

进入电信运营/信息技术

国脉科技 (002093)

业务结构显著优化, “产学研” 助提速超车

——2019 年业绩快报点评

	程硕 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-83939786	010-83939788
	chengshuo@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880519100002	S0880518120002

本报告导读:

19 年业绩不及预期, 系公司优化业务结构, 以营收下行换盈利能力增长。5G 网络建设提速, 物联网加速落地, 公司有望借国脉式“产学研”架构实现行业赛道提速超车。

投资要点:

- 下调目标价至 9.9 元, 维持“增持”评级。公司 19 年业绩不及预期, 全年收入 5.24 亿元 (-46.71%), 净利润 1.05 亿元 (-19.02%), 公司对非战略核心业务以及低毛利业务进行处置, 有效提升公司盈利能力, 毛利率显著增长。考虑到公司处置低盈利业务, 下调公司 19-21 年 EPS 至 0.10 元 (-71.43%)、0.22 元 (-50.00%) 和 0.32 元 (-43.86%)。考虑到 5G 网络建设加速, 公司直接受益, 给予公司 2020 年 45 倍 PE, 但由于业绩基数下调, 下调目标价至 9.9 元 (-29.18%), 维持“增持”评级。
- 业务结构显著优化, 轻装简行迎 5G+物联网建设浪潮。为全力备战 5G+物联网建设浪潮, 公司优化业务结构, 处置非核心、低盈利业务, 营收收窄 46.71%, 业绩不及预期, 但毛利率由 37.48% 升至 55.25%, 盈利能力提升显著。公司进一步聚焦 5G 网络规划建设与物联网业务板块, 打通 5G 全生命周期, 以短期阵痛换长期提速增长。
- 5G 网络建设加速推进, 国脉式“产学研”架构助公司提速超车。工信部进一步推进 5G 网络建设, 并深化 5G 行业级应用发展, 跨行业业务拓展能力与研发能力将成产业破局关键。公司“国脉科技+福州理工”的“产学研”架构, 为公司提供了“前端业务人员+后端科研能力”的双重保障。以丰富的人才池突破行业壁垒, 以深厚的科研底蕴打造出以物联网为核心的业务协同闭环, 助力公司实现行业赛道提速超车。
- 催化剂: 5G 网络建设提速, 物联网加速落地
- 风险提示: 5G 建设不及预期, 物联网落地不及预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,516	983	524	753	945
(+/-)%	23%	-35%	-47%	44%	26%
经营利润 (EBIT)	149	84	124	240	356
(+/-)%	178%	-44%	48%	93%	48%
净利润 (归母)	163	130	105	217	321
(+/-)%	111%	-20%	-19%	106%	48%
每股净收益 (元)	0.16	0.13	0.10	0.22	0.32
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%	8.5%	23.7%	31.9%	37.6%
净资产收益率 (%)	5.4%	4.1%	3.2%	6.2%	8.4%
投入资本回报率 (%)	5.1%	2.4%	4.9%	9.8%	15.9%
EV/EBITDA	48.1	74.5	48.8	27.6	18.2
市盈率	52.7	65.8	81.3	39.5	26.7
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: 9.90

上次预测: 13.98

当前价格: 8.51

2020.02.27

交易数据

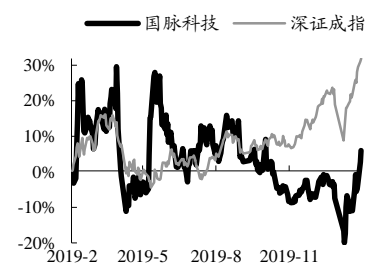
52 周内股价区间 (元)	6.44-11.85
总市值 (百万元)	8,574
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,008/1,003
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	13.07
日均成交值 (百万元)	106.81

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,313
每股净资产	3.29
市净率	2.6
净负债率	1.08%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.06	0.04
Q2	0.04	0.04
Q3	0.02	0.02
Q4	0.00	0.00
全年	0.13	0.10

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	8%	-1%
相对指数	0%	-10%	-29%

相关报告

《结构调整阵痛已过, 盈利能力持续好转》
2019.08.23

《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

模型更新时间: 2020.02.27

股票研究

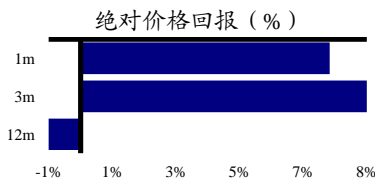
信息技术
电信运营

国脉科技 (002093)

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格: 9.90
上次预测: 13.98
当前价格: 8.51

公司网址
www.gmiot.com

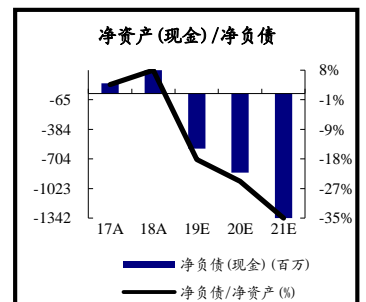
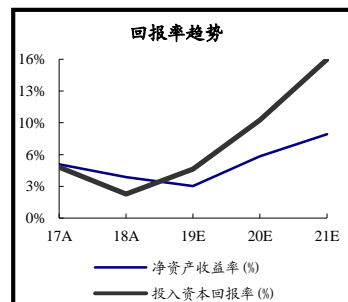
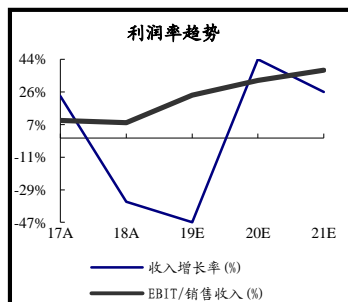
公司简介
公司是国内领先的信息通信技术外包服务提供商。
作为中国通信技术外包市场的开拓者之一,公司参与了中国通信服务外包行业标准的起草和制订,致力于在中国通信技术服务外包市场与国际厂商竞争。



52 周价格范围 6.44-11.85
市值 (百万) 8,574

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	1,516	983	524	753	945
营业成本	1,018	615	235	314	379
税金及附加	82	58	30	42	53
销售费用	66	48	38	41	43
管理费用	142	125	97	115	114
EBIT	149	84	124	240	356
公允价值变动收益	6	6	0	0	0
投资收益	81	82	38	38	38
财务费用	48	42	9	0	-8
营业利润	184	130	131	269	394
所得税	25	25	25	49	67
少数股东损益	-5	-26	2	4	7
净利润	163	130	105	217	321
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	480	509	1,394	1,365	1,855
其他流动资产	1,043	1,031	1,026	1,000	900
长期投资	605	626	612	609	606
固定资产合计	730	756	798	841	863
无形及其他资产	172	169	147	143	141
资产合计	4,680	4,518	4,354	4,414	4,848
流动负债	1,624	812	591	429	535
非流动负债	49	544	511	511	511
股东权益	2,998	3,176	3,264	3,481	3,802
投入资本(IC)	2,540	2,819	2,048	2,011	1,852
现金流量表					
NOPLAT	128	67	101	197	295
折旧与摊销	32	35	39	39	41
流动资金增量	184	-273	70	51	78
资本支出	-29	-118	-58	-78	-59
自由现金流	315	-288	152	209	355
经营现金流	221	102	909	323	530
投资现金流	-1,039	-62	-26	-47	-28
融资现金流	-375	2	2	-305	-13
现金流净增加额	-1,193	43	885	-28	489
财务指标					
成长性					
收入增长率	23.2%	-35.2%	-46.7%	43.6%	25.5%
EBIT 增长率	178.3%	-43.8%	48.2%	93.4%	48.1%
净利润增长率	110.6%	-20.0%	-19.0%	106.0%	47.8%
利润率					
毛利率	32.8%	37.5%	55.2%	58.2%	59.9%
EBIT 率	9.8%	8.5%	23.7%	31.9%	37.6%
净利润率	10.7%	13.2%	20.1%	28.9%	34.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.4%	4.1%	3.2%	6.2%	8.4%
总资产收益率(ROA)	3.5%	2.9%	2.4%	4.9%	6.6%
投入资本回报率(ROIC)	5.1%	2.4%	4.9%	9.8%	15.9%
运营能力					
存货周转天数	433	644	400	350	300
应收账款周转天数	55	102	54	50	45
总资产周转天数	1124	1707	3089	2126	1789
净利润现金含量	1.36	0.78	8.62	1.49	1.65
资本支出/收入	2%	12%	11%	10%	6%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	30.0%	25.3%	21.3%	21.6%
净负债率	3.7%	8.0%	-18.2%	-24.5%	-35.3%
估值比率					
PE	52.7	65.8	81.3	39.5	26.7
PB	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	48.1	74.5	48.8	27.6	18.2
P/S	5.7	8.7	16.4	11.4	9.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



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
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		