

国脉科技(002093)

综合服务能力突出的电信外包服务商

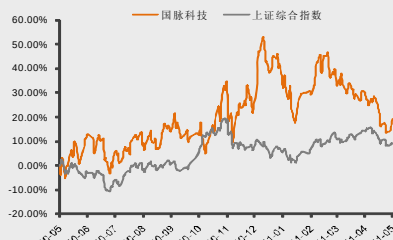
推荐（首次）

现价：14.87 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.guomaitech.com
大股东/持股	陈国鹰/27.08%
实际控制人/持股	陈国鹰/27.08%
总股本(百万股)	433
流通 A 股(百万股)	335
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	64.3
流通 A 股市值(亿元)	48.9
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	28.99

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

李忠智 S1060209070151
0755-22621434
Lizhongzhi001@pingan.com.cn

投资要点：

■ 运维服务、设计咨询是公司二大重点业务

国脉科技主营运维服务、设计咨询、系统集成三大业务。2010 年，运维服务贡献净利占比 40%左右，设计咨询贡献净利占比超 30%，二项业务成利润最大来源，是重点发展业务。

■ 运维服务：服务技术能力强，拓展设备商客户

公司运维服务具有多设备服务技术能力强、福建“利基”市场二大传统优势。在此基础上，自 2007、2008 年起与 Juniper、Force10Networks 等海外设备商合作，为其提供产品经销、运维保修等服务。2011 年增发项目将提升公司服务能力，深化双方合作，新增及存量网络设备运维业务将驱动保持 30%以上复合增长。

■ 设计咨询服务：从地方向全国范围扩展

自 2007 年收购黑龙江国脉设计后，公司设计咨询服务增长加速。未来借助国脉在全国的客户及渠道优势，业务将从黑龙江向全国范围拓展，客户也将从联通扩展到移动、电信。

■ 教育、培训：破解主业“产能”瓶颈

运维、设计作为劳动密集型业务，对工程型技术人才有较大需求量。公司在 2008 年收购民办大专院校海峡学院，整合学校与培训资源，培养大量工程型技术人才，解决主业“产能”问题。

■ 风险提示

与 Juniper 等设备商的合作进度低于预期；设计咨询业务有一定的地域性及客户关系壁垒，公司业务存在全国范围市场拓展速度低于预期的风险。

■ 首次给予“推荐”评级

预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.37 元、0.5 元、0.67 元，对应最新股价 14.8 元，PE 分别为 40、30、22 倍，首次给予“推荐”评级。

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	658	761	977	1219	1512
YoY(%)	27	16	28	25	24
净利润	93	103	160	215	292
YoY(%)	20	11	55	35	36
毛利率(%)	46.3	42.1	44.2	45.9	47.9
净利率(%)	14.1	13.5	16.4	17.6	19.3
ROE(%)	18	10.7	14.2	16	17.8
EPS(摊薄/元)	0.21	0.24	0.37	0.5	0.67
P/E(倍)	70.8	62.4	40.3	29.9	22

正文目录

一、电信服务外包龙头	5
1.1 国脉科技主营运维、咨询、集成三大业务	5
1.2 收入连续七年高速增长，运维、咨询贡献利润最大	6
1.3 竞争力：综合服务能力、人才培养体系	8
二、运营商加大电信服务外包力度，行业保持高景气度	10
2.1 竞争、技术、成本因素促使运营商将非核心运维业务外包	10
2.2 行业竞争：第三方服务商具备多品牌维护能力、成本优势	12
三、运维、集成：服务基地二期促运维高增长.....	13
3.1 利基：福建省内设备运维业务	13
3.2 突破：服务设备商，切入设备运维市场	13
3.3 服务基地二期深化与 Juniper 合作，有望获得大量运维合同	16
四、设计咨询：地域与服务对象扩张	18
4.1 并购获自有咨询品牌	18
4.2 增长来自地域与服务对象扩展	19
五、教育培训：确保“产能”，培养应用型人才	20
六、风险提示	21
七、业绩预测与估值	22

图表目录

图表 1	设计咨询、设备运维是国脉科技二大核心业务	5
图表 2	公司三大业务线详解	6
图表 3	2007、2008 收入增长高峰	6
图表 4	2007、2008 净利增长高峰	6
图表 5	一系列业务拓展，收入实现跨越式增长	7
图表 6	运维、咨询毛利贡献占比达 90%	7
图表 7	运维、咨询毛利率显著高于系统集成	7
图表 8	前五客户收入占比不断降低	8
图表 9	前五客户销售额持续增长	8
图表 10	国脉科技核心竞争力解析	9
图表 11	中电信运维、人工费用占 OPEX 达 36%，有较大压缩空间	10
图表 12	管理服务是爱立信唯一保持高增长业务	11
图表 13	爱立信服务收入占比不到 30%	11
图表 14	运营商内部开销占总开支 65%以上	11
图表 15	阿郎服务仍保持增长	11
图表 16	全球范围运维外包支出持续增长	11
图表 17	国内运营商 OPEX 占收比显著偏高	11
图表 18	三类运维市场参与者竞争力分析	12
图表 19	公司与高质量设备商开展合作	13
图表 20	03-10 年 Juniper 收入复合增长率达 28%	14
图表 21	Juniper 占据全球高端路由器市场份额 30%	14
图表 22	Juniper 在骨干网市场中拥有较强实力	14
图表 23	系统集成自 2007 年起增速显著加快	15
图表 24	系统集成年度净增量自 2007 年起显著增加	15
图表 25	系统集成设备均为外购	15
图表 26	供应商供货结构	15
图表 27	2003 年朗讯供货占比近 70%	15
图表 28	2010 年 Juniper 为核心供货商	15
图表 29	服务基地二期建设将增强公司服务能力	17
图表 30	国脉设计收入增长较快	18

图表 31 设计咨询收入占技术服务收入预测 18

图表 32 技术服务收入在 2008 年爆发式增长 18

图表 33 技术服务年度净增量自 2007 起显著增加 18

图表 34 国脉设计净利润近五年高速增长..... 19

图表 35 员工数增长远超收入增长 20

图表 36 海峡学院规模估算 21

图表 37 国脉科技盈利预测表 22

一、电信服务外包龙头

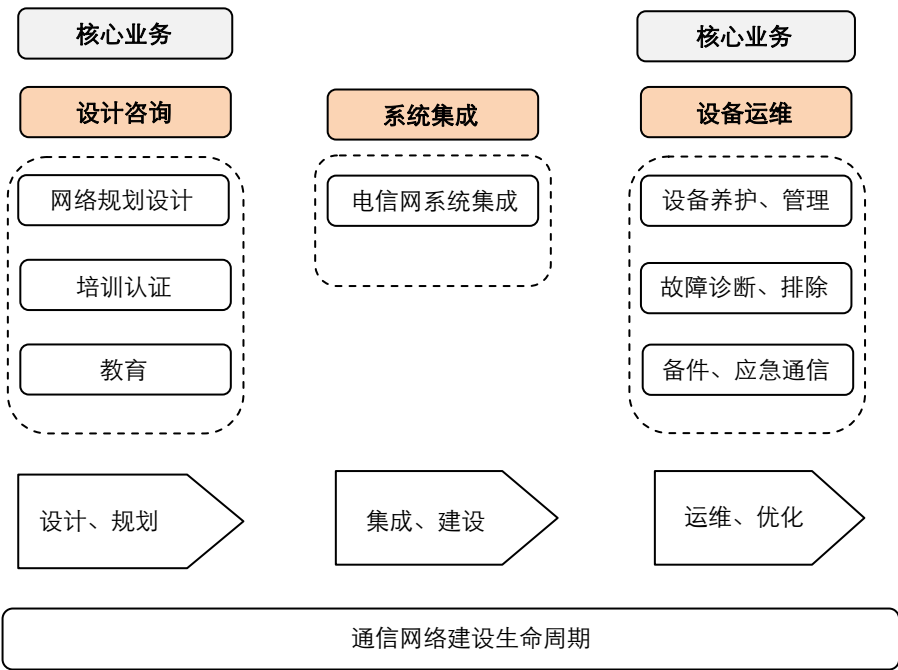
1.1 国脉科技主营运维、咨询、集成三大业务

国脉科技从事第三方电信外包服务。公司成立于 2000 年，业务始于福建电信市场。至 2010 年，年销售额 7.6 亿元，净利 1 亿元，居第三方电信外包服务龙头地位。

公司主营设备运维、设计咨询、电信网络系统集成。**设备运维、设计咨询是二大核心业务。**

- 1) **设备运维**：保障电信网络正常运行的网络、设备维护工作，客户为电信运营商、设备商；
- 2) **设计咨询**：为运营商网络规划、建设提供方案咨询，客户包括运营商、设计院；
- 3) **系统集成**：根据客户需求，提供方案设计、产品选型、系统构建的过程。

图表1 设计咨询、设备运维是国脉科技二大核心业务



资料来源：平安证券研究所

图表2 公司三大业务线详解

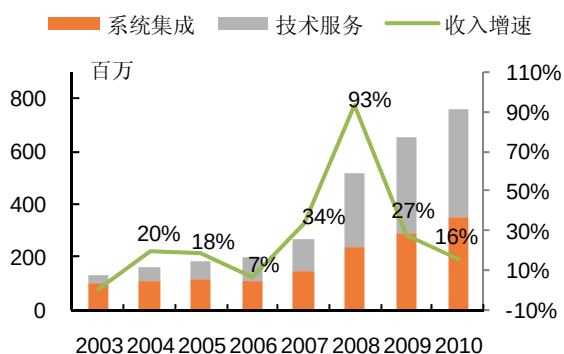
业务	典型合同	特点
设备运维	- 中移动基站定期维修、故障抢修 - 电信福建光传输骨干网维护、管理 - CMNET、MDCN省网维护、排故 - 电信ORACLE系统软硬件维护 - 电信Juniper设备保修、维护	- 多品牌、多设备维护能力 - 与设备商合作，捆绑产品分销与运维服务
设计咨询	- 华信邮电设计院排他性战略合作 - 黑龙江联通固网、无线网络规划设计	- 收购原黑龙江网通设计院，垄断当地联通市场 - 与华信邮电设计院合作关系紧密，福建、浙江市场优势明显
系统集成	- 福建移动传输骨干网建设 - 福建移动CMNET省网建设 - 浙江南天邮电Juniper设备供货	与Juniper、Force10Networks、Teradata、Packet Design合作，分销其产品

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 收入连续七年高速增长，运维、咨询贡献利润最大

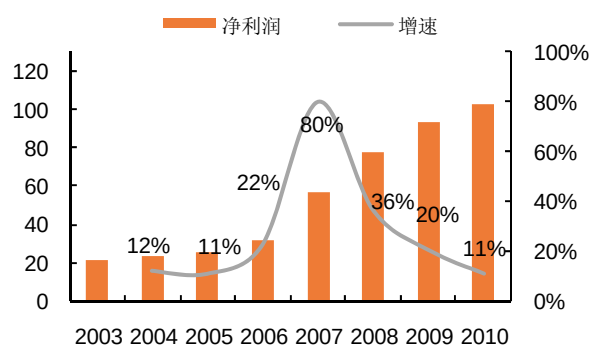
2003 至 2010 七年间，收入从 1.3 亿元增长到 7.5 亿元，复合增长率达 28%。收入增长最快时间出现在 2007、2008 年，在此期间，公司通过收购国脉设计、引入 Juniper、teradata 等合作伙伴，实现收入增长 34%、93%。

图表3 2007、2008收入增长高峰



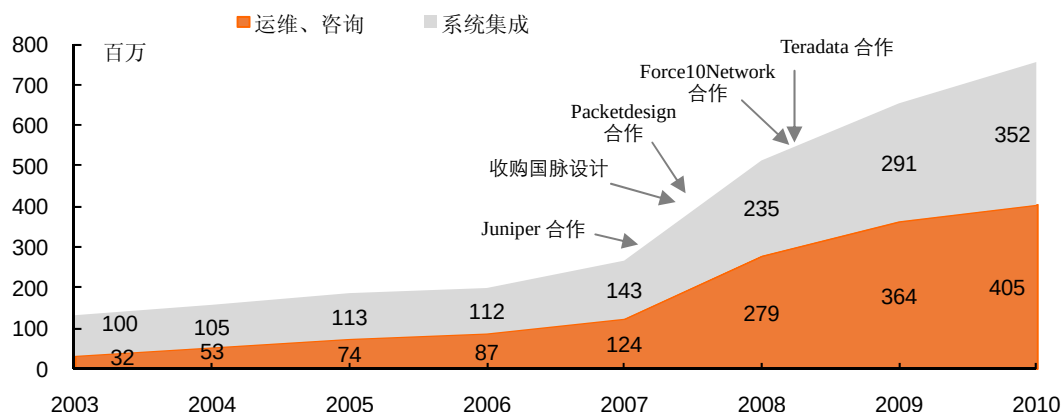
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表4 2007、2008净利增长高峰



资料来源：公司年报，平安证券研究所

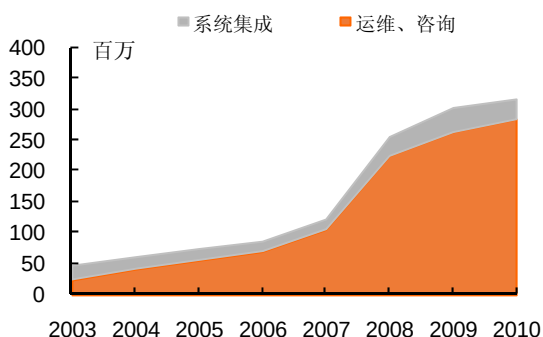
图表5 一系列业务拓展，收入实现跨越式增长



资料来源：公司年报，平安证券研究所

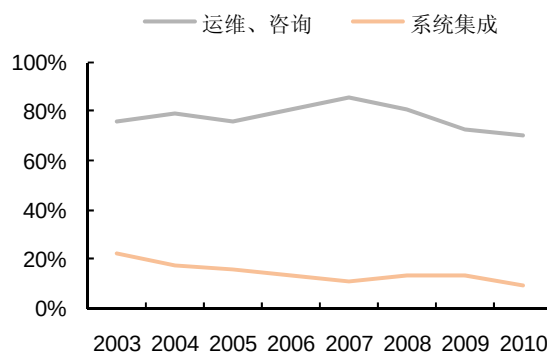
分业务看，运维、咨询毛利贡献最大，占比达 90%。从近 5 年收入结构看，运维、咨询与系统集成收入比例在 1:1 左右；从毛利构成看，运维、咨询业务从 2004 年开始毛利贡献大幅高于系统集成，至 2010 年，贡献毛利占比接近 90%。

图表6 运维、咨询毛利贡献占比达90%



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表7 运维、咨询毛利率显著高于系统集成

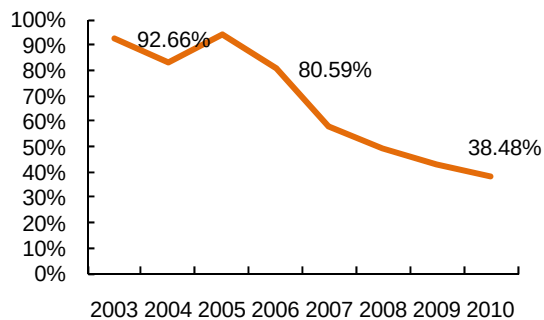


资料来源：公司年报，平安证券研究所

新客户增长明显，大客户关系紧密维系。2003 年至 2010 年，公司前五客户收入占比逐年降低，从 2003 年的 92.66% 下降到 2010 年的 38.48%，显示大客户依赖性降低，客户数量显著增长。

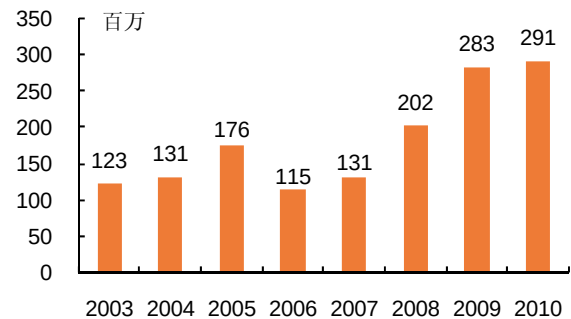
客户多样化基础上，大客户收入增长显著。前五大客户收入占比虽下降，但收入绝对量保持稳定增长，前五大客户收入从 2003 年的 1.2 亿元增长到 2010 年的 2.9 亿元。

图表8 前五客户收入占比不断降低



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表9 前五客户销售额持续增长



资料来源：公司年报，平安证券研究所

1.3 竞争力：综合服务能力、人才培养体系

国脉科技竞争力体现在两个方面：

- 1) 综合服务能力：业务线齐全，覆盖电信网络运维服务全生命周期
- 2) 自有人才培养体系：兴办学校与培训中心，提供充足人才储备

■ 综合服务能力突出

国脉科技的电信服务外包业务覆盖电信网络运营、建设的全生命周期。

- **规划设计能力**：2007 年收购原网通的黑龙江规划设计公司，获取了原网通及新联通较大市场份额，并在全国范围向三大运营商拓展业务；
- **系统集成能力**：子公司国脉中讯是 Juniper 在中国重要经销商，提供分销、集成、运维服务；母公司提供多种品牌设备分销、集成服务；
- **运维能力**：国脉中讯负责 Juniper 设备运维；母公司提供多品牌、多设备维护，为爱立信、诺西、阿朗、摩托各类有线无线设备提供维护。

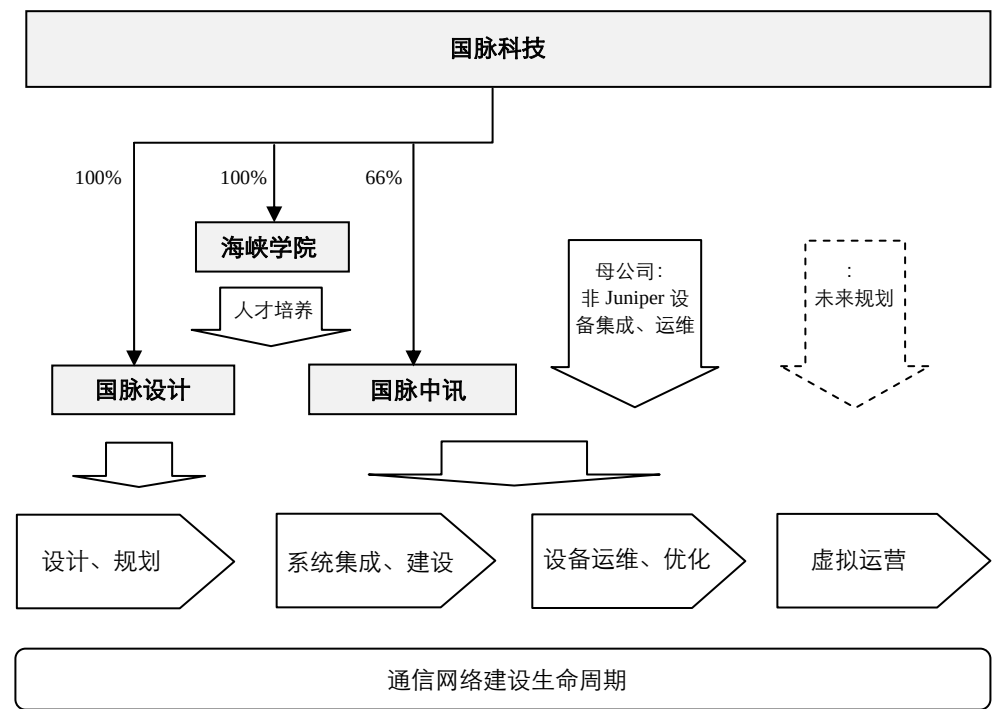
全系列服务意味着：1) 综合服务能力，能够独立接标，复杂的多厂商网络，运营商趋向于将多个服务打包外包；2) 多服务间交叉销售，如利用系统集成附带后期运维服务；3) 对新兴设备商有较大吸引力，新兴厂商服务能力弱，必须借助第三方服务商。

■ 自有人才培养体系

公司拥有教育、培训二大人才培养体系。教育方面，2008 年收购民办专科学校海峡学院，重点培养通信、电子、计算机类工程应用型人才；培训方面，二次募投项目加强培训中心建设，实现面向运营商、设备商，多类产品的培训服务。

人才培养体系意味着：1) 人才是服务业的产能，二大培养体系解决产能瓶颈，具备批量、快速提供高素质的技术人才，具备快速扩张能力；2) 自建人才队伍稳定性好；

图表10 国脉科技核心竞争力解析



资料来源：平安证券研究所

二、运营商加大电信服务外包力度，行业保持高景气度

2.1 竞争、技术、成本因素促使运营商将非核心运维业务外包

我们从三个方面阐述运营商加大外包力度的驱动力。

1) 运营商之间的激烈竞争促使其更专注于创造营收的核心业务

电信行业竞争加剧背景下，运营商要实现营收增长，一方面需要维持或者提升用户数，另一方面需要不断推出新产品或业务维持 ARPU。因此，运营商必然将资源向客户服务、品牌提升、业务创新倾斜；而对不直接产生营收的非核心设备管理、维护必然减少资源投入，或者进行外包。

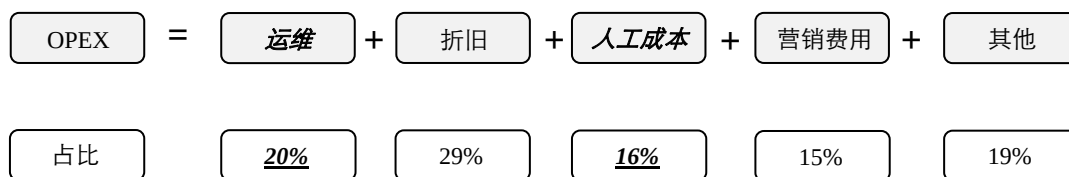
2) 技术变革加速，网络复杂度提升，运营商自身对网络的管理力不从心

运营商对新业务的重视，使得 IT 系统与电信网络技术加速升级、融合，快速更新换代的设备和技术，对运维人员数量及其技术能力构成较大压力，促使运营商考虑将相关的运维工作外包。

3) 人力成本提高，外包劳动密集型业务降低成本

由于设备及系统的维护、管理是一种劳动密集型业务，随着人力成本不断提升，将非核心低端运维业务进行外包是运营商压缩成本的重要手段。

图表11 中电信运维、人工费用占OPEX达36%，有较大压缩空间



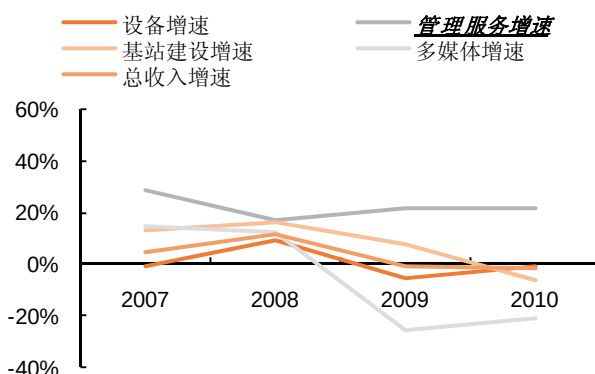
资料来源：中电信2008年报，平安证券研究所

行业上下游数据印证了行业在全球范围处于高景气度的判断。

设备商方面，以爱立信为例，其设备、多媒体等业务增长乏力甚至负增长，而管理服务业务在2007-2010年间保持28%、17%、22%、21%的高增长。

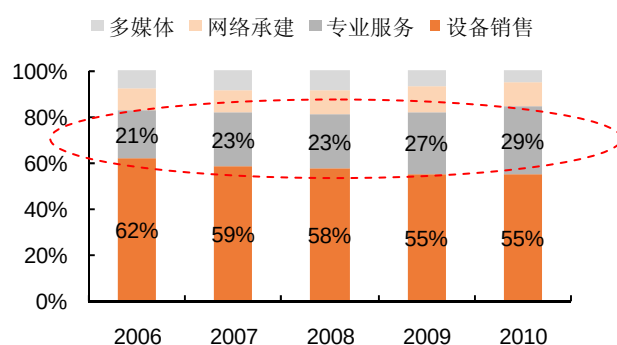
运营商方面，内部开销占总开支的50%以上，仍有较大缩减空间；国内运营商的OPEX占收比显著比全球范围的同行高，显示运维外包在中国有更大的潜力。

图表12 管理服务是爱立信唯一保持高增长业务



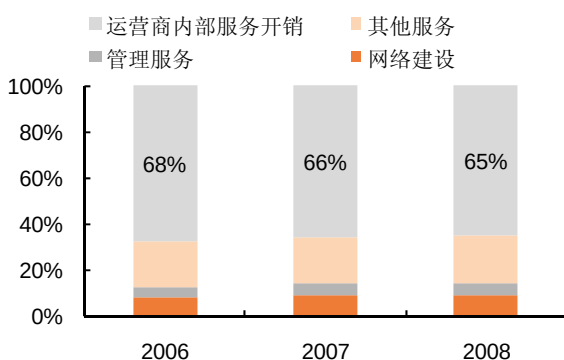
资料来源：爱立信年报，平安证券研究所

图表13 爱立信服务收入占比不到30%



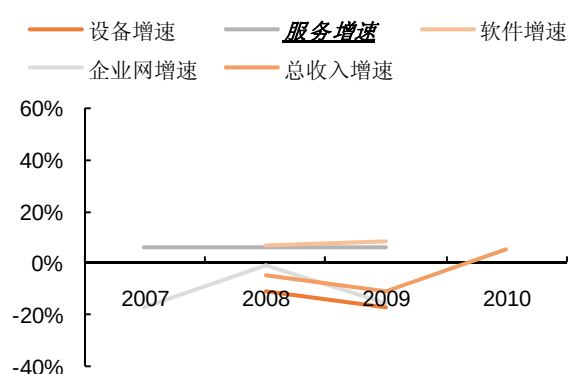
资料来源：爱立信年报，平安证券研究所

图表14 运营商内部开销占总开支65%以上



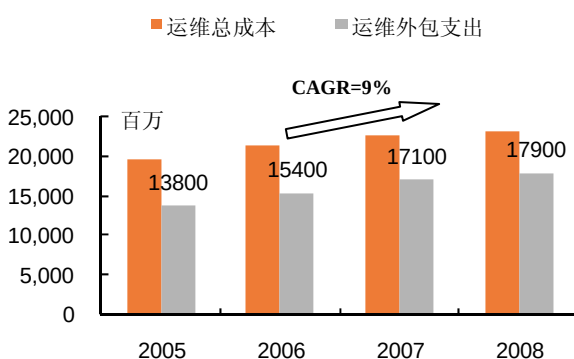
资料来源：爱立信年报，平安证券研究所

图表15 阿朗服务仍保持增长



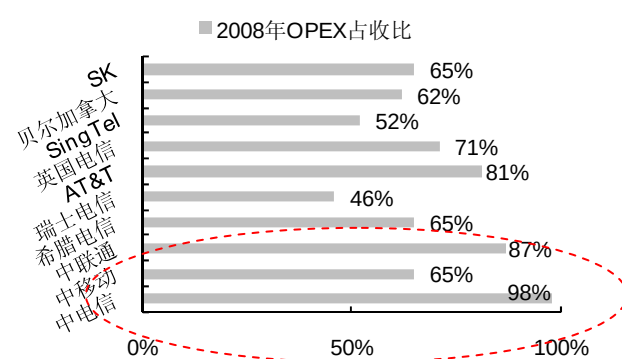
资料来源：阿朗年报，平安证券研究所

图表16 全球范围运维外包支出持续增长



资料来源：Pyramid，平安证券研究所

图表17 国内运营商OPEX占收比显著偏高



资料来源：运营商年报，平安证券研究所

2.2 行业竞争：第三方服务商具备多品牌维护能力、成本优势

运维市场的参与者有三类：传统设备商、运营商背景服务商、第三方服务商。

图表18 三类运维市场参与者竞争力分析

竞争影响因素	第三方服务商	运营商背景服务商	传统设备商
客户关系	依赖自身拓展	<u>本运营商天然优势</u> 非本运营商市场劣势	产品销售构建关系， 自然延伸到运维服务
单品牌技术能力	具备一定技术能力， 但弱于设备商	不突出	<u>自身品牌技术能力突出</u>
多品牌技术能力	<u>优势项目</u> 主要竞争优势	不突出	不突出
成本	专业化管理 <u>成本有优势</u>	成本控制力一般	成本控制力一般
品牌形象	视具体厂商而定	品牌形象高	<u>品牌形象高</u>

资料来源：平安证券研究所

从行业角度看，第三方运维服务商优势项目在多品牌维护及成本。但与设备商、运营商背景服务商相比，竞争优势并不突出。

但到公司层面，需具体分析。以国脉科技为例，除传统多品牌维护及成本优势外，我们在 1.3 总结了其特有竞争优势。在 3.3 中，我们进一步分析了绑定设备商，拓展运营商客户关系的竞争策略。

三、运维、集成：服务基地二期促运维高增长

之所以将运维与集成一起分析，是基于二项业务在公司战略中的紧密关联：以系统集成业务突破设备商，由此获取相应设备商设备的运维业务。

集成、运维第一次高增长出现在 2007 至 2008 年间，通过引入 Juniper、Packet Design、Teradata、Force10Networks 等设备商，为其提供国内产品经销、集成、维护等服务。

2011 年增发建设的服务基地二期将使公司加深与 Juniper 等设备商的合作，有望实现系统集成、设备运维的第二次高增长。

图表19 公司与高质量设备商开展合作

公告日期	合作企业	合作内容
2007.5	Juniper	大陆境内销售全线产品 全线产品的方案集成 产品保修 运维支持
2007.10	Packet Design	全国范围销售、服务网点 支持全国的通信备品备件存储 物流系统 7×24小时客户响应系统 认证、培训
2008.3	Force10networks	提供服务、开发工程师 销售、服务网点 备品备件中心
2008.3	Teradata	提供服务、开发工程师 销售、服务网点（华南、西南地区） 备品备件中心

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.1 利基：福建省内设备运维业务

福建省内集成、运维业务是公司传统优势业务。业务早期以与朗讯合作方式展开，获取大量骨干线路维护业务。经多年发展，公司在福建三大运营商运维市场形成垄断优势，竞争力体现在：

- 1) **地域优势明显，省内快速、优质服务。**全省范围内提供优势人力资源支持，不间断设备值守、短时间内故障响应，模拟排障，快速调用本地备件库调换故障设备。
- 2) **省内优秀客户关系。**公司多年在福建电信市场的渗透，以及多种业务形成的关系强化作用，公司已与福建三大运营商取得了稳固的客户关系，业务覆盖从三大运营商的有线骨干网到无线网。
- 3) **电信服务的稳定性，有利于公司守住优势。**运营商对系统稳定性、可靠性要求高，服务商的服务能力是关键因素。一旦成为服务提供商，易形成稳定的长期合作关系。

公司在福建省内设备运维市场占绝对统治地位，业务的增长将**随着市场的增长而稳定增长**。以此为基础，通过以集成带运维、以设计规划带运维等多种方式开拓省外市场。

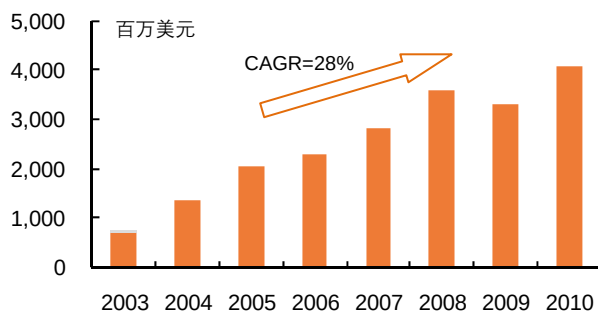
3.2 突破：服务设备商，切入设备运维市场

2007 年 5 月，公司与 Juniper 确立合作关系，为其提供数据业务全面服务，包括中国境内销售全线产品，提供产品的方案集成、运维支持服务。

Juniper 在高端路由器市场极具竞争力，市场份额超 30%。Juniper 是一家专注于 IP 网络路由器、交换机研发的通信设备商，2010 年收入 40 亿美元。最具竞争力产品为电信级核心网高端路由器，在全球高端路由器市场份额超 30%，列 cisco 之后居第二。

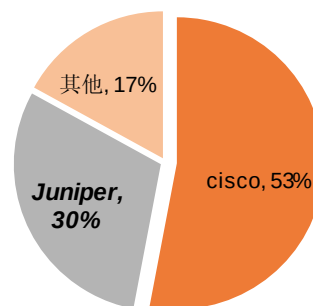
Juniper 国内客户包括中电信、中联通、中移动、各大银行等，产品用于骨干网、数据中心建设。

图表20 03-10年Juniper收入复合增长率达28%



资料来源：Juniper 年报，平安证券研究所

图表21 Juniper 占据全球高端路由器市场份额30%



资料来源：Gartner，平安证券研究所

图表22 Juniper在骨干网市场中拥有较强实力

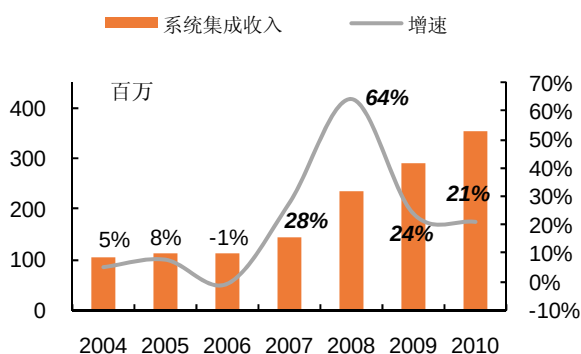
典型项目	合作内容
中国电信CN2 (中电信下一代互联网)	CN2最大设备供应商 30台T640覆盖全国7个核心大区骨干节点 一百多台M320覆盖南方各省、国际出口
中国电信163	4套TX应用与上海、广州出口节点
中国移动国家骨干网CMNET	覆盖全国 80%以上市场份额
中国联通国家骨干网	覆盖全国7个核心大区 承载联通全国骨干数据业务
广电总局国家骨干网	全国骨干网 50%以上市场份额

资料来源：Juniper、平安证券研究所

与 Juniper 合作，推动系统集成、运维在 2007、2008 年实现高增长。系统集成增速在 2007 年后以高于 20%的速度增长，年度净增量保持在 3000 万以上。(公司财报未将运维、设计咨询业务收入分拆，故不单独列示运维业务的增长)。

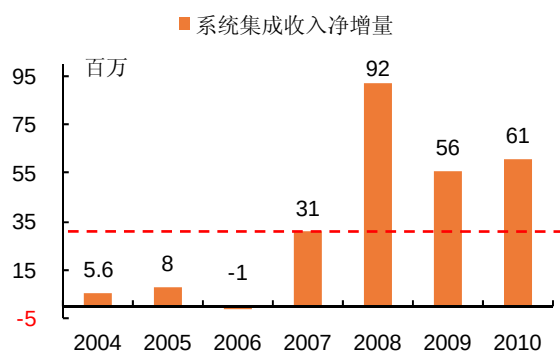
公司系统集成原材料设备均为外购，销售与采购产品结构基本一致；2008，2009，2010 年，Juniper 供货量占比达 75%、69%、60%；由此判断，系统集成 2007 年起的高增长为 Juniper 业务推动。

图表23 系统集成自2007年起增速显著加快



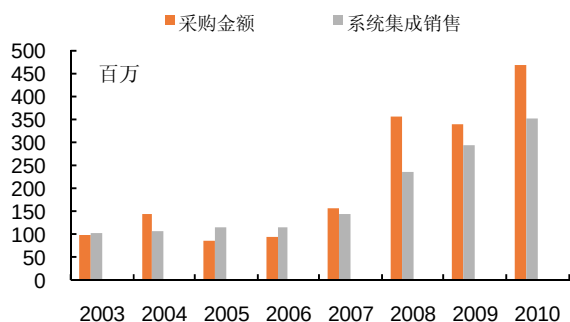
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表24 系统集成年度净增量自2007年起显著增加



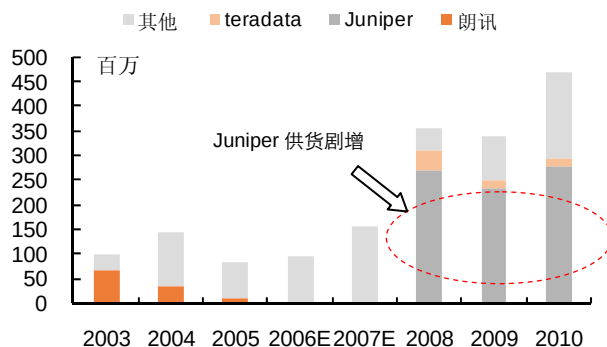
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表25 系统集成设备均为外购



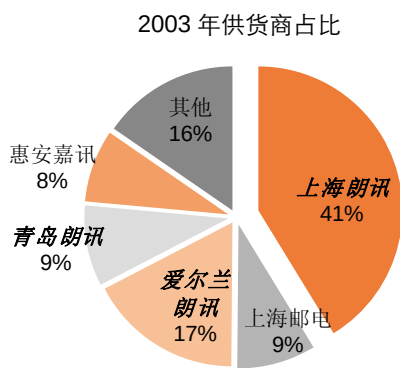
资料来源：招股说明书，公司年报，平安证券研究所

图表26 供应商供货结构



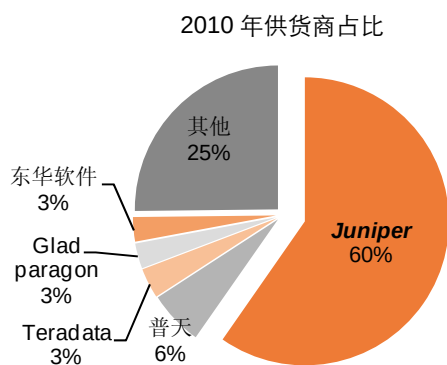
资料来源：招股说明书，公司年报，平安证券研究所

图表27 2003年朗讯供货占比近70%



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表28 2010年Juniper为核心供货商



资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.3 服务基地二期深化与 Juniper 合作，有望获得大量运维合同

2011 年公司增发募集资金 4.76 亿元，用于电信网络技术服务基地二期建设。通过二期建设，公司将在技术服务的软硬件实力上得到进一步加强，深化与 Juniper 的合作。

在业绩推动上，体现为分销产品数量增加，并有望获取 Juniper 在中国存量设备的大部分运维合同。

■ Juniper 作为研发型成长企业，迫切需要技术服务型合作伙伴

Juniper 偏重研发，销售、服务依赖于经销商。Juniper 作为技术、研发型公司，每年研发费用占销售额达 40%，故在销售、维护服务上依赖渠道分销商，其超过 80%的销售通过渠道商实现。

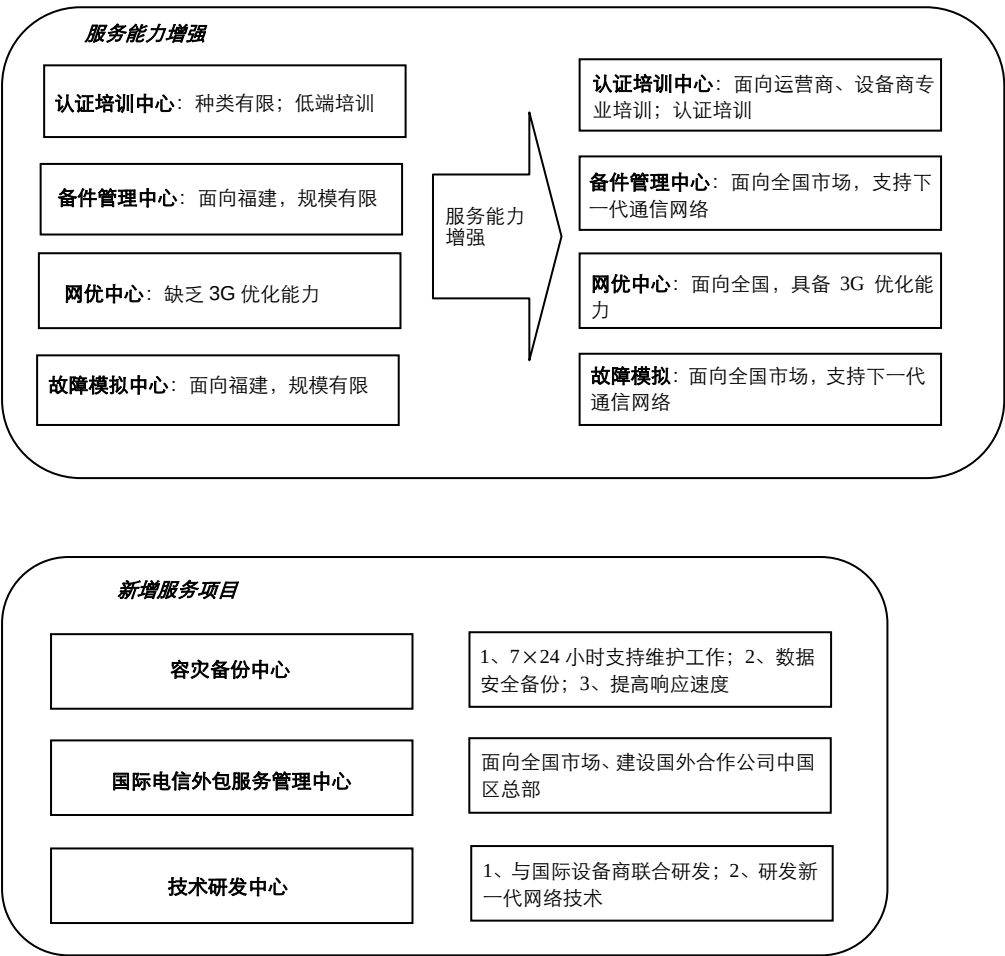
而高端电信客户对集成、运维等技术服务存在较大需求，因此 Juniper 非常需要技术服务能力强的合作伙伴。电信级客户在建设骨干网、传输网时，往往会在全国范围内几十个、全省范围做实施。设备采购量大、实施地域广、高端产品技术难度大等客观因素要求设备商必须提供相应的集成、运维服务。

■ 技术服务基地二期将增强公司服务能力，提升 Juniper 深度合作意愿

服务基地二期项目对公司服务能力的增强体现在：

- 1) 服务地域上，从面向福建到面向全国，具备全国范围提供服务的能力；
- 2) 服务对象上，从面向运营商到面向运营商与设备商；
- 3) 服务技术上，从传统网络到下一代通信网络。

图表29 服务基地二期建设将增强公司服务能力



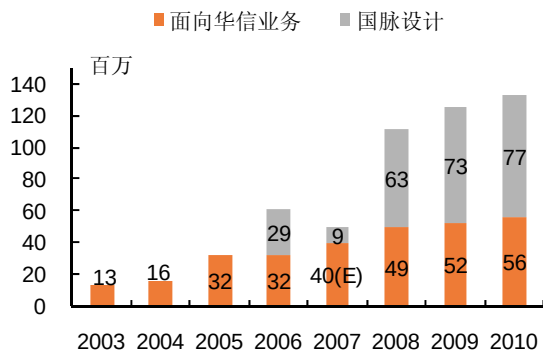
资料来源：公司公告，平安证券研究所

预计经服务基地二期建设，国脉将成为 Juniper 经销商中最具电信行业技术服务能力的厂商，Juniper 选择国脉作为技术服务深度合作对象将是必然结果。Juniper 现有核心经销商包括神州数码、联强、华胜天成、深圳华强、国脉中讯。前四者面向企业级用户，以分销产品为主，技术服务能力偏弱；国脉面向电信用户，且在电信行业服务多年，最具技术服务能力。

四、设计咨询：地域与服务对象扩张

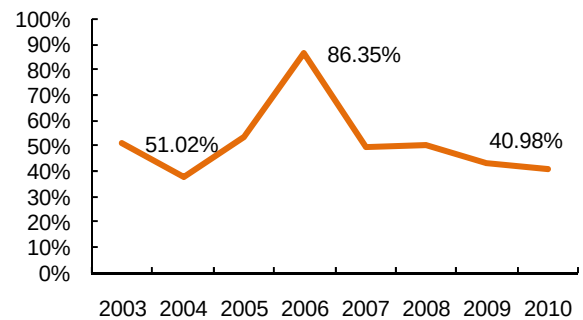
公司设计咨询业务通过二个渠道展开。母公司设计咨询服务于华信设计院；子公司国脉设计具备较强独立接单能力，在黑龙江等省联通市场有较强竞争力。

图表30 国脉设计收入增长较快



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表31 设计咨询收入占技术服务收入预测



资料来源：公司年报，平安证券研究所

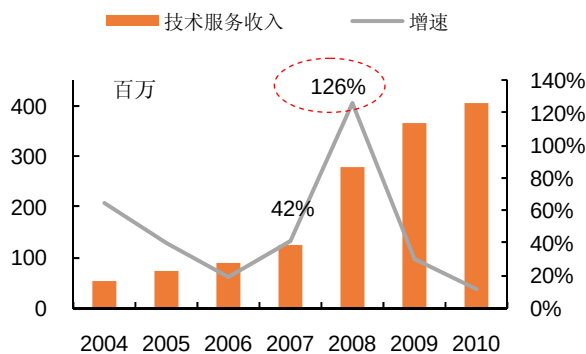
4.1 并购获自有咨询品牌

国脉早期的设计咨询业务以与华信合作方式开展。在福建市场，华信承接咨询设计业务后，国脉派遣技术人员参与项目，提供技术咨询服务。双方联合开发华信业务薄弱的省级市场。

但是，这样的合作虽然可以获取技术与利润，但无法获取设计咨询最重要的竞争因素，品牌。2007年，公司收购主营网络设计咨询、规划、优化的国脉设计 51%股权，建设自有设计咨询品牌。并在2010年将剩余 49%股权收购。

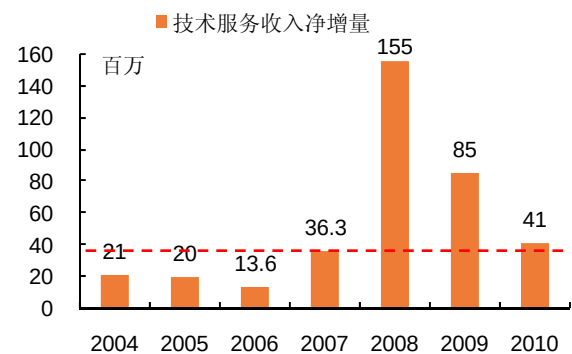
通过并购国脉设计，公司在 2007、2008 年的服务业务实现高速增长（也包括运维收入贡献）。

图表32 技术服务收入在2008年爆发式增长



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表33 技术服务年度净增量自2007起显著增加



资料来源：公司年报，平安证券研究所

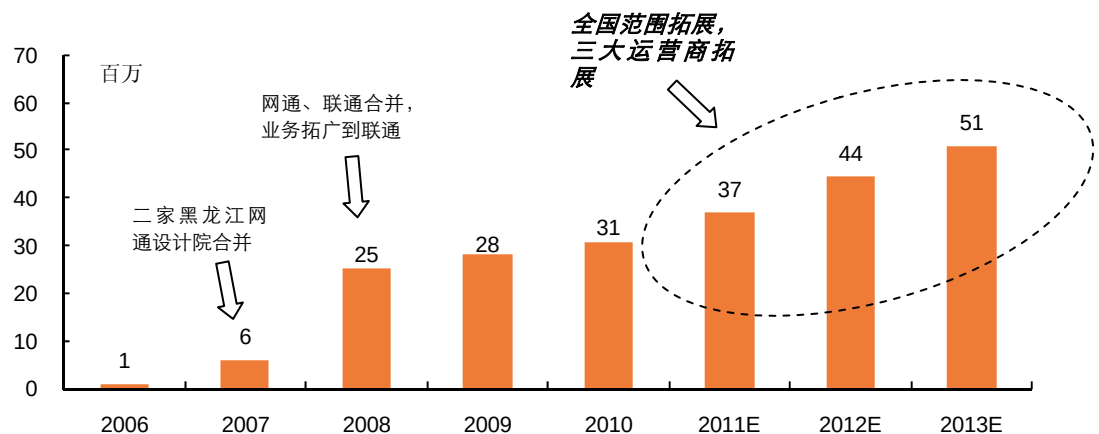
4.2 增长来自地域与服务对象扩展

设计咨询服务的第一个增长动力来自业务地域的扩张，从黑龙江向全国拓展。国脉科技收购国脉设计公司全部股权后，能够利用国脉科技在全国的渠道及品牌影响力，加大全国范围市场拓展力度，业务市场从黑龙江向北京、广东、上海、江苏等拓展。

设计咨询服务的另一增长动力来自客户对象从单一面向网通向面向联通、移动、电信扩张。国脉设计是原黑龙江网通二家主要设计公司之一，占黑龙江网通咨询市场 50%。网通、联通 2008 年合并后，国脉设计占黑龙江联通固网、无线绝大部份市场，并进入广东、广西、福建、辽宁、山西等省联通以及黑龙江、吉林移动的固网及无线市场。向多个运营商市场的扩张，将是设计咨询业务增长的另一驱动力。

国脉设计承诺在 2010—2012 年，每年净利润不低于 2009 年净利润 2796 万，且以 2009 年净利润为基数，三年净利润复合增长率不低于 10%。以业绩承诺估算，未来二年业绩将达 3383 万，3721 万元以上。

图表34 国脉设计净利润近五年高速增长

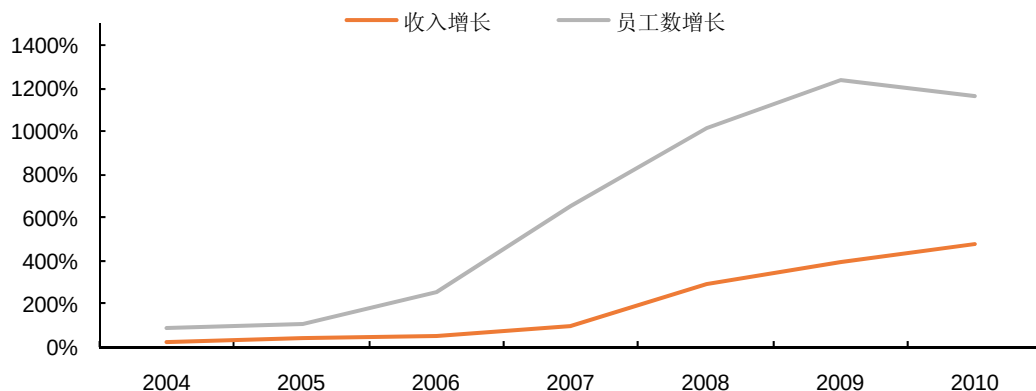


资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、教育培训：确保“产能”，培养应用型人才

运维、规划咨询属于劳动密集型业务。类似于制造业的产能，高质量的人力资源是运维、规划外包业务的“产能”，近年，公司员工数增幅远高于收入增幅，人才需求旺盛。

图表35 员工数增长远超收入增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司在 2008 年向大股东收购海峡学院。海峡学院成立于 2004 年，具备大专文凭颁发资格。学校以通信、电子、计算机为特色专业，培养技术应用和项目经营型实用人才。

2008 年公司收购时师生人数在 3600 人左右，学生人数在不大规模增加软硬件条件下较为平稳，预计目前学生人数在 4000 人左右，2010 年净利在 300 万左右。

海峡学院作为人才、技术储备基地，作用体现在：

- 1) **满足公司对工程技术型人员的需求：**公司运维业务对工程技术型人员需求最大，而传统的招聘方式存在周期长、成本大的问题。通过海峡学院有针对性的教学与实践，可以系统地培养大量适应公司业务的应用型人才，并通过招聘、实习的方式确保技术人员供应的稳定。
- 2) **对培训业务的软硬件支持：**充分利用学校的软硬件教学资源，如模拟网络实验环境、师资力量，对募投项目中的培训业务提供软硬件支持，提升培训质量。

■ 学校收入预测：规模扩大与资质提升

新校区建设，学生容纳量提升一倍以上。海峡学院现校区位于福州鳔溪，占地面积 300 多亩，建筑面积 25 万平方米，学生人数 4000 左右；新校区位于潘渡海峡文化创意产业基地，规划占地 1200 亩，建筑面积 67 万平方米；新校区占地面积是原有四倍，建筑面积在原有一倍以上。

办学资质由专科升本科，招生规模扩大。学生人数增长主要来自新专业开设，而这一般由教育厅考核。相对于公立学校，民办学校资质由专科升级为本科较为容易。在资质提升及新专业开设的推动下，学生规模有望翻倍。

图表36 海峡学院规模估算

	2010E	2013E
学校面积（亩）	300	1200
建筑面积（万平方米）	25	67
颁发证书	民办专科	民办本科、民办专科
人均学费（元）	8000	13000
学生数（人）	4000	8000
收入（万元）	3200	10400
净利（万元）	300	3000

资料来源：公司公告、海峡学院网站、平安证券研究所

六、风险提示

- 1）与 Juniper 等设备商的合作进度低于预期；
- 2）设计咨询业务有一定的地域性及客户关系壁垒，公司业务存在全国范围市场拓展速度低于预期的风险。

七、业绩预测与估值

收入预测假设条件：

1) 设计咨询业务在国脉设计及母公司开展。国脉设计未来二年承诺 10%以上利润增长；母公司设计咨询业务通过与华信合作的方式展开，过去五年复合增长率在 15%左右；在国脉设计全国范围拓展业务，及上游运营商竞争格局稳定的假设下，设计咨询业务将维持 10%以上的稳定增长。

2) 传统运维业务保持平稳增长。

3) Juniper 业务假设：设备销售与设备维护金额比例在 1: 0.07；设备保修期平均三年，即三年后开始有正常的维护收入；预计 Juniper 设备电信行业存量规模在 10 亿元左右。

4) 教育、培训预测如第四章所述。

图表37 国脉科技盈利预测表

单位（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	658	761	977	1219	1512
电信网络技术服务	364	405	555	726	949
系统集成	292	353	423	493	563
营业成本	353	441	546	659	787
电信网络技术服务	100	120	161	211	275
系统集成	253	321	385	449	512
毛利率	46%	42%	44%	46%	48%
销售费用	41	41	61	79	98
销售费用率	6%	5%	6%	6%	6%
管理费用	126	140	184	227	280
管理费用率	19%	18%	19%	19%	19%
财务费用	6	8	-11	-12	-14
财务费用率	1%	1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	5	4	4	4	4
公允价值变动	4	4	3	4	4
投资收益	0	3	2	2	2
营业利润	117	119	179	242	330
营业利润率	18%	16%	18%	20%	22%
利润总额	124	122	183	247	334
所得税	14	16	18	25	33
有效税率	11%	13%	10%	10%	10%
净利润	111	107	165	222	301
少数股东损益	17	3	5	7	9
母公司所有者净利润	93	103	160	215	292

资料来源：公司年报，平安证券研究所

根据我们的盈利预测，2011-2013 年净利润的复合增长率达 41%，结合运维行业稳定增长的特性，给予公司 2012 年 40 倍 PE，12 个月目标价 20 元，相对于当前股价有 35%上涨空间，首次给予“推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
流动资产	1135	1141	1292	1586					
现金	677	603	621	765					
应收账款	196	236	304	371					
其他应收款	17	22	28	35					
预付账款	105	106	130	165					
存货	138	172	207	248					
其他流动资产	1	2	2	2					
非流动资产	343	462	586	649					
长期投资	19	19	19	19					
固定资产	151	301	421	480					
无形资产	9	9	9	9					
其他非流动资产	164	132	137	141					
资产总计	1478	1603	1878	2235					
流动负债	348	307	356	409					
短期借款	173	100	110	120					
应付账款	65	79	96	115					
其他流动负债	110	127	150	174					
非流动负债	138	90	45	15					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	138	90	45	15					
负债合计	486	397	401	424					
少数股东 权益	29	34	41	50					
股本	433	433	433	433					
资本公积	448	448	448	448					
留存收益	84	243	458	750					
归属母公司股东权益	963	1127	1345	1641					
负债和股东权益	1478	1558	1788	2115					

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	27	131	158	232
净利润	107	165	222	301
折旧摊销	18	22	37	49
财务费用	8	-11	-12	-14
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-98	-48	-93	-108
其他经营现金流	-4	4	7	5
投资活动现金流	-87	-143	-162	-112
资本支出	58	170	160	110
长期投资	-32	4	4	4
其他投资现金流	-60	31	2	2
筹资活动现金流	490	-62	22	24
短期借款	68	-73	10	10
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	166	0	0	0
资本公积增加	444	0	0	0
其他筹资现金流	-188	10	12	14
现金净增加额	430	-74	18	143

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	761	977	1219	1512					
营业成本	441	546	659	787					
营业税金及附加	16	21	25	31					
营业费用	41	61	79	98					
管理费用	140	184	227	280					
财务费用	8	-11	-12	-14					
资产减值损失	4	4	4	4					
公允价值变动收益	4	3	4	4					
投资净收益	3	2	2	2					
营业利润	119	179	242	330					
营业外收入	4	5	5	5					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	122	183	247	334					
所得税	16	18	25	33					
净利润	107	165	222	301					
少数股东损益	3	5	7	9					
归属母公司净利润	103	160	215	292					
EBITDA	144	189	267	365					
EPS (元)	0.24	0.37	0.50	0.67					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
成长能力									
营业收入(%)	15.6%	28.5%	24.7%	24.0%					
营业利润(%)	1.0%	50.8%	35.3%	36.4%					
归属母公司股东权益(%)	10.7%	54.9%	34.6%	35.7%					
获利能力									
毛利率(%)	42.1%	44.2%	45.9%	47.9%					
净利率(%)	13.5%	16.3%	17.6%	19.3%					
ROE(%)	10.7%	14.2%	16.0%	17.8%					
ROIC(%)	23.4%	23.6%	24.4%	28.0%					
偿债能力									
资产负债率(%)	32.9%	25.5%	22.5%	20.1%					
净负债比率(%)	35.56%	25.21%	27.40%	28.30%					
流动比率	3.27	3.72	3.63	3.88					
速动比率	2.87	3.16	3.04	3.27					
营运能力									
总资产周转率	0.65	0.63	0.70	0.74					
应收账款周转率	4	5	5	4					
应付账款周转率	7.63	7.58	7.51	7.46					
每股指标(元)									
每股收益	0.24	0.37	0.50	0.67					
每股经营现金流	0.06	0.30	0.37	0.54					
每股净资产	2.23	2.61	3.11	3.79					
估值比率									
P/E	62.39	40.29	29.93	22.06					
P/B	6.68	5.71	4.78	3.92					
EV/EBITDA	40	31	22	16					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257