

布局下一代网络解决方案， “服务+产品”比翼齐飞

投资要点：

1. 事件

国脉科技 12 月 12 日（周一）中午发布公告，公司和中国普天签订战略合作协议，合资组建《中国下一代信息产业研发及生产南方基地项目》，注册地福建，总投资 30 亿元，合作细节进一步约定。

双方共同建成联合品牌的产品创新研发中心及生产制造基地，在公司原有业务的基础上，联合其他网络技术研发创新机构，提供满足三网融合及物联网发展需要、基于云计算构架下的整体解决方案，涉及核心 IP 路由器、数据中心交换机以及安全认证防护等全系列产品及解决方案。合作将充分整合各方的资源及优势，建立新一代信息网络产品从研发、生产到销售、服务的统一平台。

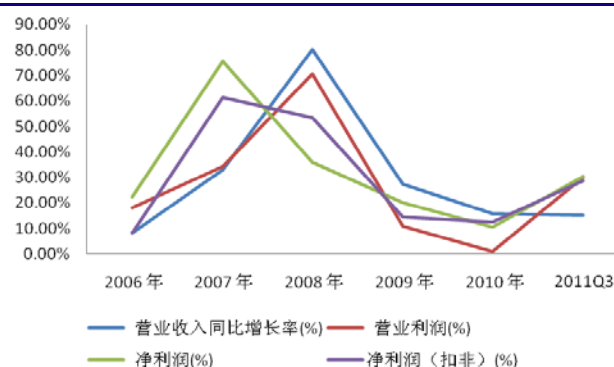
2. 我们的分析与判断

1) 业务结构布局质的提升，从服务业务为主逐步走向“网络产品与服务”并重

作为以网络规划咨询设计和数据通信设备维护服务为核心的通信服务类公司，公司经历 2008 年的高速增长、2009~2011 年的中低速稳步增长和产业布局，公司已基本完成从单纯网络维护服务商向信息化方案提供商，从单纯网络维护服务和系统集成向更前端网络咨询、设计和培训业务的布局，有望迎来新的发展阶段。

此次，与普天的合资如顺利推进，有望补上数通设备产品的短板，不仅是改变公司以服务收入为主的业务格局，更是公司整体在市场结构、市场空间、核心竞争力、业务互补上有质的提升。

图 1：国脉科技 2006~2011Q3 业绩增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

国脉科技（002583.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

王家伟

☎：(8610) 6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2011.12.12

A 股收盘价（元）	6.91
A 股一年内最高价（元）*	9.18
A 股一年内最低价（元）*	5.38
上证指数	2291.55
市净率	5.56
总股本（万股）	86500
实际流通 A 股（万股）	79000
限售的流通 A 股（万股）	7500
流通 A 股市值（亿元）	54.59

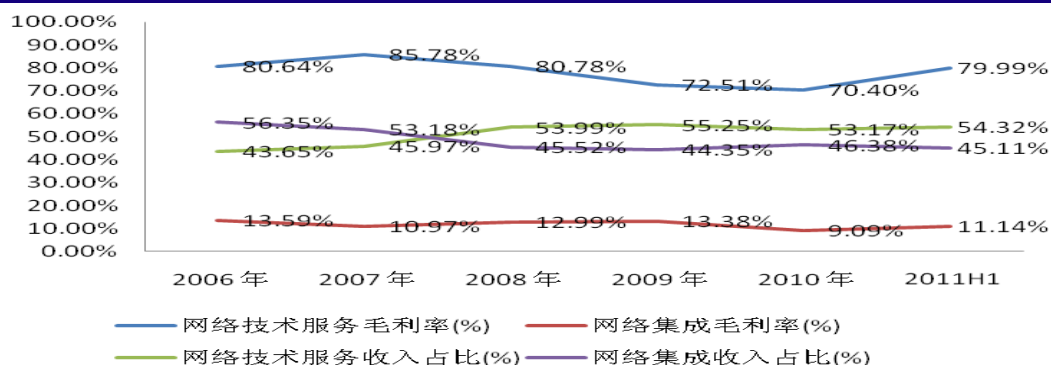
注：*价格未复权

相关研究

1、《国脉科技调研纪要》2011.03.16

1、《国脉科技调研纪要》2011.11.09

图 2:国脉科技 2006~2011H1 业务构成及毛利率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

国脉科技挺进该领域,和既有服务业务形成互补,未来也有望充分受益行业信息化和云计算、物联网带来的数据通信设备市场变革的机遇。

在华为、中兴,尤其前者挟“云计算”发力企业网数通设备企业网市场的 2011 年,国内数通设备厂商如星网锐捷(重点在教育、中小金融机构市场等),仍保持了较快增长;从全球主要数通设备厂商和移动通信设备厂商近年来的业绩增速、毛利率情况比较来看,数通设备领域业务成长的稳定性和毛利率情况,要明显优于运营商市场。

表 1: 企业网市场主要数通设备企业 VS 运营商市场主要移动通信设备企业营收增速

厂商	营收增长率			
	2008	2009	2010	2011H1/2010H1
Cisco	0.77%	-0.79%	0.16%	-4.13%(2011 财年)
Juniper	25.96%	-7.18%	23.44%	17.52%
星网锐捷	5.51%	30.81%	14.54%	39.94%
Ericsson	11.26%	-1.17%	-1.52%	15.68%
Alcatel-Lucent	-4.54%	-10.76%	5.54%	8.26%
ZTE	27.36%	36.08%	16.58%	21.52%
华为	31.67%	19.04%	24.23%	

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

表 2: 企业网数通设备企业市场毛利率显著高于运营商市场通信设备企业

毛利率	2007	2008	2009	2010	2011H1
Cisco	63.96%	64.45%	63.94%	64.04%	61.40%
Juniper	67.29%	67.36%	65.84%	66.98%	65.61%
星网锐捷	37.35%	41.17%	41.26%	41.48%	37.35%
Ericsson	39.30%	35.50%	34.00%	36.50%	38.10%
Alcatel-Lucent	33.50%	34.10%	33.70%	34.80%	36.01%
ZTE	32.70%	32.50%	32.60%	32.63%	29.71%

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

2) 国脉、普天双方合作仍待新的关键技术参与方

国脉科技和中国普天的合作，综合了资金和市场渠道资源优势，仍缺核心技术来源，虽然公司参股 20% 的上海新桥公司聚焦于云计算架构的开发，但离此次合资项目的目标——基于云计算的完整信息化解决方案——在产品线上仍有较大的距离，我们推测后续可能仍需要关键的技术参与方。

3. 投资建议

基于项目进展情况仍待观察，维持我们此前的盈利预测，预计 2011~2013 年 EPS 为 0.18/0.29/0.38 元。

基于公司未来业务结构可能的质的提升对业绩及其估值的潜在影响，给予对应 2012 年 EPS 30 倍的合理估值 8.70 元，维持“谨慎推荐”评级，中长期看好。

4. 风险

1) 与中国普天的合资项目，如何顺利解决核心技术参与方的问题。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家伟，TMT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中创信测（600485.SH）、海能达（002583.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、烽火通信（600498.SH）、光讯科技（002281.SZ）、中天科技（600522.SH）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、世纪鼎利（300050.SZ）、三维通信（002115.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：	傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：	于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：	詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn