

09 年业绩符合预期

国脉科技 (002093)
评级: 增持 (维持)
股价: 20.93 元
目标价位: 23.20 元
跟踪报告

2010 年 03 月 01 日 星期一

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 23.20 元

升值潜力 (%) 11%

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

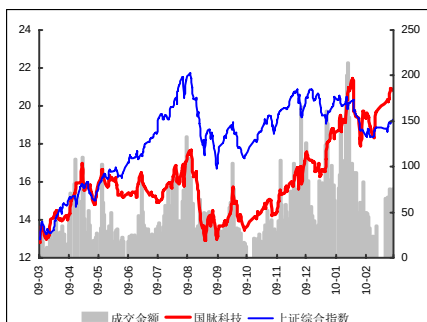
总市值 (亿元) 55.88

流通市值 (亿元) 42.27

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	6.15	3.68
3 个月	26.63	36.60
6 个月	53.35	46.95

个股相对上证综指走势图


相关报告:

《3G 运维启动在即, 稳定与超预期提升估值》

10.01.13

《收入增速放缓, 期待 3G 网络铺设进程加快》

09.08.13

投资要点

- 2009 年公司实现营业收入 6.58 亿元, 同比增长 27.5%; 营业利润 1.17 亿元, 同比增长 11%; 归属母公司所有者的净利润 9,313 万元, 同比增长 20.2%; 摊薄每股收益 0.35 元, 略低于我们 0.39 元的预期, 也略低于市场 0.39 元的预期。第 4 季度营业收入 2.25 亿元, 同比增长 30.1%; 归属母公司所有者的净利润 2,026 万元, 同比增长 29.7%, 摊薄每股收益 0.08 元。年度分配预案为每 10 股送 5 股派 0.6 元 (含税)。
- **平稳高速增长与区域渗透。**09 年全年及 09 年第 4 季度公司经营保持了平稳发展态势, 营业收入保持着 30% 左右的高速增长, 其中 09 年网络集成收入同比增长 24.2%, 网络技术服务收入同比增长 30.4%。区域渗透在 09 年进一步体现, 华北区域的销售收入同比增长 219.2%, 收入比重也同比提高 8.6 个百分点至 14.3%。
- **综合毛利率下滑, 费用率维持稳定。**09 年公司综合毛利率 46.3%, 同比下滑 3.6 个百分点, 第 4 季度更是同比下滑 4.3 个百分点至 41.6%, 为近 2 年低点, 主要是由于公司人员规模无法满足业务需求, 将部分服务业务外包, 导致成本上升以及毛利率下滑。09 年公司期间费用率为 26.3%, 与 08 年基本持平, 其中销售费用率同比略降 0.5 个百分点, 管理费用率同比上升 0.4 个百分点, 财务费用率同比下降 0.2 个百分点。
- 随着 3G 网络的逐步建成, 3G 运维市场启动在即, 同时随着网络 IP 化进程也在加快, 公司通过与国际设备厂商的合作, 逐步拓展了高端服务市场, 而公司未来有望与其他厂商的合作, 进一步扩大市场份额。
- 维持 2010-2011 年每股收益分别为 0.58 元、0.80 元的盈利预测, 动态市盈率分别为 36x、26x, 具有一定估值优势。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。维持对公司“增持”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	269.0	516.5	658.3	880.9	1,159.6
营业收入增长率 (%)	33.0%	92.0%	27.5%	33.8%	31.6%
营业利润 (百万元)	60.6	105.8	117.4	190.2	263.9
营业利润增长率 (%)	34.2%	74.5%	11.0%	62.1%	38.7%
净利润 (百万元)	55.5	77.5	93.1	153.8	212.5
净利润增长率 (%)	75.6%	39.6%	20.2%	65.2%	38.1%
营业利润率 (%)	22.5%	20.5%	17.8%	21.6%	22.8%
每股收益 (元)	0.208	0.290	0.349	0.576	0.796
每股净资产 (元)	1.34	1.57	1.92	2.50	3.29
PE (X)	100.7	72.1	60.0	36.3	26.3
PB (X)	15.6	13.3	10.9	8.4	6.4
ROE (%)	15.5%	18.5%	18.2%	23.1%	24.2%

表 1. 国脉科技 4 季度业绩对比

百万元	1-4Q2009	1-4Q2008	YoY	4Q2009	4Q2008	YoY	3Q2009	QoQ
营业收入	658.27	516.45	27.5%	225.54	173.35	30.1%	110.30	104.5%
增长率	27.5%	92.0%	-64.6%	30.1%	69.3%	-39.2%	17.7%	12.4%
毛利率	46.3%	49.9%	-3.6%	41.6%	46.0%	-4.3%	55.8%	-14.1%
营业成本	353.29	258.59	36.6%	131.64	93.65	40.6%	48.80	169.8%
营业税金及附加	13.20	12.40	6.5%	4.71	4.46	5.7%	2.63	79.3%
期间费用率	26.3%	26.6%	-0.3%	27.0%	30.4%	-3.5%	35.5%	-8.5%
销售费用	40.61	34.23	18.6%	16.18	10.61	52.6%	8.00	102.4%
销售费用率	6.2%	6.6%	-0.5%	7.2%	6.1%	1.1%	7.2%	-0.1%
管理费用	126.12	97.08	29.9%	42.89	39.75	7.9%	29.23	46.7%
管理费用率	19.2%	18.8%	0.4%	19.0%	22.9%	-3.9%	26.5%	-7.5%
财务费用	6.43	6.07	5.9%	1.76	2.40	-26.8%	1.92	-8.5%
财务费用率	1.0%	1.2%	-0.2%	0.8%	1.4%	-0.6%	1.7%	-1.0%
资产减值损失	4.90	1.72	184.1%	(0.10)	0.86	-111.3%	0.14	-168.0%
公允价值变动净收益	3.66	(0.62)	-687.5%	3.66	(0.62)	-687.5%	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	117.39	105.76	11.0%	32.12	21.01	52.9%	19.59	64.0%
增长率	11.0%	74.5%	-63.5%	52.9%	27.0%	25.9%	23.7%	29.2%
营业利润率	17.8%	20.5%	-2.6%	14.2%	12.1%	2.1%	17.8%	-3.5%
加: 营业外收入	6.93	2.43	185.0%	3.31	0.20	1524.1%	0.00	91758.5%
减: 营业外支出	0.13	1.23	-89.4%	0.00	0.19	-98.3%	0.00	-22.8%
利润总额	124.19	106.97	16.1%	35.42	21.02	68.5%	19.59	80.8%
减: 所得税	13.61	13.70	-0.6%	4.60	1.40	227.5%	1.21	280.6%
实际所得税率	11.0%	12.8%	-1.8%	13.0%	6.7%	6.3%	6.2%	6.8%
净利润	110.58	93.27	18.6%	30.82	19.62	57.1%	18.38	67.7%
减: 少数股东损益	17.45	15.79	10.5%	10.56	4.00	164.1%	2.17	387.4%
归属于母公司所有者的净利润	93.13	77.48	20.2%	20.26	15.62	29.7%	16.21	25.0%
增长率	20.2%	39.6%	-19.4%	29.7%	12.4%	17.3%	23.3%	6.4%
净利润率	14.1%	15.0%	-0.9%	9.0%	9.0%	0.0%	14.7%	-5.7%
每股收益 (元)	0.35	0.29	20.2%	0.08	0.06	29.7%	0.06	25.0%

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	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	187.0	202.1	269.0	516.5	658.3	880.9	1,159.6	92.0%	27.5%	33.8%	31.6%
增长率	17.9%	8.1%	33.0%	92.0%	27.5%	33.8%	31.6%	59.0%	-64.6%	6.4%	-2.2%
电信网络集成	113.3	112.7	143.0	235.1	292.0	334.8	401.7	64.4%	24.2%	14.7%	20.0%
电信网络技术服务	73.7	87.3	141.2	278.8	363.8	546.1	757.9	97.5%	30.4%	50.1%	38.8%
综合毛利率	39.4%	42.8%	46.0%	49.9%	46.3%	52.2%	52.9%	4.0%	-3.6%	5.9%	0.7%
营业成本	113.3	115.5	145.3	258.6	353.3	421.1	546.1	77.9%	36.6%	19.2%	29.7%
营业税金及附加	4.8	4.6	7.2	12.4	13.2	22.0	29.0	71.9%	6.5%	66.9%	31.6%
期间费用率	17.1%	19.3%	21.9%	26.6%	26.3%	27.4%	27.1%	4.7%	-0.3%	1.1%	-0.3%
销售费用	5.0	10.4	7.3	34.2	40.6	56.4	73.1	368.0%	18.6%	38.8%	29.6%
销售费用率	2.7%	5.1%	2.7%	6.6%	6.2%	6.4%	6.3%	3.9%	-0.5%	0.2%	-0.1%
管理费用	26.4	28.8	53.4	97.1	126.1	174.4	228.4	81.7%	29.9%	38.3%	31.0%
管理费用率	14.1%	14.2%	19.9%	18.8%	19.2%	19.8%	19.7%	-1.1%	0.4%	0.6%	-0.1%
财务费用	0.6	(0.2)	(1.9)	6.1	6.4	10.6	12.8	-411.6%	5.9%	64.4%	20.7%
财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.7%	1.2%	1.0%	1.2%	1.1%	1.9%	-0.2%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	0.0	(0.0)	1.4	1.7	4.9	6.2	6.4	23.7%	184.1%	25.8%	3.4%
公允价值变动净收益	0.0	0.6	0.6	(0.6)	3.7	0.0	0.0	-196.0%	-687.5%	-100.0%	NA
投资净收益	(0.2)	1.5	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	-99.3%	-100.0%	NA	NA
营业利润	38.2	45.2	60.6	105.8	117.4	190.2	263.9	74.5%	11.0%	62.1%	38.7%
增长率	28.1%	18.2%	34.2%	74.5%	11.0%	62.1%	38.7%	40.2%	-63.5%	51.1%	-23.4%
营业利润率	20.4%	22.3%	22.5%	20.5%	17.8%	21.6%	22.8%	-2.1%	-2.6%	3.8%	1.2%
加: 营业外收入	0.0	0.2	5.4	2.4	6.9	4.0	4.0	-55.1%	185.0%	-42.3%	0.0%
减: 营业外支出	0.1	0.0	0.6	1.2	0.1	1.1	1.1	115.5%	-89.4%	749.2%	0.0%
利润总额	38.6	45.3	65.5	107.0	124.2	193.1	266.8	63.4%	16.1%	55.5%	38.1%
减: 所得税	5.4	8.0	4.3	13.7	13.6	22.2	30.7	215.0%	-0.6%	63.2%	38.1%
实际所得税率	13.9%	17.6%	6.6%	12.8%	11.0%	11.5%	11.5%	6.2%	-1.8%	0.5%	0.0%
净利润	33.2	37.3	61.1	93.3	110.6	170.9	236.1	52.6%	18.6%	54.6%	38.1%
减: 少数股东损益	7.4	5.7	5.6	15.8	17.4	17.1	23.6	180.2%	10.5%	-2.0%	38.1%
归属于母公司所有者的净利润	25.8	31.6	55.5	77.5	93.1	153.8	212.5	39.6%	20.2%	65.2%	38.1%
增长率	10.6%	22.5%	75.6%	39.6%	20.2%	65.2%	38.1%	-36.0%	-19.4%	45.0%	-27.1%
净利润率	13.8%	15.6%	20.6%	15.0%	14.1%	17.5%	18.3%	-5.6%	-0.9%	3.3%	0.9%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.21	0.29	0.35	0.58	0.80	39.6%	20.2%	65.2%	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