

上半年业绩落入预期下限

国脉科技 (002093)

评级: 中性 (下调)

通信设备

股价: 12.83 元

跟踪报告

2010 年 07 月 20 日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

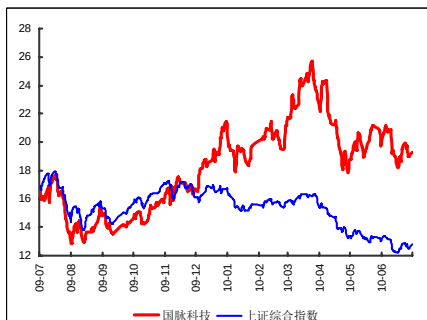
重要数据

总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.76
总市值(亿元)	51.38
流通市值(亿元)	35.42

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-2.21	-0.71
3 个月	-14.47	2.47
6 个月	-8.25	15.51

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《09 年业绩符合预期》

10.03.01

《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

- **上半年业绩落入预期下限。**2010 年上半年公司实现营业收入 3.58 亿元, 同比增长 11.1%; 营业利润 7,090 万元, 同比增长 7.9%; 归属母公司所有者的净利润 6,261 万元, 同比增长 10.5%; 摊薄每股收益 0.16 元。公司上半年业绩落入一季报公布的 10%-30% 预期增速下限。第二季度单季公司实现营业收入 1.86 亿元, 同比增长 7.4%; 归属母公司所有者的净利润 2,874 万元, 同比增长 9.1%; 摊薄每股收益 0.07 元。公司预计 2010 年 1-9 月净利润同比增减变动幅度为 0-30%。
- **各项业务平稳发展, 毛利率稳定。**上半年公司各项业务平稳发展, 电信网络集成收入 1.64 亿元, 同比增长 5.1%; 电信网络技术服务收入 1.91 亿元, 同比增长 11.1%。综合毛利率 46.3%, 与同期持平, 其中网络集成毛利率由于产品价格压力, 同比下降 4.9 个百分点至 10.9%; 网络技术服务毛利率稳中有升, 同比提升 1.5 个百分点至 76.6%。
- **费用率略升, 出售子公司获益。**报告期公司期间费用率 23.7%, 同比上升 1 个百分点, 主要是由于公司开拓市场、增加投入, 致使销售费用率同比上升 1.1 个百分点。4 月份子公司出售泰讯软件获得 218 万元投资收益, 营业利润增长额的 4 成来源于此。
- **关注焦点。**公司拟在下半年进行非公开发行, 投入资金 5.24 亿元进行电信网络技术服务基地二期建设, 增加基地功能同时扩展设备商需求业务模式, 满足全国市场需求。
- **盈利预测及投资建议。**下调公司盈利预测, 预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.29 元、0.36 元、0.47 元, 2010、2011 年分别下调 0.09 元、0.17 元。2010 年 PE 为 44x, 估值水平偏高, 下调公司评级至“中性”。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	516.5	658.3	780.9	949.6	1,146.7
营业收入增长率(%)	92.0%	27.5%	18.6%	21.6%	20.8%
营业利润(百万元)	105.8	117.4	145.0	181.7	235.0
营业利润增长率(%)	74.5%	11.0%	23.5%	25.3%	29.3%
净利润(百万元)	77.5	93.1	116.6	145.3	187.1
净利润增长率(%)	39.6%	20.2%	25.2%	24.7%	28.7%
营业利润率(%)	20.5%	17.8%	18.6%	19.1%	20.5%
每股收益(元)	0.193	0.233	0.291	0.363	0.467
每股净资产(元)	1.05	1.28	1.57	1.93	2.40
PE(X)	66.3	55.2	44.1	35.4	27.5
PB(X)	12.3	10.0	8.2	6.6	5.3
ROE(%)	19.9%	20.0%	20.4%	20.7%	21.6%

表 1. 国脉科技上半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	YoY	QoQ	备注
营业收入	322.43	358.09	11.1%	173.50	110.30	225.54	171.83	186.26	7.4%	8.4%	加大对电信网络技术服务领域的投入和市场开拓力度, 业务持续增长
增长率	29.3%	11.1%	-18.2%	26.0%	17.7%	30.1%	15.4%	7.4%	-18.7%	-8.0%	
毛利率	46.4%	46.4%	0.0%	43.1%	55.8%	41.6%	49.6%	43.5%	0.5%	-6.0%	
营业成本	172.85	191.79	11.0%	98.79	48.80	131.64	86.63	105.16	6.4%	21.4%	
营业税金及附加	5.86	7.11	21.4%	3.28	2.63	4.71	3.27	3.84	16.9%	17.2%	
期间费用率	22.7%	23.7%	1.0%	21.0%	35.5%	27.0%	22.9%	24.4%	3.4%	1.5%	
销售费用	16.43	22.22	35.2%	7.11	8.00	16.18	9.24	12.98	82.7%	40.6%	加大了市场拓展的力度, 从而引起的相关费用增加。
销售费用率	5.1%	6.2%	1.1%	4.1%	7.2%	7.2%	5.4%	7.0%	2.9%	1.6%	
管理费用	54.00	60.01	11.1%	27.84	29.23	42.89	28.68	31.33	12.5%	9.2%	
管理费用率	16.7%	16.8%	0.0%	16.0%	26.5%	19.0%	16.7%	16.8%	0.8%	0.1%	
财务费用	2.76	2.58	-6.5%	1.52	1.92	1.76	1.42	1.15	-24.2%	-18.9%	
财务费用率	0.9%	0.7%	-0.1%	0.9%	1.7%	0.8%	0.8%	0.6%	-0.3%	-0.2%	
资产减值损失	4.85	5.66	16.7%	3.67	0.14	(0.10)	3.90	1.76	-52.0%	-54.9%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	3.66	0.00	0.00	NA	NA	
投资净收益	0.00	2.18	NA	0.00	0.00	0.00	0.00	2.18	NA	NA	
营业利润	65.69	70.90	7.9%	31.29	19.59	32.12	38.68	32.22	3.0%	-16.7%	2010年4月子公司国脉中讯出售子公司泰讯软件, 取得投资收益218.01万元。
增长率	-4.7%	7.9%	12.6%	0.2%	23.7%	52.9%	12.5%	3.0%	2.8%	-9.5%	
营业利润率	20.4%	19.8%	-0.6%	18.0%	17.8%	14.2%	22.5%	17.3%	-0.7%	-5.2%	
加: 营业外收入	3.62	2.21	-38.9%	1.32	0.00	3.31	1.30	0.91	-31.2%	-30.2%	
减: 营业外支出	0.12	0.03	-72.9%	0.12	0.00	0.00	0.02	0.01	-88.5%	-31.2%	
利润总额	69.19	73.08	5.6%	32.49	19.59	35.42	39.97	33.11	1.9%	-17.1%	
减: 所得税	7.80	10.33	32.4%	2.19	1.21	4.60	5.55	4.78	118.3%	-13.9%	全资子公司国脉通信所得税免期已到, 执行所得税率15%
实际所得税率	11.3%	14.1%	2.9%	6.7%	6.2%	13.0%	13.9%	14.4%	7.7%	0.6%	
净利润	61.38	62.75	2.2%	30.30	18.38	30.82	34.42	28.33	-6.5%	-17.7%	
减: 少数股东损益	4.72	0.14	-97.1%	3.96	2.17	10.56	0.54	(0.40)	-110.2%	-174.6%	
归属于母公司所有者的净利润	56.66	62.61	10.5%	26.34	16.21	20.26	33.88	28.74	9.1%	-15.2%	
增长率	16.3%	10.5%	-5.8%	24.9%	23.3%	29.7%	11.7%	9.1%	-15.8%	-2.6%	
净利润率	17.6%	17.5%	-0.1%	15.2%	14.7%	9.0%	19.7%	15.4%	0.2%	-4.3%	
每股收益 (元)	0.14	0.16	10.5%	0.07	0.04	0.05	0.08	0.07	9.1%	-15.2%	

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	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	187.0	202.1	269.0	516.5	658.3	780.9	949.6	1,146.7	92.0%	27.5%	18.6%	21.6%	20.8%
增长率	17.9%	8.1%	33.0%	92.0%	27.5%	18.6%	21.6%	20.8%	59.0%	-64.6%	-8.8%	3.0%	-0.9%
电信网络集成	113.3	112.7	143.0	235.1	292.0	334.8	391.7	451.2	64.4%	24.2%	14.7%	17.0%	15.2%
电信网络技术服务	73.7	87.3	141.2	278.8	363.8	446.1	557.9	695.5	97.5%	30.4%	22.6%	25.1%	24.7%
综合毛利率	39.4%	42.8%	46.0%	49.9%	46.3%	48.0%	47.8%	49.0%	4.0%	-3.6%	1.7%	-0.2%	1.2%
营业成本	113.3	115.5	145.3	258.6	353.3	406.1	495.3	584.8	77.9%	36.6%	15.0%	22.0%	18.1%
营业税金及附加	4.8	4.6	7.2	12.4	13.2	19.5	23.7	28.7	71.9%	6.5%	47.9%	21.6%	20.8%
期间费用率	17.1%	19.3%	21.9%	26.6%	26.3%	26.4%	25.4%	25.2%	4.7%	-0.3%	0.1%	-1.0%	-0.2%
销售费用	5.0	10.4	7.3	34.2	40.6	50.0	58.9	67.7	368.0%	18.6%	23.1%	17.8%	14.9%
销售费用率	2.7%	5.1%	2.7%	6.6%	6.2%	6.4%	6.2%	5.9%	3.9%	-0.5%	0.2%	-0.2%	-0.3%
管理费用	26.4	28.8	53.4	97.1	126.1	149.9	180.4	217.9	81.7%	29.9%	18.9%	20.3%	20.8%
管理费用率	14.1%	14.2%	19.9%	18.8%	19.2%	19.2%	19.0%	19.0%	-1.1%	0.4%	0.0%	-0.2%	0.0%
财务费用	0.6	(0.2)	(1.9)	6.1	6.4	6.2	1.9	3.4	-411.6%	5.9%	-2.9%	-69.6%	81.1%
财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.7%	1.2%	1.0%	0.8%	0.2%	0.3%	1.9%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	0.1%
资产减值损失	0.0	(0.0)	1.4	1.7	4.9	6.2	7.6	9.2	23.7%	184.1%	27.5%	21.6%	20.8%
公允价值变动净收益	0.0	0.6	0.6	(0.6)	3.7	0.0	0.0	0.0	-196.0%	-687.5%	-100.0%	NA	NA
投资净收益	(0.2)	1.5	3.7	0.0	0.0	2.2	0.0	0.0	-99.3%	-100.0%	NA	-100.0%	NA
营业利润	38.2	45.2	60.6	105.8	117.4	145.0	181.7	235.0	74.5%	11.0%	23.5%	25.3%	29.3%
增长率	28.1%	18.2%	34.2%	74.5%	11.0%	23.5%	25.3%	29.3%	40.2%	-63.5%	12.5%	1.8%	4.0%
营业利润率	20.4%	22.3%	22.5%	20.5%	17.8%	18.6%	19.1%	20.5%	-2.1%	-2.6%	0.7%	0.6%	1.4%
加: 营业外收入	0.0	0.2	5.4	2.4	6.9	4.0	4.0	4.0	-55.1%	185.0%	-42.3%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	0.1	0.0	0.6	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1	115.5%	-89.4%	-22.8%	0.0%	0.0%
利润总额	38.6	45.3	65.5	107.0	124.2	148.9	185.6	238.9	63.4%	16.1%	19.9%	24.7%	28.7%
减: 所得税	5.4	8.0	4.3	13.7	13.6	19.4	24.1	31.1	215.0%	-0.6%	42.2%	24.7%	28.7%
实际所得税率	13.9%	17.6%	6.6%	12.8%	11.0%	13.0%	13.0%	13.0%	6.2%	-1.8%	2.0%	0.0%	0.0%
净利润	33.2	37.3	61.1	93.3	110.6	129.6	161.5	207.9	52.6%	18.6%	17.2%	24.7%	28.7%
减: 少数股东损益	7.4	5.7	5.6	15.8	17.4	13.0	16.1	20.8	180.2%	10.5%	-25.8%	24.7%	28.7%
归属于母公司所有者的净利润	25.8	31.6	55.5	77.5	93.1	116.6	145.3	187.1	39.6%	20.2%	25.2%	24.7%	28.7%
增长率	10.6%	22.5%	75.6%	39.6%	20.2%	25.2%	24.7%	28.7%	-36.0%	-19.4%	5.0%	-0.5%	4.1%
净利润率	13.8%	15.6%	20.6%	15.0%	14.1%	14.9%	15.3%	16.3%	-5.6%	-0.9%	0.8%	0.4%	1.0%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.14	0.19	0.23	0.29	0.36	0.47	39.6%	20.2%	25.2%	24.7%	28.7%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,104.3	1,104.3	5.21	0.15	0.10	0.13	35.2x	52.1x	40.9x	-7.2%	NA	1.6x
平均值									35.2x	52.1x	40.9x	-7.2%		1.6x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	600.3	475.9	20.94	0.86	1.10	1.31	24.4x	19.0x	16.0x	23.6%	0.8x	3.0x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	72.2	18.3	12.99	0.61	0.70	0.87	21.2x	18.6x	15.0x	18.8%	1.0x	3.6x
平均值									22.8x	18.8x	15.5x	21.2%	0.9x	3.3x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	106.7	48.3	24.16	0.59	0.85	1.16	40.7x	28.3x	20.9x	39.5%	0.7x	3.3x
光迅科技	002281.SZ	增持	48.8	12.2	30.51	0.65	0.83	1.09	46.9x	36.6x	28.1x	29.1%	1.3x	5.0x
亨通光电	600487.SH	中性	44.2	44.2	26.58	1.11	1.21	1.49	24.0x	21.9x	17.9x	15.9%	1.4x	3.3x
中天科技	600522.SH	中性	61.1	61.1	19.05	1.04	1.21	1.45	18.2x	15.7x	13.1x	17.9%	0.9x	3.5x
平均值									32.5x	25.6x	20.0x	25.6%	1.1x	3.8x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	39.8	25.0	16.90	0.35	0.59	0.81	48.4x	28.8x	20.8x	52.5%	0.5x	7.1x
日海通讯	002313.SZ	-	34.9	8.7	34.88	0.73	1.13	1.57	48.1x	30.8x	22.2x	47.0%	0.7x	4.2x
平均值									48.2x	29.8x	21.5x	49.8%	0.6x	5.6x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	27.1	20.8	12.65	0.36	0.50	0.61	35.1x	25.2x	20.9x	29.7%	0.8x	4.0x
奥维通信	002231.SZ	-	17.1	4.3	10.67	0.15	0.16	0.22	71.8x	68.1x	48.9x	21.1%	3.2x	4.3x
三元达	002417.SZ	-	24.1	4.8	20.12	0.41	0.56	0.68	48.7x	35.7x	29.6x	28.3%	1.3x	10.4x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	74.3	19.2	137.50	2.06	2.73	3.66	66.7x	50.3x	37.6x	33.2%	1.5x	5.2x
华星创业	300025.SZ	增持	21.3	5.3	26.65	0.33	0.57	0.81	80.8x	46.8x	33.1x	56.3%	0.8x	8.0x
中创信测	600485.SH	增持	19.5	19.5	14.08	0.19	0.43	0.59	74.1x	32.7x	23.7x	76.9%	0.4x	4.9x
国脉科技	002093.SZ	中性	51.4	35.4	12.83	0.23	0.29	0.36	55.2x	44.1x	35.4x	24.9%	1.8x	9.7x
平均值									61.8x	43.3x	32.7x	38.6%	1.0x	6.7x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	30.3	30.0	15.26	0.16	0.28	0.41	96.5x	53.7x	37.1x	61.4%	0.9x	4.3x
恒宝股份	002104.SZ	增持	76.7	48.0	17.40	0.21	0.33	0.42	81.7x	52.4x	41.8x	39.9%	1.3x	13.7x
大唐电信	600198.SH	增持	73.7	73.4	16.78	0.13	0.30	0.38	128.2x	56.3x	44.3x	70.0%	0.8x	14.9x
平均值									102.1x	54.2x	41.1x	57.1%	1.0x	10.9x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	23.0	13.7	30.45	0.47	0.54	0.70	64.8x	56.4x	43.4x	22.2%	2.5x	5.7x
拓维信息	002261.SZ	买入	41.1	21.1	28.30	0.60	0.76	1.08	47.2x	37.3x	26.3x	34.0%	1.1x	6.5x
平均值									56.0x	46.8x	34.8x	28.1%	1.8x	6.1x
卫星导航														
北斗星通	002151.SZ	-	36.6	9.2	40.27	0.56	0.65	0.85	71.8x	62.3x	47.2x	23.3%	2.7x	11.7x
合众思壮	002383.SZ	-	56.4	14.1	46.98	0.70	0.88	1.12	67.2x	53.5x	42.0x	26.5%	2.0x	4.0x
平均值									69.5x	57.9x	44.6x	24.9%	2.3x	7.8x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	49.6	49.6	8.81	0.15	0.23	0.36	60.2x	38.3x	24.5x	56.7%	0.7x	3.5x
动力源	600405.SH	-	18.6	18.6	8.90	0.19	0.00	0.00	-	-	-	-	-	4.6x
键桥通讯	002316.SZ	-	26.7	6.7	17.14	0.27	0.39	0.50	62.9x	44.3x	34.4x	35.3%	1.3x	3.4x
平均值									61.6x	41.3x	29.5x	46.0%	1.0x	3.5x
板块均值									56.8x	40.4x	30.6x	35.1%	0.9x	6.0x

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、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 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