

# 国脉科技(002093.sz)

## 公司业绩成长与行业防御性特征明显，建议买入

李太勇 通信行业 首席研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: lty@gf.com.cn

### 电信网络服务外包市场进入快速增长阶段

电信重组后全业务竞争加剧、运营商价值管理重点从“网络”向“业务及客户服务”侧转移等因素影响，国内电信网络服务外包市场进入加速增长阶段。国脉科技具有第三方中立、经验与品牌、成本等优势，福建市场的网络设备维护业务仍将保持 30-40% 的增长。

### 国脉科技规划咨询业务未来几年将进入快速增长阶段

受运营商 3G 网络建设和全业务网络规划需求增长的影响，未来 2 年电信规划咨询市场增长加快。电信重组后中移动等为代表的运营商更需要中立的规划咨询提供商提供网络规划咨询，这给拥有甲级规划资质“非运营商”背景的国脉规划公司提供了快速增长的机会。

### 与 Juniper 合作将助力公司成为国内 IP 核心网络设备主流服务提供商，未来两年收入规模将会大幅增长

与 Juniper 结成战略合作伙伴，将助力国脉科技成为国内 IP 核心网络设备的主流服务提供商，并拓宽了公司的战略业务资源，IP 设备集成与服务收入未来三年平均增长率将达到 60% 以上。

### 我们预计公司未来三年净利润的复合平均增长率达到 49%

预测公司未来三年净利润的复合平均增长率将达到 49%。考虑公司良好的成长性，我们按 PEG=1.2 估值，目标价为 12.11 元。

**风险提示：关注公司人力资源不足的风险。**

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	200.01	268.95	513.83	805.23	1090.77
EBITDA(百万元)	48.73	67.80	109.91	165.84	227.43
净利润(百万元)	29.69	55.49	82.18	126.01	181.75
净利润增长率	15.04%	86.90%	48.04%	52.38%	45.07%
每股收益(元)	0.445	0.416	0.310	0.470	0.680
市盈率	45.19	113.57	33.50	23.50	16.40
市净率	4.45	17.61	7.44	5.23	4.03
EV/EBITDA	22.14	118.06	29.53	19.47	13.45
每股红利(元)	0.00	0.10	0.05	0.05	0.05
股息率(%)	0.00	0.21	0.04	0.04	0.04

来源: 国脉科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

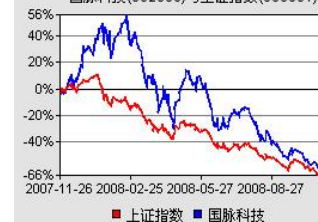
### 公司评级

**买入**

当前价格(元)	8.30
目标价格(元)	12.11
前次评级	买入

### 股价走势

国脉科技(002093)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.09%	-25.36%	-55.00%
上证综指	5.10%	-17.77%	-57.78%

### 股票数据

总股本(万股)	26,700.00
流通 A 股(万股)	7,344.41
主要股东:	
	陈国鹰
主要股东持股比例	29.24%
流通 A 股比例	27.51%

### 财务比率

ROE	15.49%
ROA	10.22%
资产负债率	27.37%
每股净资产(元)	2.68

2007 年报数据

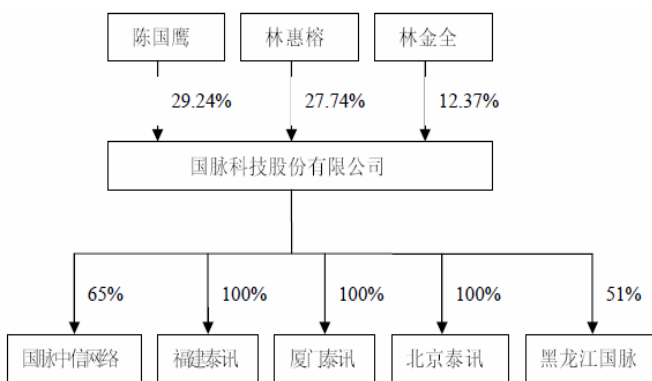
## 目 录

一、公司股东与主营业务结构-----	3
二、主营业务分析：电信网络维护外包业务-----	4
（一）行业需求分析：电信外包服务需求将呈快速增长的趋势-----	4
（二）行业竞争状况分析-----	5
（三）国脉科技的竞争优势分析-----	6
（四）设备维护业务拓展策略-----	7
三、主营业务分析：规划咨询业务-----	7
（一）规划咨询行业发展趋势分析-----	7
（二）国脉科技的发展机遇-----	8
（三）国脉科技规划咨询业务的发展趋势-----	8
四、主营业务分析：IP 网络集成与服务业务-----	9
（一）、电信网络全 IP 化是电信网络技术的发展趋势-----	9
（二）与 JUNIPER 合作将增强公司在电信核心网络设备维护市场的地位-----	10
（三）未来两年 IP 网络集成与服务业务规模将呈快速增长趋势-----	11
五、盈利预测假设及分析-----	12
（一）收入与毛利率假设-----	12
（二）费用率与所得税率-----	13
（三）盈利预测结果-----	13
六、公司估值-----	13

## 一、公司股东与主营业务结构

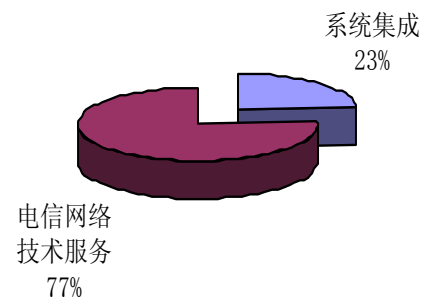
典型的民营企业。公司董事长陈国鹰及其家属持有上市公司 69.36% 的股权，可见公司是一家典型的家族控制的民营企业，另外公司总裁也持有公司 4.11% 的股权，董事长及相关管理人员在电信行业都具有深厚的职业背景。公司民营企业的股东架构也决定了公司相对竞争对手多为国有企业来说，在体制上具有了更灵活的优势。而且公司控股的重要子公司中如国脉中讯网络和黑龙江国脉设计等，其主要骨干人员也都实现了对公司的直接持股。良好的公司治理结构为公司业务发展创造了制度性的原动力。

图 1：国脉科技的股东结构及子公司



数据来源：国脉科技。

图 2：08 年上半年公司主营毛利结构



数据来源：国脉科技定期报告。

**公司主营业务简介。**公司的主营业务按公司报表划分为系统集成业务和电信网络技术服务两类。系统集成业务目前主要集中在 IP 网络设备的集成与服务上；电信网络技术服务业务主要包括电信网络设备维护服务、电信工程咨询规划服务、电信培训服务等。从公司 08 年上半年的数据来看，高毛利的电信网络技术服务仍是公司主要的利润来源，但预计随着 IP 网络集成业务和服务业务收入规模的快速增长，IP 网络集成与服务的利润比重未来二年将快速上升。

**主要业内企业对比。**目前与公司处于同一业务领域的公司主要为中国电信背景的中国通信服务公司（0552.HK）。但目前国脉科技的规模与中通服还有较大的差距，如表 1 中所示，这种差距也为机制相对灵活的国脉科技提升市场份额，促进业务增长创造了巨大的空间。

表 1：2008 年上半年可比收入对比分析

单位：亿元	中通服	国脉科技	国脉科技/中通服
网络维护业务	9.28	0.8	8.62%
咨询设计服务	12.43	0.4	3.22%

数据来源：中通服与国脉科技的定期报告。

## 二、主营业务分析：电信网络维护外包业务

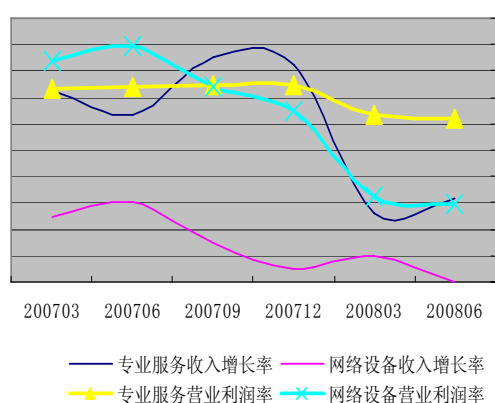
### （一）行业需求分析：电信外包服务需求将呈快速增长的趋势

运营商行业竞争加剧与降低成本的需求驱动电信网络维护外包市场增长。随着国内电信重组的完成，电信运营商实现了全业务的运营，电信运营商的业务竞争将更加激烈，而未来运营商同时面临资本支出增长与业务增长放缓的局面，运营商的盈利压力将日趋加大，运营商希望进一步降低 CAPEX 和 OPEX 的成本，其中网络维护环节外包的比重将会进一步增大。

运营商价值链管理转型将催生电信外包服务市场的进一步增长。随着电信技术进步促动的电信业务的多元化趋势不断加强、数据业务收入比重不断上升的影响，电信运营商的业务价值链的都在实现转型，价值链管理的核心正在从以“网络”为核心的管理模式向以“客户”为中心的管理模式转变，电信运营商的价值链管理重点转向了用户与业务侧。电信运营商价值管理重心的转移，也必然带动电信运营商内部资源调配模式的转变，非核心的价值链部分将会逐步向外部的专业市场转移，电信网络外包服务市场规模将逐步扩大。

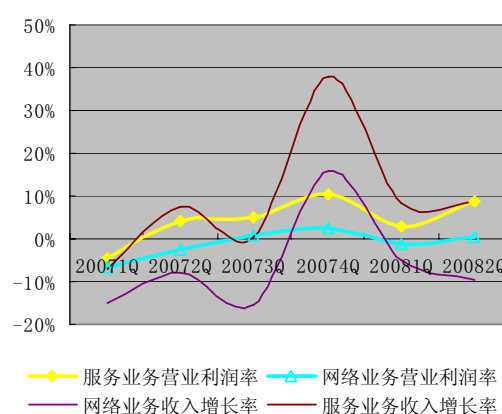
电信网络外包服务市场正呈快速增长的趋势。近年来在设备业务需求增长放缓和盈利能力下降的情况下，国际设备厂商加大了对电信网络专业服务的拓展力度，而国外运营商网络设备的高厂商集中度的特点也为运营商外包服务给设备厂商创造了条件，设备厂商的专业服务业务近几年保持了快速增长的趋势，增长率与盈利能力都好于设备业务。如图 3 和图 4 所示爱立信和阿朗通讯的案例。电信设备维护市场存在设备厂商外包服务的市场。由于电信设备厂商在服务网络上的不足、人员成本等方面的差异，电信设备厂商也会外包给第三方完成。

图 3：爱立信专业服务业务与设备业务比较



数据来源：各公司定期报表。

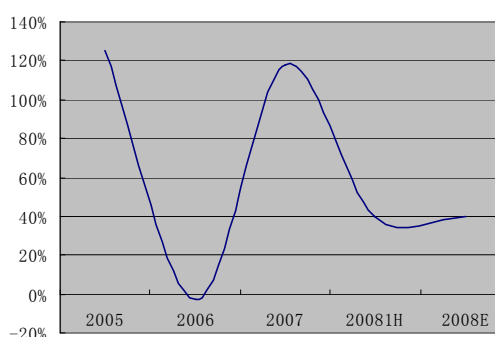
图 4：阿朗通讯服务业务与设备业务比较



数据来源：各公司定期报表。

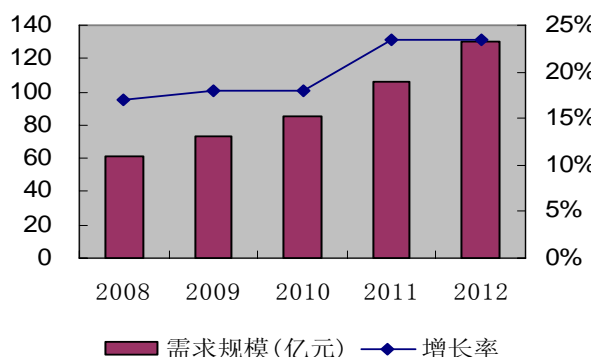
国内市场保持快速增长，未来增长速度加快。国内从事电信网络维护业务的上市公司除国脉科技外，还有在香港上市的中通服（0552.HK），而且中通服是国内最大的网络维护外包厂商，因此从中通服的网络维护收入增长情况在一定程度上也反映了国内市场电信网络维护外包市场的增长情况，中通服从05年以来，电信网络维护外包市场增长平均超过了40%。而国内IT咨询机构CCID的报告也显示，未来几年国内电信网络维护外包市场仍将保持快速增长的趋势。如图6所示。

图 5：中通服网络维护服务收入增长情况



数据来源：中通服定期报告。

图 6：08-12 年国内高端网络设备维护与网优规模预测



数据来源：CCID。

## （二）行业竞争状况分析

电信网络维护外包市场的参与主体主要为设备厂商和第三方服务厂商。但设备厂商相对主要集中在自己所出售的核心网络设备的维护上，而第三方厂商目前的市场主要集中在低端的接入层设备的维护上，目前低端接入层市场的厂商较多，但介入核心网络设备维护市场的厂商较少。目前低端接入层设备行业还处于相对分散状态，市场集中度不高，收入过亿的只有中通服和国脉科技。目前中通服的维护业务主要集中在接入层的低端设备的维护服务，国脉科技的维护业务相对集中于核心层设备的维护上，但这种高端设备也是指三年以上的在网设备，因为新设备都有三年的免费服务期。

电信网络服务外包市场向“第三方”服务商转移是电信服务外包的发展趋势，国脉科技与设备厂商存在一定竞争关系。参与电信网络服务外包市场主要为两个主体：一个是设备厂商（第二方），其次就是专业的服务提供商即“第三方”。设备厂商最大的优势是具有技术方面的优势，但是由于设备商与运营商之间存在设备采购的利益关系，存在维护是否中立和客观公正的问



题。同时国内的电信网络存量设备中存在“七国八制”的现象，往往由多家厂商提供，单一厂家无法覆盖多厂商的设备。在网络中多厂家设备共存的情况下，如果由多家设备商各自维护自己的设备，运营商需与多家厂商打交道，设备厂商之间对于网络问题的责任可能会相互推诿，这会增加运营商的协调难度，降低维护效率，因此运营商更希望有能进行跨厂商设备、跨技术设备的第三方服务商，给其提供一揽子的解决方案，以降低运维成本，提高效率。

第三方相对第二方具有明显的竞争优势。其一是与运营商之间不存在后续设备销售的利益问题，利益中立。第二是第三方可以进行多厂商设备的服务，一方面可以降低运营商的成本，同时也使自己在成本上享受了规模经济与范围经济的优势，因此第三方报价往往具有价格优势。另外第三方服务往往具有本地化的团队，相对于第二方尤其是国外设备厂商具有服务响应速度的优势。运营商也希望通过培养第三方的服务提供商，来加大与设备制造商服务的竞争，以此来降低网络运维成本。

**第三方服务商获得的外包合同除了运营商的外包合同外，还包括“第二方”的转包合同。**设备制造商获得的运营商转包服务合同，设备制造商基于成本、本地化及人力资源等原因的考虑，“第二方”向有能力的第三方转包核心网设备的维护，尤其是国外的设备制造商转包服务合同较多，国脉科技的成长就是由此开始的。这一类的企业所需的技术能力要求非常高，所从事的服务首先需要配备通过第二方技术认证的技术人员，第二方转包给第三方，也使第三方获得了第二方设备的技术资源和服务经验，为后期直接向运营商提供该厂商的设备维护奠定了基础，国脉科技的成长过程也经历了这个阶段。基于成本、服务响应速度、利益中立等原因，设备制造商也希望与第三方进行合作，共同拓展电信网络服务外包市场。而随着国外设备厂商在国内设备市场份额不断降低，本身财务状况的恶化及不断裁员的影响，我们预计国外设备厂商在中国的后续服务能力将会下降，但在国内存在大量的在网设备，未来预计将会外包给第三方，或者将直接由第三方厂商在运营商处承接维护外包订单。

### （三）国脉科技的竞争优势分析

**品牌知名度与资本实力是其显著的竞争优势。**相对于其它第三方厂商，公司在维护经验、品牌和资本实力上具有明显的竞争优势。上市后资本实力增加带来的信誉提升、抗风险能力、品牌知名度的提升，使运营商可以更放心地与国脉签约更长期的服务合同，有利稳固与运营商之间的关系。

**第三方身份的服务优势。**国脉科技相对于中通服等厂商具有更鲜明的第三方的身份，而中通服上市后尽力宣传第三方的身份，但中国电信仍是公司的大股东，相关管理人员仍由中国电信集团指派，而电信重组后中国电信成为中移动、中国联通的直接竞争对手，中通服的电信背景使公司与国脉科技在中移动和中国联通上的竞

争将会产生身份上的劣势，尤其是在核心网络设备的维护上。

**机制灵活优势。**国脉科技相对于中通服等竞争对手具有相对灵活的机制优势，这是由公司的股东架构和治理结构决定的，而这些机制优势就会反映在业务的拓展能力和对高端人才的吸引上。

#### （四）设备维护业务拓展策略

**短期仍以提升福建市场的市场份额为主，收购兼并方式将是未来省外市场的主要拓展策略。**

由于网络设备维护业务的拓展，一方面需要与运营商建立稳固的客户关系，同时需要本地化的大量维护人员，为控制风险，公司在省外市场拓展方面公司采取了相对谨慎的做法，为控制风险，公司短期不会急于扩张省外市场。而公司基本策略仍是继续扩大福建省的市场份额，公司目前在福建省内的维护市场份额仍旧较低，只有 10% 左右，未来市场空间仍在快速增长。同时为了减少竞争对手的成长空间，公司的业务拓展也将向全网设备维护方向拓展，参与中低端的服务市场，为客户提供全网设备的维护解决方案。

利用福建市场创造电信网络服务的品牌，为省外扩张做扎实的准备。同时公司将进一步加大福建市场的管理，做好服务的产品化、流程化、规范化的管理，并在福建市场进行业务模式的创新，并积极创造电信网络服务厂商的著名品牌，为后期省外市场的拓展创造良好的基础。

**福建市场仍存在较大的成长空间。**排除 IP 网络设备服务收入，我们预计在设备维护业务方面，福建市场的收入仍在 90% 左右。福建市场一方面运营商外包趋势的更进一步加强将会促进行业市场的增长，另外一方面运营商存量设备的规模也不断扩大，也会产生自然的增长，考虑到存量设备的自然增长和公司品牌知名度的提高，我们认为在福建市场的电信设备维护业务在未来三年内仍将保持 30-40% 左右的速度增长。

**关于省外市场的拓展，谨慎选择合适目标进行收购兼并。**关于省外市场的拓展，公司为控制风险，我们预计将会采用收购兼并的方式进行拓展，目标的选择也会相对谨慎，目标公司至少要满足：拥有业务资源、与公司战略相符等，但我们预计在公司资金不是很充裕的情况下今年年内难以发生。

### 三、主营业务分析：规划咨询业务

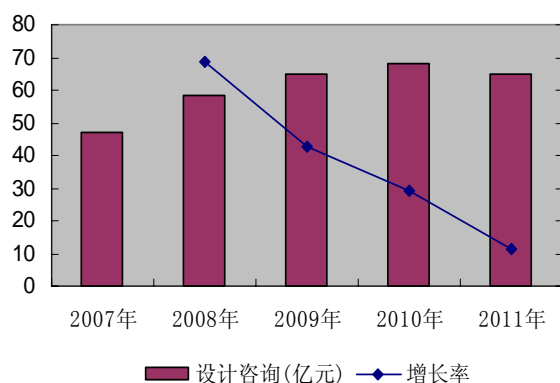
#### （一）规划咨询行业发展趋势分析

**电信资本支出增长带动电信规划咨询市场的增长。**电信规划咨询的需求主要来自于电信运营商建网时对网络规划的咨询需求，因此电信规划咨询与电信资本支出规模存在较强的关联关

系，根据广东电信规划设计院的行业专家的经验，电信规划咨询费用一般按电信资本支出的 2% 计算，未来二年电信资本支出规模的明显增长将会带动电信规划咨询市场的增长。

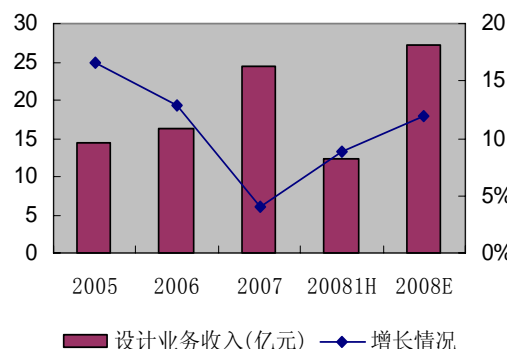
**全业务运营与 3G 网络建设催生规划设计市场增长。**电信重组后，各运营商获得了全业务的资格，中国电信获得移动业务资格，中国移动获得固网业务资格，移动网络规范咨询与固定网络规划咨询需求主体新增了一个，实际上整个规划咨询市场规模都得到了有效扩张，未来几年规划咨询市场增长将非常明显。

图 7：国内电信规划设计市场规模与增长情况



数据来源：广东省电信规划设计研究院

图 8：中通服规划设计业务收入与增长情况



数据来源：中国通信服务。

## （二）国脉科技的发展机遇

**电信重组后第三方电信规划厂商将有更大的增长机会。**电信重组后，中国电信成为中国移动和中国联通的直接竞争对手，而网络规划内容将会直接涉及到电信运营商的网络核心数据，出于商业秘密的考虑，我们预计中移动与中联通将会主动减少对中国电信控股的中通服咨询规划业务的依赖，在这将有利于第三方电信规划设计院的业务拓展。国脉科技的优势主要体现为第三方的身份优势和机制灵活优势，第三方的身份对于拓展市场具有一定优势；另外国脉科技规划公司实现了主要管理层的持股，在公司治理和激励机制方面具有更灵活的机制优势，而这种优势最终将体现在业务拓展和对人才的吸引方面。

## （三）国脉科技规划咨询业务的发展趋势

**规划咨询收入未来几年将呈高速增长趋势。**在规划咨询市场，公司将继续深化与华信院的合作，扩大市场份额，随着 3G 的建设以及未来运营商投资规模的扩大，现有市场的规划咨询收入将呈稳定增长趋势。

同时，国脉科技通过收购黑龙江国脉 51% 的股权后，公司拥有



国家建设部批准的甲级通信行业勘察设计单位、具备有线通信、无线通信的网络规划设计甲级资质等。

黑龙江国脉的主要客户在电信重组前主要是中国网通和中国联通，作为转制企业，在黑龙江市场还有两年的保护期，未来 2 年中国网通在黑龙江的设计业务全由公司承接，2 年后中国网通的规划咨询业务将引入竞争，电信重组后仍然有效。黑龙江国脉在东北、广东、山西、上海等黑龙江以外的市场已有相关的规划业务，并已成为新联通总部级的规划咨询方案提供商，09 年公司将进一步加大市场的拓展力度。

国脉科技作为战略股东和该公司的主要负责人成为股东之后，国脉设计公司的业务已经有了较大的起色，上半年实现收入 2282 万元，全年预计收入将会超过 5000 万元，利润预计将超过 2000 万左右。

我们预计黑龙江国脉设计公司的业务规模未来 2 年将呈成倍的增长。我们分析认为主要增长动力来自于：电信重组后中联通在拓展中移动和中联通市场将受到中电信背景的身份限制，第三方的规划咨询提供商具有优势；另外黑龙江国脉科技转制与国脉科技控股后良好的激励机制将为公司的发展提供内在的快速生长的动力机制；电信重组与 3G 网络建设使电信规划市场规模扩大为国脉规划咨询业务提供了良好的市场环境。

## 四、主营业务分析：IP 网络集成与服务业务

### （一）、电信网络全 IP 化是电信网络技术的发展趋势

电信网络的全 IP 化方向发展，IP 网络设备占运营商采购设备比重将不断提高。电信网络的全 IP 化是电信网络技术发展的基本趋势，无论是核心层、传输层还是接入层的设备都在向全 IP 方向发展。电信网络的全 IP 化发展，也将使整个电信网络的 IP 化的网络设备的比重不断提高，IP 相关设备的增长将高于传统电信设备市场的增长，这也是近几年以思科、Juniper 等厂商的业绩增长快于传统电信设备厂商的重要原因。而随着电信网络的业务层、接入层向全 IP 化的方向发展，电信网络中的 IP 流量每年基本呈成倍的增长趋势，对传输层和核心层的 IP 路由器与交换机的性能要求越来越高，对于电信级的高端 IP 路由设备需求的增长将会更快。这也是 Juniper 近年来的销售收入增长率明显高于思科增长率的原因，思科是企业网设备与电信网设备并重，Juniper 相对更注重于高端电信级 IP 设备的研发。

图 9: 网络的全 IP 网

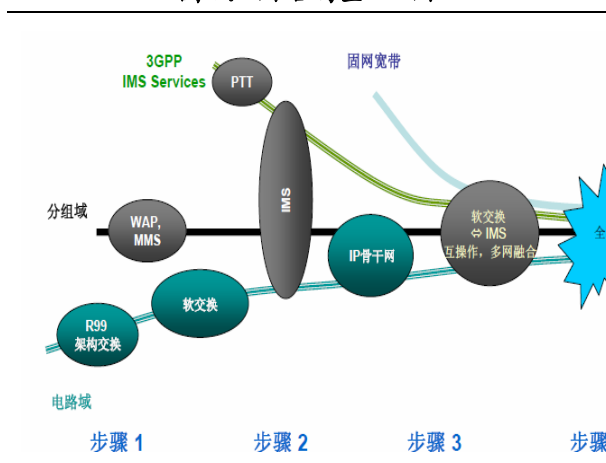


图 10: 移动 IP 化: 核心网的架构

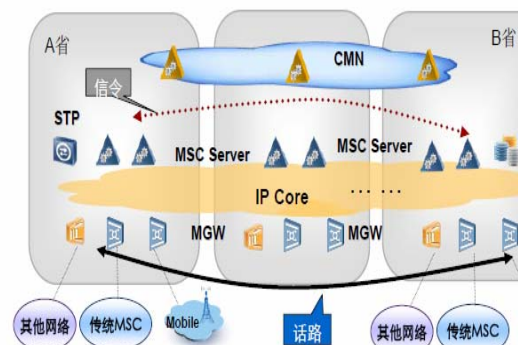
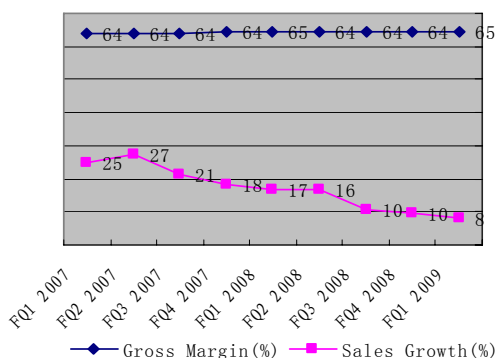
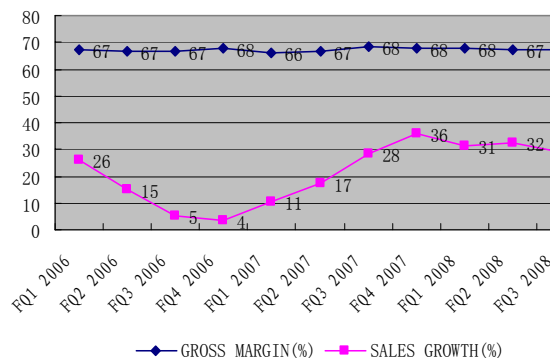


图 11: 思科的收入增长率和毛利率



数据来源: 思科定期报告。

图 12: Juniper 的收入增长率和毛利率



数据来源: Juniper 定期报告。

## (二) 与 Juniper 合作将增强公司在电信核心网络设备维护市场的地位

2007 年国脉科技成为 Juniper 全系列产品在中国市场的全面服务提供商和总分销商。根据我们与 Juniper 相关人员的交流, 国脉科技实际上已成为 Juniper 电信级产品在国内的战略合作伙伴, (联强国际与神州数码也是总代理之一, 但主要销售防火墙产品和低端的企业网产品)。

Juniper 的产品在中国的原合作伙伴为爱立信, 但随着爱立信先后收购马可尼、Redback、DRUTT 等公司后, 爱立信自己在 IP 网设备方面已经具有相当的竞争力, Juniper 与爱立信之间成为实质性的竞争对手, 因此 Juniper 也需要寻找新的合作伙伴来拓展中国区的市场。而国脉科技本身曾经销售过 Juniper 的产品, 存在业务关系, 而国脉科技在电信全网设备方面的服务经验和服 务能力也是 Juniper 看中国脉科技的重要原因, 同时国脉科技在 IP 设备的集成与服务方面目前专注于 Juniper 网络产品也是 Juniper 看中国脉科技的重要原因。

获得Juniper产品的全面代理集成与服务业务使公司的业务规模得到了战略性的拓展。主要体现在：一是为公司服务业务的持续性和增长前景打下了良好的基础，Juniper目前在中国市场的在网电信级设备规模超过50亿元，按最保守的估计每年产生的服务业务规模将超过亿元，相当于公司目前的设备维护规模。二是IP网络设备作为运营商的核心网设备，借助与Juniper的合作关系，使公司继续在运营商核心网络的维护方面站稳脚跟，而且IP在网设备规模比重的不断提高，将会更加稳固公司在网络设备尤其是核心网网络设备维护方面的优势，也使公司网络设备维护业务具有了更好的成长性。三是目前Juniper在中国电信和中国移动的IP骨干路由器的市场份额超过40%，这将有利公司成为国内主导的IP核心网设备的维护厂商。

**表 3: Juniper 电信级产品销售规模与服务规模保守估计**

年份	设备销售 (亿元)	服务收入 规模(亿 元)	电信级设备销 售规模(亿元)	电信级服务规 模(亿元)
2000 年前	6.80		6.12	
2001	1.70		1.53	
2002	2.11		1.90	
2003	2.72	0.34	2.45	0.24
2004	6.66	0.43	4.66	0.30
2005	5.44	0.53	3.81	0.37
2006	6.80	0.67	4.76	0.47
2007	8.84	1.00	6.19	0.70
2008E	11.49	1.27	8.04	0.89
2009E	13.79	1.61	9.65	1.13
2010E	16.55	2.05	11.58	1.44

数据来源：广发证券发展研究中心。注：服务收入规模我们保守按 5% 的销售规模计算（行业一般按 6-10% 收取服务费），3 年免费期过后设备维护开始收费。汇率折算统一按 1 美元兑 6.8 元人民币计算。

### （三） 未来两年 IP 网络集成与服务业务规模将呈快速增长趋势

**集成收入。**随着电信网络向全 IP 网络的方向发展，电信运营商加大 3G 和宽带互联网业务的投资，我们认为国内电信运营商未来几年对 IP 核心网络设备的采购将保持快速增长的趋势，08 年 Juniper 在全球的网络设备销售额同比增长超过了 30%，国内市场增长应该至少保持与其全球设备市场相同的增长速度。我们按 Juniper 在中国销售的产品 09-10 年 20% 的增长速率保守估计，预计 Juniper 电信级产品在中国的销售规模到 2010 年将至少达到 10 亿元，我们预计目前国脉科技与 Juniper 的签单规模在 4 个亿左右，未来两年集成业务仍存在较大的发展空间。

**服务收入。**由于公司与 Juniper 的大规模合作刚起步，今年带来的服务收入规模还相对较小，但明年开始国脉科技将会逐步全面接手 Juniper 在中国的服务业务，爱立信在逐步推出自己的 IP 网络产品后，我们认为爱立信为 Juniper 产品提供后续服务的动力将会减弱，国脉科技将会逐步扩大 Juniper 的服务规模，未来两年服务收入规模将会大幅增长。

#### （四）IP 网络与集成服务的毛利率分析

关于 IP 网络与集成服务的毛利率，我们选择思科在中国的金牌代理商作为参考，思科与 Juniper 是直接竞争对手，但思科企业网设备所占比重更大，Juniper 产品的毛利率要高于思科产品，如图 11 和图 12 所示。另外思科在中国的代理商很多，代理商之间的竞争也相对激烈，而 Juniper 在中国主要通过总代理渠道，代理商相对集中，国脉科技面临的竞争相对较少，我们认为国脉科技的集成代理与服务业务的毛利率应该至少可以与思科的金牌集成与服务毛利率持平，我们预测的毛利率未来三年的毛利率在 19-20%，我们认为相对可行的。

表 4：集成与服务厂商毛利率

项 目	2008 年 1-6 月	2007 年度	2006 年度	2005 年度
思科某金牌集成商集成与服务	22.15%	23.08%	20.70%	20.12%
华胜天成集成与专业服务	19.59%	18.39%	19.55%	20.39%

数据来源：广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测假设及分析

### （一）收入与毛利率假设

根据我们前面对公司业务分析，我们对公司分业务的收入与毛利率的分析假设如表 5 中所示。

表 5：主营业务收入增长率与毛利率假设

	2008E	2009E	2010E
<b>收入增长率预计</b>			
1：系统集成业务			
IP 系统集成	103%	50%	30%
IP 维护服务收入		175%	82%
2、电信网络技术服务	61.0%	54.7%	34.9%
其中：电信设备系统维护服务	50.0%	30.0%	30.0%
电信规划咨询	74.5%	80.9%	38.7%
收入合计：	91%	57%	35%
<b>毛利率预计：</b>			
1：系统集成毛利率	18%	16%	16%

IP 设备维护服务毛利率	40%	45%	45%
系统集成业务合计毛利率	19%	19%	20%
2、电信网络技术服务毛利率	91%	89%	89%
合计毛利率	50%	50%	52%

数据来源：广发证券发展研究中心。

## （二）费用率与所得税率

表 6：期间费用率与所得税率假定					
	2007	20081H	2008E	2009E	2010E
销售费用率	2.7%	6.2%	5.6%	5.3%	5.3%
管理费用率	19.9%	13.7%	15.0%	14%	13.6%
财务费用率	-0.72%	0.75%	1.00%	0.90%	0.50%
合并有效所得税率	6.6%	14.9%	15.0%	17.0%	18.0%

数据来源：国脉科技定期报告与广发证券发展研究中心。

## （三）盈利预测结果

根据上面的预测假设,我们预测公司主营业务收入 08-09 年分别增长 91%、57%和 35%，主营业务收入规模分别达到 51383 万元、80523.4 万元和 109077.32 万元，08-10 年归属母公司的净利润增长率分别为 48%、53%和 44%，每股收益分别为 0.31 元、0.47 元和 0.68 元，未来三年的年均增长率达到 49%。

## 六、公司估值

根据公司未来的业绩成长性，我们认为按 PEG=1.2 给公司估值是相对合理的，目标估值为 12.11 元。同时我们根据彭博系统中的相关研究机构给可比公司中通服（0552.HK）的估值情况作对比，来反证我们给国脉科技估值的合理性。我们认为从国脉科技的成长性、盈利能力来看（如表 8）都要远远高于中通服，我们有理由认为国脉科技的估值水平客观上应高于中通服的估值水平，从我们的估值水平来看，到 10 年国脉科技与中通服的估值水平趋于一致。

表 7：国脉科技与中通服估值比较

	2007	2008E	2009E	2010E
中通服（0552.HK）每股收益(元)	0.21	0.25	0.32	0.36
国脉科技每股收益(元)	0.21	0.31	0.47	0.68
中通服目标估值(6.4 元)市盈率	30.5	25.6	20.0	17.8
国脉科技目标估值(12.11 元)市盈率	57.7	40.2	25.7	17.8

注：中通服的盈利预测和目标估值来自于彭博系统对分析师预测的统计均值。



## 国脉科技与中通服增长能力与盈利能力比较

表 8：国脉科技与中通服增长能力与盈利能力比较

<b>增长能力比较：</b>						
<b>中通服（0552.HK）</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>20081H</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>
收入增长率	8.03%	45.94%	21.88%	37.55%	23%	20%
净利润增长率	13.59%	36.68%	42.91%	11.26%	18%	14%
<b>国脉科技（002093）</b>						
收入增长率	16.91%	8.42%	32.50%	139.61%	91%	57%
净利润增长率	10.61%	22.46%	75.58%	81.87%	48%	53%
<b>盈利能力比较：</b>						
<b>中通服（0552.HK）</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>20081H</b>		
净利率	4.52%	4.23%	4.96%	4.16%		
净资产收益率	9.26%	8.60%	10.72%	13.20%		
总资产收益率	4.43%	4.69%	5.41%	6.41%		
<b>国脉科技（002093）</b>						
净利率	14.16%	16%	21.20%	19.95%		
净资产收益率	20.76%	14.34%	16.77%	21.40%		
总资产收益率	10.34%	9.76%	11.94%	13.47%		

数据来源：公司定期报告。

## 附件 1: 利润表预测

单位: 万元	2007	20081H	2008E	2009E	2010E
主营业务收入					
1、IP 系统集成与服务业务					
JUNIPER 系统集成	14302.20	14317.00	29000.00	43500.00	56550.00
JUNIPER 维护服务收入			2000.00	5500.00	10000.00
系统集成毛利率		22%	18%	16%	16%
服务毛利率			40%	45%	45%
IP 业务合计毛利率		22%	19%	19%	20%
2、电信网络技术服务	12664.00	10502.00	20383.00	31523.40	42527.32
电信设备系统维护服务	7012.00	6002.00	10518.00	13673.40	17775.42
电信咨询	5652.00	4500.00	9865.00	17850.00	24751.90
合计毛利率	86%	94%	91%	89%	89%
营业收入合计	26895.33	24942.79	51383.00	80523.40	109077.32
营业毛利合计	6680.13	6224.95	24568.53	37490.83	51397.31
整体毛利率	46%	52%	48%	47%	47%
营业税金及附加	721.22	530.93	1181.81	1852.04	2508.78
销售费用	731.39	1555.54	2826.07	4509.31	5781.10
销售费用率	3%	6%	6%	6%	5%
管理费用	5342.73	3411.58	7707.45	11273.28	14834.52
管理费用率	20%	14%	15%	14%	14%
财务费用	(194.84)	187.04	513.83	724.71	545.39
财务费用率	-0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	0.5%
资产减值损失	139.44	414.08	600.00	600.00	600.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	64.91				
投资净收益	374.06	2.59			
四、营业利润	6062.54	6892.56	11739.38	18531.49	27127.54
加: 营业外收入	541.74	222.79			
减: 营业外支出	56.87	103.19			
五、利润总额	6547.41	7012.16	11739.38	18531.49	27127.54
减: 所得税	434.91	1044.78	1760.91	3150.35	4882.96
报表有效所得税率	6.6%	14.9%	15.0%	17.0%	18.0%
六、净利润	6112.49	5967.38	9978.47	15381.14	22244.58
减: 少数股东损益	563.63	1096.52	1760.91	2779.72	4069.13
归属于母公司所有者的净利润	5548.87	4870.87	8217.56	12601.41	18175.45
总股本	26700.00	26700.00	26700.00	26700.00	26700.00
每股收益 (元)	0.21	0.18	0.31	0.47	0.68

数据来源: 国脉科技定期报告与广发证券发展研究中心。

**附件2：资产负债表**

单位：万元	2007 年	2008 年中	2008E	2009E	2010E
流动资产：					
货币资金	17984.78	21232.94	26063.00	21243.00	27243.00
应收账款	6003.30	13214.53	18951.61	30769.00	27689.00
预付款项	1673.54	4629.49	6215.71	10092.00	10651.00
应收利息	38.86	122.81	159.43	259.00	350.00
其他应收款	867.98	983.17	1825.51	2964.00	3822.00
存货	2799.75	8606.06	11247.80	14261.00	14702.00
流动资产合计	29368.22	48789.00	64463.07	79587.80	84457.51
非流动资产：					
非流动资产合计	24915.34	27068.74	26434.20	28737.30	29879.20
资产总计	54283.56	75857.74	90897.00	108325.00	114337.00
流动负债：	0.00	0.00			
短期借款	10162.94	19237.02	21456.00	29126.00	20000.00
应付账款	1693.11	7746.77	15414.90	16684.68	22569.46
预收款项	640.43	473.40	600.00	600.00	600.00
流动负债合计	14827.31	29501.81	40036.10	48862.30	45566.40
非流动负债：					
长期借款	0.00	1501.00	2000.00	2000.00	2000.00
非流动负债合计	31.39	1620.42	2213.00	2213.00	2213.00
负债合计	14858.69	31122.23	42249.00	51075.00	47779.00
所有者权益					
实收资本	13350.00	26700.00	26700.00	26700.00	26700.00
资本公积金	7119.97	444.97	444.97	444.97	444.97
盈余公积金	2035.39	2035.39	2849.00	3988.60	2849.00
未分配利润	13324.78	10185.64	18654.69	26116.56	36563.19
少数股东权益	3594.82	5390.22	4673.26	6075.24	7897.81
母公司所有者权益合计	35830.05	39345.29	43975.00	51175.00	58659.00
所有者权益合计	39424.87	44735.51	48649.00	57250.00	66557.00
负债和所有者权益总计	54283.56	75857.74	90898.00	108325.00	114337.00

数据来源：公司定期报告与广发证券发展研究中心

**附件3：现金流量表预测**

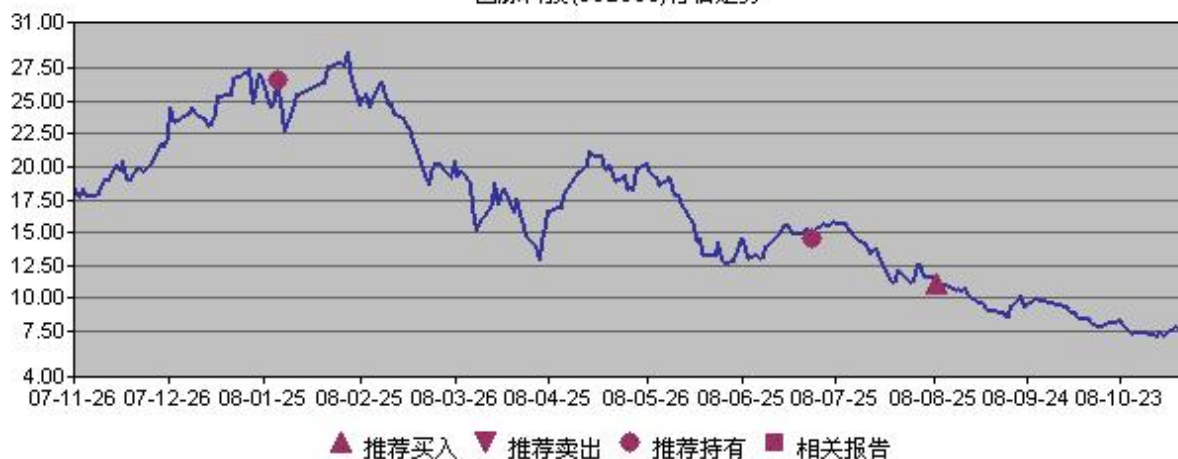
单位：万元	2007 年	2008 年中	2008E	2009E	2010E
一、经营活动产生的现金流量：					
经营活动现金流入小计	27924.17	20493.12	46234.00	50857.40	66114.62
经营活动现金流出小计	26874.31	21488.84	33324.14	44360.40	57668.52
经营活动产生的现金流量净额	1049.86	(995.72)	12909.86	6497.00	8446.10
二、投资活动产生的现金流量：					
投资活动现金流入小计	1451.95	20.58	528.36	60.00	70.00
投资活动现金流出小计	14006.76	5547.56	14500.00	18500.00	9871.00
投资活动产生的现金流量净额	(12554.81)	(5526.98)	(13971.64)	(18440.00)	(9801.00)
三、筹资活动产生的现金流量：					
筹资活动现金流入小计	14161.43	19573.42	21230.00	19213.00	20000.00
筹资活动现金流出小计	8558.30	9768.96	12090.00	12090.00	12645.00
筹资活动产生的现金流量净额	5603.13	9804.46	9140.00	7123.00	7355.00
四、现金及现金等价物净增加额	(5905.72)	3248.17	8078.22	(4820.00)	6000.10
期初现金及现金等价物余额	23890.50	17984.78	17984.78	26063.00	21243.00
期末现金及现金等价物余额	17984.78	21232.94	26063.00	21243.00	27243.10

数据来源：公司定期报告与广发证券发展研究中心

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

国脉科技(002093)行情走势



## 相关研究报告

国脉科技(002093.sz)	李太勇	2007-07-30
-----------------	-----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。