

动态报告

信息技术

通信

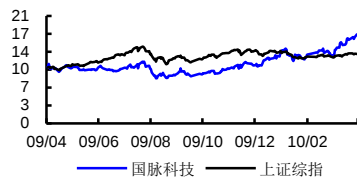
国脉科技(002093)
谨慎推荐

2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 13 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	17.10
总股本/流通 A 股(百万股)	400.50/276.11
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	6,848.55/4,721.41
上证综指/深圳成指	3,129.26/12,399.20
12 个月最高/最低 (元)	23.31/12.90

财务数据

净资产值(百万元)	512.51
每股净资产(元)	1.28
市净率	13.36
资产负债率	32.57%
息率	0.35%

相关研究报告:

《国脉科技 09 年报点评: 业绩基本符合预期, 扩张小幅影响盈利水平》——2010-2-28
 《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

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

联系人: 程峰

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

业绩平稳增长, 收购子公司将增厚 10 年业绩

●1Q10 收入增长 15.4%, 净利润增长 11.7%, EPS0.085 元

2010 年一季度, 公司实现主营业务收入 1.72 亿元, 同比增长 15.4%, 实现净利润 3390 万元, 同比增长 11.7%, 每股收益 0.085 元, 业绩符合预期。公司预计 10 年上半年归属于公司所有者的净利润将同比增长 10%-30%。

●毛利率平稳略降, 费用率控制良好

公司一季度毛利率平稳略降 0.7%, 仍处于 49.6% 的较高水平。公司费用率控制良好, 三项费用率下降 1.8% 至 22.9%, 主要系销售和管理费用率下降所致。

●收购国脉设计公司剩余 49% 股权, 将增厚 2010 年业绩

公司同时公告以 1.5 亿元受让国脉设计公司 49% 股权 (目前持股 51%)。收购标的从事通信网络咨询设计及优化服务业务, 具有通信工程设计及通信信息工程咨询等一系列甲级资质, 09 年收入 7273 万元, 净利润 2796 万元, 净资产 7570 万元。收购 PE 为 9.8 倍 (基于 10 年业绩), 公司承诺 10-12 年其年净利润不低于 09 年, 且三年净利润复合增长率不低于 10%。我们认为收购价格较为合理, 有助公司发挥业务协同效应, 并增厚其 2010 年业绩。

●3G 网络及光纤宽带建设尚处初期, 运维外包服务将持续增长

工信部等部委于上周发布 3G 及光纤宽带建设意见, 规划至 11 年 3G 投资 4000 亿元, 发展 1.5 亿用户。光纤宽带投资 1500 亿元, 大幅提升接入带宽。网络基础设施扩容及升级进程将持续数年, 这将为网络运维外包服务提供可观的增量市场, 公司作为国内领先的第三方电信外包服务供应商, 将因之显著受益。

●短期估值较为充分, 维持“谨慎推荐”评级

我们暂时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; EPS0.31 元、0.39 元。目前股价对应 10、11 年的动态 PE 分别是 55.0 倍、43.6 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)	0.23	0.31	0.39	0.47	0.57
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)	73.5	55.0	43.6	36.2	29.9
EV/EBITDA	51.4	38.8	30.8	25.7	21.4
市净率 (PB)	13.4	11.4	9.8	8.4	7.3

表 1: 1Q10 收入增长 15.4%，净利润增长 11.7%，毛利率下降 0.7%，费用率下降 1.8%，净利润率下降 0.6%

单位: 百万元	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009	1Q2010	1Q10V1QS09
主营业务收入	148.9	173.5	110.3	225.5	658.3	171.8	15.4%
主营业务成本	74.1	98.8	48.8	131.6	353.3	86.6	17.0%
毛利率 (%)	50.3%	43.1%	55.8%	41.6%	46.3%	49.6%	-0.7%
营业税金及附加	2.6	3.3	2.6	4.7	13.2	3.3	27.0%
费用	36.7	36.5	39.1	60.8	173.2	39.3	7.1%
费用率 (%)	24.7%	21.0%	35.5%	27.0%	26.3%	22.9%	-1.8%
销售费用	9.3	7.1	8.0	16.2	40.6	9.2	-0.9%
销售费用率 (%)	6.3%	4.1%	7.2%	7.2%	6.2%	5.4%	-0.9%
管理费用	26.2	27.8	29.2	42.9	126.1	28.7	9.6%
管理费用率 (%)	17.6%	16.0%	26.5%	19.0%	19.2%	16.7%	-0.9%
财务费用	1.2	1.5	1.9	1.8	6.4	1.4	15.2%
财务费用率 (%)	0.8%	0.9%	1.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.0%
资产减值损失	1.2	3.7	0.1	-0.1	4.9	3.9	229.2%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA
营业利润	34.4	31.3	19.6	32.1	117.4	38.7	12.5%
营业利润率 (%)	23.1%	18.0%	17.8%	14.2%	17.8%	22.5%	-0.6%
营业外收入	2.3	1.3	0.0	3.3	6.9	1.3	-43.5%
营业外支出	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	333.4%
利润总额	36.7	32.5	19.6	35.4	124.2	40.0	8.9%
税前利润率 (%)	24.6%	18.7%	17.8%	15.7%	18.9%	23.3%	-1.4%
所得税	5.6	2.2	1.2	4.6	13.6	5.6	-1.1%
有效税率 (%)	15.3%	6.7%	6.2%	13.0%	11.0%	13.9%	-1.4%
净利润	31.1	30.3	18.4	30.8	110.6	34.4	10.7%
归属于母公司净利润	30.3	26.3	16.2	20.3	93.1	33.9	11.7%
少数股东损益	0.8	4.0	2.2	10.6	17.5	0.5	-28.8%
净利润率 (%)	20.4%	15.2%	14.7%	9.0%	14.1%	19.7%	-0.6%
每股收益 (元)	0.114	0.099	0.061	0.076	0.349	0.085	11.7%

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)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	204	295	377	479
应收款项	168	152	192	230
存货净额	112	112	144	174
其他流动资产	56	34	68	81
流动资产合计	539	592	782	964
固定资产	155	247	309	355
无形资产及其他	9	9	9	9
投资性房地产	157	157	157	157
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	860	1004	1256	1484
短期借款及交易性金融负债	104	169	252	298
应付款项	51	52	68	82
其他流动负债	123	92	116	139
流动负债合计	278	314	437	518
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
长期负债合计	2	2	2	2
负债合计	280	316	439	521
少数股东权益	68	89	116	148
股东权益	513	600	702	815
负债和股东权益总计	860	1004	1256	1484

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.23	0.31	0.39	0.47
每股红利	0.03	0.09	0.14	0.19
每股净资产	1.28	1.50	1.75	2.04
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%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	73.5	55.0	43.6	36.2
P/B	13.4	11.4	9.8	8.4
EV/EBITDA	51.4	38.8	30.8	25.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	658	842	1068	1277
营业成本	381	485	628	758
营业税金及附加	13	17	21	26
销售费用	41	55	62	77
管理费用	126	148	182	205
财务费用	6	6	10	13
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	27	34	43	51
营业利润	117	165	208	251
营业外净收支	7	1	2	2
利润总额	124	166	210	252
所得税费用	14	18	23	28
少数股东损益	17	23	29	35
归属于母公司净利润	93	125	157	189

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	93	125	157	189
资产减值准备	3	(5)	0	0
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

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		陈建生	0755- 82130422	
			廖 喆	021-60933162		岳 鑫	0755- 82130422	
			黄学军	021-60933142		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	
						陈 玲	0755-82133400	
						杨 森	0755-82133343	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010-82254160		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-82252922		吴美玉	010-82252911	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
			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		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
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	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
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		
			方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82133476		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			中小股票		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		陈 健	0755-82133476	
苏绍许	021-60933144		李遵庆	0755-82133343		陈爱华	0755-82133397	
						祝 彬	0755-82132518	
						王一峰	010-82250828	
						邵 达	0755- 82132098	
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		刘舒宇	0755-82131822		戴 军	021-60933166	
蔺晓熠	021-60933146		彭怡萍			林晓明	021-60933154	
侯慧娣	021-60875161					秦国文	0755-82133528	
						程景佳	021- 60933166	
						赵斯尘	021- 60875174	
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							
彭甘霖								

国信证券机构销售团队

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