

动态报告

信息技术

通信

国脉科技(002093)

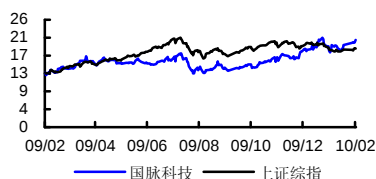
2009 年年报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2010 年 3 月 1 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	20.93
总股本/流通 A 股(百万股)	267.00/201.97
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	5,588.31/4,227.29
上证综指/深圳成指	3,051.94/12,436.66
12 个月最高/最低 (元)	21.47/12.46

财务数据

净资产值(百万元)	492.25
每股净资产(元)	1.84
市净率	11.35
资产负债率	33.49%
息率	

相关研究报告:

《国脉科技 09 年三季报点评: 业绩平稳增长, 但难超越较高的市场预期》——2009-10-23

《国脉科技中报点评: 主业平稳增长, 净利润增 12.8%》——2009-8-14

《业绩稳步增长, 快速成长可期》——2009-4-20

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

分析师: 程锋

电话: 021-60933167

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

业绩基本符合预期, 扩张小幅影响盈利水平

●收入增长 28%, 净利润增长 20.2%, 基本符合预期, 10 送 5 股

2009 年全年, 公司实现主营业务收入 6.58 亿元, 同比增长 27.5%。实现净利润 9313 万元, 同比增长 20.2%, 每股收益 0.35 元, 业绩小幅低于我们及市场的预期 5% 左右。公司 2009 年利润分配预案为: 每 10 股送红股 5 股及发放红利 0.6 元。

●扩张过程中毛利率小幅下滑, 费用控制得力, 盈利能力略降

2009 年公司扩张过程中收入增幅良好达 28%, 但毛利率小幅下降 3.6 个百分点至 46.3%。公司认为主要原因是: 随着业务规模扩大, 技术员工数量无法满足业务需求, 公司将部分电信设备服务业务外包, 从而导致毛利率有所下降。期间费用率小幅下降 0.3 个百分点至 26.3%, 费用控制得力。净利润率小幅下降 0.9 个百分点至 14.1%。

●面临扩张机遇, 同时面临资金需求

公司年报中提到: 未来几年, 公司正处于跨越新台阶的窗口期。公司目前的现金流仅能满足现有业务规模的需求, 若资金投入不足将制约公司的规模扩张。公司将采用多种方式予以解决, 包括后续则机增发。

●服务外包行业有望持续增长

公司所属的电信外包服务行业在“后 3G”时期有望持续增长。目前, 运营商正在加强成本控制, 已将越来越多的非核心业务予以外包。公司独立的第三方电信外包服务供应商的定位、高端服务能力、使公司在市场拓展中具有较强优势。

●维持“谨慎推荐”评级

我们维持对公司的盈利预测: 10、11 年收入分别为 8.42、10.68 亿元; 净利润分别为 1.25、1.57 亿元; EPS0.47 元、0.59 元。目前股价对应 10、11 年的动态 PE 分别是 44.9 倍、35.6 倍。公司短期估值较为充分, 鉴于运维服务外包行业持续增长明确, 我们维持“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	658	842	1,068	1,277	1,521
(+/-%)	27.5%	27.9%	26.9%	19.5%	19.1%
净利润(百万元)	93	125	157	189	229
(+/-%)	20.2%	33.8%	26.1%	20.5%	21.0%
每股收益 (元)	0.35	0.47	0.59	0.71	0.86
EBIT Margin	18.9%	20.3%	20.4%	20.7%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	18.2%	20.8%	22.4%	23.2%	24.3%
市盈率 (PE)	60.0	44.9	35.6	29.5	24.4
EV/EBITDA	42.3	32.0	25.5	21.3	17.8
市净率 (PB)	10.9	9.3	8.0	6.9	5.9

表 1: 电信网络技术服务营收增长 30.4%，但扩张过程中毛利率下降 8.3 个百分点

	2008	2009	2009VS2008
主业收入 (百万)	513.96	655.7	27.6%
电信网络技术服务	278.85	363.75	30.4%
系统集成	235.11	291.95	24.2%
收入占比			
电信网络技术服务	54.0%	55.3%	1.3%
系统集成	45.5%	44.4%	-1.2%
毛利率	49.9%	46.3%	-3.6%
电信网络技术服务	80.8%	72.5%	-8.3%
系统集成	13.0%	13.4%	0.4%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 2: 2009 收入增长 27.5%，净利润上升 20.2%，毛利率下降 3.6%，费用率降低 0.3%，净利润率下降 0.9%

单位: 百万元	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	4Q09 VS 4Q08	09VS08
主营业务收入	516.5	148.9	173.5	110.3	225.5	658.3	30.1%	27.5%
主营业务成本	258.6	74.1	98.8	48.8	131.6	353.3	40.6%	36.6%
毛利率 (%)	49.9%	50.3%	43.1%	55.8%	41.6%	46.3%	-4.3%	-3.6%
营业税金及附加	12.4	2.6	3.3	2.6	4.7	13.2	5.7%	6.5%
费用	137.4	36.7	36.5	39.1	60.8	173.2	15.3%	26.0%
费用率 (%)	26.6%	24.7%	21.0%	35.5%	27.0%	26.3%	-3.5%	-0.3%
销售费用	34.2	9.3	7.1	8.0	16.2	40.6	52.6%	18.6%
销售费用率 (%)	6.6%	6.3%	4.1%	7.2%	7.2%	6.2%	1.1%	-0.5%
管理费用	97.1	26.2	27.8	29.2	42.9	126.1	7.9%	29.9%
管理费用率 (%)	18.8%	17.6%	16.0%	26.5%	19.0%	19.2%	-3.9%	0.4%
财务费用	6.1	1.2	1.5	1.9	1.8	6.4	-26.9%	5.9%
财务费用率 (%)	1.2%	0.8%	0.9%	1.7%	0.8%	1.0%	-0.6%	-0.2%
资产减值损失	1.7	1.2	3.7	0.1	-0.1	4.9	-111.3%	184.9%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	-100.0%
营业利润	105.8	34.4	31.3	19.6	32.1	117.4	52.9%	11.0%
营业利润率 (%)	20.5%	23.1%	18.0%	17.8%	14.2%	17.8%	2.1%	-2.6%
营业外收入	2.4	2.3	1.3	0.0	3.3	6.9	1551.3%	185.2%
营业外支出	1.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	168.6%	-66.3%
利润总额	107.0	36.7	32.5	19.6	35.4	124.2	68.5%	16.1%
税前利润率 (%)	20.7%	24.6%	18.7%	17.8%	15.7%	18.9%	3.6%	-1.8%
所得税	13.7	5.6	2.2	1.2	4.6	13.6	228.4%	-0.7%
有效税率 (%)	12.8%	15.3%	6.7%	6.2%	13.0%	11.0%	6.3%	-1.8%
净利润	93.3	31.1	30.3	18.4	30.8	110.6	57.1%	18.6%
归属于母公司净利润	77.5	30.3	26.3	16.2	20.3	93.1	29.7%	20.2%
少数股东损益	15.8	0.8	4.0	2.2	10.6	17.5	164.7%	10.5%
净利润率 (%)	15.0%	20.4%	15.2%	14.7%	9.0%	14.1%	0.0%	-0.9%
每股收益 (元)	0.290	0.114	0.099	0.061	0.076	0.349	29.7%	20.2%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	204	295	377	479	营业收入	658	842	1068	1277
应收款项	168	152	192	230	营业成本	381	485	628	758
存货净额	112	112	144	174	营业税金及附加	13	17	21	26
其他流动资产	56	34	68	81	销售费用	41	55	62	77
流动资产合计	539	592	782	964	管理费用	126	148	182	205
固定资产	155	247	309	355	财务费用	6	6	10	13
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	157	157	157	157	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	27	34	43	51
资产总计	860	1004	1256	1484	营业利润	117	165	208	251
短期借款及交易性金融负债	104	169	252	298	营业外净收支	7	1	2	2
应付款项	51	52	68	82	利润总额	124	166	210	252
其他流动负债	123	92	116	139	所得税费用	14	18	23	28
流动负债合计	278	314	437	518	少数股东损益	17	23	29	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	93	125	157	189
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2	现金流量表 (百万元)				
负债合计	280	316	439	521		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	68	89	116	148	净利润	93	125	157	189
股东权益	513	600	702	815	资产减值准备	3	(5)	0	0
负债和股东权益总计	860	1004	1256	1484	折旧摊销	14	13	18	23
					公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	6	6	10	13
					营运资本变动	(56)	5	(68)	(44)
					其它	12	26	27	32
					经营活动现金流	68	164	134	200
					资本开支	(24)	(100)	(80)	(69)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(24)	(100)	(80)	(69)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(12)	0	0	0
					支付股利、利息	(12)	(37)	(55)	(76)
					其它融资现金流	6	65	83	46
					融资活动现金流	(41)	28	28	(30)
					现金净变动	3	91	82	102
					货币资金的期初余额	201	204	295	377
					货币资金的期末余额	204	295	377	479
					企业自由现金流	56	70	64	144
					权益自由现金流	51	130	139	179

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.35	0.47	0.59	0.71
每股红利	0.04	0.14	0.21	0.28
每股净资产	1.92	2.25	2.63	3.05
ROIC	14%	16%	16%	16%
ROE	18%	21%	22%	23%
毛利率	46%	46%	45%	45%
EBIT Margin	19%	20%	20%	21%
EBITDA Margin	21%	22%	22%	22%
收入增长	27%	28%	27%	20%
净利润增长率	20%	34%	26%	20%
资产负债率	40%	40%	44%	45%
息率	0.2%	0.7%	1.0%	1.4%
P/E	60.0	44.9	35.6	29.5
P/B	10.9	9.3	8.0	6.9
EV/EBITDA	42.3	32.0	25.5	21.3

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	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
		廖 喆	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160				
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82130646	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82133400		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈爱华	0755-82133397
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	