.7%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	3.9%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
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	5.2	6.2	6.4	23.7%	200.8%	18.8%	3.4%
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	126.7	190.2	263.9	74.5%	19.8%	50.2%	38.7%
增长率	18.2%	34.2%	74.5%	19.8%	50.2%	38.7%	40.2%	-54.7%	30.4%	-11.5%
营业利润率	22.3%	22.5%	20.5%	19.5%	21.6%	22.8%	-2.1%	-0.9%	2.1%	1.2%
加: 营业外收入	0.2	5.4	2.4	4.0	4.0	4.0	-55.1%	64.4%	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	129.6	193.1	266.8	63.4%	21.1%	49.1%	38.1%
减: 所得税	8.0	4.3	13.7	14.9	22.2	30.7	215.0%	8.8%	49.1%	38.1%
实际所得税率	17.6%	6.6%	12.8%	11.5%	11.5%	11.5%	6.2%	-1.3%	0.0%	0.0%
净利润	37.3	61.1	93.3	114.7	170.9	236.1	52.6%	22.9%	49.1%	38.1%
减: 少数股东损益	5.7	5.6	15.8	11.5	17.1	23.6	180.2%	-27.4%	49.1%	38.1%
归属于母公司所有者的净利润	31.6	55.5	77.5	103.2	153.8	212.5	39.6%	33.2%	49.1%	38.1%
增长率	22.5%	75.6%	39.6%	33.2%	49.1%	38.1%	-36.0%	-6.4%	15.8%	-10.9%
净利润率	15.6%	20.6%	15.0%	15.9%	17.5%	18.3%	-5.6%	0.9%	1.6%	0.9%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.29	0.39	0.58	0.80	39.6%	33.2%	49.1%	38.1%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 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分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

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