

国脉科技 (002093)

优化结构，三大引擎拉动利润长效提升

——2018 年年报与 2019 年一季度报告点评

	黄子健 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-59312736	010-59312799
	huangzjian@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880518100002	S0880518120002

本报告导读:

2018 年完成业务迭代，收入下跌但毛利提高，2019 年第一季度净利润环比增长逾十倍。规划设计业务、产教融合布局养老产业、物联网广阔空间拉动利润长效提升。

投资要点:

- **维持“增持”评级，上调目标价为 14.00 元。**预测公司 2019-2021 年营业收入分别是 10.98 亿元，14.32 亿元和 18.33 亿元。基于毛利提升，2018 年 EPS 略高于预期，上调 2019、2020 年预测，净利润为 3.50 亿元，4.46 亿元，净利润分别增长 169%和 27%，每股收益分别为 0.35 元 (+12.9%) 和 0.44 元 (+12.8%)。预测 2021 年净利润为 5.76 亿元，净利润增长 29%，每股收益为 0.57 元。给予国脉科技 2019 年 40 倍估值，上调目标价为 14.00 元（原目标价为 10.85 元），维持“增持”评级。
- **结构调整阵痛期，盈利能力显提升：**公司对业务结构进行调整，对非战略核心业务以及毛利率相对较低的业务进行了处置，虽然 2018 年收入利润有所降低，但综合 2019 年第一季度表现，盈利底已经显现，公司转入高毛利率的经营模式，利润有望加速成长。
- **5G 商用规划设计优先受益，三大引擎拉动公司利润高速增长：**规划设计是前端业务，随着公司在规划设计业务上的渗透率不断提升，基于盈利能力提升、5G 商用前端规划较快受益、养老产业布局切合政策方向和物联网增长空间的考虑，预测 2019 年收入较 2018 年有所提升，但利润将大幅增长。
- **催化剂。**5G 商用进程加快，对规划设计业务需求增加；国家基于养老产业的产教融合出台相关政策。
- **风险提示。**5G 建设进度晚于预期；技术风险；产业园业务发展受限。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,516	983	1,098	1,432	1,833
(+/-)%	23%	-35%	12%	30%	28%
经营利润 (EBIT)	149	81	361	448	575
(+/-)%	152%	-46%	346%	24%	28%
净利润 (归母)	163	130	350	446	576
(+/-)%	111%	-20%	169%	27%	29%
每股净收益 (元)	0.16	0.13	0.35	0.44	0.57
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.8%	8.2%	32.9%	31.3%	31.4%
净资产收益率 (%)	5.4%	4.1%	10.0%	11.3%	12.7%
投入资本回报率 (%)	4.2%	2.0%	10.9%	12.7%	15.8%
EV/EBITDA	53.54	65.72	25.42	19.84	14.76
市盈率	59.47	74.34	27.64	21.72	16.81
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.00

上次预测: 10.85

当前价格: 8.65

2019.04.30

交易数据

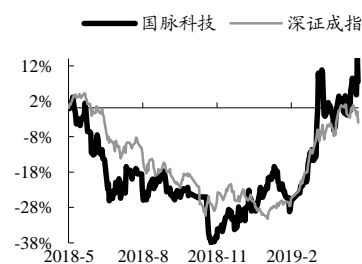
52 周内股价区间 (元)	5.71-11.85
总市值 (百万元)	8,715
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,008/982
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	28.52
日均成交值 (百万元)	277.74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,216
每股净资产	3.19
市净率	2.7
净负债率	9.07%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.06	0.04
Q2	0.04	0.13
Q3	0.02	0.09
Q4	0.00	0.09
全年	0.13	0.35

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	19%	-9%
相对指数	-8%	-9%	-3%

相关报告

《公司结构调整阵痛已过，业绩拐点已至》
2019.02.28

《集团增持公司股份，彰显未来发展信心》
2019.01.03

《5G 规划设计难度提升，公司转型升级即将启航》2018.12.09

《ICT 业务稳定增长，物联网大数据转型顺利》
2018.08.13

模型更新时间: 2019.04.30

股票研究

信息技术
电信运营

国脉科技 (002093)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.00**

上次预测: 10.85

当前价格: 8.65

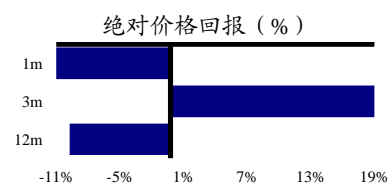
公司网址

www.gmiot.com

公司简介

公司是国内领先的信息通信技术外包服务提供商。

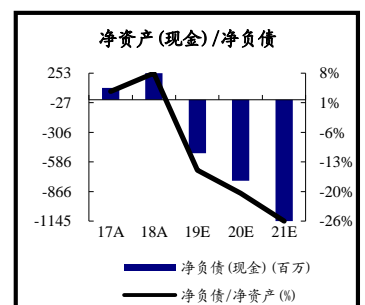
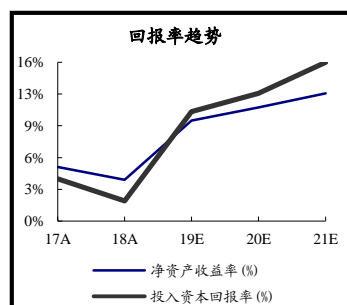
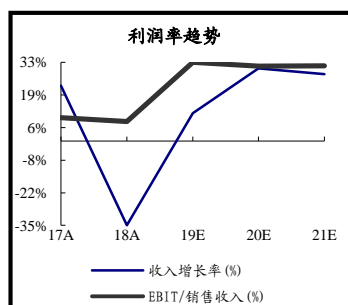
作为中国通信技术外包市场的开拓者之一,公司参与了中国通信服务外包行业标准的起草和制订,致力于在中国通信技术服务外包市场与国际厂商竞争。



52 周价格范围: 5.71-11.85
市值 (百万): 8,715

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	1,516	983	1,098	1,432	1,833
营业成本	1,018	615	451	602	766
税金及附加	82	58	53	76	96
销售费用	66	48	56	71	92
管理费用	142	125	131	168	219
EBIT	149	81	361	448	575
公允价值变动收益	6	6	0	0	0
投资收益	81	82	0	0	0
财务费用	48	42	0	-12	-16
营业利润	184	130	361	461	591
所得税	25	25	51	73	94
少数股东损益	-5	-26	-40	-58	-79
归母净利润	163	130	350	446	576
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	480	509	1,038	1,313	1,723
其他流动资产	2,585	2,366	1,923	2,295	2,662
长期投资	238	268	268	268	268
固定资产合计	510	737	737	737	737
无形及其他资产	868	638	589	512	423
资产合计	4,680	4,518	4,555	5,125	5,813
流动负债	1,624	812	557	739	931
非流动负债	49	544	544	544	544
股东权益	3,007	3,162	3,455	3,842	4,339
投入资本(IC)	3,026	3,323	2,852	2,964	3,050
现金流量表					
NOPLAT	128	65	310	377	483
折旧与摊销	32	35	0	0	0
流动资金增量	-181	284	-422	189	175
资本支出	-29	-118	49	77	89
自由现金流	-50	266	-63	644	747
经营现金流	221	102	747	211	335
投资现金流	-1,039	-62	49	77	89
融资现金流	-375	2	-267	-13	-13
现金流净增加额	-1,193	43	529	275	410
财务指标					
成长性					
收入增长率	23.2%	-35.2%	11.7%	30.4%	28.0%
EBIT 增长率	151.6%	-45.7%	346.1%	24.3%	28.2%
净利润增长率	110.6%	-20.0%	168.9%	27.3%	29.2%
利润率					
毛利率	32.8%	37.5%	58.9%	57.9%	58.2%
EBIT 率	9.8%	8.2%	32.9%	31.3%	31.4%
归母净利润率	10.7%	13.2%	31.9%	31.1%	31.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.4%	4.1%	10.0%	11.3%	12.7%
总资产收益率(ROA)	3.5%	2.9%	7.7%	8.7%	9.9%
投入资本回报率(ROIC)	4.2%	2.0%	10.9%	12.7%	15.8%
运营能力					
存货周转天数	433	644	509	541	548
应收账款周转天数	55	102	74	80	82
总资产周转天数	1,124	1,707	1,508	1,234	1,089
净利润现金含量	135.9%	78.3%	213.3%	47.3%	58.1%
资本支出/收入	1.9%	12.0%	-4.5%	-5.4%	-4.8%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	30.0%	24.2%	25.0%	25.4%
净负债率	3.7%	8.0%	-14.6%	-19.9%	-26.4%
估值比率					
PE(现价)	59.47	74.34	27.64	21.72	16.81
PB	3.19	2.31	2.76	2.45	2.14
EV/EBITDA	53.54	65.72	25.42	19.84	14.76
P/S	6.38	9.85	8.82	6.76	5.28
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目 录

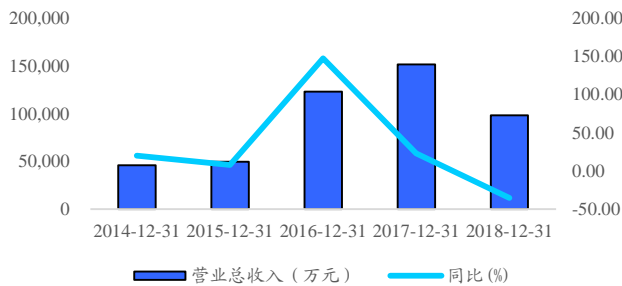
1. 优化结构聚焦主业，转型平稳盈利提升	4
1.1. 吐故纳新，完成业务迭代升级	4
1.2. 成效显著，一季度交出满意成绩单	4
2. 公司战略布局合理，利润增长引擎强劲	5
2.1. 加强 5G 规划设计业务壁垒，打造核心竞争力	5
2.2. 产教融合切入大健康领域，契合国家发展方向	5
2.3. 专注物联网，行业成长为公司盈利增长创造巨大空间	6
3. 盈利预测与估值	6
3.1. 盈利预测	6
3.2. PE 估值	6
4. 催化剂	7
5. 风险提示	7

1. 优化结构聚焦主业，转型平稳盈利提升

1.1. 吐故纳新，完成业务迭代升级

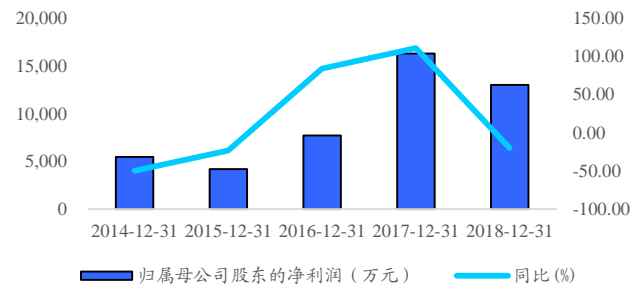
2018 年度公司实现营业收入 98,340.37 万元,同比下降 35.15%; 归属于上市公司股东的净利润为 13,024.03 万元,同比下降 20.00%; 综合毛利率由去年同期的 32.84% 提升至 37.48%。报告期公司主动优化业务结构, 对非战略核心业务以及毛利率相对较低的业务进行了处置, 集中人力、财务、技术资源聚焦 5G、物联网相关核心业务的布局与拓展。更加专注于高毛利率的规划设计业务, 为公司新一轮增长做好了准备。

图 1: 营业收入大幅下降, 低于 2016 年



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 2018 年净利润降幅相对较小, 盈利能力增强

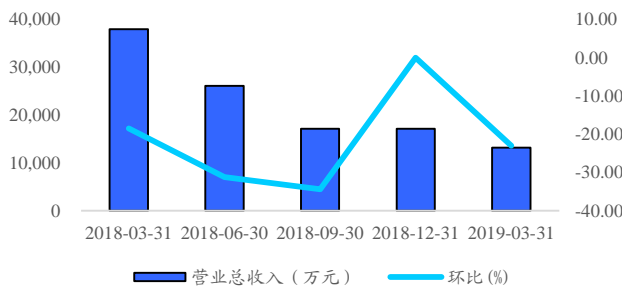


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2. 成效显著, 一季度交出满意成绩单

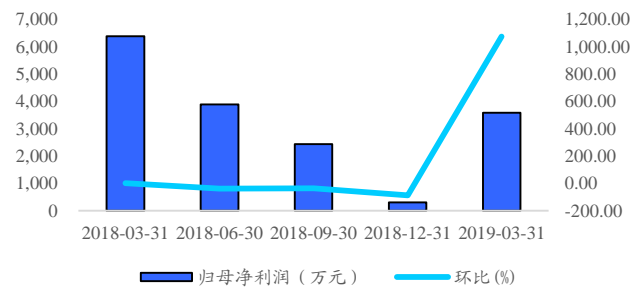
目前, 公司处于剥离低毛利业务, 发展高毛利业务阶段, 由于销售收入的实现由一定的周期, 公司收入构成发生了实质性变化, 我们采用季度环比来追踪公司转型后的表现情况。剥离业务后, 目前公司收入较为平稳, 但盈利能力显著提升, 一季度收入小幅下降的情况下, 盈利增长为原来的十倍以上。随着公司继续渗透, 在高毛利率业务的市场份额不断提高, 未来盈利表现值得期待。

图 3: 营业收入小幅下跌, 但整体稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

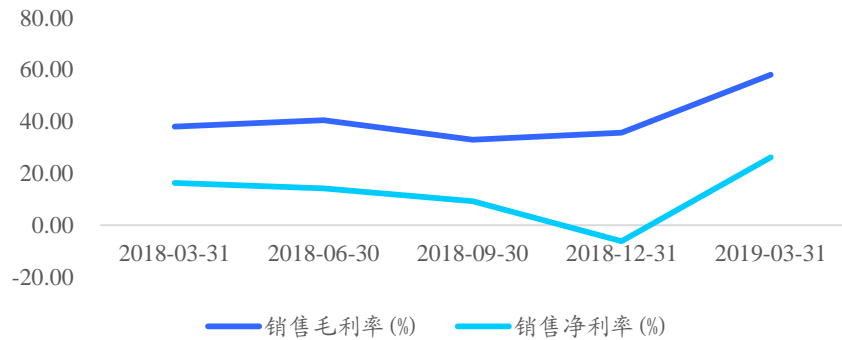
图 4: 2018 年净利润降幅相对较小, 盈利能力增强



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

公司剥离业务后, 毛利率和净利率显著提升。此前, 公司毛利率居于 30%-40% 区间, 净利率在 20% 以下, 2019 年第一季度毛利率高达 58.07%, 净利率高达 26.28%, 均突破了原来所在区间。

图 5: 毛利率、净利率上升, 脱离原来波动区间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 公司战略布局合理, 利润增长引擎强劲

2.1. 加强 5G 规划设计业务壁垒, 打造核心竞争力

网络规划设计业务处于通信网络产业链的前端, 是通信产业中高毛利率业务之一。目前, 历经调整后, 资产负债率下降 8 个百分点, 有息负债率仅 17%, 为公司提供了进一步融资的空间, 有助于公司继续加速 5G 业务板块的发展, 尤其在公司具有长期技术储备与人才积累的规划设计领域上。进一步完善公司 5G 产业链布局, 提高公司的行业地位和综合竞争实力。

目前, 5G 商用领域正蓬勃发展, 而网络规划设计业务则将在 2019 年率先成长, 为产业链下游建设打下基础。公司目前营业收入仍有 80% 以上源于物联网及其相关服务业, 中国移动规划订单早在 2017 年 11 月已经启动, 联通和电信 2019 年目前在全国各城市的规划订单采购也已经开启, 我们预测 2019 年公司销售收入相比于 2018 年将有一定增长, 出于稳健考虑, 预测相比于 2017 年仍有较大差距 (10.98 亿元, 2018 年 9.83 亿元, 2017 年 15.16 亿元)。但由于前后业务毛利率的巨大差距, 公司盈利有望大幅提高。

2.2. 产教融合切入大健康领域, 契合国家发展方向

国脉以物联网、人工智能等技术与产教融合的方式切入大健康领域。2019 年初, 公司启动了首个物联网、人工智能技术在大健康领域的应用项目——“有温度的人工智能大学养老”, 通过创新的模式, 让前沿技术真正意义上与群众生活融合。2019 年 4 月 16 日, 国务院办公厅印发《关于推进养老服务发展的意见》(以下简称“意见”), 为国脉当前发展带来三方面利好。

第一, 减税降费, 降低融资难度。意见指出, 减轻养老服务税费负担, 支持养老机构规模化、连锁化发展, 大力支持符合条件的市场化、规范化程度高的养老服务企业上市融资。养老产业前期投入大, 资金回收期长, 国脉目前的资产负债率结合宽松的融资条件, 有望迅速成长。

第二, 产教融合是国家鼓励的方向。意见指出, 鼓励各类院校特别是职业院校(含技工学校)设置养老服务相关专业或开设相关课程, 在普通高校开设健康服务与管理、中医养生学、中医康复学等相关专业。目前,

国脉科技结合福州理工学院护理专业学科建设，用和年轻人的融合互动提高老年生活的温度；利用理工学院的基地示范效应，逐步形成成熟、可复制的创新业务模式向社会推广。此次的政策支持，将形成有效的催化剂，加速公司前沿技术在大健康领域的商用进程。这有助于形成学习效应和知识溢出效应，率先探索未来养老思路。

第三，与物联网协同发展。意见指出，持续推动智慧健康养老产业发展，拓展信息技术在养老领域的应用，制定智慧健康养老产品及服务推广目录，开展智慧健康养老应用试点示范。促进人工智能、物联网、云计算、大数据等新一代信息技术和智能硬件等产品在养老服务领域深度应用。国脉科技正探索利用物联网、人工智能应用技术以提升老年看护的效率，打造隐形适老化、隐形智能化养老综合示范基地。且物联网技术是国脉科技的核心优势，发展前景可观。

2.3. 专注物联网，行业成长为公司盈利增长创造巨大空间

公司坚持面向传统行业的技术创新与融合，扩展物联网应用场景，提升行业技术服务能力，持续为电信、政府、医疗、教育、金融、交通等行业提供新技术和产品解决方案。同时，利用人工智能、区块链等技术加快在大健康、医疗、生物等领域的融合发展。物联网的市场空间巨大，将信息技术产业的市场外延从“人与人”扩展到“人与物”、“物与物”，连接规模和流量都将呈倍数增长，预计到 2020 年全球联网设备数量将达 260 亿台，市场规模将达 1.9 万亿美元；物联网无疑将给信息技术产业带来新的增长动力。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

预测公司 2019-2021 年营业收入分别是 10.98 亿元，14.32 亿元和 18.33 亿元。随着公司在规划设计业务上的渗透率不断提升，基于盈利能力提升、5G 商用前端规划较快受益、养老产业布局切合政策方向和物联网增长空间，上调 2019、2020 年预测，净利润为 3.50 亿元，4.46 亿元，净利润分别增长 169%和 27%，每股收益分别为 0.35 元(+12.9%)和 0.44 元(+12.8%)。预测 2021 年净利润为 5.76 亿元，净利润增长 29%，每股收益为 0.57 元。

3.2. PE 估值

可比公司选取同为通信网络技术服务行业的 A 股上市公司三维通信 (002115.SZ)、德赛西威 (002920.SZ)、移为通信 (300590.SH)，三维通信目前的 PE-TTM (4 月 29 日) 为 33 倍，德赛西威为 48 倍，移为通信 44 倍，平均值为 42 倍。根据行业可比估值，我们给予国脉科技 2018 年 40 倍估值，对应的目标价为 14.00 元。

表 1: 可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (04 月 30 日)	EPS (元)			PE			PETTM
			2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	04 月 30 日
002115.SZ	三维通信	13.06	0.09	0.39	0.50	100	25	26	33
002920.SZ	德赛西威	25.96	1.12	0.76	0.80	35	23	33	48

300590.SH	移为通信	39.56	0.61	0.77	1.04	46	32	37	44
	平均值	26.19	0.61	0.64	0.78	60	27	32	42

资料来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

4. 催化剂

5G 商用进程加快, 对规划设计业务需求增加; 国家基于养老产业的产教融合出台相关政策。

5. 风险提示

5G 建设进度晚于预期致使公司 5G 订单结算推迟至 2020 年的风险。

技术风险: 物联网涉及众多行业, 技术日新月异, 公司可能面临无法及时掌握物联网最新技术的风险。

产业园业务增长风险: 2018 年房地产政策整体逐步收紧, 限购、限贷、限地等新政策不断出台, 严格的调控政策可能会影响物联网产业园配套住宅的成交量。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		