

通信设备

国脉科技 (002093. SZ) / 17.75 元

主流设备商服务市场的挑战者

事 项

国脉科技调研

主要观点

一、公司一体化发展定位与发展理念有利于培育公司核心竞争力

首先，公司坚持“两条主线、六大方向”的发展战略，即以电信网络技术服务和系统集成业务为两条主线，以第三方设计咨询，第三方培训业务、教育产业、设备服务、市场服务、IP 服务为六大方向进行业务发展战略定位，以灵活的机制和具有驱动力的合作平台引入了一批具有国际国内运营商及设备商从业背景的资深专业人士，成为国脉科技业务拓展及产业链延伸的重要支撑，并在实践中打造了高素质的工作团队，这为公司长远的竞争力提供了保证。

其次，公司成为国内可以提供覆盖全网络、全设备的第三方运维服务提供商。在设计咨询领域，通过收购国脉设计院，拥有通信行业勘察设计甲级资质，对全国开展技术咨询服务工作提供保障；系统集成业务上，公司具备了国家计算机信息系统集成资质、电信增值业务相关经营许可证，业务涵盖了 IP、宽带数据通信、安全存储等领域的方案及服务提供。目前公司可为电信运营商提供独立于设备销售外的全方位的技术服务，如为保障电信网络安全稳定、高效运行的运维服务，为运营商发展战略、网络规划及建设方案提供的设计咨询服务，以及针对运营商部分重复性的非核心业务提供的业务流程外包服务和人力资源外包服务等。

二、“电信设备系统集成服务带动电信网络技术服务”的发展模式形成双轮互动效应

公司通过与国际知名的电信设备厂商进行合作，以电信网络集成业务为切入点，在为电信运营商提供各种电信设备集成服务的基础上，逐步从事由电信设备厂商控制的电信网络高端设备的运行维护工作，进入具有较高技术水平和进入门槛的电信网络技术服务，而电信网络技术服务的服务质量和服务品牌得到认可后，会进一步得到电信运营商和设备商的认可，电信设备集成服务规模会进一步扩大，从而形成良好的滚动效应。

三、获认可的服务品牌赢得，电信网络技术服务业务增长迅速，逐步成为核心

运营商对服务外包的需求越来越大，要求越来越高，技术优势、服务能力、成

证券分析师： 高利

执业编号： S0360209120018

联系人： 马军

Tel： 010-59370856

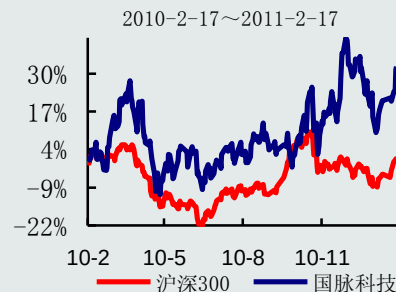
Email： majun@hczq.com

投资评级
投资评级： 推荐

评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	43250
流通 A 股/B 股(万股)	33466/0
资产负债率(%)	50.91
每股净资产(元)	1.16
市盈率(倍)	93.65
市净率(倍)	15.30
12 个月内最高/最低价	23.93/11.6

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

本优势以及较强的响应速度成为关键。目前公司的服务得到电信运营商的高度认可，在业内树立了国脉品牌，服务质量为公司赢得了更多的客户和市场，服务区域不断扩大，在东北以及我国的沿海地区已经形成了较好的产业布局并呈现稳步增长的态势。包括上海市、江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省及山东省在内的华东地区是公司主营业务收入的主要来源。电信网络技术服务业务增速迅猛，年复合增长率 40%以上，同时在主营业务收入中的比重逐年提高，从 2007 年的 49.68%升至 2010 年的 54%左右，已逐渐成为公司最核心的业务和最重要的收入来源。

四、增发项目为公司可持续发展扩张提供保障

随着公司规模快速扩张，服务能力、技术层次制约了公司业务的发展，本次公司增发募集 4.76 亿元，用于公司电信网络技术服务基地（二期）的建设以及收购、兼并或者参股相关企业，将解决公司的规模瓶颈。按照公司预测，建设一年后可投产，项目达产年预计可实现销售收入 144,060.92 万元，利润总额 39,175.93 万元，总投资收益率为 55.28%；项目资本金利润率为 46.67%。

海峡学院为公司面向全国运营商市场，拓展针对下一代通信网络（NGN）电信服务业务提供技术支撑；同时提供开展国际先进的电信服务外包业务的必备条件，建设国际专业通信设备厂商的中国区服务总部，为与国际设备厂商合作开展维护支持、认证培训、研发外包等高端技术服务提供必要的条件，从而满足公司未来规模扩张的要求，同时还可以解决公司高端人才的去向。配合公司海峡学院对公司人才建设的支持，进一步提升公司的服务能力，同时延伸出来的与设备厂商合作的业务模式也将带来新的增量收入，公司的业务范围从以福建省为主辐射至全国，有望成为全国性龙头企业，为公司可持续发展提供有力保障。

五、IPv6 与云计算发展将为公司带来相关机会

IPv6 与云计算的趋势日益走近，成为未来市场业务和收入的来源之一，目前 IP 规模受制于运营商发展，未来超规模发展可能会带来大的机会，核心网真正迎合未来发展趋势的话，投资需求会激增，目前公司已与美国包括 Juniper、Teradata、Packet Design、Force10 Networks 在内四家公司签订了合作协议，增强了在 IP 业务中的优势。尤其与 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，未来将会和思科、华为这样的企业进行直接竞争，直接切入高端路由器服务市场服务。

公司收购上海圣桥科技 20%股权，不排除未来在上海圣桥科技突破重大技术的时候进行增持，将使公司在云计算领域的发展加大了技术储备和战略布局，成为未来潜在的利润贡献者。

六、其他需要关注的一些事情

目前，福建省内主要维护服务设备为华为，其余大部分为爱立信，我们预计未来在核心网维护方面，除了华为、中兴外，目前还是国外厂商为主，当国外设备厂商的利润空间被压缩的话，那么公司在网维服务市场有可能机会，也就是说未来考虑的竞争者应该是国外爱立信等厂商设备。

不排除公司未来发展会实施并购，当重点为工程公司时，有了这个资质的话，那么第三方设备维护竞争对手就是中通服，因此要看公司并购的时机是否合适。

公司已在福州市经济技术开发区（马尾区）取得 193.35 亩土地作为项目建设用地，成本为 23 万元每亩，目前每亩市场价格达到至少 200 万元，增值潜力可期。

七、对公司给予“推荐”评级。

预计 2010 年、2011 年、2012 年三年 EPS 分别为 0.30、0.51、0.77 元，当前股价对应的 PE 分别为 52、30、20 倍。

风险提示

公司战略实施步骤缓慢、募集资金使用效果未达预期、网维市场竞争激烈

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	539	775	953	1306
现金	204	381	456	655
应收账款	140	148	183	268
其它应收款	21	40	42	57
预付账款	56	66	82	102
存货	112	137	184	215
其他	7	4	6	10
非流动资产	321	319	335	357
长期投资	0	0	0	0
固定资产	155	147	140	133
无形资产	9	10	10	10
其他	157	162	185	214
资产总计	860	1094	1288	1663
流动负债	278	387	351	386
短期借款	104	198	110	108
应付账款	51	49	59	80
其他	123	140	182	198
非流动负债	2	1	1	-2
长期借款	0	0	0	-4
其他	2	1	1	2
负债合计	280	388	353	384
少数股东权益	68	90	129	187
股本	267	401	401	401
资本公积金	4	4	4	4
留存收益	241	212	402	688
归属母公司股东权益	513	616	806	1092
负债和股东权益	860	1094	1288	1663

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	43	113	179	215
净利润	111	142	246	365
折旧摊销	14	8	8	8
财务费用	6	0	-3	-10
投资损失	0	-1	-0	-1
营运资金变动	-92	-21	-51	-117
其它	4	-15	-20	-30
投资活动现金流	-27	8	-4	0
资本支出	29	0	0	0
长期投资	2	-8	4	-0
其他	4	0	-0	0
筹资活动现金流	-13	56	-100	-17
短期借款	-14	94	-88	-3
长期借款	-12	0	0	-4
普通股增加	0	134	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	13	-171	-12	-10
现金净增加额	3	177	75	199

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	658	797	1035	1398
营业成本	353	414	487	629
营业税金及附加	13	18	23	31
营业费用	41	41	62	80
管理费用	126	157	199	271
财务费用	6	0	-3	-10
资产减值损失	5	4	4	4
公允价值变动收益	4	10	20	30
投资净收益	0	1	0	1
营业利润	117	173	285	424
营业外收入	7	5	5	6
营业外支出	0	1	1	0
利润总额	124	178	289	429
所得税	14	36	43	64
净利润	111	142	246	365
少数股东损益	17	22	40	57
归属母公司净利润	93	120	206	307
EBITDA	138	182	290	422
EPS（元）	0.35	0.30	0.51	0.77

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.5%	21.0%	30.0%	35.0%
营业利润	11.0%	47.6%	64.4%	48.8%
归属母公司净利润	20.2%	28.8%	71.6%	49.1%
获利能力				
毛利率	46.3%	48.0%	53.0%	55.0%
净利率	14.1%	15.1%	19.9%	22.0%
ROE	18.2%	19.5%	25.5%	28.1%
ROIC	28.7%	34.3%	53.4%	63.1%
偿债能力				
资产负债率	32.6%	35.5%	27.4%	23.1%
净负债比率	37.28%	50.99%	31.33%	27.00%
流动比率	1.94	2.00	2.71	3.38
速动比率	1.54	1.65	2.19	2.82
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.81	0.87	0.95
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	9.19	8.28	8.98	9.02
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.30	0.51	0.77
每股经营现金	0.11	0.28	0.45	0.54
每股净资产	1.28	1.54	2.01	2.73
估值比率				
P/E	44.90	52.27	30.45	20.42
P/B	8.16	10.17	7.78	5.74
EV/EBITDA	48	37	23	16

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801