

国脉科技 (002093)

业务结构调整顺利, “一体两翼” 未来可期

 庄宇 (分析师)
 010-59312829
 zhuangyu020410@gtjas.co
 证书编号 S0880518070006

本报告导读:

公司业务结构调整顺利, “产-学-研” 融合加速公司全方位发展。

投资要点:

- 维持“增持”评级, 目标价 10.34 元不变。我们维持对公司 2018-2020 年 EPS 为 0.22、0.30 和 0.38 元的预测不变, 参考可比公司估值情况, 维持国脉科技 2018 年 47 倍估值, 对应目标价 10.34 元, 维持“增持”评级。
- 公司业务结构调整顺利, 上半年公司实现营业收入 6.41 亿元, 同比下降 3.84%, 综合毛利率 39.13%, 同比提高 1.89%。上半年公司对主营业务结构进行了调整, 从财报结果来看进展顺利。虽然短期公司有收入下降的阵痛, 但长期来看调整结构这一举动提升了公司的综合毛利率, 公司盈利能力得到提升。
- 三季度公司利润增速预计将明显加速, 超出市场预期。理工学院成为公司发展的技术支撑平台, 产、学、研融合的模式带来良好的协同效应, 教育规模扩大, 教育收入和利润增加; 公司实施“物联网+”战略, 先行在金融等重点行业布局带来的投资收益增加。下半年有望成为公司利润增速的关键拐点。
- 生物和园区开发业务进展顺利。国脉生物获得卫计委颁发的“医疗机构执业许可证”, 国脉生物正式获得从事临床细胞分子遗传医学检验服务的资格。同时受益于福州房地产价格上涨, 未来已开发园区的大规模销售将显著增厚公司利润。
- 风险提示: 技术风险; 公司业务扩展的风险; 2018 年房地产政策整体逐步收紧的风险

| 财务摘要 (百万元) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,231 | 1,516 | 1,408 | 1,401 | 1,490 |
| (+/-)% | 147% | 23% | -7% | -1% | 6% |
| 经营利润 (EBIT) | 54 | 138 | 264 | 356 | 459 |
| (+/-)% | 9% | 157% | 92% | 35% | 29% |
| 净利润 (归母) | 77 | 163 | 224 | 300 | 386 |
| (+/-)% | 84% | 111% | 37% | 34% | 29% |
| 每股净收益 (元) | 0.09 | 0.16 | 0.22 | 0.30 | 0.38 |
| 每股股利 (元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| 利润率和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 4.4% | 9.1% | 18.7% | 25.4% | 30.8% |
| 净资产收益率 (%) | 2.7% | 5.4% | 7.0% | 8.6% | 9.9% |
| 投入资本回报率 (%) | 3.4% | 4.7% | 16.5% | 25.4% | 38.8% |
| EV/EBITDA | 77.4 | 45.0 | 21.6 | 15.1 | 10.7 |
| 市盈率 | 83.3 | 45.3 | 33.6 | 25.0 | 19.5 |
| 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: 10.34

上次预测: 10.34

当前价格: 7.78

2018.08.26

交易数据

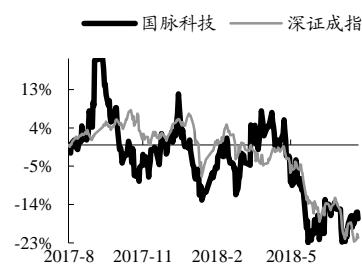
| | |
|------------------|------------|
| 52 周内股价区间 (元) | 7.02-11.78 |
| 总市值 (百万元) | 7,838 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,008/974 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 流通股比例 | 97% |
| 日均成交量 (百万股) | 7.17 |
| 日均成交值 (百万元) | 57.13 |

资产负债表摘要

| | |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 3,161 |
| 每股净资产 | 3.14 |
| 市净率 | 2.5 |
| 净负债率 | 15.55% |

| EPS (元) | 2017A | 2018E |
|---------|-------|-------|
| Q1 | 0.05 | 0.06 |
| Q2 | 0.03 | 0.05 |
| Q3 | 0.02 | 0.04 |
| Q4 | 0.06 | 0.07 |
| 全年 | 0.16 | 0.22 |

52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|-----|------|------|
| 绝对升幅 | -4% | -18% | -16% |
| 相对指数 | 7% | 2% | 4% |

相关报告

《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: 2018.08.26

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: **10.34**

上次预测: 10.34

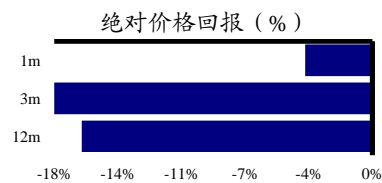
当前价格: 7.78

公司网址

www.gmiot.com

公司简介

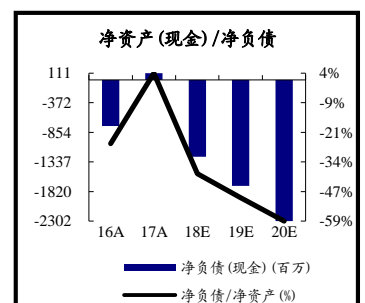
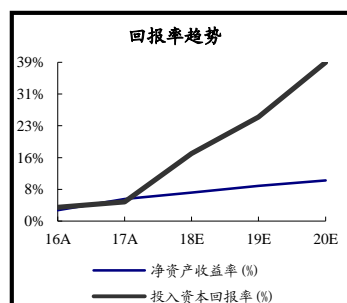
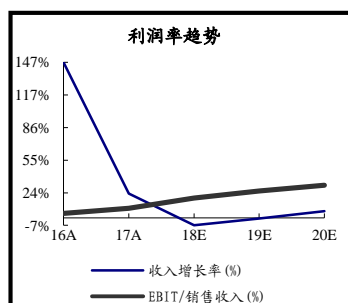
公司是中国电信运维外包市场的开拓者和行业标准制订者之一。公司自创立之始即专注于第三方电信外包服务供应商的定位,致力于为客户提供标准规范化、跨越多设备厂家、贯穿多产品线的完整而丰富的通信服务解决方案,经历了电信运维外包市场自萌芽探索期至蓬勃成长期的演进历程。



52 周价格范围 7.02-11.78
市值 (百万) 7,838

财务预测 (单位: 百万元)

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 损益表 | | | | | |
| 营业收入 | 1,231 | 1,516 | 1,408 | 1,401 | 1,490 |
| 营业成本 | 892 | 1,018 | 900 | 814 | 792 |
| 税金及附加 | 9 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 89 | 66 | 62 | 56 | 60 |
| 管理费用 | 182 | 200 | 183 | 175 | 179 |
| EBIT | 54 | 138 | 264 | 356 | 459 |
| 公允价值变动收益 | 16 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 31 | 81 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 33 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 67 | 184 | 264 | 356 | 459 |
| 所得税 | -1 | 25 | 40 | 54 | 69 |
| 少数股东损益 | 1 | -5 | 5 | 6 | 6 |
| 净利润 | 77 | 163 | 224 | 300 | 386 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 1,672 | 480 | 1,270 | 1,746 | 2,322 |
| 其他流动资产 | 34 | 1,043 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 546 | 605 | 605 | 605 | 605 |
| 固定资产合计 | 661 | 730 | 824 | 867 | 864 |
| 无形及其他资产 | 179 | 172 | 155 | 155 | 155 |
| 资产合计 | 4,660 | 4,680 | 4,147 | 4,435 | 4,869 |
| 流动负债 | 1,306 | 1,624 | 912 | 894 | 934 |
| 非流动负债 | 476 | 49 | 2 | 18 | 18 |
| 股东权益 | 2,866 | 2,998 | 3,203 | 3,503 | 3,889 |
| 投入资本(IC) | 1,604 | 2,540 | 1,359 | 1,190 | 1,007 |
| 现金流量表 | | | | | |
| NOPLAT | 54 | 119 | 224 | 303 | 391 |
| 折旧与摊销 | 32 | 32 | 26 | 27 | 28 |
| 流动资金增量 | 6 | 184 | 13 | 213 | 179 |
| 资本支出 | -51 | -29 | -98 | -66 | -22 |
| 自由现金流 | 41 | 305 | 164 | 476 | 576 |
| 经营现金流 | 153 | 221 | 1,483 | 542 | 597 |
| 投资现金流 | -75 | -1,039 | -98 | -66 | -22 |
| 融资现金流 | 1,376 | -375 | -595 | 0 | 0 |
| 现金流净增加额 | 1,454 | -1,193 | 790 | 476 | 576 |
| 财务指标 | | | | | |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 147.4% | 23.2% | -7.1% | -0.5% | 6.4% |
| EBIT 增长率 | 8.8% | 156.9% | 91.6% | 35.0% | 29.0% |
| 净利润增长率 | 84.1% | 110.6% | 37.4% | 34.1% | 28.6% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 27.5% | 32.8% | 36.1% | 41.9% | 46.8% |
| EBIT 率 | 4.4% | 9.1% | 18.7% | 25.4% | 30.8% |
| 净利润率 | 6.3% | 10.7% | 15.9% | 21.4% | 25.9% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 2.7% | 5.4% | 7.0% | 8.6% | 9.9% |
| 总资产收益率(ROA) | 1.7% | 3.5% | 5.4% | 6.8% | 7.9% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 3.4% | 4.7% | 16.5% | 25.4% | 38.8% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 469 | 433 | 400 | 350 | 300 |
| 应收账款周转天数 | 54 | 55 | 54 | 50 | 45 |
| 总资产周转天数 | 1113 | 1124 | 1144 | 1118 | 1139 |
| 净利润现金含量 | 1.98 | 1.36 | 6.63 | 1.81 | 1.55 |
| 资本支出/收入 | 4% | 2% | 7% | 5% | 1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 38.2% | 35.8% | 22.4% | 20.6% | 19.6% |
| 净负债率 | -26.3% | 3.7% | -39.1% | -49.3% | -59.2% |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 83.3 | 45.3 | 33.6 | 25.0 | 19.5 |
| PB | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 77.4 | 45.0 | 21.6 | 15.1 | 10.7 |
| P/S | 6.0 | 4.9 | 5.3 | 5.4 | 5.0 |
| 股息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |



目 录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 1. 上半年国脉科技业务结构调整顺利，三季度业绩加速上升 | 4 |
| 2. 国脉生物正式从事临床细胞分子遗传医学检验服务，开启新增长点 6 | |
| 3. 园区开发业务下半年有望开始大规模销售 | 6 |
| 4. 盈利预测与估值 | 6 |
| 5. 风险提示 | 7 |

1. 上半年国脉科技业务结构调整顺利, 三季度业绩加速上升

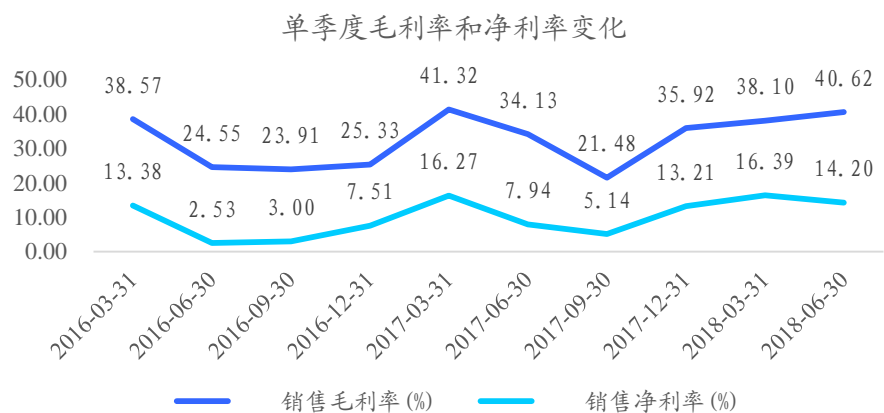
上半年公司实现营业收入 6.41 亿元, 同比下降 3.84%, 综合毛利率 39.13%, 同比提高 1.89%。上半年公司主动对主营业务结构进行了调整, 主动减少核心技术能力相对较弱的传统电信业务, 使具有核心竞争力强的物联网咨询与设计服务以及教育板块的业务占比提升, 从财报的结果来看进展比较顺利。虽然短期公司有收入下降的阵痛, 但长期来看调整结构这一举动提升了公司的综合毛利率, 使公司盈利能力得到提升。

表 1: 公司二季度业绩符合预期

| | 2018Q2 | 2018Q1 | 2017Q4 | 2017Q3 | 2017Q2 | 2017Q1 | 2016Q4 | 2016Q3 | 2016Q2 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单季度营业收入/万元 | 26,113.6 | 37,957.0 | 46,564.9 | 38,452.7 | 37,872.7 | 28,756.5 | 37,506.1 | 31,069.2 | 29,248.1 |
| 同比变动幅度 (%) | -31.05 | 31.99 | 24.15 | 23.76 | 29.49 | 13.81 | 89.72 | 245.14 | 212.17 |
| 环比变动幅度 (%) | -31.20 | -18.49 | 21.10 | 1.53 | 31.70 | -23.33 | 20.72 | 6.23 | 15.75 |
| 毛利率 | 40.62 | 38.10 | 35.92 | 21.48 | 34.13 | 41.32 | 25.33 | 23.91 | 24.55 |
| 净利率 | 14.20 | 16.39 | 13.21 | 5.14 | 7.94 | 16.27 | 7.51 | 3.00 | 2.53 |
| 单季度扣非归母净利润/万元 | 2,478.00 | 5,335.24 | 4,856.93 | 1,070.98 | 2,637.01 | 4,286.45 | 1,046.83 | 876.60 | 551.55 |
| 同比变动幅度 (%) | -6.03 | 24.47 | 363.96 | 22.17 | 378.11 | 33.30 | -10.95 | 297.84 | 566.18 |
| 环比变动幅度 (%) | -53.55 | 9.85 | 353.50 | -59.39 | -38.48 | 309.47 | 19.42 | 58.93 | -82.85 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

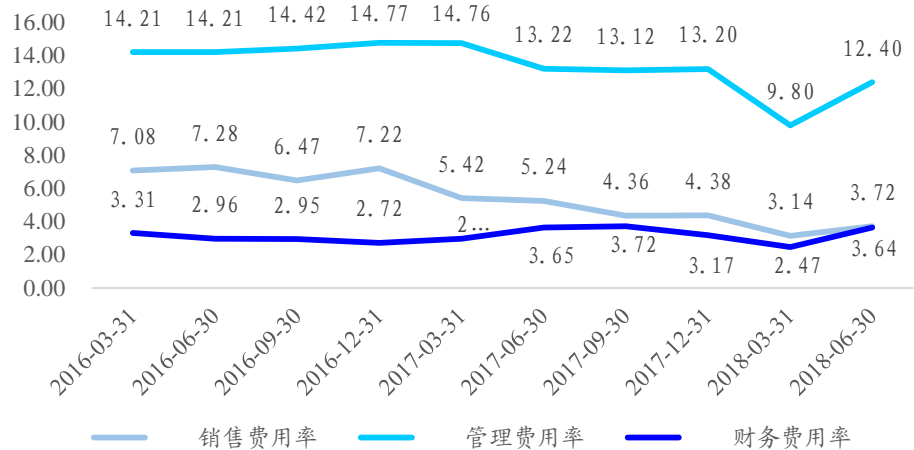
图 1: 公司毛利率和净利率企稳回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

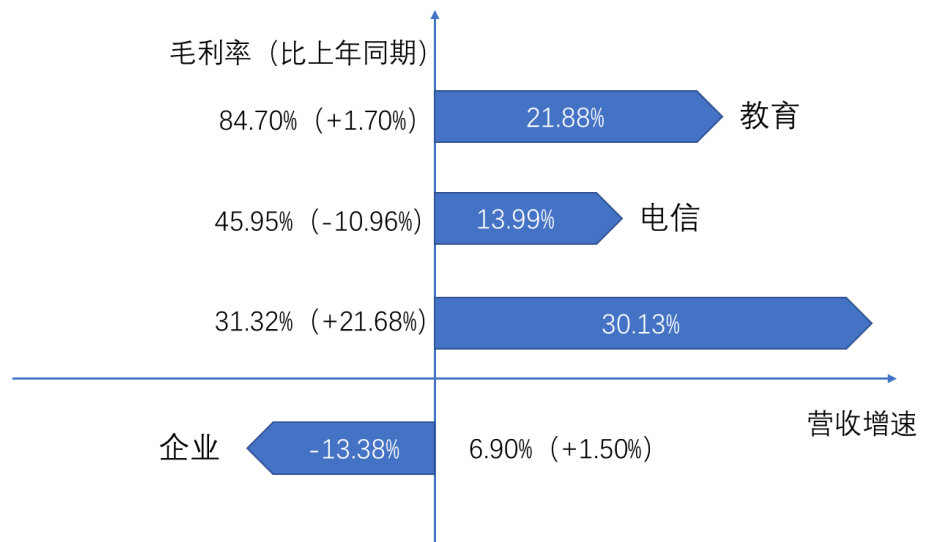
从财务指标来看, 公司运营状况良好稳健, 三大费用率显著降低, 速动比率从 1.48 提升至 1.67, 资产负债率从 38% 下降到 34.5%。

图 2: 三大费用率控制良好



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 分业务毛利率总体上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

其他重要财务指标:

投资收益: 4234.7 万元, 其中兴银基金投资收益 1,915 万元同比增长 21.5% 并具有可持续性, 募集资金现金管理产生的收益 2,536 万元不具有可持续性。

根据预告, 三季度公司利润增速情况明显加速, 超出市场预期。 主要原因是: 1、理工学院成为公司发展的技术支撑平台, 产、学、研融合的模式带来良好的协同效应, 教育规模扩大, 教育收入和利润增加; 2、公司实施“物联网+”战略, 先行在金融等重点行业布局带来的投资收益增加。3、公司对暂时闲置募集资金进行现金管理, 提高募集资金使用效率, 带来投资收益的增加。下半年有望成为公司利润增速的关键拐点。

表 2: 公司预告 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度 20%~70%

| 2018Q3 | 2018Q2 | 2018Q1 | 2017Q4 | 2017Q3 | 2017Q2 | 2017Q1 | 2016Q4 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | | | | | | | | | | | | | |
|-----------|---------|---|---------|-----|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 单季度净利润/万元 | 1720.42 | 至 | 6720.42 | 中位数 | 3888.91 | 6390.67 | 6306.37 | 2161.8 | 3057.15 | 4755.17 | 2648.13 | | |
| 同比变动幅度 | 95.23% | | 27.21% | | 34.39% | | 138.21% | | 111.16% | | 309.22% | 43.53% | 51.32% |
| 环比变动幅度 | 8.52% | | -39.15% | | 1.34% | | 191.72% | | -29.29% | | -35.71% | 79.57% | 158.45% |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2018Q3 变动幅度按中位数计）

2. 国脉生物正式从事临床细胞分子遗传医学检验服务，开启新增长点

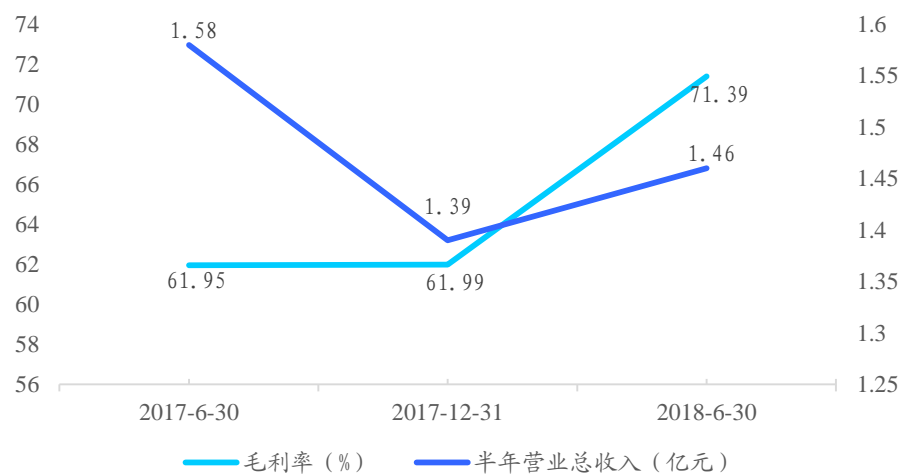
国脉生物“国脉医学检验实验室”获得卫计委颁发的“医疗机构执业许可证”，国脉生物正式从事临床细胞分子遗传医学检验服务。

此外国脉生物与泉州市政府双方共同打造《国家十三五生物产业发展规划》中的“国家基因技术应用示范中心”，利用计算生物技术建设“泉州地区群体遗传分析复杂疾病数据库”。

3. 园区开发业务下半年有望开始大规模销售

园区开发业务过去三个半年度未实现大规模销售，但毛利率提升较明显，加上福州房地产价格正处于显著上涨的趋势，可预期公司未来园区开发有望迎来大规模销售，将显著增厚利润并为主业转型提供充足弹药。

图 4：过去三个半年度未实现大规模销售，但毛利率提升较明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

我们维持对公司 2018-2020 年 EPS 为 0.22、0.30 和 0.38 元的预测不变，参考可比公司估值情况，维持国脉科技 2018 年 47 倍估值，对应目标价

10.34 元，维持“增持”评级。

表 3: 可比公司估值情况

| 代码 | 公司名称 | 当前股价 (8月24日) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|------------------|------|-----------------|---------|------|-------|--------|------|----------------|
| | | | 2016 | 2017 | 2018E | 2016 | 2017 | 2018.8.24(TTM) |
| 603602.SH | 纵横通信 | 24.72 | 0.90 | 0.75 | - | - | 70 | 50 |
| 300597.SZ | 杰赛科技 | 11.42 | 0.21 | 0.35 | 0.45 | 136 | 44 | 30 |
| 300310.SZ | 宜通世纪 | 5.66 | 0.38 | 0.26 | 0.35 | 63 | 44 | 22 |

资料来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

(1) **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。

(2) **公司业务扩展的风险**。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。

(3) **2018 年房地产政策整体逐步收紧的风险**。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，需在允许的范围内使用，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 |
|--|------|--------------------------|
| 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。 | 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 |
| 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。 | 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: | gt.jaresearch@gt.jas.com | | |