



证券研究报告 • 上市公司深度

通信服务

新战略引领公司第二次腾飞

国脉科技 (002093)

上调评级

买入

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

执业证书编号: S1440206070047

联系人: 袁兵兵

yuanbingbing@csc.com.cn

010-85130903

执业证书编号: S1440110060100

发布日期: 2011 年 1 月 10 日

当前股价: 17.71 元

目标价格 6 个月: 22.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.64/9.77	31.12/24.24	44.98/58.36
12 月最高/最低价 (元)		23.93/11.6
总股本 (万股)		40050.00
流通 A 股 (万股)		33466.44
总市值 (亿元)		72.89
流通市值 (亿元)		60.91
近 3 月日均成交量 (万)		705.76
主要股东		
隋榕华		1.77%

股价表现



相关研究报告

10.12.03 国脉科技 非公开增发获通过 有望再次步入发展快车道

10.10.18 国脉科技 简评: 计划非公开增发 维持



公司增速将远高于行业增速。预测电信网络运维服务行业 2011 年规模达 545.2 亿、5 年复合增长率达 15% 以上。行业具有未来集中度将上升、第三方运维服务占比提升、高端业务竞争不激烈且业务占比将提升、行业盈利能力强、市场需求有保证且不会大起大落的特点。国脉科技作为国内排名第二的运维企业和高端市场实力最强的企业，目前份额仅 1.6%，未来几年通过实施新的战略及并购，将实现规模和市场份的快速提升。

全新业务发展战略指引公司长期发展方向。公司近期首次披露新的发展战略，确定了发展的两大主线下的六大方向：第三方设备维护（设备维护、运营商市场维护、IP 服务）、第三方咨询服务（第三方设计咨询业务、培训、教育产业）。该业务战略创造了公司在运维服务行业全新而又很难模仿的业务发展和盈利模式：设备运维业务与咨询/培训/教育业务（以人为本）相结合使得公司业务类型可在某种程度上与 IBM 等国际服务巨头相类比，打开了高端业务巨大拓展空间。

独特核心竞争力体现明显领先其他企业的竞争优势。（1）公司是国内唯一能提供覆盖全网络、全设备（多厂商、多平台）的第三方运维服务提供商；（2）基于通信行业（可拓展到 TMT 领域）的“设备维护+市场维护+IP 服务”、“咨询+培训+教育”的业务模式，既延伸了产业链，又可实现各业务领域的协同效应，浑然一体，独具特色；（3）与 Juniper 战略合作关系形成了未来网络 IP 化时代的大力发展 IP 业务的独特优势。

仅非公开增发募投项目就将使公司未来几年业绩上一大台阶。近期正在进行的非公开增发将募集近 5 亿元资金，项目具有非常高的回报率，达产后可实现新增年销售收入 14.4 亿、利润总额 3.93 亿元（分别是 09 年的 2.2 倍和 3.2 倍），仅此一项就将使公司未来几年业绩上一大台阶。

三要素具备，公司发展有望实现第二次腾飞。本次增发后，公司将具备发展最关键的三要素：战略、资金、人员。其在 06-08 年高增长、09-10 年平淡后，自 2011 年始，将通过内生+外延式增长，实现第二次腾飞，重新步入发展的快车道。

上调评级至“买入”。预测公司 2010-2013 年 EPS 为 0.27、0.45、0.68、1.01 元（11-13 年为增发摊薄后，未考虑可能的并购带来的业绩增厚），2011-2013 年净利润复合增长率高达 58.9%。公司未来高增长确定性强、且业绩可能由于并购超预期。给予 2011 年 50 倍 PE，6 个月目标价 22.5 元，上调评级至“买入”。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	658.27	756.06	1,033.12	1,381.18	1,860.94
营业收入增长率	27.46%	14.9%	36.6%	33.7%	34.7%
净利润（百万）	93.13	108.74	192.31	291.74	435.96
净利润增长率	20.20%	16.8%	76.8%	51.7%	49.4%
EPS（元）	0.23	0.27	0.48	0.73	1.09
增发后摊薄 EPS	N/A	N/A	0.45	0.68	1.01



目录

公司基本情况.....	1
公司业务增速将在非公开增发后明显加快.....	2
公司注重发展高毛利业务，盈利能力水平较高.....	3
网络运维服务行业分析.....	4
运维服务行业整体较快增长.....	4
行业特点分析.....	5
竞争格局：行业集中度将由分散趋向集中.....	5
竞争格局：第三方运维服务比例将提升.....	6
竞争格局：低端激烈、高端有限.....	6
业务结构发生转变：高端服务占比提升.....	7
盈利能力：行业毛利率高、市场空间大.....	8
总结.....	8
公司确立产业战略发展方向，保证长期发展动力.....	9
设备维护服务有望在绑定设备商、行业并购的基础上快速增长.....	9
运营商市场维护业务.....	10
IP 业务.....	12
第三方设计咨询业务.....	13
行业发展空间大、竞争尚不激烈.....	13
公司将从 2011 年开始，咨询设计业务实现快速增长.....	14
第三方培训业务.....	15
教育产业.....	15
非公开增发募投项目.....	16
公司核心竞争力分析.....	17
盈利预测.....	18
估值与投资评级.....	20
风险分析.....	20



图目录

图 1: 股权划转后的股权结构	1
图 2: 2010. 1H 主营收入占比情况	1
图 3: 公司发展阶段及收入/利润增长情况	3
图 4: 公司分类业务收入增长率和分类业务毛利率情况	3
图 5: 电信网络运维服务行业规模增长预测	5
图 6: 电信网络运维服务行业和通信设备行业的毛利率对比	8
图 7: 设备维护行业规模增长情况	9
图 8: 三大运营商新增移动用户份额	11
图 9: 设计咨询服务的规模增长情况	13
图 10: 子公司“国脉通信规划设计”的利润情况	14
图 11: 公司战略与行业业务发展趋势相对应	17

表目录

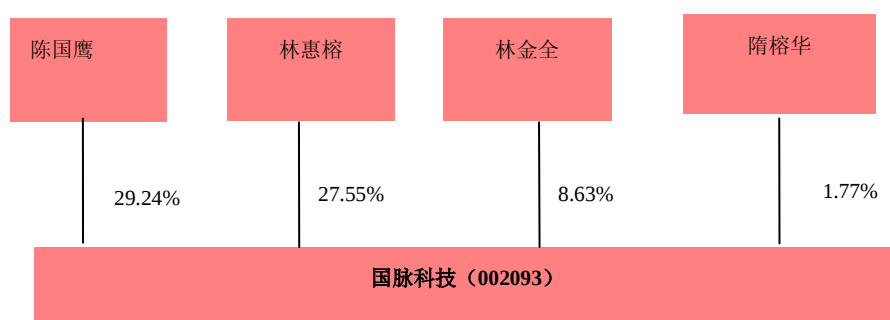
表 1: 电信网络运维服务行业特点介绍、与通信设备行业对比	4
表 2: 固定网络演进与融合情况	4
表 3: 2009 年电信网络运维服务市场的销售额和份额统计	6
表 4: 电信运维服务分类、涉及内容	7
表 5: 电信网络运维服务结构占比变化	7
表 6: 公司与相关设备商的战略合作	10
表 7: 三大运营商 3G 业务发展优劣势分析、用户发展状况及目标	11
表 8: 全球重要的网络虚拟运营商情况	12
表 9: 各层网络 IP 化情况	12
表 10: 公司非公开增发募投项目	16
表 11: IBM 业务转型的相关举措	18
表 11: 利润表预测	19

公司基本情况

公司为专业的第三方电信服务商。成立于 2000 年 12 月，并于 2006 年 12 月 A 股上市。公司主营业务为电信网络技术服务(包括电信系统设备维护、电信咨询服务等)及系统集成，主要客户为三大电信运营商。目前在高端电信服务市场上的实力最为雄厚，为第三方外包服务的领头羊企业。在外包服务企业中，目前规模和市场份额位列中通服之后，排名第二。但与第一名差距非常大，09 年在电信网络运维服务业的市场份额仍仅为 1.6%(中通服 49.5%)，公司 09 年收入 6.58 亿，净利润 9300 万元。

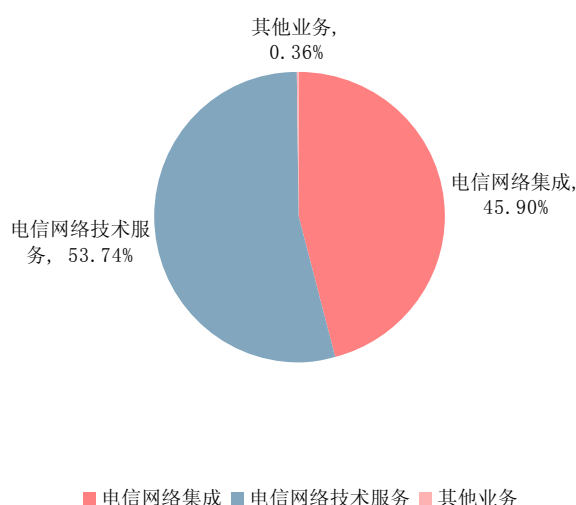
作为一家规模较小的民营企业，公司 06 年上市后，借助资本市场的魔力，实现了第一次腾飞，06-08 年三年收入和净利润复合增长率达到 39.9%和 44.3%；09-10 年公司致力于新的战略布局，业绩增长步入平淡期，增速降到 10-20%左右，但至目前新的战略布局已初步形成；我们预期，以近期增发成功为契机，公司将实现第二次腾飞，从 2011 年开始，将重新步入发展的快车道，未来三年业绩复合增长率将达到 50%以上。

图 1：股权划转后的股权结构



资料来源：中信建投研究发展部

图 2：2010. 1H 主营收入占比情况



资料来源：中信建投研究发展部

公司业务增速将在非公开增发后明显加快

按照公司的发展历程和业务发展增速，公司业务发展可以分为四个阶段：

第一阶段为稳步发展阶段（2006年前）：2000-2006年间，公司立足福建，专注于第三方电信服务并取得长足进展。2004年--2006年，公司收入和净利润的CAGR(复合增长率)分别为15.1%和14.9%，每年保持在收入数亿和净利润数千万元的规模。

第二阶段为快速发展阶段（2006-2008）：2006年12月公司成功上市后，公司的资本实力和品牌效应不断加强。公司改变经营思路，通过拓展福建省外服务区域、提升省外市场收入，公司的竞争力、创新力、市场份额逐步提高，体现在业绩增长明显加快（07年收入增速提高到41.7%、08年收入增长提高到80.3%）。

第三阶段为战略再制定阶段（2009-2010）：在快速增长、公司收入规模大幅提升后，公司面对业务空间广阔的第三方运维市场，并不急于壮大规模，而是以业务长远可持续发展为目的、制定了以“两大主线、六大方向”的战略规划，同时积极寻找相关的合作对象。

第四阶段我们认为将是重新进入快车道发展的阶段（2011年后）：2010年底公司的非公开增发项目获批并实施，将触发公司增长重新进入高速增长阶段，且这一阶段至少将持续三年以上。

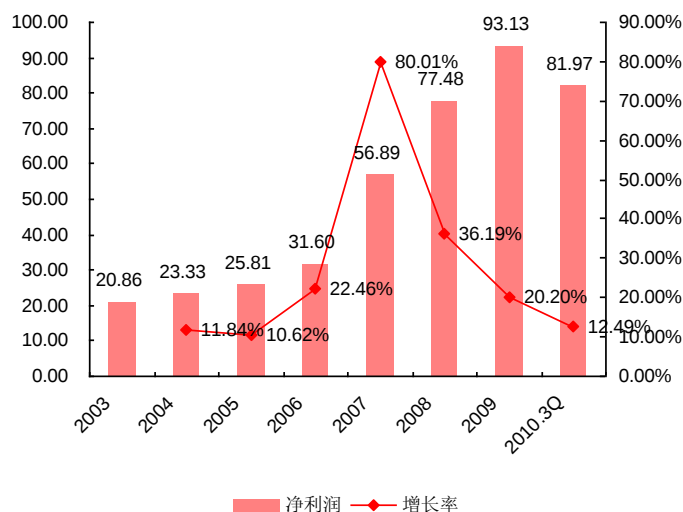
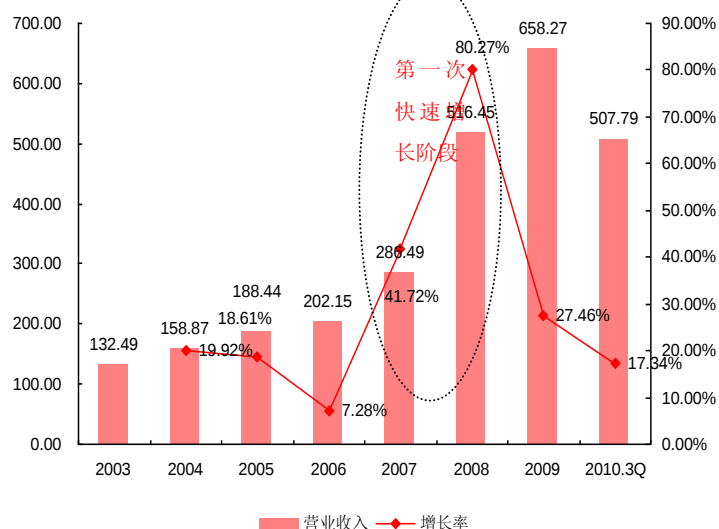
- 募投项目将使得公司与数据通信设备厂商Juniper的合作更为紧密、也将使公司业绩通过4年的时间上一大台阶（根据公告，项目带来的年收入和利润总额是公司09年的2.2倍和3.2倍），使得公司增长重新步入快车道。**更为重要的是，该非公开增发项目将使得公司在业务规模壮大基础上通过收购兼并或参股相关企业、从区域龙头变为全国性企业，进一步实行外延式扩张增长。**此外，该项目也能在一定程度上解决公司近年来出现的在支撑平台、人员上的瓶颈问题。
- 公司的内生增长也将加快。3G网络建设高峰期后，将迎来网络运维和网络优化的高峰期（存量+增量）；运营商竞争加剧、网络向IP化演进、互联网向IPV6演进等因素，将导致电信网络服务外包成为趋势、第三方运维市场规模不断扩大，**运维行业景气度不断提升**；电信运维行业的发展瓶颈主要在于技术维护人员（相当于设备企业的“产能”），海峡学院作为独特的人才培养模式将为公司发展“**扩充产能**”——输送技术员工。在渡过高投入期后，海峡学院2-3年内将实现从成本中心向利润中心转变——相关专业毕业生对技术人员的补充将是公司今后发展的较大动力。

总结：

- （1）**2006-2008年为公司第一次快速增长阶段。**主要刺激因素为公司上市后，依靠大大增强的资本实力和品牌效应，大力拓展省外区域。
- （2）**2011年以后将是公司第二次快速增长阶段。**主要刺激因素为国内运维服务市场需求在总量和深度上大幅提升、公司成功再融资后将扩大规模、公司新的战略布局初步形成，未来发展空间大为拓展，将引导公司业务向深层次延伸。换句话说，在解决了制约发展的关键因素：战略、资金、人员后，公司开始第二次快速发展，将顺理成章。

图 3：公司发展阶段及收入/利润增长情况

单位：百万元

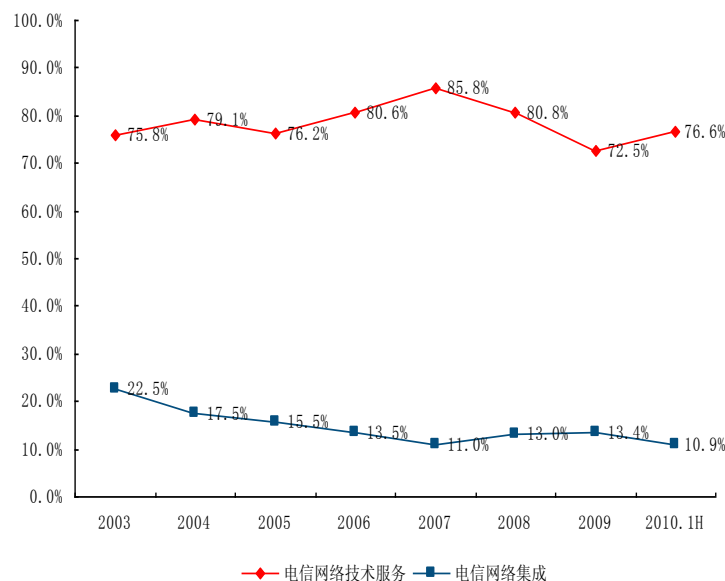
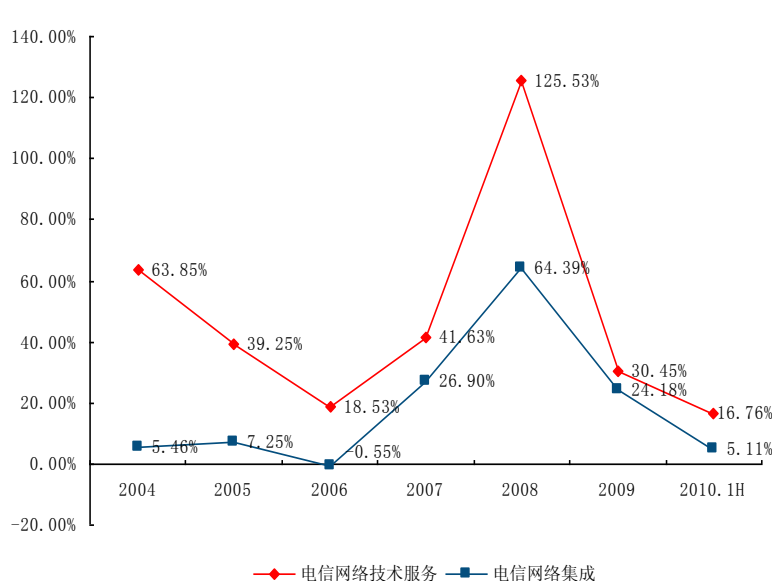


资料来源：中信建投研究发展部

公司注重发展高毛利业务，盈利能力水平较高

公司业务主要分为电信网络技术服务和电信网络集成两类，技术服务的毛利率远高于网络集成的毛利率。从发展战略角度，公司将电信网络技术服务业务作为自身的核心竞争力业务，2004-2009 年复合增长率达到 49.7%(网络集成复合增长率为 19.5%)；网络集成业务毛利率虽然较低，但对公司而言仍具备较大的战略意义：通过该业务公司能够与 Juniper 等设备厂商维系长期战略合作关系，从而能获得更多的电信网络技术服务业务订单，并实现全国业务拓展的战略目标。

图 4：公司分类业务收入增长率和分类业务毛利率情况



资料来源：中信建投研究发展部

网络运维服务行业分析

网络运维服务大致包括网络规划、网络设计、网络优化、设备维护、系统集成等环节。

网络运维服务领域的供应商包括电信运营商下属实业公司(第一方)、电信设备厂商(第二方,爱立信、华为等)、及独立的电信服务供应商(第三方,国脉科技等)。但是无论是第几方,客户均为电信运营商,均是为运营商的网络进行运维服务,不过介入的时间、方式有所不同。我们认为以国脉科技为代表的第三方电信网络运维服务商所占份额将快速提升。

表 1: 电信网络运维服务行业特点介绍、与通信设备行业对比

	电信网络运维服务商	通信设备商
网络参与期	初期规划设计期、商用后的运营维护期	网络建设期
产品	人工服务, 低端: 设备维护、 高端: 咨询、培训等	网络设备
市场空间	存量(现网设备的维护)+增量(新建网络设备的维护)	增量
行业特点	毛利率较高、行业集中度低、竞争程度相对较低	毛利率降低趋势明显、行业集中度极高、竞争非常激励

资料来源: 中信建投研究发展部

运维服务行业整体较快增长

与通信设备行业严重依赖运营商投资、市场波动较大相比,电信网络运维服务行业针对的市场空间是网络“存量+增量”市场,市场需求存在滚雪球效应,市场基本不会有太大的波动,且正常情况下市场空间将随时间推移越来越大。

运维服务市场的增长取决于网络规模的增长和运维外包比例两大因素:

(1) 中国电信运营商的网络规模呈现不断快速发展。移动网络方面,截至 2010 上半年,三大运营商的 2G 和 3G 基站数量已经分别达到 109.4 万、54.5 万,移动网络规模快速增长、并且网络复杂性将在 GSM/TD-SCDMA/WCDMA/CDMA2000 (EVDO) /LTE 多种制式共存下大幅提升;而固网也在向升级(IPV4 向 IPV6 升级)、融合化方向发展。

表 2: 固定网络演进与融合情况

	范畴	实施主体
三网融合	电信网、互联网、广电网络融合;	广电和电信运营商
固定、移动融合 (FMC)	运营商统一利用移动和固定运营商的资源和网络为客户提供电讯服务的方式,服务的内容包括数据、语音、视频及其它运营商可以提供的增值业务。	电信运营商
NGN	使用多宽带及确保服务质量(QoS)的传输技术,是基于分组技术的网络。在该网络内,与服务相关的功能不依赖于与传输相关的基础技术。它能使用户无束缚地接入网络并能促进服务供应商的竞争。	电信运营商
NGB	同时传输数字和模拟信号的、具备双向交互、组播、推送播存和广播四种工作模式的、	广电运营商

可管可控可信的、全程全网的宽带交互式下一代广播电视网络

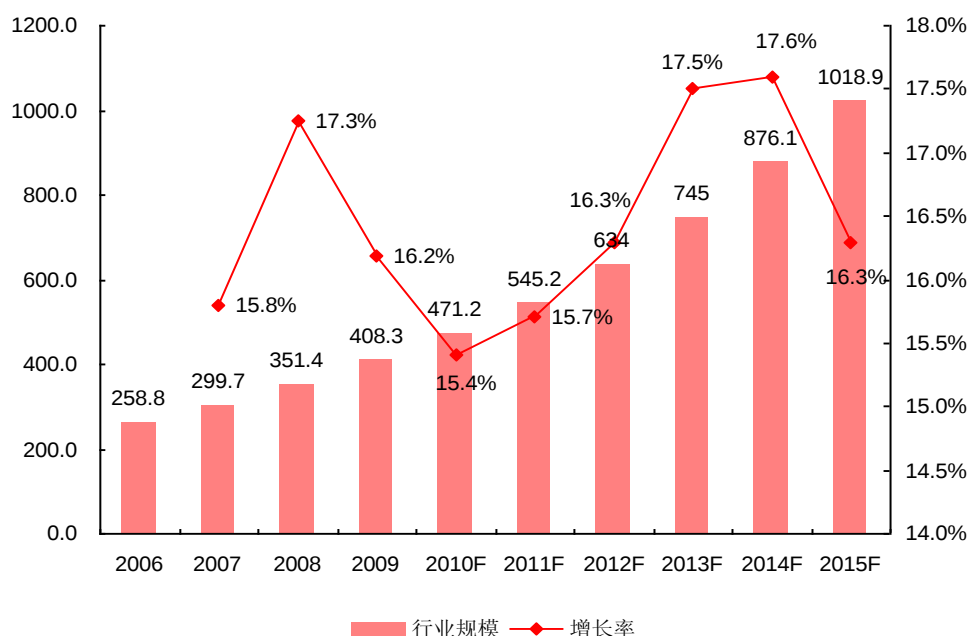
资料来源：中信建投研究发展部

(2) 运营商将加大网络运维外包比例。在网络规模不断大幅增长的背景下，运营商需要加大网络运维业务的外包比例，以侧重核心业务、加快投资回报(ROI)、降低和控制运营成本(OPEX)、提升网络质量、降低投资及网络运营风险和提高总体服务水平等。

整体上，2009年全国运维服务行业市场规模达到了408.3亿元，同比增长16.2%；同时毛利率保持在35%左右，远高于通信设备行业15%-18%左右水平。我们预测中国电信网络运维服务行业在未来的3-5年内将保持较快速增长，复合增长率将达到15%以上。

图 5：电信网络运维服务行业规模增长预测

单位：亿元



资料来源：通信网络运维专业委员会，中信建投研究发展部

行业特点分析

竞争格局：行业集中度将由分散趋向集中

随着移动运营商运维服务采购模式的逐步转变，市场份额逐步向具有较强研发能力、资本实力和全国性系统集成服务能力的企业集中。2007-2009年，中国电信运维服务外包市场的前五名厂商的集中度由39.7%增加到了53.76%，2009年中通服凭借中国电信的大股东背景，占据第一市场份额、达到49.50%，而国脉科技占据第二市场份额、仅为1.62%。目前独立电信服务提供商号称有2500家，市场份额仍较为分散，行业集中度提升空间巨大。未来强势企业通过并购将实现快速扩张、行业集中度将得到提升。

由于国脉科技主要从事高端业务、技术实力较强，并且在市场规模上为领先的第三方运维服务企业，再加

上资本市场使得公司具有较好融资平台和公司品牌，国脉最具有通过并购实现规模快速扩大的实力。

表 3：2009 年电信网络运维服务市场的销售额和份额统计 **单位：亿元**

	销售额	份额
中通服 ¹	202.1	49.50%
国脉科技	6.6	1.62%
国人通信	4.2	1.03%
华盛天成	4.1	1.00%
三维通信	2.5	0.61%
东信网络	2.4	0.59%
杭州纵横	1.3	0.32%
其他	185.1	45.33%
总计	408.3	100.00%

注 1：该表中通服销售额只包括运维服务业务，不包括基建业务。

资料来源：通信网络运维专业委员会，中信建投研究发展部

竞争格局：第三方运维服务比例将提升

目前第三方运维服务份额占比仅占36%左右（考虑到中通服的股权主要为中国电信所有，我们将其列为第一方），从长期看，第三方设备服务提供商在中国将获得长足的发展。原因主要有以下几个方面：

一、运营商下属实业公司往往属于国有企业，在技术、成本、服务质量上往往不如第三方服务提供商。

二、相对于设备制造商，第三方服务提供商有显著的成本优势。我国通信网络设备的厂商数量众多、制式多样，设备制造商一般只负责自有设备的维护；而第三方运维服务提供商具备跨越全网多设备厂家产品、人员复用使得维护成本大幅降低、人员综合调配效率高等核心竞争优势。以设备系统维护服务为例，在招标议标过程中专业第三方通信网络服务厂商报价基本是国外设备厂商的 40%。

三、相比通信设备商出于利益导向、较易倾向提出“多投资、多买设备”的解决方案相比，第三方服务提供商能提供更为中立的设备需求和技术解决方案。尤其国内骨干网的电信服务正在向第三方服务提供商转移。

四、设备厂商在中国建立覆盖全国的维护团队并不经济，委托第三方服务提供商负责系统集成和运维服务，可加快其设备在中国市场的销售。

国脉科技作为第三方运维服务行业的最具优势企业，将极大受益于第三方运维服务比例提升的行业发展前景。

竞争格局：低端激烈、高端有限

在低端业务占行业中占比下降的背景下，电信运维服务行业的市场竞争呈现出两级分化态势，即高端服务竞争有限，而低端服务竞争激烈。

- 低端服务市场竞争较为激烈，使得行业的竞争格局逐渐优化，行业内不具备竞争优势的小规模服务商

将逐渐被市场淘汰。具备技术、品牌、综合服务能力等优势的专业服务提供商将在市场竞争中处于有利地位。

- 高端电信服务市场由于进入门槛比较高，有着技术壁垒高，竞争不激烈的特点，正是所谓的“蓝海”业务。但是由于高端市场的参与者多为跨国大公司或国内大型高端服务提供公司，因此竞争主要表现在成本控制与技术能力上。

作为高端业务的龙头企业，国脉科技的主营业务以高端业务为主(主要从事骨干网、核心网的运维服务)，因此在行业竞争中处于优势领先地位。并且，公司的业务发展将以自身发展向高端纵深突破、以行业并购从高端向低端延伸从而提升自身业务规模。

业务结构发生转变：高端服务占比提升

电信运维服务可以划分为高端和低端服务两个层次。低端支持性服务主要指对于设备的日常养护、管理、非核心设备维修更新等现场服务；高端专业服务包括网络优化、集成与开发、设计咨询服务、人员培训以及业务流程外包等；其他业务主要包括外包人员管理等。

表 4：电信运维服务分类、涉及内容

业务分类	服务范围细分	服务内容
低端支持性服务	系统更新维护	设备的日常养护、管理、非核心设备维修、更新、现场技术支持等服务
	网络优化与核心设备维护	网络（包括无线网络）的优化、安全，核心设备的维护。
高端专业性服务	集成与开发	设备、网络系统的集成以及基础架构之上的系统和软件
	设计咨询	业务、技术、设计、战略、管理、运营的咨询服务
	人员培训	针对系统及软硬件的使用、网络系统使用以及战略、业务、管理、运营等方面的培训
其他业务	业务流程外包	非核心电信业务外包业务，包括人力资源开发与设计等。
	人员管理	外包人员的管理、调控等。

资料来源：赛迪顾问，中信建投研究发展部

我们预测电信运维服务行业高端业务的占比将保持小幅稳定增长。根据赛迪统计，2008 年高端专业性服务占比为 67.6%；而 2011 年预计将达到 68.2%，其中集成与开发的比例将下降，而设计咨询、人员培训、业务流程外包的比例将得到提升。

表 5：电信网络运维服务结构占比变化

	2008	2011F
低端支持性服务	28.5%	27.3%
集成与开发	38.5%	33.1%
网优及核心设备维护	12.8%	15.7%
业务流程外包	7.4%	9.3%
教育培训	4.7%	5.5%
电信咨询服务	4.1%	4.7%

其他业务 3.9% 4.5%

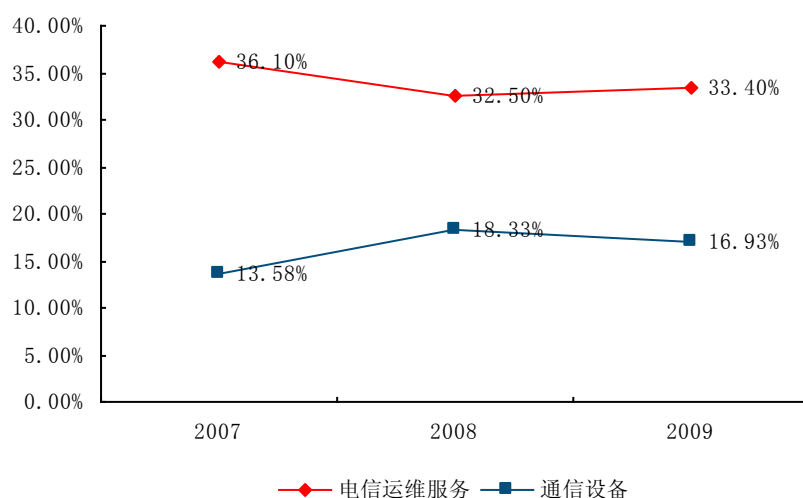
资料来源：赛迪顾问，中信建投研究发展部

国脉科技主营业务中系统集成、核心设备/IP 设备维护、第三方咨询和培训业务均属于行业高端业务，因此公司业务收入增长速率将远高于行业收入规模增长率。

盈利能力：行业毛利率高、市场空间大

电信网络运维服务行业的业务性质（针对已有现网设备和新建网络设备——即存量+增量——的维护业务）、行业竞争程度决定了毛利率相对通信设备（只能针对新建网络设备—增量）较高。数据显示，2007-2009 年电信运维服务行业毛利率始终保持在 35% 左右（包括低毛利率的系统集成、及其他低端网络运维业务；国脉科技的高端运维服务毛利率高达 70% 以上），远高于通信设备 17% 左右的毛利区间（包括了低端的手机、光纤光缆及其他低毛利率的设备业务）。

图 6：电信网络运维服务行业和通信设备行业的毛利率对比



资料来源：通信网络运维专业委员会，CEIC，中信建投研究发展部

此外，在全国网络规模不断增长、演进升级加快、电信运营商加大外包服务比例的推动下，电信网络运维服务行业针对网络“存量和增量”市场，市场发展空间较大。

总结

电信网络运维服务行业的特点为：

- （1） 电信网络运维服务行业将在网络规模增长、运营商加大外包运维服务比例的基础上较快增长，未来几年每年行业增长率将超过 15%；
- （2） 行业竞争格局将呈现：由分散趋向集中、行业集中度将提升，第三方运维服务比例将提升，低端充分竞争而高端有限竞争的发展趋势；

- (3) 业务结构中的高端业务占比将提升;
- (4) 行业盈利能力较高, 存量+增量的业务特点保证市场发展空间较大;

国脉科技作为第三方运维服务提供商的龙头企业, 目前绝对份额还非常低、具备广阔的发展空间; 另外, 公司主要为高端运营维护业务, 因此在竞争格局、业务发展趋势、盈利能力等方面都在行业中具有领先地位。更为重要的是, 公司面对未来行业发展已经制定了新的发展战略, 从而保证长期发展动力。

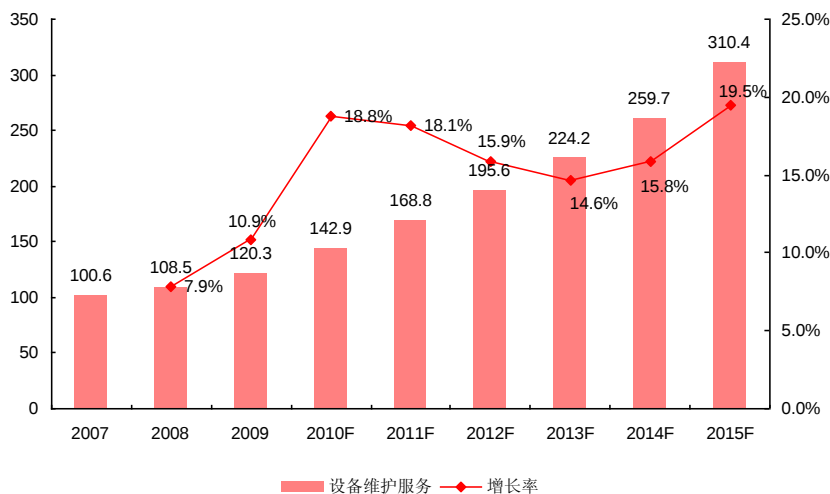
公司确立产业战略发展方向, 保证长期发展动力

在本次调研中, 公司首次系统地披露了最新的发展战略, 确定了发展的两大主线, 及在两大主线下六大方向: 第三方设备维护(设备维护、运营商市场维护、IP 服务, 该类业务直接面向运营商客户)、第三方咨询服务(第三方设计咨询业务、培训、教育产业, 该类业务更多体现公司的软实力)。

设备维护服务有望在绑定设备商、行业并购的基础上快速增长

在网络规模快速增长、电信运营商加大外包服务比例的背景下, 设备运维服务的规模保持较快增长, 2010-2015 年复合增长率达到 17.1%。

图 7: 设备维护行业规模增长情况



资料来源: 通信网络运维专业委员会, 中信建投研究发展部

目前该行业集中度比较分散, 公司在行业中地位占据第二份额(1.6%), 远低于中通服, 但中通服的业务主要集中于低端, 国脉科技与其并无特别直接的竞争。而且, 公司采取了绑定设备商、并购小的运维服务商的业务拓展战略。

(1) 公司集中力量发展“与设备厂商合作获取”的外包业务模式, 从而使公司的业务来源由第一方(运营商)向第二方(设备厂商)拓展。即通过与电信设备厂商(第二方)的合作, 开始承接原由电信设备厂商向电信运营商提供的电信网络技术服务工作, 从而实现丰富业务来源渠道、有效获取新的客户。



- 随着运营商全业务竞争越来越激烈，中通服由于具备中国电信为大股东背景，中通服在与中国移动和中国联通的业务拓展中会遭遇到越来越强的阻碍；由于电信设备厂商在国内市场上的销售一般是跨地域、跨运营商的，公司通过绑定电信设备商拓展业务，则具备可以与不同地域的不同运营商建立业务联系的优势。
- 目前，公司已经与国际知名电信设备厂商如 Juniper、Packet Design 等公司签订了合作框架协议，为公司在更广阔的市场环境里参与竞争奠定了基础。尤其是与 Juniper 的合作，已经获得了较好的效益，目前 Juniper 设备的集成及服务业务（中国区）主要由公司承担。（最近 Juniper 把香港的维护市场也交给公司承担。）
 - Juniper 目前在国内的业务保持 30% 左右增长（07 年 Juniper 与爱立信合作时的份额达到 18.1%）。

表 6：公司与相关设备商的战略合作

2007.5.9	公司与 Juniper 达成战略合作协议，提供系统集成和产品运维服务
2007.10.30	公司与 Packet Design 签订战略合作协议
2008.3.20	与 Teradata 达成战略合作协议，提供 Teradata 产品及解决方案的分销，系统集成，应用开发、技术支持和维护等技术服务
2008.03.10	国脉科技与美国 Force10 公司签订战略合作协议，提供系统集成、技术支持及维护等全面的技术外包服务

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

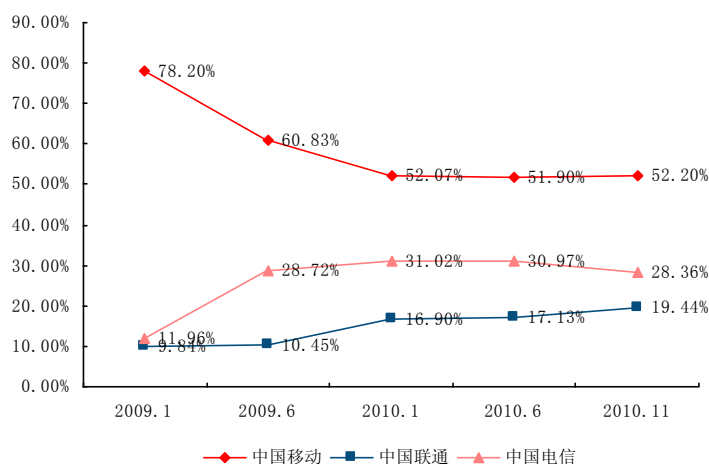
（2）**公司不断拓展服务区域，向全国业务拓展。**公司凭借其强大的技术实力和高质量的服务，顺利完成全国市场的布局，特别在上市以后，福建省业务收入占比已经由 05 年的 64.5% 下降至 2010 上半年的 25% 左右。

- 公司在前期通过与 Juniper 等设备商绑定的战略，快速实现省外业务拓展；
- 设备维护业务的特点决定，以总部为中心的模式将带来较高的人员管理成本，因而公司后续将采取并购当地企业的方式，发展当地业务。目前行业潜在并购对象/竞争对手均开展偏低端业务，公司希望筛选出较好并购对象（最好具备工程资质），保持设备运维服务的较高毛利率。考虑到目前行业相关从业公司达 2500 家、行业集中度极度分散，我们认为在综合考虑并购价格、业务利润率、资质稀缺性、客户可维持性以及业务互补性等相关因素的基础上，并购将有助于公司快速扩张。在设备维护领域，并购将成为公司快速扩大规模 and 市场份额的主要手段。

运营商市场维护业务

公司从事为运营商维持客户市场的业务。随着运营商获得全业务牌照、用户争夺将日趋激烈。2010 年 11 月，中国移动的新增用户市场份额比 2009 年 1 月下滑了 26%、而中国联通提升了 10.4%、中国电信提升了 16.4%。

图 8：三大运营商新增移动用户份额



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

尤其在 3G 用户领域，三大运营商都在同一起跑线，因此都在结合自身优势竞争 3G 业务。

表 7：三大运营商 3G 业务发展优势劣势分析、用户发展状况及目标

	优势	劣势	峰值下载速率 (Mbps)	2009 年底 3G 用户数(万)	2010.5 月 3G 用户数 (万)	2010.11 月 3G 用户数 (万)	2010 年 3G 用户数目标
中国移动	资金规模大,移动业务基础较好	TD 产业相对不成熟	2.8	341	932	1883.5	新增 1000 万
中国联通	WCDMA 产业非常成熟 (拥有 iPhone 强势终端)	N/A	14.4	274	652.8	1277.6	新增 1000 万、每月新增 100 万
中国电信 ¹	CDMA 3G 网络能够实现平滑升级,投资规模相对较小	移动业务基础和规模相对薄弱	3.1	500	577	1000	新增 800 万(移动用户目标新增 3000 万)

注：中国电信数据为 2010 年 10 月数据

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

而在海南和天津已经于 2010 年 11 月 22 日启动携号转网后，三大运营商的用户竞争将更加激烈。

在竞争加剧的背景下，运营商可以通过与网络虚拟运营商（MVNO）等企业的合作，可以有效的寻找到新的利润增长点。同时还可以借助 MVNO 的品牌将移动业务渗透到更广泛的行业领域；同时网络虚拟运营商可以凭借其对用户需求的深刻认识以及更加贴近用户等优势，提供有针对性的移动互联网增值服务，以实现为用户提供更加优质、个性化的服务。

- 根据 OVUM 报告，全球 MVNO(移动虚拟运营商)用户数量预计到 2015 年，将会从 2009 年原本的 5260 万户增长到 8560 万户，复合年增长率(CAGR)为 8.5%。



表 8：全球重要的网络虚拟运营商情况

Vodafone	2010 年 1 月，网络电话 VoIP 服务提供商 Truphone 与沃达丰公司日前达成协议，双方联手推出新的移动虚拟运营商(MVNO)——Truphone Local Anywhere。
香港	2001 年首次颁发虚拟运营商牌照，归定基础网络运营商 30%的资源可由虚拟网络运营商经营
法国	法国最大的虚拟运营商 Virgin 在 2008 年 8 月宣布用户数超过 100 万。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

公司计划在该领域内最终成为虚拟运营商、并为相关用户提供移动增值业务。公司由原有的网络运维服务业务向网络虚拟运营商业务拓展，有助于与运营商实现战略共赢、并拓展业务的蓝海领域，我们预计公司将于 2011 年开始形成较好业务开展模式、并开始逐步突破。

IP 业务

随着用户需求多元化导致对网络资源占有率不断提升，传统网络的用户资源独享机制（即电路交换机制）必须向用户资源共享机制（即 IP 分组机制）转变。接入网、承载网、核心网以及应用层等各个层面，都在向 IP 进行演进。

表 9：各层网络 IP 化情况

接入网 IP 化	移动接入网：由语音通话向移动互联网业务、大数据量业务转变；2G 向 3G/4G 演进； 固定接入网：由同轴电缆、双绞线向光纤宽带接入 FTTx 演进
承载网 IP 化	SDH 向 MSTP/PTN 网络演进
核心网 IP 化	向 NGN/IMS 演进
应用层 IP 化	视频：IPTV；语音：VoIP
架构深层次 IP 化	物联网、云计算（IaaS、PaaS、SaaS）

资料来源：通信网络运维专业委员会，中信建投研究发展部

IP 化进程会伴随着更多新设备的投入（对国脉科技而言，意味着更多的系统集成订单），后续必然产生大量的运维服务需求；与此同时，网络向 IP 化演进将使得 IP 网络安全和新的架构体系下（云计算等）数据存储的需求将大幅增加。

公司与 Juniper 的合作再次增强了在 IP 业务中的优势。公司已经获得了中国电信核心网较多省份的运维服务项目。公司本次募投项目的“国际电信外包服务中心”将是完成对 Juniper 前期的承诺，后续 Juniper 将进一步大幅加强与公司的合作（公司已经拿到 Juniper 香港的设备维护业务、以及 2010 年拿到了 Juniper 的认证培训业务）。

- Juniper 在 2007 年以前与爱立信进行 OEM 合作，Juniper 与爱立信在高端路由器的市场份额之和达到 18.1%。由于双方在设备研发领域存在竞争关系，2007 年以后 Juniper 与公司签订了战略合作协议。
- 公司与 Juniper 战略合作的系统集成业务，在财务上为公司带来了较好的经营现金流，起到了银行杠杆的作用。

除了网络路由器业务，Juniper 业务收入中 26%占比来自网络应用服务（包括业务网关、防火墙、VPN 解决方案、网络流量负载监控/防攻击、业务加速、身份控制等）。

此外，公司也在加强自身在云计算的战略部署。公司在 2010 年 3 月收购了在云计算数据存储领域具有较好技术储备和发展前景的上海圣桥科技 20% 股权，为在云计算领域爆发性发展进一步加强战略布局。

- 上海圣桥是一家拥有 100% 自主知识产权的 IP 存储专业厂商，具备多项国内领先、国际一流的研发成果，并提供包括 NAS、IP-SAN、IP-STOR（统一存储）等全系列 IP 存储产品和软件。上海圣桥 2010 年 6 月入围上海市科技委云计算相关项目“PB 级海量存储系统的关键技术研究与应用示范”。

公司的非公开增发募投项目——电信网络技术服务基地将主要用于 IP 服务项目，将进一步加强公司与 Juniper 等厂商在 IP 服务上的合作，并在系统集成、网络设备运维、Juniper 的资质认证培训方面成为整体方案提供商，具备广阔发展前景。

从长期战略看，公司期待在 IP 服务方面能够成为整合各家解决方案、提供基于国脉科技整合方案的龙头企业。随着电信网络在加速向 IP 化演进，我们预测公司 IP 服务的收入将加快增长。

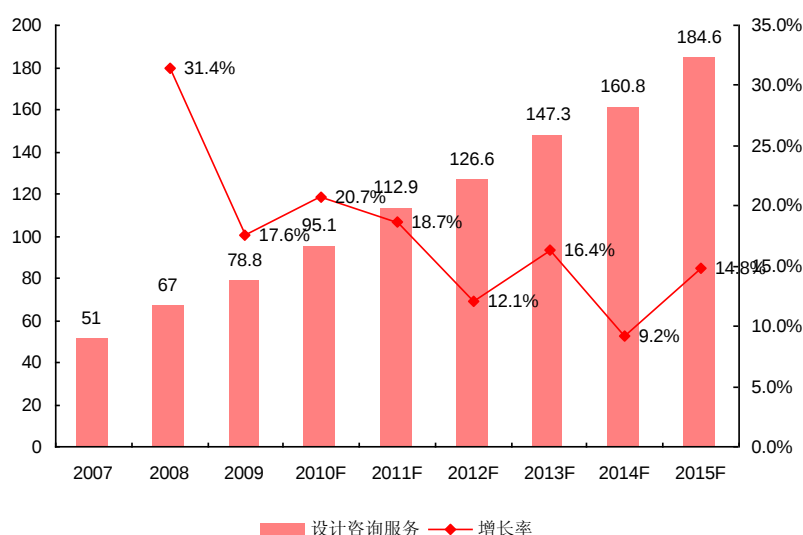
第三方设计咨询业务

行业发展空间大、竞争尚不激烈

设计咨询业务属于利润率较高的“知识外包”业务。目前在咨询业务领域，具有以下特点：

第一，行业规模较快速增长、市场需求远未达到饱和。根据预测，2010-2015 年设计咨询子行业规模将保持稳定增长、复合增长率达到 15.2%。

图 9：设计咨询服务的规模增长情况



资料来源：通信网络运维专业委员会，中信建投研究发展部

从业务驱动力的角度，设计咨询业务将主要来自 3G/2G 以及固定接入网、传输网的设计服务需求。其中网络末端设计服务需求增长更快。目前看，在电信运维服务各项业务中，咨询业务向上走的趋势明显，例如 2011 年开始，准 4G 的 LTE 业务开始较大规模的试点，咨询服务将走在前面；

第二，行业集中度很低，行业竞争并不激烈

目前，从事通信网络设计咨询业务的企业达几十家，但较多属于小规模公司。目前比较大的几家包括：中通服下属的浙江设计院（华信）、广东设计院，联通下属的郑州设计院，中国移动设计院（北京）等，其中国内最大的华信院，10年收入超过7亿元，但在目前总规模近百亿元的国内咨询服务领域，市场份额也仅占7%。而国脉科技10年咨询服务的总收入预计超过1亿元，市场份额仅在1%左右，如果发展战略得当，未来发展空间会很大。

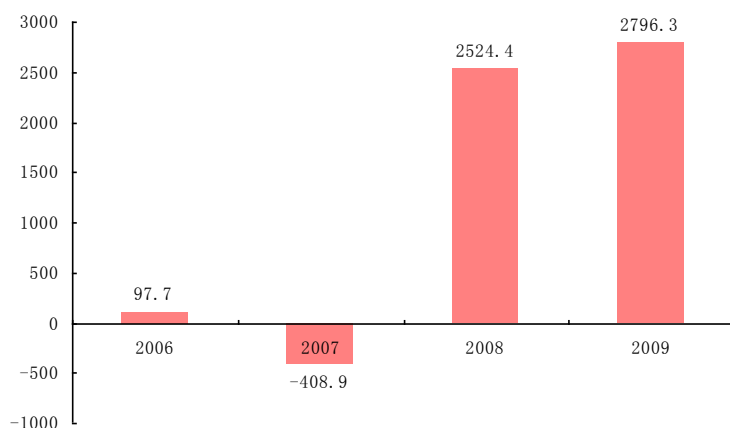
由于咨询业务含金量高，市场需求旺盛，目前竞争并不激烈。例如具有中国电信背景的中通服下属的浙江院，其收入的60%来自于中国移动。但是未来三大运营商的全业务激烈竞争，必将导致运营商在可以选择的情况下，更倾向于选择第三方的咨询设计公司，而不是竞争对手的公司，这使得国脉科技等第三方公司获得更多的拓展机会和市场份额。

公司将从2011年开始，咨询设计业务实现快速增长

过去几年，公司咨询设计业务主要以收购联通的黑龙江设计院为依托开展。2007年12月公司收购并增资黑龙江国脉设计公司（已更名为国脉通信规划设计有限公司）的51%股权、2010年4月收购剩下另外49%股权以后（两次股权收购共投资2亿元），公司的第三方设计咨询业务主要以国脉通信规划设计公司为主开展。同时，凭借其工程设计全国甲级资质，业务范围在积极向全国拓展。该子公司在2007年被公司收购以后，利润得到快速增长，净利润由2006年的97.7万增长至2009年的2796.3万（08年收入6270.6万元）。

图 10：子公司“国脉通信规划设计公司”的利润情况

单位：万元



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

- 目前公司所有咨询设计相关人员达500多人，人均利润较业内同类公司高出30-50%。
- 预计国脉通信规划设计公司2011年总部将移迁至类似于北京、上海一类的大城市或沿海城市，此举将使该子公司完成去区域化过程，以便更好地开拓全国市场。未来公司业务也将由黑龙江区域（尤其在黑龙江联通的份额达到了70%-80%），以及已经进入的辽宁、山西、广东、福建等省进一步向其他省市拓展。未来公司将在同一省份份额扩大，和地域扩大上双管齐下。

基于公司在设计咨询领域具有的技术和人员等核心优势，以及市场竞争并不十分激烈，我们认为公司在此业务领域发展空间很大，目前最关键的是要加强市场拓展能力。随着子公司国脉通信规划设计公司业务持续向

全国拓展，第三方设计咨询业务将保持稳定较快增长。我们预计 2011 年及未来几年，公司在第三方咨询服务方面将取得重大进展，获得较好收益。并有望经过几年时间，收入规模由 1 亿元级别、进展到几亿元级别规模。如果公司能够幸运地再次收购到类似于黑龙江设计院这样的并购对象，则公司在此领域将实现跨越式增长。

第三方培训业务：

电信运维服务行业的性质（网络复杂度极高、网络可靠性/不可中断性的要求极高）决定了每年需要大量具备相关资质的从业人员。公司凭借自身多年在运维服务行业处于高端业务领先者的优势，开展培训业务将进一步确立公司的品牌优势。公司的培训目前主要通过高校合作培训、行业协会培训等方式开展。

- 公司提出的培养“实用型”本科人才的培养模式，被教育部认可，其与福建工程学院合作、已被教育部确定为全国培养“卓越工程师”的试点单位。
- 公司与中国通信协会运维专业委员会合作，由公司来进行培训、培训费进行分成。培训内容包括网络优化、线路维护、传输业务、数据业务、IPV6 等，除直接的培训费收入以外，该类培训对拓展公司市场影响力、提升行业地位、培养潜在合作对象很有帮助。
- 公司本次非公开增发募投项目中包括“认证培训中心”项目，将大幅提升公司在培训所需的软硬件设施和培训人员规模；培训内容也将从电信运维服务拓展到整个 TMT 产业。

我们预计公司的第三方培训业务在募投项目达成后（2013 年以后）有望每年能够实现培训 1 万人的规模，预计 2011 年人员培训规模为 3000 人，2012 年为 5000 人；预测 2011 年有望实现 1000 万元利润、2013 年利润将超过 3300 万元。

教育产业：

公司于 2008 年从大股东手中收购福州海峡职业技术学院，并以此为基础开展教育产业。公司已经在海峡学院中投入较大资金建设软硬件环境：在 10 年建立了二十多个实验室、已经累计投资了 1.5 亿元；并将后续通过征地 500 亩、建立 15 万平米的教育设施，预计 2012 年 9 月启用新校址。

公司将通过合理课程改造（增强通信相关课程设置，尤其增强网络运营维护相关的课程），建立“南方的邮电学院”。与上市公司相结合，海峡学院的办学具有以下特点：

- 人才双向流动：海峡学院通过将与公司主营业务相关专业的毕业生输送到公司实习或就业（预计 2011 年将有通信相关专业毕业生），为上市公司提供优质人才后备队伍；而公司将资深员工送往高校开展教学、科研业务，从而稳定中高端员工队伍。（公司已有 100 多人到海峡学院讲课）。
- 办学形式上可以实现逆向教育：上市公司作为全资股东，可以根据企业发展需要，进行有针对性课程改造，将学院的教学课程与公司的培训流程接轨，有针对性的培养相关人才、打造公司未来发展的“发动机”。（2006 年技术和研发人员是 407 人，而 2009 年员工为 1510 人，人员增长 271%；而同期内，收入增长 229.1%。考虑到 2009 年、2010 年公司在针对新技术的研发储备情况，我们认为人员增长和收入增长基本保持匹配，符合外包服务行业的特点，并充分证明了人员储备对公司业务发展的重要性。）



- 科研反哺：公司通过把企业相关研究成果以海峡学院的师生人力进行进一步研发推广，发挥公司在先进的通信实验室、双师型（工程师与教师）的师资队伍、贴近现网的实训环境等方面的优势，实现降低公司研发费用、锻炼学生成长的目的。

通过上述特点，公司计划将海峡学院培养成校企结合的典范。上市公司通过于把设备运维和咨询业务通过学校的师生人力开展，从而降低人力成本。

此外，海峡学院本身的学费收入本身也将创造较大利润。公司目前为专科学校，学生不足四千人，但报到率和就业率均超过了 90%。目前公司正在筹备专升本，我们预计公司将于 2012 年启用新校址、2013 年申请获得本科办学资质、2013 年将有本专科学生共 1 万人；考虑到目前全中国独立学院本科学费 1.5 万元/年、学费收入 50%上交母校的情况，我们预测学费收入至少将有 50%利润率、2013 年教育产业仅来自学费方面的利润将达到 5800 万元。（由于目前仍是大专资质、学生规模较少、教育场地租借的原因，2009 年海峡学院的净利润约为 200-300 万元左右）。

总结：海峡学院将能够为公司培养实用型人才、降低人力成本（研发成本和师资成本）、稳定并吸引中高端人才、并在学费收入上较好贡献业绩，是公司发展至关重要的环节。

非公开增发募投项目

公司本次非公开增发计划不低于 11.78 元/股、非公开增发 3000-5000 万股，募集资金净额不超过 4.8 亿元，用于投入建设电信网络技术服务基地（二期）项目。公司于 2010 年 6 月申请增发、2010.12.02 增发申请通过、2010.12.21 增发正式批准，我们预期公司将于近期增发完成。

表 10：公司非公开增发募投项目

国际电信外包服务中心

认证培训中心

技术支持中心

技术研发中心

容灾备份中心

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

公司该次非公开增发募投项目将建设一个设施完备、管理先进、软硬件条件完善、与国际接轨的电信外包服务基地，达到服务区域的扩展、服务类别的扩展、服务产品的扩展。从而实现：第一，面向全国市场，满足下一代通信网络维护需求；第二，成为与公司合作的多家国际设备厂商的中国区服务总部(尤其将深化公司与 Juniper 合作)；第三，为维护工作提供不间断支持和系统数据安全备份；第四，与国际厂商接轨的技术研发。

与其他同类募投项目相比，该项目具有很高的投资回报率。项目建设期为四年，建设一年后可投产。项目达产年预计可实现销售收入 14.4 亿元，利润总额 3.93 亿元，项目全部投资财务内部收益率税前为 34.98%；总投资收益率为 55.28%，投资回收期 4.74 年（含建设期）。

从业务方向角度，该项目主要用于发展公司的 IP 服务业务。一方面，我们认为该非公开增发募投项目将成为公司再次快速发展的发动机（该募投项目盈利带来的年收入和利润总额是公司 09 年的 2.2 倍和 3.2 倍），将使公司业绩通过 4 年的时间上一大台阶，使得公司增长重新步入快车道；另一方面，募集资金使得公司获得了

充足的营运资金；此外，该非公开增发项目也将使得公司在业务规模壮大基础上通过收购兼并或参股相关企业、将业务向全国进一步加深拓展，实行外延式扩张增长。

公司核心竞争力分析

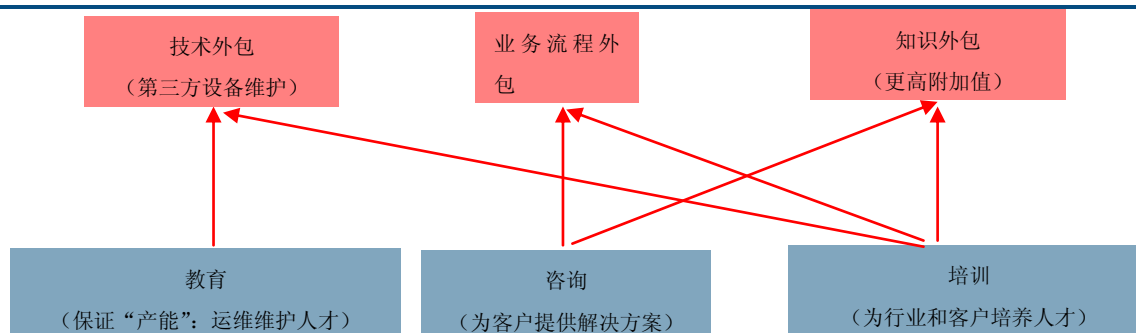
我们认为公司的核心竞争力主要体现在以下方面：

1. 凭借公司多年的研发和市场方面的投入，公司是唯一的覆盖全网络、能够针对所有网络设备提供运维服务的专业运维提供商。
2. 公司目前占据行业第二市场份额，但目前 1.6% 左右的市场份额具有广阔的拓展空间。公司将凭借准确的业务发展战略、行业并购、以及蓝海业务领域的发力，有望大幅提升自身的业务规模 and 市场份额。
3. 公司具有清晰的业务战略方向，能够结合运维服务行业的发展规律定位自身的发展方向。公司目前定位高端运维服务业务，靠并购向低端业务拓展、同时向咨询、培训、IP 服务、运营商市场维护、以及教育等高端产业延伸。即通过并购提升规模效应、靠自身向高端业务拓展提升公司核心竞争力并保证盈利能力。

我们认为公司最新披露的发展战略在两个维度上都符合行业发展规模，将保证公司长期发展动力：

（1）电信运维服务行业的核心在于“以人为本”。公司的战略规划为各个业务发展环节培养人才：

图 11：公司战略与行业业务发展趋势相对应



资料来源：中信建投研究发展部

（2）第三方运维服务正在由技术外包向业务流程外包、知识外包等附加值更高的环节延伸（根据前述预测，2011 年流程外包、培训、咨询的业务占比将比 2008 年分别提升 1.9%、0.8%、0.6%）。根据公司战略，国脉科技将成为综合技术服务商，能够提供从系统维护、到集成开发、到网络优化、到设计咨询整个网络服务提供链条上的各项服务、将能够有更大的利润空间。

他山之石——相关行业巨头公司的发展策略也证明了公司战略的前瞻性优势：

- 爱立信的运维服务业务收入占比由 2005 年 15.5% 提升到 2009 年 27%，2005-2009 运维服务的收入复合增长率达到 23.8%（远高于总收入 7.7% 的复合增长率），从而有效抵御了电信设备市场价格战带来的冲击；

- IBM 在 2000-2009 年进行了业务大规模转型，从 IT 硬件厂商转为高端系统、服务和软件的综合解决方案提供商；2009 年服务和软件收入各达到 42%，远高于硬件收入 7% 占比。

表 11：IBM 业务转型的相关举措

2002	将硬盘业务出售给日立
2002	收购普华永道咨询公司
2005	将 PC 业务出售给联想
2007	将打印机业务出售给理光
2009	提出“智慧的地球”

资料来源：中信建投研究发展部

4. 公司具备与 Juniper 战略结盟的独一无二优势。公司的现金流将通过集成 Juniper 设备得到有效保证，并且高端维护业务尤其是 IP 维护服务将凭借 Juniper 在高端路由器的份额得到较好保障。
5. 公司“咨询+培训+教育”的综合服务模式，具备独一无二鲜明特点；而教育资质、咨询资质的较高门槛也保证了该模式具备不可模仿性。
6. 公司在并购扩张和吸纳人才的过程中，具备较好的团队整合能力。公司成功并购了黑龙江设计院，打开了北方乃至全国市场；同时，公司也大胆吸纳来自爱立信、阿朗等设备商的高端人才并能够有效发挥长处、避免了与原有人员的文化冲突。
7. 公司开展教育产业是独特的优势。随着海峡学院开始输送通信工程相关专业毕业生、并在 2012 年开始专升本，公司的运营维护业务的“产能”将得到优质补充。由于教育产业的周期相对较长，我们预计 2011 年开始将会给公司的人才培养提供源源不断的动力。
8. 公司已经在电信运营维护行业具备较好品牌地位。公司的市场份额列居第二，同时作为唯一的本土服务商，公司 2007-2010 年连续四年获得“中国通信产业技术服务奖”。

盈利预测

我们认为，公司新的战略布局初步形成，在两大主线、六个方向的战略发展指引下，未来发展空间大为拓展。

预测前提：

1、对公司分项收入预测假设：

- 1) 系统集成：预测 2010-2012 年将保持稳步增长、2012 年将达到 3.9 亿收入，同时毛利率保持稳定；
- 2) 电信网络技术服务：预测 2010 年增长 15%、2011-2012 年在不考虑非公开增发带来的增长前提下保持平稳增长；同时保持 75% 左右高毛利率水平。
- 3) 非公开增发募投项目：我们预测公司将非公开增发 3200 万股。将在 2011 年以后开始贡献收入，按照募投项目收益计划，我们预测 2011 年、2012 年将新增收入 1.5 亿元、4 亿元、毛利率在 55%

左右；

- 4) 第三方培训：预测 2012 年将达到 3670 万元收入，并保持较高毛利率；
- 5) 教育产业：在 2012 年以前收入规模较小、校舍基础设施租借导致等毛利率较低；2013 年开始随着专升本成功，收入将大规模增长，同时毛利率在启用自有学校新设施的前提下开始大幅提升；
- 6) 我们暂时不考虑公司可能的收购带来的收入和利润增长；

2、三项费用率：非公开增发将有效降低公司的财务费用率，收入的大规模提升将在 2011 年开始有效降低公司的管理费用率；预计 2012 年三项费用率达到 23.5%(2009 年三项费用率为 26.31%)。

3、在公司 2010 年 4 月收购黑龙江设计院 49%股权以后（目前已拥有其 100%股权），公司的少数股东权益占比将大幅减少，预计 2012 年少数股东权益占总净利润比例为 7%（2009 年少数股东权益占比为 15.8%）。

我们预测公司 2010-2013 年实现收入分别为 7.56、10.33、13.82、18.61 亿元，同比增长 14.9%、36.6%、33.7%、34.7%；归属母公司净利润分别为 1.09 亿、1.92 亿、2.92 和 4.36 亿元，同比增长 16.8%、76.8%、51.7%和 49.4%；EPS 分别为 0.27 元、0.48 元、0.73、和 1.09 元；假设公司非公开增发 3200 万股，则 2010-2013 摊薄后 EPS 分别为 0.25、0.45、0.68、和 1.01 元。

表 11：利润表预测

单位：百万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	516.45	658.27	756.06	1033.12	1381.18	1860.94
增长率	80.27%	27.46%	14.86%	36.64%	33.69%	34.74%
减：业务成本	258.59	353.29	404.17	535.31	682.37	879.53
营业税金及附加	12.40	13.20	15.12	20.66	27.62	37.22
毛利率	49.93%	46.33%	46.54%	48.19%	50.59%	52.74%
销售费用	34.23	40.61	46.12	57.85	77.35	102.35
管理费用	97.08	126.12	142.90	187.20	241.71	308.92
财务费用	6.07	6.43	7.56	3.10	5.52	14.89
三项费用率	26.60%	26.31%	26.00%	24.02%	23.50%	22.90%
资产减值损失	1.72	4.90	8.00	5.00	5.00	5.00
加：公允价值变动收益	-0.62	3.66	4.00	4.00	4.00	4.00
投资收益	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.76	117.39	136.19	227.99	345.60	517.03
加：营业外收入	2.43	6.93	5.00	7.00	7.00	7.00
减：营业外支出	1.23	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
利润总额	106.97	124.19	141.06	234.86	352.47	523.90
减：所得税	13.70	13.61	16.79	25.83	38.77	57.63
净利润	93.27	110.58	124.27	209.03	313.70	466.27
归属母公司净利润(百万元)	77.48	93.13	108.74	192.31	291.74	435.96
增长率	36.19%	20.20%	16.76%	76.85%	51.71%	49.43%
少数股东损益	15.79	17.45	15.53	16.72	21.96	30.31

资料来源：中信建投研究发展部

估值与投资评级

公司未来主要的增长点在于：

- (1) 非公开增发募投项目将逐步释放业绩，使得公司业绩通过 4-5 年时间上一个大台阶；
- (2) 公司将寻找较好的收购兼并对象，进一步实现业务在全国范围内布局、提升自身市场份额、壮大业务规模（在盈利预测中未考虑，如果实现，则业绩将大幅超预期）；
- (3) 第三方培训和教育产业等新业务将在 2013 年以后将成为公司新的增长点、加速推动业绩增长；

按我们的预测，公司 2011-2013 年 3 年净利润的 CAGR(复合增长率)高达 58.9%（未考虑可能的并购带来的业绩增长）。考虑到公司业务的广阔拓展空间和业绩快速增长速度，我们给予公司 2011 年 50 倍 PE（按照摊薄后 EPS），6 个月目标价 22.5 元，上调评级至买入。如果公司后续开展较大规模的并购动作，则增长速度将进一步超出我们上述预测；建议密切关注公司的募投项目进展和后续行业并购动作。

风险分析

公司股价可能存在的风险因素主要包括：

1. A 股（包括 H 股）市场系统性风险；
2. 公司的在业务以及规模快速扩张的过程中，抗风险能力。同时公司管理层在快速扩张过程中，必须对业务战略、团队整合、现金流管理等方面具有较好的管理能力和执行力。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

分析师介绍

戴春荣：戴春荣：北方交通大学工学硕士，通信、传媒行业首席分析师，TMT 组组长。曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2010 年通信行业最佳分析师第三名，2010 年“水晶球”通信行业最佳分析师第二名。

袁兵兵：清华大学通信专业硕士，通信行业分析师，4 年通信行业工作经验，2010 年《新财富》通信行业上榜团队、“水晶球”通信行业第二名团队的核心成员。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。