



上市公司新股研究报告

证券研究报告
信息技术—通信设备

谨慎申购

杰赛科技（002544）

2011 年 1 月 19 日

业务多元化 有望受益于运营商加大网络投资

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人：蒋科
jiangk@htsec.com

021-21319474

IPO 发行价：28.00 元 6 个月目标价：30.75 元

1. 控股股东技术实力雄厚

公司是信息网络建设技术服务及产品的综合提供商，从技术解决方案、建设解决方案和相关网络产品等多个维度，为电信运营商、广播电视运营商、政府机构、公共事业部门及企事业单位等提供信息网络建设综合解决方案服务及相关网络产品。

公司的主要股东为中国电子科技集团旗下的第七研究所（简称中国电科七所）、中科招商、广州风投和 45 位自然人股东等，其中中国电科七所是公司的控股股东，直接持有公司发行后 35.2% 的股份。中国电科七所技术实力雄厚，是特种通信技术总体单位，负责研究特种移动通信新技术、新系统和新设备，制订移动通信系统和设备的技术体制和技术标准。公司目前有 4 家控股和参股子公司，分别为杰赛印尼、杰赛香港、杰赛互教通和珠海杰赛，其中杰赛印尼和杰赛香港均为开拓海外市场业务而设立。

表 1 IPO 前后杰赛科技的股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
中国电科七所（SS）	3201	50.0	3023	35.2
中科招商	1279	20.0	1279	14.9
广州风投（SS）	768	12.0	725	8.4
45 位自然人股东	1149	18.0	1149	13.4
全国社保基金理事会	-	-	220	2.6
公众股东	-	-	2200	25.6
合计	6396	100.0	8596	100.0

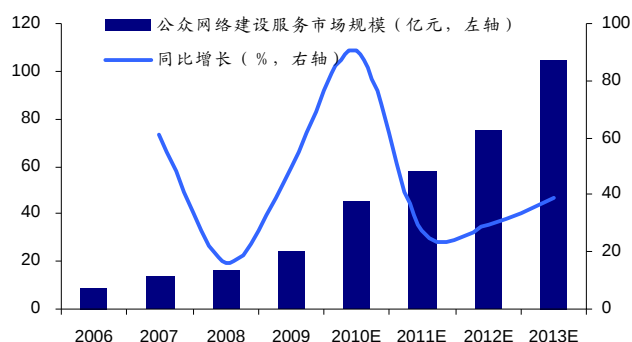
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 国内保持快速增长，通信 PCB 板增速较为平稳

公司主营业务是提供网络建设综合解决方案和网络产品，其中网络建设综合解决方案服务是指针对公众信息网络及智能专用网络提供全流程、跨网络的建设服务，涵盖网络规划、勘察、设计、安装调试、运行维护、优化、测试、评估、技术咨询等系列服务；网络产品则包括针对网络建设综合解决方案定制化提供网络覆盖产品（天线、直放站等）、网络接入产品（数字机顶盒等）和通信类印制电路板等。公司的核心业务是公众网络综合解决方案和通信类印制电路板业务。据公司测算，2007 年、2008 年和 2009 年在信息服务综合解决方案服务市场，公司的市场占有率分别为 1.5%、1.7% 和 1.8%，其中在公众信息网络建设综合解决方案的市场占有率为 7.9%、7.7% 和 7.8%。

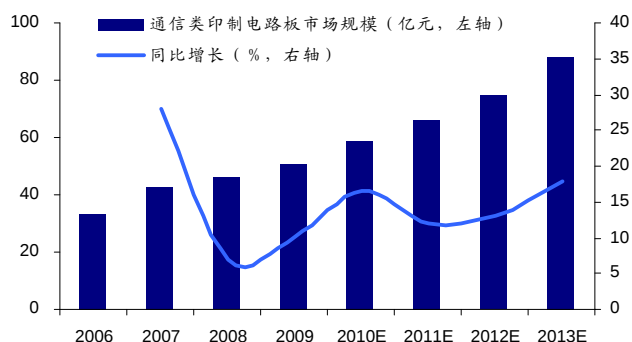
目前，除有线电视网络运营商依托已建立全国覆盖的有线电视网络，重点通过网络终端设备平移以达到有线电视网络升级之外，固定网络和移动通信网络各大运营商相继开始了通信网络的大规模建设和优化升级。根据中国信息产业网的数据，公众网络建设规划设计和优化服务市场规模不断扩大，2009年市场规模达到23.8亿元，同比增长49.5%，至2013年，市场规模将达到104.4亿元，未来4年年均复合增长率约为44.7%。而通信类印制电路板在信息网络设备强劲需求的驱动下保持较快增长的趋势，根据中国信息产业网的测算，2009年我国通信类印制电路板产值为50.6亿元，同比增长10.2%，2013年市场规模将达到88.0亿元，年均复合增长率约为17.8%。

图1 公众网络建设服务市场规模及预测（2006-2013）



资料来源：中国信息产业网，海通证券研究所

图2 通信类印制电路板市场规模及预测（2006-2013）



资料来源：中国信息产业网，海通证券研究所

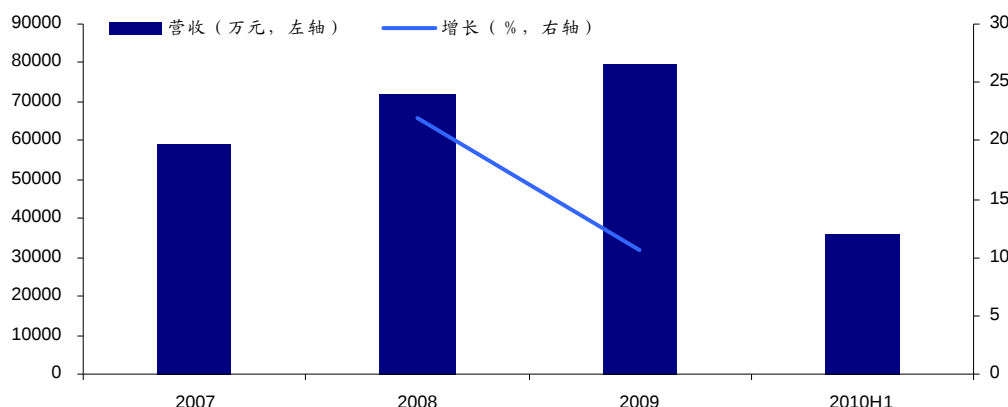
我们判断未来国内网络建设服务及相关产品的需求驱动力主要来自三个方面：其一，电信运营商竞争的加剧，随着在移动语音和数据业务领域的竞争更加激烈，电信运营商的盈利能力将更取决于信息网络的覆盖、质量、保障能力及网络成本的控制能力，这将显著提升网络建设规划和优化设计服务的需求；其二，“三网融合”带来的网络改造需求，“三网融合”意味着电信网及有线电视网将拥有全业务服务的牌照，网络运营商需要通过对自身网络再建设、网络相关设备升级更新等方式使网络具有全业务服务能力，巨大的投资将直接带动网络建设服务及相关产品的旺盛需求；其三，移动通信技术的更新换代，第三代通信技术和新一代宽带无线接入技术投入商业运用有效带动了网络建设服务和相关产品市场的增长，而未来第四代无线通信技术的发展更迭将为网络建设服务需求提供源动力。

3. 公司在公网建设服务市场占据领先地位

公司主营业务是面向信息网络建设提供综合解决方案服务及相关信息网络产品，是信息网络建设技术服务及产品的综合提供商，具体业务可分为公众网络综合解决方案、专用网络综合解决方案、网络覆盖设备、网络接入设备和通信类印制电路板生产等5部分。目前公司的营业收入主要来自于公众网络综合解决方案和通信类印制电路板生产，2007-2010年上半年公众网络综合解决方案的销售收入占公司营业收入比重分别为20.7%、20.8%、29.4%和35.7%，而来自通信PCB板的销售收入占比则为36.6%、29.2%、29.8%和36.0%。

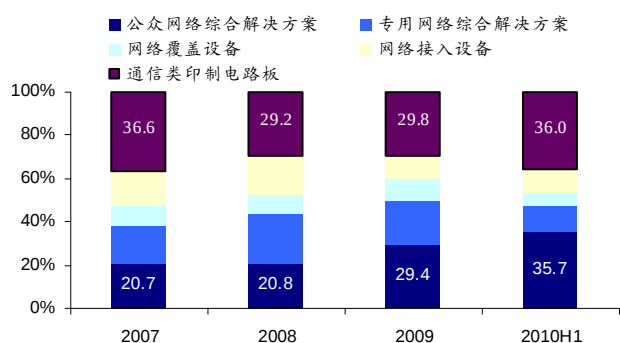
公司是专业的网络建设服务和相关通信产品提供商，目前在国内处于领先地位。我们认为公司主要的竞争力在于：其一，良好的客户基础，公司与中国联通、中国移动、中国电信等客户建立了长期稳定的合作关系，共承接了中国联通17个省GSM网络、14个省CDMA网络、18个省3G网络的设计工作，中国移动广东省的GSM网络和3G网络设计；中国电信4个省的3G网络设计等，未来有望从电信网络建设规划和优化设计的投入不断加大中持续受益；其二，较强的综合技术实力，公司目前是业内少数几家能提供全流程、跨网络、服务和产品相结合的企业之一，具备服务于电信网、广播电视网、互联网和智能专用网络的能力，技术实力在国内居于领先地位；其三，资质较为完备，公司获得相关业务领域资质齐全，具备涵盖通信工程设计、勘察、咨询、承包、信息系统集成等业务的7项国家甲级或壹级业内最高等级资质，较为完备的行业资质使公司在开拓市场时具有一定的领先优势。

图 3 杰赛科技营收及成长（2007 年-2009 年）



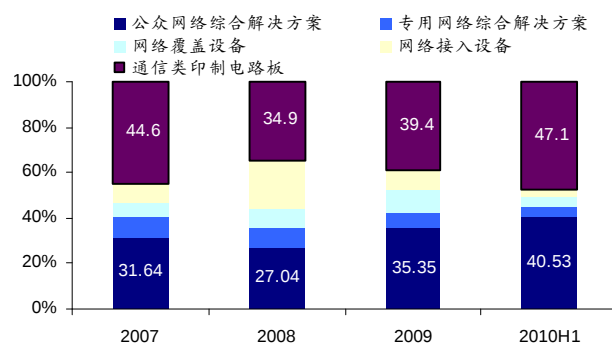
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 4 杰赛科技营收结构（2007 年-2009 年）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 5 杰赛科技毛利结构（2007 年-2009 年）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

4. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行 2200 万股社会公众股，募集资金用以投资通信网络规划设计优化与运营支撑平台技术改造、基于 WAPI 标准的新一代宽带无线接入网产业化技术改造和基于通信网络的多媒体信息发布系统技术改造等 3 个项目。我们认为本次募集资金拟投资的 3 个项目均是公司现有产品的升级项目，也是公司主营业务的基础所在，能有效增强现有产品功能、降低产品成本，有助于提升公司的盈利能力。

表 2 募投项目

项目名称	总投资 (万元)
通信网络规划设计优化与运营支撑平台技术改造项目	9125
基于 WAPI 标准的新一代宽带无线接入网产业化技术改造项目	7332
基于通信网络的多媒体信息发布系统技术改造项目	7105
合计	23562

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5. 建议谨慎申购

我们预测 2010 年-2012 年，公司 EPS 分别为 0.84 元、1.23 元和 1.54 元，未来三年年均复合增长率约为 46.5%。公司股票 IPO 价格为 28.00 元，对应约 23 倍的 2011 年市盈率。考虑到公司所处的行业有一定进入壁垒，网络设计和优化业务将是未来几年运营商投资加大的领域，且公司今后三年业绩成长性较高，我们建议投资者谨慎申购，6 个月目标价为 30.75 元，对应 2011 年市盈率约为 25 倍。

风险提示：公司主营业务对电信和广电行业网络建设投资有一定的依赖性；公司应收账款占比较大，存在潜在的坏账风险。

表 3 杰赛科技利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	59131	72141	79839	92050	112509	138711
YoY(%)	n/a	22.00	10.67	15.30	22.23	23.29
减：营业成本	42962	52693	56953	64866	78767	97110
毛利	16170	19448	22886	27184	33742	41601
毛利率（%）	27.3	27.0	28.66	29.53	29.99	29.99
主营业务税金及附加	1033	1284	1751	2019	2468	3042
营业费用（销售费用）	3950	3989	4867	5611	6584	7793
营业费用/收入（%）	6.7	5.5	6.1	6.1	5.9	5.6
管理费用	6333	8064	9531	11208	13151	15890
管理费用/收入（%）	10.7	11.2	11.9	12.2	11.7	11.5
财务费用	778	1205	1013	709	-400	-200
资产减值损失	730	1031	1807	870	1045	1149
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	3345	3874	3917	6766	10895	13927
营业外收入	534	291	882	1500	1350	1417
减：营业外支出	61	84	133	0	0	0
利润总额	3817	4081	4666	8266	12244	15344
减：所得税	-109	913	494	1015	1634	2089
减：少数股东损益	1	5	-24	10	14	18
净利润	3926	3164	4195	7241	10596	13237
EPS（元）	0.46	0.37	0.49	0.84	1.23	1.54

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。