

积蓄待发

——国脉科技(002093) 调研简报

报告日期： 2011 年 6 月 30 日

分析师

靳雪翔

☎ (86-10) 88366060—8739

✉ jxx@cgws.com

执业证书编号：S1070511010001

联系人

王林

☎ (86-10) 88366060—8757

✉ wanglin@cgws.com

从业证书编号：S1070111010002

投资评级：推荐（首次）

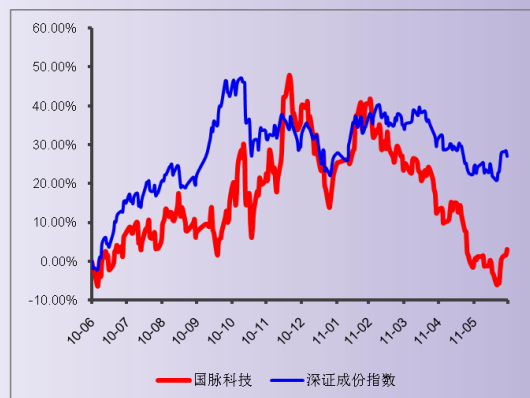
市场数据

总市值（亿元）	57.65
流通市值（亿元）	57.65
总股本（万股）	43250
流通股本（万股）	43250
12个月最高/最低股价（元）	19.50/11.88

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	1088	1480	1983
(+/-%)	43.0%	36.0%	34.0%
净利润	171	229	314
(+/-%)	65.9%	33.7%	37.3%
摊薄每股收益	0.395	0.529	0.726
PE	33.7	25.2	18.4

公司股价表现



相关报告

要点：

1、 第三方网络技术服务行业面临整合。

第三方网络技术服务行业市场结构中除中通服(0552.HK)规模达到200亿元以上，其它企业规模均在10亿元以下，市场参与者达到2000家企业。我们认为随着电信运营商对第三方网络技术服务能力要求的提高，设计和代维行业将面临整合。公司在参与行业的整合中具有优势，存在机会。

2、 定位高端服务，面向高利润市场，拥有人才优势和成本优势。

与中通服为运营商提供更多日常运维服务不同，公司在运维服务业务中重点定位高端服务，即在运维中能处理来自不同厂家的核心设备的诊断，从而提高响应速度和服务质量。公司通过机制薪酬引进中高端人才和由海峡学院培养中低端人才，在与中通服的竞争中拥有人才优势，在与厂家代维竞争中拥有成本优势。

3、 拓展以集成带运维的Juniper捆绑模式。

公司与Juniper、Teradata等国际电信设备厂商的捆绑式合作取得良好效果，带动网络集成业务增长20.87%，并为公司在IP领域的运维服务能力提升和市场拓展带来价值。

4、 非公开增发提升运维服务能力。

公司2011年1月14日完成非公开增发，募集资金4.76亿元用于电信网络技术服务基地建设，包括建设国际电信外包服务中心、认证培训中心、技术支持中心、技术研发中心和容灾备份中心。本项目建设期为四年，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3.9亿元。非公开增发对公司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。

5、 一季报业绩增长良好，有加速增长的潜力

公司一季度营业收入同比增长16.6%，EPS 0.11元，同比增长31.6%，单季度业绩实现自2009年一季度以来的较大增幅。预计上半年业绩增长30%-50%。我们认为公司在前期人才等资源储备的基础上具有业绩加速增长的潜力。

6、 发债或融资券积蓄并购力量。

公司董事会于4月15日同意公司向银行申请总额度不超过10亿元人民币综合授信额度。5月20日审议通过拟发行不超过4亿元公司债券或发行4亿元中期融资券。并提请股东大会授权董事会择优选择中期融资券或公司债的融资方式。目前公司发行债券申请已获证监会审核通过。我们认为公司发债或融资券除了缓解现金流量压力外，还在于为行业整合中积蓄并购力量做准备。

7、 业绩预测和估值

我们预测公司11年-13年摊薄每股收益为0.4元，0.53元和0.73元。对应市盈率分别为34倍，25.2倍和18.4倍。首次给予推荐评级。

风险提示：核心人才流失风险，主设备厂商强力介入运维市场。

独立声明

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。

盈利预测

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	761	1088	1480	1983	成长性				
营业成本	441	593	803	1071	营业收入增长	15.6%	43.0%	36.0%	34.0%
销售费用	41	59	80	108	营业成本增长	24.7%	34.6%	35.5%	33.3%
管理费用	140	201	272	363	营业利润增长	1.0%	65.5%	34.9%	39.9%
财务费用	8	15	25	24	利润总额增长	-1.5%	66.1%	33.7%	38.9%
投资净收益	3	5	5	5	净利润增长	10.7%	65.9%	33.7%	37.3%
营业利润	119	196	265	370	盈利能力				
营业外收支	4	7	7	7	毛利率	42.1%	45.5%	45.7%	46.0%
利润总额	122	203	272	377	销售净利率	13.5%	15.7%	15.5%	15.8%
所得税	16	26	35	53	ROE	10.4%	14.6%	16.3%	18.2%
少数股东损益	3	6	8	11	ROIC	18.5%	26.6%	30.9%	34.3%
净利润	103	171	229	314	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
流动资产	1135	1767	2072	2496	管理费用/营业收入	18.4%	18.5%	18.4%	18.3%
货币资金	677	1172	1264	1417	财务费用/营业收入	1.0%	1.4%	1.7%	1.2%
应收帐款	196	272	370	496	投资收益/营业利润	2.8%	2.5%	1.9%	1.3%
应收票据	1	2	2	3	所得税/利润总额	12.9%	13.0%	13.0%	14.0%
存货	138	178	241	321	应收帐款周转率	4.5%	4.7%	4.6%	4.6%
非流动资产	343	372	396	414	存货周转率	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%
固定资产	151	181	205	223	流动资产周转率	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
资产总计	1478	2139	2468	2910	总资产周转率	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
流动负债	348	432	524	642	偿债能力				
短期借款	173	173	173	173	资产负债率	32.9%	45.4%	43.1%	40.6%
应付款项	68	93	126	167	流动比率	3.27	4.09	3.95	3.89
非流动负债	138	538	538	538	速动比率	2.87	3.68	3.49	3.39
长期借款	0	400	400	400	每股指标（元）				
负债合计	486	970	1063	1181	EPS	0.24	0.40	0.53	0.73
股东权益	992	1169	1405	1730	每股净资产	2.29	2.70	3.25	4.00
股本	433	433	433	433	每股经营现金流	0.06	0.33	0.33	0.47
留存收益	531	702	930	1244	每股经营现金/EPS	0.3	0.8	0.6	0.6
少数股东权益	29	35	42	53	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	1478	2139	2468	2910	PE	55.9	33.7	25.2	18.4
现金流量表（百万元）					PEG	1.14	1.00	0.68	-
经营活动现金流	27	144	142	203	PB	5.8	4.9	4.1	3.3
其中营运资本减少	-121	-53	-120	-154	EV/EBITDA	2.62	3.30	2.41	1.78
投资活动现金流	-87	-50	-50	-50	EV/SALES	48.48	70.67	51.96	38.78
其中资本支出	-58	-50	-50	-50	EV/IC	0.57	1.03	0.85	0.70
融资活动现金流	490	400	0	0	ROIC/WACC	2.19	3.15	3.66	4.06
净现金总变化	430	494	92	153	REP	0.26	0.33	0.23	0.17

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

靳雪翔: 清华大学工学博士，2010年9月加入长城证券研究所，从事有色、TMT行业研究，三年证券从业经验。

王林: 厦门大学工商管理硕士，通信行业工作经验十五年，曾任省级电信运营商市场及销售部门经理四年，2010年9月加入长城证券研究所，从事通信行业研究。

金炜: 通信工程专业硕士，2010 年加入长城证券，任通信行业分析师，4 年通信行业工作经验。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>