

国脉科技 (002093)

## 结构调整阵痛已过，盈利能力持续好转

## ——2019 年半年度业绩报告点评

	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:

公司业务结构调整成效显著，经营效率与盈利能力显著提升；公司创新产学研模式下动力强劲壁垒坚固，巩固民营通信规划龙头地位，预计 19-20 迎来业绩向上拐点。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司 2019 年 H1 实现营收和归母净利润分别 2.55 亿元与 0.73 亿元，同比下降 60.17% 和 29.21%，维持 19-21 年净利润预测为 3.50、4.46、5.76 亿元，EPS 预测为 0.35 元、0.44 元、0.57 元，维持 19 年估值 40 倍，维持目标价 13.98 元，维持“增持”评级。
- **结构调整阵痛已过，盈利能力与经营效率持续上升。**公司自 18 年起对非战略、低毛利业务进行剥离后营收与利润有所下降，19 年 Q2 季度营收与净利润降幅减缓，归母净利润连续两季度环比上升，毛利率与净利率创 5 年新高，行业领先；效率提升与费用管控下公司费用水平下降至 5 年同期新低，资本结构合理，财务状况愈加稳健。
- **对标“硅谷+斯坦福”，“国脉科技+福州理工”创新产学研模式构筑核心壁垒，动力十足。**福州理工既是国脉员工数量的“内在稳定器”，又为以物联网为战略核心的 N 项业务提供研发支撑，带来良好的协同效应；产学研模式构筑人才、研发、场景核心壁垒支撑公司战略发展，同时也反哺福州理工学科建设。
- **5G 建设有望加速，业绩迎来向上拐点。**政策要求与联通电信并共建共享下预期 5G 建设将进一步加快，目前运营商 19 年规划订单已逐步放量，铁塔公司加入市场贡献额外增量。规划设计是产业链前中期核心环节，公司作为民营通信规划设计龙头，预期收入及利润将从 2019 年底伴随 5G 建设同步实现高峰增长，迎来真正向上拐点。
- **风险提示：**5G 投资不及预期；技术风险；业务扩展风险。

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	358	451	577
(+/-)%	152%	-46%	342%	26%	28%
净利润 (归母)	163	130	350	446	576
(+/-)%	111%	-20%	168%	28%	29%
每股净收益 (元)	0.16	0.13	0.35	0.44	0.57
每股股利 (元)	0.00	1.60	0.02	0.02	0.02

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.8%	8.2%	32.6%	31.5%	31.5%
净资产收益率 (%)	5.4%	4.1%	10.0%	11.4%	12.8%
投入资本回报率 (%)	4.2%	2.0%	9.5%	10.3%	12.0%
EV/EBITDA	53.54	65.72	22.31	17.99	14.07
市盈率	57.12	71.40	26.60	20.85	16.14
股息率 (%)	0.0%	17.3%	0.2%	0.2%	0.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.98**

上次预测: 13.98

当前价格: 9.23

2019.08.23

## 交易数据

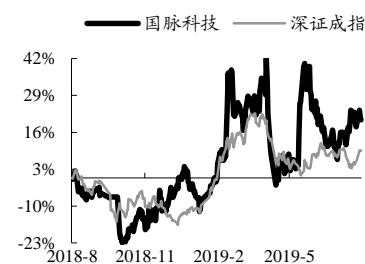
52 周内股价区间 (元)	5.71-11.85
总市值 (百万元)	9,299
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,008/985
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	33.59
日均成交值 (百万元)	324.88

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,306
每股净资产	3.28
市净率	2.8
净负债率	7.99%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.06	0.04
Q2	0.04	0.04
Q3	0.02	0.11
Q4	0.00	0.16
全年	0.13	0.35

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	13%	19%
相对指数	5%	6%	8%

## 相关报告

《打造东南新硅谷，领袖科创新时代》  
2019.06.03

《优化结构，三大引擎拉动利润长效提升》  
2019.04.30

《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

模型更新时间: 2019.08.23

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: **13.98**

上次预测: 13.98

当前价格: 9.23

公司网址

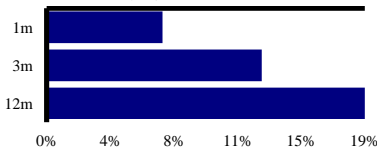
www.gmiot.com

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

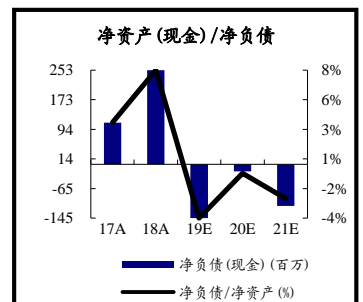
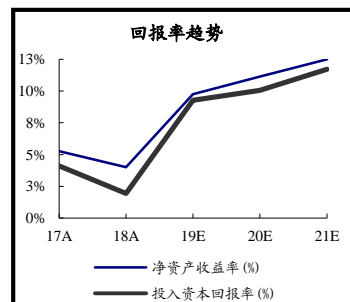
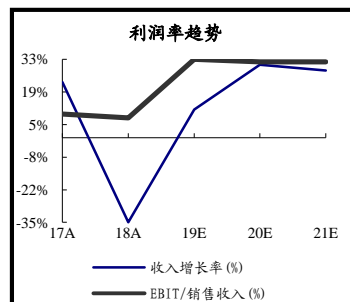
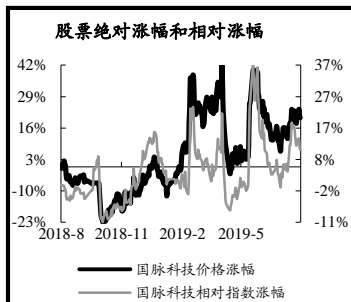
5.71-11.85

市值 (百万)

9,299

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
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	358	451	577
公允价值变动收益	6	6	0	0	0
投资收益	81	82	21	19	25
财务费用	48	42	11	7	8
营业利润	184	130	367	462	595
所得税	25	25	55	69	89
少数股东损益	-5	-26	-37	-53	-71
归母净利润	163	130	350	446	576
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	480	509	674	548	642
其他流动资产	2,585	2,366	1,914	2,280	2,651
长期投资	238	268	298	328	331
固定资产合计	510	737	938	1,126	1,254
无形及其他资产	868	638	735	832	928
资产合计	4,680	4,518	4,558	5,113	5,805
流动负债	1,624	812	573	750	952
非流动负债	49	544	544	544	544
股东权益	3,007	3,162	3,441	3,819	4,310
投入资本(IC)	3,026	3,323	3,203	3,706	4,103
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	128	65	304	383	491
折旧与摊销	32	35	53	65	75
流动资金增量	-181	284	-448	189	169
资本支出	-29	-118	-350	-350	-300
自由现金流	-50	266	-441	287	435
经营现金流	221	102	821	276	412
投资现金流	-1,039	-62	-359	-361	-278
融资现金流	-375	2	-297	-41	-41
现金流净增加额	-1,193	43	165	-125	93
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	23.2%	-35.2%	11.7%	30.4%	28.0%
EBIT 增长率	151.6%	-45.7%	342.1%	26.0%	28.2%
净利润增长率	110.6%	-20.0%	168.4%	27.6%	29.2%
利润率					
毛利率	32.8%	37.5%	58.9%	58.0%	58.2%
EBIT 率	9.8%	8.2%	32.6%	31.5%	31.5%
归母净利润率	10.7%	13.2%	31.8%	31.1%	31.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	5.4%	4.1%	10.0%	11.4%	12.8%
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%	9.5%	10.3%	12.0%
<b>运营能力</b>					
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	1,232	1,087
净利润现金含量	135.9%	78.3%	234.8%	61.9%	71.5%
资本支出/收入	1.9%	12.0%	31.9%	24.4%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.8%	30.0%	24.5%	25.3%	25.8%
净负债率	3.7%	8.0%	-4.2%	-0.5%	-2.6%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	57.12	71.40	26.60	20.85	16.14
PB	3.19	2.31	2.66	2.37	2.07
EV/EBITDA	53.54	65.72	22.31	17.99	14.07
P/S	6.13	9.46	8.47	6.49	5.07
股息率	0.0%	17.3%	0.2%	0.2%	0.2%



## 目 录

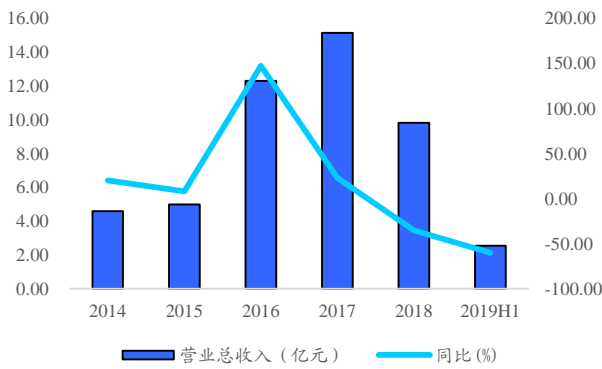
1. 结构优化显成效，拐点已至业绩好转 .....	4
1.1. 经营绩效经历改革阵痛逐渐企稳，净利环比持续增长 .....	4
1.2. 业务优化成效显著，经营效率创五年新高 .....	4
2. 产学研模式“多点开花”，协同共进构筑核心壁垒 .....	5
2.1. 教育规模持续扩大，育产于学构筑人才壁垒 .....	5
2.2. 企业控股破除 IP 纠纷，“硅谷+斯坦福”模式构筑研发壁垒 .....	6
2.3. 立足福州理工学院模式，打造场景壁垒 .....	6
3. 5G 有望加快，迎来业绩拐点 .....	6
4. 盈利预测与估值 .....	7
4.1. 盈利预测 .....	7
4.2. PE 估值 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 1. 结构优化显成效，拐点已至业绩好转

### 1.1. 经营绩效经历改革阵痛逐渐企稳，净利环比持续增长

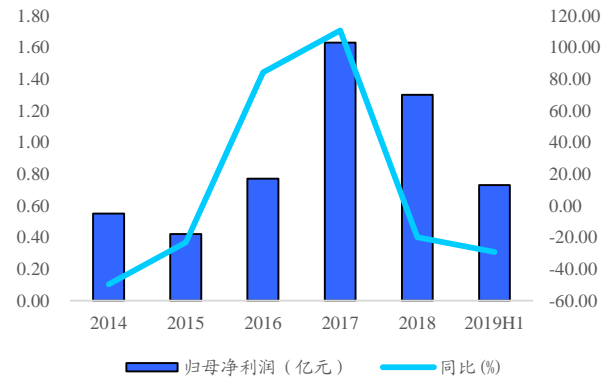
公司发布 2019 年半年度业绩报告，公司 2019 年上半年实现营收 2.55 亿元，同比下降 60.17%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比下降 29.21%；公司 Q2 单季度实现营收 12329 万元，同比下降 52.79%，单季度实现归母净利润 3698 万元，同比下降 4.91%。公司自 18 年起进行业务结构调整，对非战略核心业务和毛利率较低的业务剥离与 4G 末期运营商投资建设规模下降导致报告期内营业收入与营业利润同比下降，目前公司业务调整已经完成，经历改革阵痛公司营收增长和净利润增长已经逐渐探底企稳，归母净利润实现连续两个季度环比增长，2019 年 H1 相比于 2018 年 H2 环比增长 165.14%。

图 1：营业收入经历逐年同比阵痛期



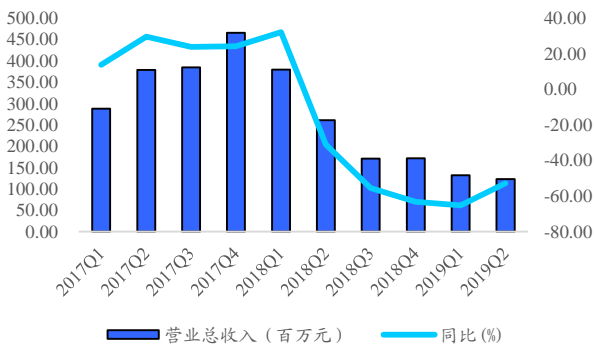
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2：归母净利润同比逐渐企稳



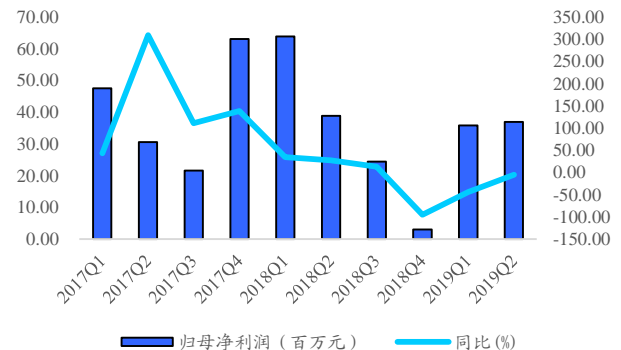
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3：营业收入季度同比拐点已经出现



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4：单季度归母净利润环比增长同比逐渐企稳



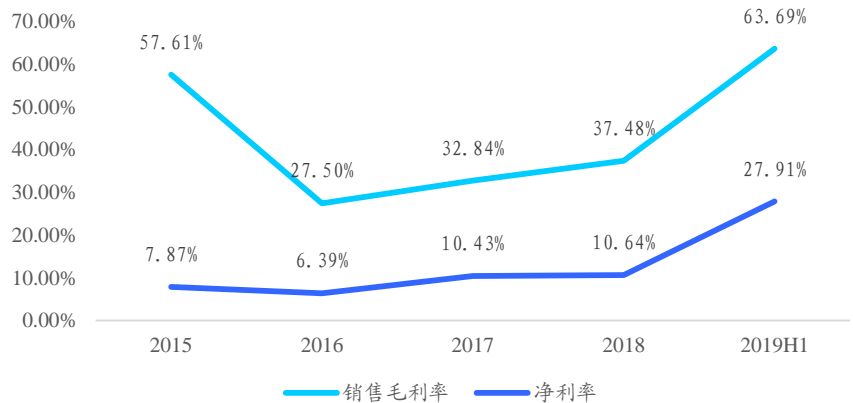
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 1.2. 业务优化成效显著，经营效率创五年新高

聚焦 5G、物联网发展战略，公司业务结构优化效果显著，盈利能力引领行业。公司 2018 年剥离低毛利、非战略核心的物联网软硬件设备集成、终端设备销售业务，经历阵痛期后轻装上阵，专注于 5G 与物联网综合技术解决方案及科学园运营开发等高附加值服务拓展。报告期内公司综合毛利率达 63.69%（较去年同期增加 24.56%），归母净利率达 28.51%，均创五年新高，截止 2019 年 8 月 22 日，公司毛利率居 5G 板块第一、

通信行业第二,净利率居 5G 和通信板块前三,公司盈利能力显著提升。

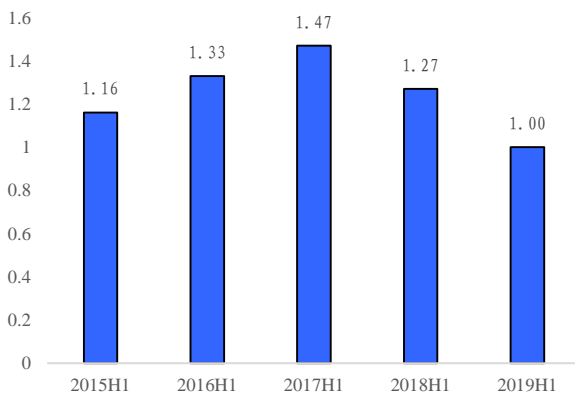
图 5: 经营效率提升, 毛利率与净利率创新高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

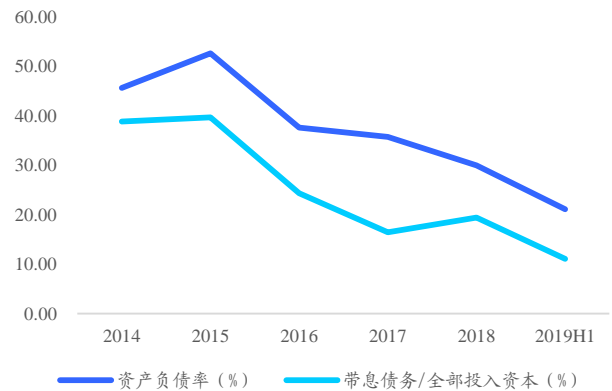
**成本方面费用水平进一步下降, 财务状况愈加稳健。**公司费用管控效果良好,报告期内费用总额 1.00 亿元,为近五年同期新低,同比下降 22.66%。公司资产负债率水平由 2018 年 H1 下降至 2019H1 的 21.08%,带息负债率下降至 2019 年 H1 的 11.08%,资本结构合理且存在提升空间,偿债能力较高,公司现金流与可用授信额度充足,财务状况愈加稳健。

图 6: 费用总额同比进一步下降 (亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 财务状况稳健, 负债率不断下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 2. 产学研模式“多点开花”, 协同共进构筑核心壁垒

### 2.1. 教育规模持续扩大, 育产于学构筑人才壁垒

以福州理工学院为研发创新基地,公司 5G、物联网技术研发能力持续提升。国脉科技每个产业都会对应福州理工的一个专业,“讲师+工程师+技术股东”模式真正做到吸引人才、留住人才、用好人才、培养人才,公司基于学院提供最优质的研发环境,提供精确的产业研究方向与有效的激励机制,育产于学。该模式下公司面对周期经营弹性极大,周期下行时工程师设计课业,学生培养精确面向行业与公司需求;5G 周期即将开启背景下可立刻上岗,学院人才储备快速释放和部署,保证了国脉设计极高的毛利率,和面对行业变化极强的敏捷性。



公司招生教育与科研规模持续扩大，产学研模式稳步发展。上年末福州理工学院在校生达 7123 人，2019 年上半年期间学院新设立本科专业 5 个，累计专业 25 个，2019 年-2020 年教育主管部门批复招生指标 3800 人，较上一学年增长 30.14%，学院科研规模由 2018 年上半年 109 项增长至 2019 年 134 项，同比增长 23%。随着本科专业的逐步新增和招生指标的增长，办学规模持续扩大，教育收入将持续增加。

## 2.2. 企业控股破除 IP 纠纷，“硅谷+斯坦福”模式构筑研发壁垒

企业控股消除知识产权纠纷，十余年磨合心意相通。公司于 2008 年 11 月 1 日收购福州海峡职业技术学院，至今共经历 11 年磨合期，校企心意相通。2015 年 5 月 25 日，福建省政府同意公司以 1.5 亿元开办资金，在福州海峡职业技术学院的基础上建立本科层次的福州理工学院，首批设置本科专业有通信工程、电子信息工程、网络工程、物联网工程等，本科学院较专科而言，磨合成本更低、磨合期更短。

市场导向研发下研发效率领先，学院支持公司 5G 与物联网技术研发能力持续提升。公司以理工学院为研发创新基地，持续投入，加强在 5G、物联网等技术、运用场景和运营模式的研究和开发；加强信息通信技术的储备和研究，重点关注 5G 关键技术、5G 承载网、核心网等相关课题，并积极参与运营商 5G 网络建设，从技术上保证了公司在信息通信技术服务、跨行业物联网综合解决方案等业务的需求，同时提升公司跟踪前沿科技的综合实力，推动公司自主科技创新水平的不断提高。报告期福州理工学院产学研研究课题 32 项，同比增长 19%，创新创业项目 32 项，同比增长 28%，其中国家级项目 5 项，发表论文 50 篇，同比增长 22%；公司确立研发项目 14 项，获得知识产权 6 项，其中发明专利 2 项，软件著作权 4 项，截至本报告期末公司累计获得各类知识产权共计 104 项。产教融合的科研方式使公司产业、产品得以不断迭代升级，并在国脉科技的平台上不断孵化出类似慧翰微电子、国脉生物等小而美的优质企业，源源不断地注入技术与模式创新。

## 2.3. 立足福州理工学院模式，打造场景壁垒

科技应用应以人为本，福州理工学院为公司物联网、大健康等领域的业务提供了一个近万人的应用、实验场景，构筑场景壁垒。这将帮助公司实现快速、有效的业务反馈机制，优化现有解决方案，并可直观地给出成熟的应用范本，向社会大众复制与推广。公司今年 2 月开展人工智能大学养老项目，直接利用学院已有基础设施，立足学院的研发能力通过物联网技术为个体建立生活规律与生理规律模型，采用数据分析的方法实现人工智能护理应用，以园区作为小型试点，模式可复制，成熟后便可快速输出和商业化应用。类似的应用场景，将在公司产学研融合的模式下不断诞生。

## 3. 5G 有望加快，迎来业绩拐点

2019 年实现 5G 预商用、2020 年全面正式商用，公司核心业务规划设计作为产业链前中期核心环节，其收入及利润将伴随 5G 建设开启实现高

峰增长。规划设计市场规模与频谱建设关联紧密，目前 5G 频谱划分方案已经确定，中国联通、中国电信共建共享下预期 5G 建设进程将会进一步加快，预期 2019-2021 年处于投资高峰，随着 2019 年 5G 基站建设浪潮来到，预计规划订单将开始真正放量。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，铁塔公司方面山东铁塔和湖北铁塔 2019 年目前新增规划订单规模达到 4.28 亿元，预计公司 2019 年-2020 年在规划设计市场将迎来真正向上拐点。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

5G 推进加速，2019 年 5G 有望商用，网络规划设计行业拐点已至，公司是网络规划设计行业优质民营企业，属于民营规划设计企业头部企业。预计国脉科技 2019-2021 年实现营业收入 10.98、14.32、18.33 亿元；实现净利润 3.50 亿元、4.46 亿元、5.76 亿元，EPS 分别为 0.35 元、0.44 元、0.57 元。

### 4.2. PE 估值

可比公司选取同为网络规划设计行业的 A 股上市公司恒泰实达 (300513.SZ)、杰赛科技 (002544.SZ)、三维通信 (002115.SZ)，行业 PE 均值为 25.08 倍，考虑到网络规划设计行业面临 5G 机遇，需求有望快速增加，此外公司背靠福州理工学院竞争壁垒与增长动能显著，给予国脉科技 2019 年 40 倍估值，对应的目标价为 13.98 元。

表 1: 可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (08 月 23 日)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2019E	2019E	2020E	2019E
300513.SZ	恒实科技	12.32	0.57	0.81	1.04	21.61	15.21	11.85
002544.SZ	杰赛科技	12.49	0.38	0.46	0.50	32.50	26.91	24.86
002115.SZ	三维通信	8.09	0.38	0.54	0.64	21.14	14.92	12.68
	平均值		0.44	0.60	0.73	25.08	19.01	16.46

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 5. 风险提示

**5G 投资不及预期:** 由于之前 4G 网络运营目前仍然在大量使用，有运营商放慢 5G 整体投资的风险。

**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。

**业务扩展风险:** 公司提供物联网综合解决方案，需要涉及物联网中的各细分行业，可能面临进入新行业的业务扩展风险。

## 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

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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。	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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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。	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	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		