

杰赛科技 002544-SZ

信息网络建设的一体化行业龙头

◇ 报告起因：新股上市

◆ 国内领先的信息网络建设技术服务及产品的综合提供商

公司是国内领先的信息网络建设技术服务及产品的综合提供商。作为国内最大的独立第三方设计院，杰赛科技的公众信息网络建设综合解决方案业务占比逐年提高，2009 年达到 49.7%。2009 年公司营业收入达 8 亿元，实现净利润 4172 万元，2006-2009 年营业收入和净利润复合增速分别为 16.2%和 3.1%。

◆ 受益于 3G、三网融合的高速发展，信息网络建设服务市场广阔

“十二五”期间，随着 3G 建设和三网融合的高速发展，三大运营商、广电系统将加大对网络建设和服务的投资，信息网络建设规划设计和优化服务的需求有望随之扩大，相关提供商有望从中受益。根据汉鼎咨询的测算，预计至 2013 年，二者的市场容量有望达到 180 亿元和 1300 亿元，分别较 2009 年增长 50%、58.5%。

◆ 全流程、跨网络服务能力凸显公司竞争优势

公司是国内屈指可数的拥有全流程、跨网络服务能力的信息网络建设服务商。相比竞争对手的分阶段、单网络服务，杰赛科技服务模式更具有综合竞争力。随着未来运营外包的普及，公司的一体化服务提供能力有望助其进一步提升市场占有率。此外，杰赛在行业中处于中立地位，可同时服务三大运营商和广电网络，市场潜力巨大。作为一个由科研院所改制而成的企业，公司技术积淀深厚，已提前布局“云计算”和“物联网”领域，或将成为未来新的利润增长点。

◆ 公司未来业绩将稳步增长，给予上市合理价格 27.63 元-32.34 元

公司此次募集资金约 2.4 亿元，主要投向与主营业务相关的三个项目，有利于在信息网络建设综合解决方案及其相关产品领域进一步巩固原有优势地位，突出公司面向未来新一代信息技术的发展方向。

我们预测公司未来三年净利润复合增速达 33.9%，2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、0.87 元和 1.17 元。预计上市后合理价格区间为 27.63 元-32.34 元，对应 2011 年 0.87 元 EPS 的市盈率为 32-37 倍，投资者可适当关注。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	721	798	908	1,118	1,427
收入同比增长（%）	22.0%	10.7%	13.7%	23.1%	27.6%
净利润（百万元）	32	42	55	74	101
净利同比增长（%）	-19.4%	32.6%	31.6%	34.7%	35.3%
每股收益	0.37	0.49	0.64	0.87	1.17
经营性 ROIC	11.3%	11.3%	14.6%	13.7%	15.2%
ROE（归属母公司）	14.6%	16.3%	5.9%	7.5%	9.4%

预计上市合理价 27.63 -32.34 元

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人：

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

宋嘉吉

021-22169315

songjiayi@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	28
发行规模(百万股)	22
发行后总股本(百万股)	85.96
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2011-01-19
主承销商	国信证券股份有限公司
主要股东	中国电子科技集团公司第七研究所
第一大股东持有比例(%)	35.17%

募股资金投向

项目名称	金额 (百万元)
通信网络规划设计优化与运营支撑平台技术改造项目	91.25
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	73.32
基于通信网络的多媒体信息发布系统技术改造项目	71.05
总金额	235.62

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

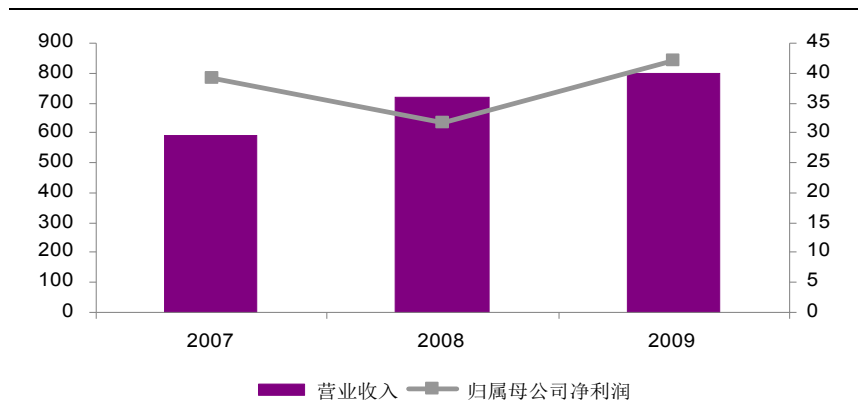
国内领先信息网络建设技术服务及产品的综合提供商

公司是国内最大的独立第三方设计院。作为信息网络建设技术服务及产品的综合提供商，公司从技术解决方案、建设解决方案和相关网络产品等多个维度，为电信运营商、广电运营商、政府机构、公共事业部门及企事业单位提供信息网络建设综合解决方案服务及相关网络产品。

2009 年公司营业收入和净利润分别达到 8 亿元和 4171 万元，2007-2009 年，该两项指标复合增速分别为 16.2% 和 3.1%，公司 08 年净利润下降的原因是税收优惠到期。因此，经我们计算，公司扣除非经常性损益后净利润复合增长为 26.8%，这一数据可以另一角度说明其盈利情况（见图 1）。此外，同类上市公司中通服的营业收入和净利润增长率均为 19% 左右，与本公司相近，所以我们认为公司的盈利增速符合行业特点。

图 1：过去三年公司的业绩保持持续稳定增长

2007 年-2009 年公司营业收入和归属母公司净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司的主营业务收入分为信息网络建设综合解决方案与信息网络相关产品两大类（具体构成见表 1）。其中网络建设解决方案的占比在逐年提高，由 07 年的 38.5% 提高到 09 年的 49.7%，或成公司未来主要营收增长点。

表 1：网络建设综合解决方案占主营业务比例逐年提高

公司主营业务为网络建设综合解决方案及网络相关产品（单位：百万元）

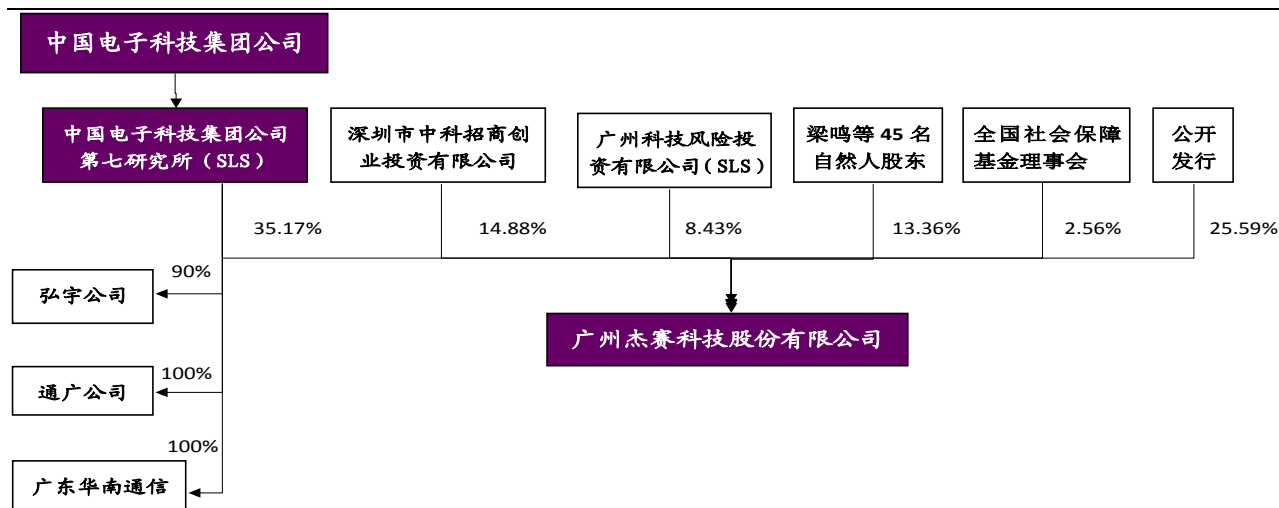
营业收入	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
网络建设综合解决方案	227.8	38.5%	314.3	43.6%	396.9	49.7%
其中：公众网络	122.1	20.7%	150.3	20.8%	234.5	29.4%
专用网络	105.7	17.9%	164.0	22.7%	162.3	20.3%
网络相关产品	363.5	61.5%	407.1	56.4%	401.5	50.3%
其中：网络覆盖设备	50.7	8.6%	64.1	8.9%	79.4	9.9%
网络接入设备	96.3	16.3%	132.3	18.3%	84.3	10.6%
通信类印制电路板等	216.5	36.6%	210.7	29.2%	237.8	29.8%
合计	591.3	100.0%	721.4	100.0%	798.4	100.0%

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司本次发行新股 2200 万，发行后总股本为 8596 万股。控股股东为中

国电子科技集团公司第七研究所，其将持有发行后 35.2% 的股份（见图 2）。七所作为国家认定的部属一类军工研究所，是特种通信技术总体单位，负责制定行业标准并为国防建设提供新型特种移动通信装备。七所隶属于中国电科，是由国务院国资委直属管理的中央企业。

图 2：公司发行上市后的股权结构



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

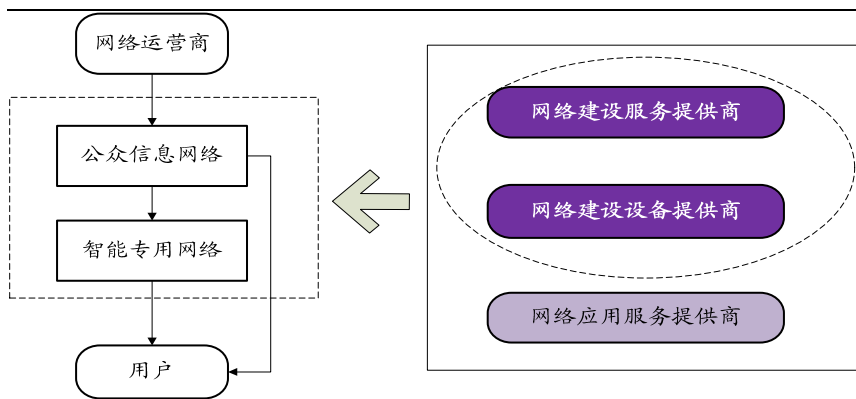
我们认为，独立第三方设计院的优势将使得公司获得更大的成长空间；而公司领先的技术优势和跨网络、全流程的业务能力为公司的迅速成长打下了坚实的基础；控股股东为国资委，并且管理层均持有股份，有利于公司长远发展。

3G 和三网融合高速发展，信息网络建设服务市场广阔

信息网络建设综合解决方案是信息产业的重要一环，信息网络建设综合解决方案服务商为公众信息网运营商、智能专用网络持有者提供网络高级咨询、规划设计、建设、网络优化、网络运维等全面完整的服务，而信息网络相关产品制造商的产品则是信息网络的重要组成部分。公司是信息网络建设综合解决方案和相关产品的综合提供商（见图 3）。

图 3：公司是信息网络建设服务和设备综合提供商

信息网络行业价值链结构图



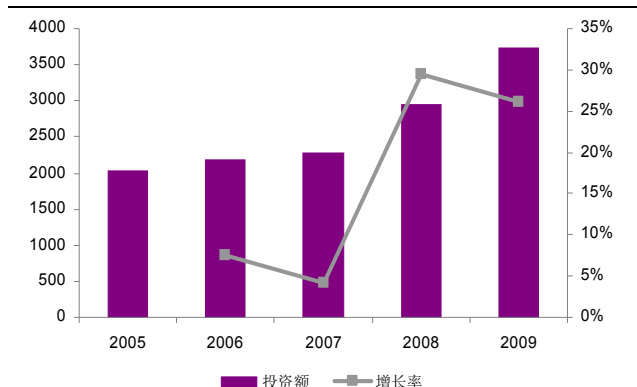
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

信息网络建设综合解决方案服务市场稳步发展

随着我国通信市场迅猛发展，运营商的固定网络和移动通信网络加速融合，运营商对信息网络的固定资产投入不断加大。巨大的投资直接带动信息网络建设的旺盛需求，促进了信息网络建设综合服务和产品的发展。根据工业和信息化部统计，2005 年~2009 年，我国电信产业固定资产呈现稳步增长态势。（见图 4）。

图 4：中国电信行业固定资产投资保持增长态势

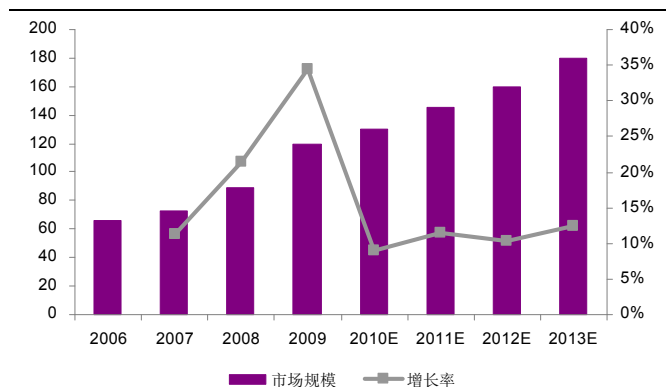
2005-2009 年电信行业固定资产投资及增长率（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

图 5：公众信息网络规划设计与优化运维市场需求稳定

06-13 年公众信息网络规划设计与优化运维市场（单位：亿元）



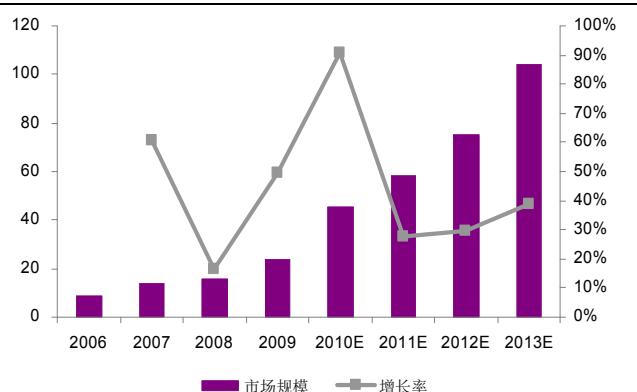
资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

行业需求的增加将促使信息网络建设规划设计和优化服务市场规模不断扩大，2009 年其市场规模达到 119.2 亿元，同比增长 34.5%，根据汉鼎咨询的测算，至 2013 年，我国信息网络建设规划设计和优化服务市场规模将达到 180 亿元，三年复合增长率为 11%（见图 5）。

同样，我国公众信息网络建设综合解决方案服务市场受网络建设周期缩短，融合趋势不断增强的影响，也将保持稳定增长的态势，2009 年我国公众网解决方案市场规模为 23.8 亿元，占规划设计和优化服务总体规模的 20% 左右。汉鼎咨询预测数据显示，至 2013 年我国公众信息网络建设综合解决方案服务市场规模将达到 104.4 亿元，占我国公众信息网络建设规划设计与优化服务总市场规模 60% 左右（见图 6）。

图 6：公众信息网建设综合解决方案市场迅速增长

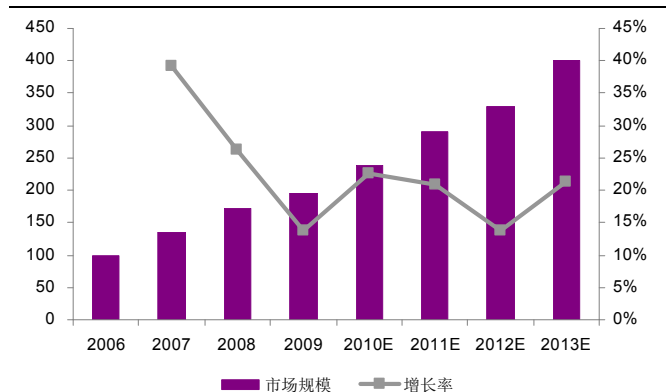
2006-2013 年公众信息网建设综合解决方案市场（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

图 7：智能专网建设迎来发展契机

2006-2013 年智能专用网络市场规模及增长速度（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

随着工业信息化的推进，我国智能专用网络市场迎来了发展契机。2009 年，智能专网市场规模为 196 亿元，与 2006 年 98 亿规模相比翻了一

番。随着“三网融合”的进行和“云计算”的发展，我国将迎来智能专用网络建设爆发式增长的时期。

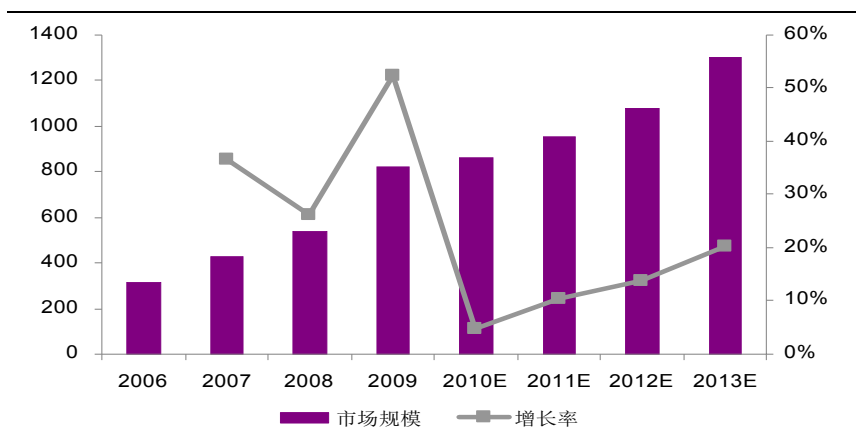
我们认为，稳步发展的市场给杰赛科技提供了成长空间。公司的综合解决方案服务与传统的分阶段服务模式相比优势明显。考虑到公网建设对工程服务经验的要求较高，公司有望在未来网络融合建设中取得先发优势。

受益网络建设，信息产品需求不断增长

公司网络相关产品主要包括通信天线和数字电路机顶盒、通信类印制电路板等。2006-2009 年我国信息网络系统产品市场规模保持高速增长态势，09 年信息网络系统产品市场规模达 820 亿元，同比增长 52.4%。在未来几年里，原有网络系统产品的更新及新建网络的需求将刺激市场规模不断扩大，预计至 2013 年将达到 1300 亿元，复合增长率为 12.2%。

图 8：信息网络系统产品市场稳步增长

2006 -2013 年中国信息网络系统产品市场规模及增长率（单位：亿元）

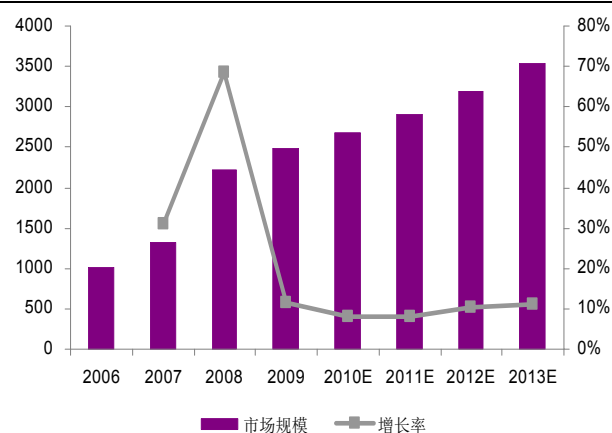


资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

随着时代的发展，数字电视代替模拟电视是广电发展的必然趋势。根据国家数字化进程规划，至 2015 年，我国将全面实行广播电视的数字化，因此，未来几年将迎来数字电视产业发展的高峰，同时意味着有线电视电视机顶盒市场的持续增长（见图 9）。

图 9：数字电视机顶盒产品将受益三网融合的推进

2006 年-2013 年中国数字电视机顶盒市场情况(单位：万台)



资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

图 10：我国通信类印制电路板市场需求稳定

2006-2013 年我国通信类印制电路板市场情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、中国信息产业网、光大证券研究所

信息网络相关元器件产品包括印制电路板、电容、电阻、微特电机等，其中印制电路板为占比最大的产品。虽然这类基础元器件产品的技术工艺已较为成熟，但作为不可或缺的基本元器件，市场需求稳定，预计至 2013 年，市场规模将达到 88 亿元，相比 09 年 50.7 亿元的总产值增长 73.6%。

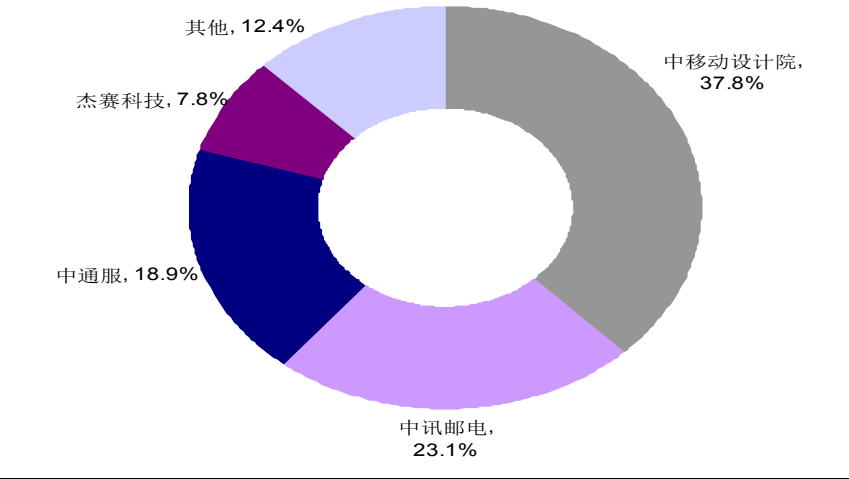
公司竞争力分析

作为国内屈指可数的全流程服务和第三方优化运维服务企业，杰赛科技具有资质齐全、技术领先、业务布局完善等优势。

国内领先的具有完备资质的独立第三方企业

2009 年行业协会数据显示，杰赛科技为最大的独立第三方设计院，市场占有率达 7.8%，排名在其之前的中国移动设计院、中讯邮电和中通服均为运营商直属规划设计院。随着运维服务市场竞争的加剧，公司第三方企业的身份将因客观性和公平性而获得独特的竞争优势。

图 11：杰赛科技是国内最大的独立第三方设计院
2009 年公众信息网络建设综合解决方案服务领域市场分布情况



资料来源：中国通信网、光大证券研究所

公司所处行业实行严格的资质准入制度，获得相关领域准入甲级或壹级资质的企业是其在业务综合竞争实力的集中体现。公司是国内信息网络建设服务商中拥有最多资质的企业之一，拥有全流程、跨网络的甲级或壹级等最高级别资质（见表 4）。：

表 2：公司具备完备资质，在国内屈指可数

公司是国内屈指可数的具备全流程、跨网络的各项资质的企业

名称	等级	适用范围
工程设计资质证书	甲级	电子通信广电行业（电子系统工程、有线通信、无线通信）专业甲级；建筑智能化系统设计专项甲级
工程勘察证书	甲级	工程勘察专业类工程测量（限通信测量）
工程咨询单位资格证书	甲级	（电子、通信信息）规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、工程设计、工程监理
通信信息网络系统集成企业资质证书	甲级	可在全国范围内承担：各种规模的基础网、业务网、支撑网的通信信息网络建设工程总体方案策划、设计、设备配置与选择、软件开发、

		工程实施、工程后期的运行保障等业务。
建筑业企业资质证书	壹级	电子工程专业承包壹级、建筑智能化工程专业承包壹级、电信工程专业承包壹级
计算机信息系统集成资质证书	壹级（首批 11 家）	计算机信息系统集成

综上所述，我们认为，作为国内屈指可数的完备资质企业之一，公司未来的发展具备扎实的基础。全流程、跨网络的资质和服务能力，为公司向多元化、一体化的方向发展做出了保障。同时，虽然各大运营商直属设计院有母公司提供的业务作为保障，但是其的劣势在于，一般只服务于母公司及其相关企业。与各大运营商直属设计院相比，杰赛公司处于中立的地位，可同时服务中国移动、中国电信、中国联通和广电网络，独立运作不受影响，利于建立业界公信力，因而潜在市场广阔。

技术先发优势明显，行业话语权突出

公司的技术中心是在七所五十多年技术和经验积累的基础上发展起来的，是国内最早开展与国际咨询公司技术合作的企业。凭借技术上的先发优势，公司成为国家多个通信相关组织的成员，主持或参与了众多技术标准的制定。

表 3：公司在行业中领先的技术优势一览

公司参与制定国际标准、国家标准和行业标准

组织名称	公司身份
国家信息安全标准化技术委员会工作组	会员
中国通信标准化协会工作组	会员
工信部电子工程标准定额站组织	标准组织成员
中国宽带无线 IP 标准工作组（BWIPS）	标准组织成员
中国无线宽带多媒体标准组（BWM）	标准组织成员
全国信息安全标准化技术委员会 WG4 工作组	标准组织成员
中国通信标准化协会（CCSA）TC8/WG2	标准组织成员

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

表 4：基于领先的技术优势，公司获得了许多奖项

公司的项目获得了国家、部级、省级各类奖项

项目名称	奖项
基于 WAPI 的宽带无线接入设备	国家火炬计划项目证书
“第三代移动通信基站天线”	国家重点新产品
“中国联通福建数字移动通信（GSM）网八期工程	工业和信息化部电子工程部级优秀设计二等奖

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

表 5：公司具有较高的技术水平和产品质量

公司参与制定技术标准、拥有多项专利

项目名称	数量
已申请并获得受理的专利	88 项
已申请并获得受理发明专利	86 项
软件著作权	44 项
软件产品	13 项
主持或参加了通信网络技术国际标准	1 项
主持或参加了通信网络技术国家标准	28 项
主持或参加了通信网络技术行业标准	2 项

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

借助于领先的技术优势和丰富的工程经验，公司共获得国家、省市各级政府资助的研究开发项目达 26 个，许多项目获得了国家部级省级的奖项（见表 6）。综上所述，我们认为，公司在行业中拥有较强的技术优势和行业话语权。为未来的发展奠定扎实的基础。

多点布局，把握新兴产业

公司在 2009 年 3G 发牌的前 5 年，即已对 WCDMA、cdma2000 与三大主流标准做了大量的技术储备，编写出版了 3G 规划设计手册等行业工具书，并先行在海外开展了 3G 规划设计业务，取得了先发优势。

WAPI 作为中国自主研发的无线局域网安全强制性标准，已获得各家芯片、终端、设备制造厂商的支持。2009 年，杰赛科技、大唐电信、京信通信、烽火虹信、傲天动联等 8 家 WAPI 产业联盟成员企业共同对外宣布其 WAPI 会聚型产品（瘦 AP）已实现互联互通。凭借这种先发优势，公司获得 2008 年北京奥运会基于 WAPI 标准的无线接入点设备采购的最大份额，占总量的 40%。

在物联网领域，公司自创立伊始，即以 SCADA（数据采集与监视控制）系统及相关技术在智能专用网建设领域，为政府部门、公用事业和大型企业事业单位，提供供水、供气、环保、交通、建筑及安防等方面的网络系统建设。我们认为，随着物联网成为国家“十二五”规划的重点发展领域，该技术将逐步和行业应用相结合，公司提前切入该领域将有利于未来长远发展。

全流程综合解决方案与产品生产相结合的业务模式

图 12：全流程综合解决方案是公司核心竞争力之一

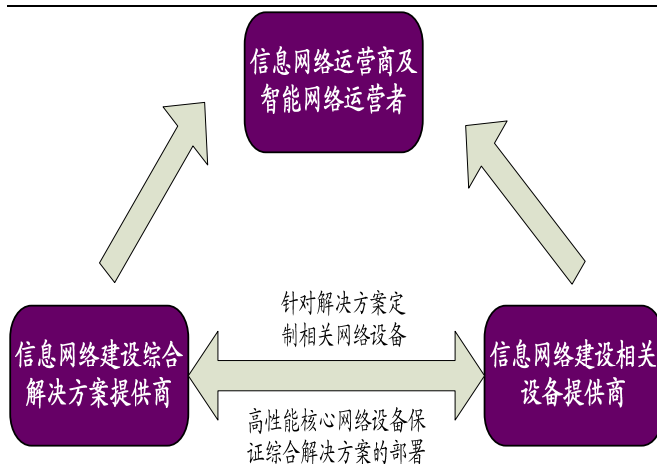
公网建设综合解决方案，服务与产品相结合的业务模式



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 13：我国通信类印制电路板市场需求稳定

2006-2013 年我国通信类印制电路板市场情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

作为国内领先的网络综合解决方案服务提供商，公司率先突破行内单纯提供产品或网络建设阶段性解决方案的业务模式，形成了综合化服务与个性化产品一体化的新型业务模式，有效帮助运营商实现利益及网络效果最大化的目标，具有较强的竞争力（见图 12）。

我们认为，全流程、跨网络的优质服务和个性化的产品相结合以及全业务结构的网络建设服务经验，既是公司的综合竞争优势，也是信息网络建设未来的发展方向，更是公司进一步扩大市场占有率的基础（见图 13）。

公司财务分析

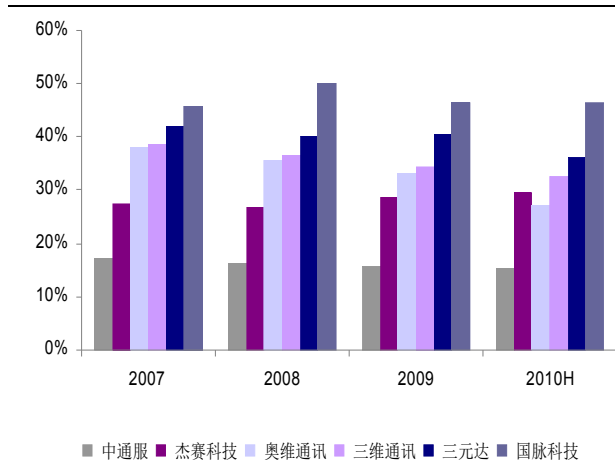
双重原因影响公司毛利率提升

由于公司处于通信产业链中游，其下游企业主要为运营商等较为强势的企业，使其议价能力不强。考虑到公司业务种类较多，其中专网业务和接

入设备的毛利率较低，使公司整体毛利率低于三维通信、国脉科技、三元达等提供通信行业细分产品和服务的公司。

图 14：公司整体毛利率略低于平均水平

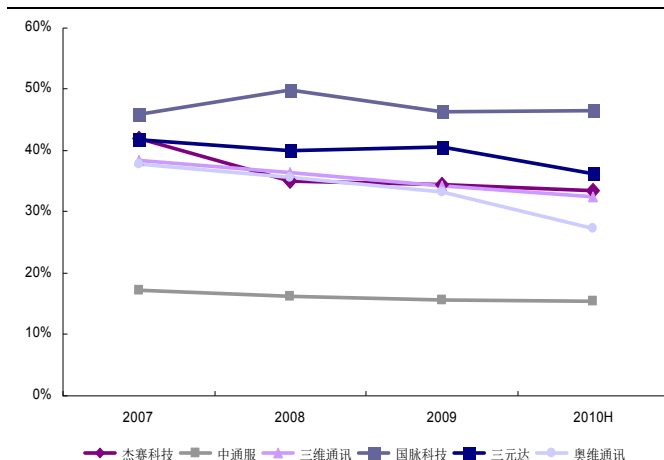
公司与同行业上市公司毛利率对比



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 15：公网业务的毛利率达同行业上市公司均值

公司公网业务毛利率与同行上市公司对比情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

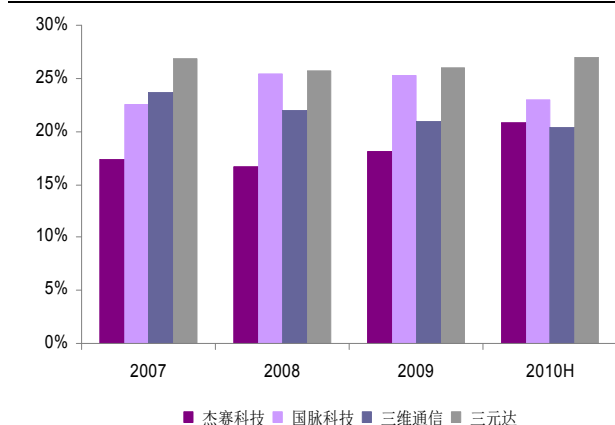
此外，公司作为独立第三方设计院，客户不仅涵盖电信运营商，还包括广电、政府和公用事业单位等，后者的毛利率相对较低，这构成了公司整体毛利率较低的另一原因。而单从收入占比最大的公网项目看，公司盈利能力达到行业平均水平，并逐年略有上升。

费用控制能力居可比公司前列

网络优化、运维行业公司较多，随着竞争的日趋激烈，有效的费用控制是保持行业竞争力的重要途径。近年来，公司期间费用控制良好，2007年以来低于行业平均水平4-6个百分点，体现了公司稳健的经营理念，有效的内部管理体制，高效的运营效率。此外，公司历来重视技术研发，研发费用率呈现逐年上升的趋势，已从2007年的3.4%提升至2010年上半年的4.9%。

图 16：公司期间费用率在同行中保持较低水平

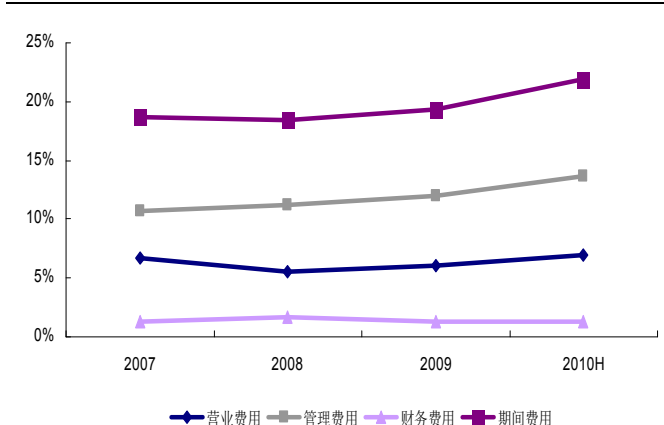
公司费用合计占营业收入的比例与同行A股上市公司相比



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 17：公司各项费用率近年来略有上升

2007-2010H1 公司各项费用率变动情况



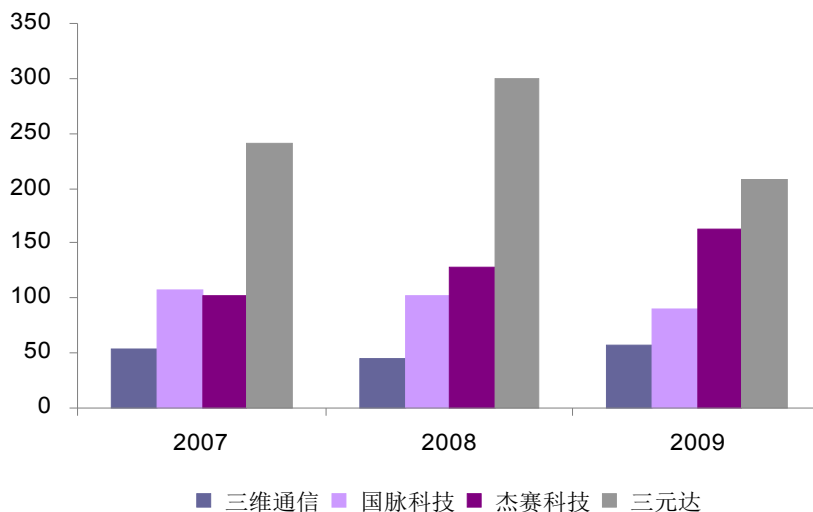
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司运营效率优于行业平均水平

进一步考察其运营效率情况。报告期内，受客户对象差异性较大，即受网络接入设备业务和专用网建设业务的影响，公司应收账款周转天数略高于同行业上市公司。

图 18：公司应收账款周转天数略高于同行业上市公司

公司应收账款周转天数与业务构成相近的上市公司对比

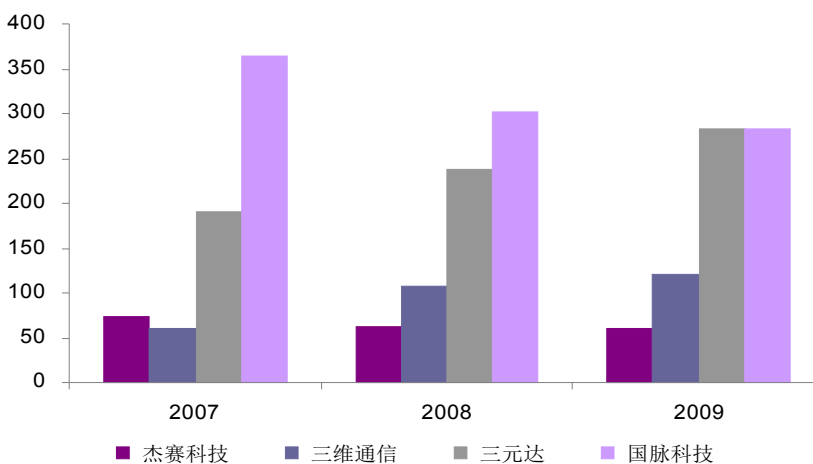


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

存货管理方面，公司居可比企业之冠，存货周转天数逐年下降并显著低于同行业水平。由于网络综合解决方案业务 70%以上为人工成本与运营费用，随着其占比的逐年提高，公司整体存货周转率有望进一步提高。

图 19：公司存货周转天数逐年下降并显著优于可比公司

公司存货周转天数与业务构成相近的上市公司对比



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

我们认为公司处于供应链的中上游，为服务提供商，由于业务结构的关系，应收账款周转天数略高尚处于可接受的范围。另一方面公司存货周转天数低于行业平均水平，也体现了公司较高的运营效率。

募集资金投向分析

公司 IPO 募集资金主要用于三个项目，一是通信网络规划设计优化与运营支撑平台技术改造项目，二是基于 WAPI 标准的新一代宽带无线接入网产业化技术改造项目，三是基于通信网络的多媒体信息发布系统技术改造项目。上述项目总投资额约为 2.35 亿元（见表 6）。

表 6： 公司募集资金使用计划（单位：百万元）

投资项目	建设期（年）	第一年	第二年	合计
通信网络规划设计优化与运营支撑平台技术改造项目	1	91.25	0	91.25
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	2	36.62	41.11	73.32
基于通信网络的多媒体信息发布系统技术改造项目	2	17.93	43.05	71.05

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

上述投资项目均为公司目前信息网络建设综合解决方案和信息网络相关产品中主要的产品，均已有相当的客户积累，近年来在签订合同数量、实现销售收入、创造利润等方面都有突出表现，在市场上已确立了自身的相对优势，占据了一定的市场份额。

通信网络规划设计优化与运营支撑平台技术改造项目核心是建立基于云计算的强大分析计算网络支撑平台，通过云计算平台提升创新能力，扩大业务范围，推出创新的高端咨询和软件服务，进一步增强公司的核心竞争力，降低成本，提升获利能力，预计项目将在 2012 年达产。

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的建设将实现技术标准、设备研发与制造、检测与认证、网络设计、网络建设、运营商业模式等方面有机融合。2013 年项目达产后将有望使公司具备跻身一线运维供应商的实力。

基于通信网络的多媒体信息发布系统技术改造项目“JS-DS1000 多媒体信息发布系统”是由公司自主研发的一套居国内领先水平，完全基于 3G 网络或 IP 网络的多媒体和流媒体应用系统的专业级系统平台，该系统是本公司现有广电数字电视机顶盒项目在“三网融合”的新形势下产品线的延伸。项目完成后，将成为公司在智能专用网络建设方面的一大亮点，有力的提升公司竞争力，扩大公司的利润规模。

综上所述，上述三个项目将提升公司现有的技术优势，提升公司在信息网络建设综合解决方案及其相关产品方面的先进性和领先地位，促进公司优势产品的科技含量和生产能力的进一步提高。上述三个项目实施后，公司在通信领域的综合优势将会更为突出。

盈利预测与估值

我们根据以下几个关键假设对公司 2010-2012 年盈利情况进行预测：

1、公司依托中电第七研究所，在研发能力和市场拓展方面将取得一定优势。虽然网络建设、优化、运维行业已相对趋于成熟，但随着 3G 建设、三网融合的推进，增量网络市场依然广阔，使得本行业在未来一段时期维持较高的景气度，杰赛有望借力资本市场，获得超越行业平均水平的增长速度。基于此，我们判断其 2010-2012 年主营收入的同比增速为 13.7%、23.1%和 27.6%，其中分业务的收入增速假设见下表；

2、毛利率将保持稳中略升的趋势。未来几年，公司业务结构将出现转变，毛利率相对较高的公网业务占比将逐步上升，而毛利率较低的专网业务

占比将趋于减小，使得整体毛利率呈小幅上升态势。

3、期间费用率有望保持稳定。考虑到公司在本行业耕耘多年，销售和管理体系业已成熟，未来期间费用率有望维持在现有水平上。

单位：百万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	908.0	1117.8	1426.5
网络建设综合解决方案	362.6	455.4	572.4
网络相关产品	545.3	662.4	854.1
营业收入增速	13.7%	23.1%	27.6%
网络建设综合解决方案	-8.6%	25.6%	25.7%
网络相关产品	35.8%	21.5%	29.0%
毛利率	28.6%	29.2%	29.3%
期间费用率	21.5%	20.7%	20.7%
归属于母公司净利润	55.2	74.4	100.6
归属于母公司净利润同比增速	31.6%	34.7%	35.3%

我们预测公司未来三年净利润分别为 5520 万元、7436 万元和 1 亿元，按照 IPO 发行后总股本 8596 万股来计算，2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、0.87 元和 1.17 元。

估值

综合考虑 FCFF 和 FCFE，绝对估值的价格为 25.12 元。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (Blevered)	1.34
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	15.58%
税率	14.00%
Kd	4.57%
Ve	374.3
Vd	189.7
目标资本结构	33.63%
WACC	11.87%

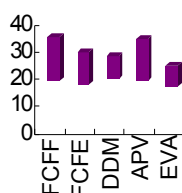
资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	42.99	1.84%

第二阶段	330.31	14.17%
第三阶段（终值）	1,958.37	83.99%
企业价值 AEV	2,331.67	100.00%
加：非经营性净资产 价值	17.84	0.77%
减：少数股东权益（市 值）	0.36	-0.02%
减：债务价值	189.69	-8.14%
总股本价值	2,159.46	92.61%
股本（百万股）	85.96	-
每股价值（元）	25.12	-
PE（隐含）	39.12	-
PE（动态）	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.01	0.015	0.02	0.025	0.03
10.87%	27.84	29.31	30.94	32.78	34.84
11.37%	25.18	26.44	27.84	29.40	31.14
11.87%	22.82	23.92	25.12	26.45	27.94
12.37%	20.73	21.68	22.72	23.87	25.14
12.87%	18.86	19.69	20.60	21.59	22.68

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果			估 值	敏感度分析区间
FCFF	25	19	-	35	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	22	17	-	29	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	23	19	-	28	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	25	18	-	34	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	20	16	-	24	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

相对价值评估

我们选取 5 家通信设备业中小板上市公司作为可比公司,分别为国脉科技、三元达、奥维通信、三维通信以及键桥通讯,可比公司 2011 年的平均 PE 为 38 倍。

证券代码	证券简称	收盘价	EPS	PE
		(1月18日)	2011年	
002417.SZ	三元达	22.60	0.76	30
002231.SZ	奥维通信	12.39	0.26	48
002316.SZ	键桥通讯	17.23	0.37	47
002115.SZ	三维通信	18.09	0.66	27
002093.SZ	国脉科技	16.28	0.44	37
平均				38

近期市场情绪较为谨慎，前期对于中小盘股的追捧出现降温之势，创业板新股上市也出现了破发现象。对于通信板块而言，未来十二五规划的政策支持，运维市场需求的增加将构成支撑其估值的重要因素。综合考虑通信设备类可比公司，以及创业板可比样本的估值水平，我们将相对估值的 2011 年 PE 上限定为 35 倍，对应的股价为 29.4 元。

结论

考虑近期中小板首发上市情况，选取近期上市的中小板新股，计算出上市首日的收盘价对应发行价的平均溢价率为-2.7%，破发情况较为普遍。以此为参考，我们判断上市首日的合理价格区间为 27.63 元-32.34 元，对应 2010 年 0.87 元 EPS 的市盈率为 32-37 倍。

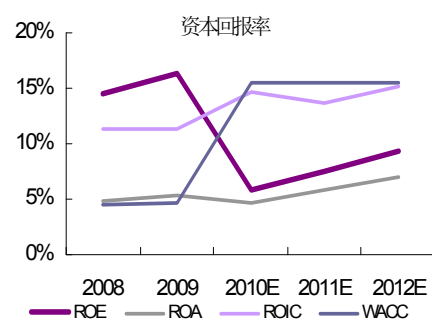
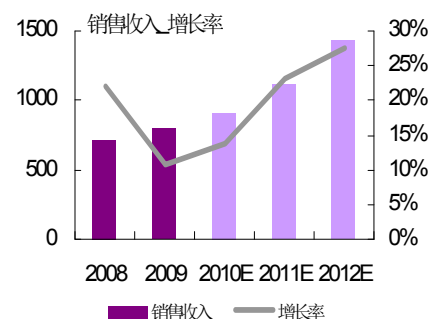
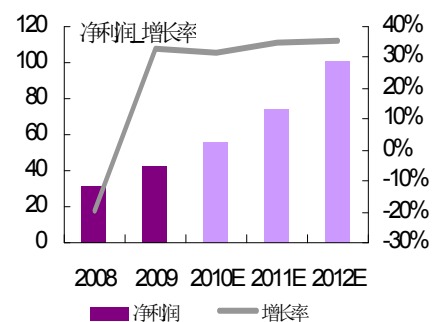
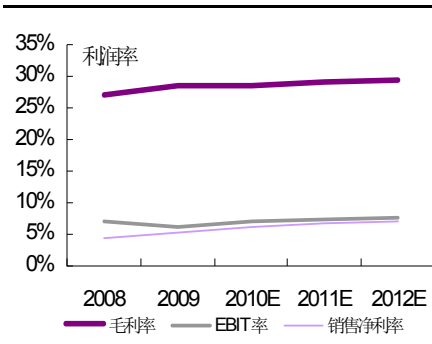
证券代码	证券简称	上市首日收盘价	发行价	溢价率
002535.SZ	林州重机	29.09	25	16.4%
002536.SZ	西泵股份	38.58	36	7.2%
002537.SZ	海立美达	39.36	40	-1.6%
002538.SZ	司尔特	23.94	26	-7.9%
002539.SZ	新都化工	29.60	33.88	-12.6%
002540.SZ	亚太科技	34.50	40	-13.8%
002541.SZ	鸿路钢构	38.31	41	-6.6%
平均				-2.7%

风险提示

中小板公司估值整体下移带来的风险。

超募集资金给公司带来净资产收益率下降的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	721	798	908	1,118	1,427
营业成本	527	570	648	791	1,009
折旧和摊销	18	17	14	17	22
营业税费	13	18	18	22	29
销售费用	40	49	59	72	91
管理费用	81	95	123	145	185
财务费用	12	10	14	14	18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	39	39	49	68	89
利润总额	41	47	64	86	117
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	31.64	41.95	55.20	74.36	100.61

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	650	770	1,183	1,293	1,441
流动资产	545	654	1,064	1,065	1,168
货币资金	94	112	669	605	625
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	322	398	240	275	314
应收票据	0	4	3	3	4
其他应收款	18	23	18	22	29
存货	93	98	115	135	167
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	77	78	85	170	208
无形资产	4	15	14	13	13
总负债	433	513	243	296	365
无息负债	286	356	243	296	365
有息负债	147	157	0	0	0
股东权益	218	257	939	997	1,076
股本	64	64	86	86	86
公积金	25	29	639	647	657
未分配利润	129	164	214	264	332
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	15	47	124	91	124
净利润	32	42	55	74	101
折旧摊销	18	17	14	17	22
净营运资金增加	64	38	-21	38	51
其他	-98	-51	76	-39	-49
投资活动产生现金流	-32	-25	-25	-126	-67
净资本支出	32	25	25	126	67
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-63	-50	-50	-252	-134
融资活动现金流	43	-4	458	-29	-38
股本变化	0	0	22	0	0
债务净变化	57	10	-157	0	0
无息负债变化	93	70	-113	52	70
净现金流	26	19	557	-64	20

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.00%	10.67%	13.72%	23.11%	27.62%
净利润增长率	-19.40%	32.58%	31.57%	34.72%	35.30%
EBITDA 增长率	20.36%	-3.43%	14.97%	30.18%	29.90%
EBIT 增长率	23.20%	-2.94%	27.40%	30.98%	30.36%
盈利能力 (%)					
毛利率	26.96%	28.66%	28.63%	29.20%	29.28%
EBITDA 率	9.55%	8.33%	8.42%	8.90%	9.06%
EBIT 率	7.04%	6.17%	6.92%	7.36%	7.52%
税前净利润率	5.66%	5.84%	7.07%	7.74%	8.20%
税后净利润率 (归属母公司)	4.39%	5.25%	6.08%	6.65%	7.05%
ROA	4.87%	5.42%	4.67%	5.75%	6.98%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.55%	16.31%	5.88%	7.46%	9.36%
经营性 ROIC	11.29%	11.32%	14.59%	13.73%	15.18%
偿债能力					
流动比率	1.27	1.31	4.64	3.81	3.37
速动比率	105.32%	111.31%	414.07%	332.60%	289.32%
归属母公司权益/有息债务	1.48	1.64	-	-	-
有形资产/有息债务	4.24	4.67	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.37	0.49	0.64	0.87	1.17
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.26	0.35
每股经营现金流	0.17	0.54	1.44	1.06	1.45
每股自由现金流(FCFF)	-0.32	0.18	0.71	-0.83	0.02
每股净资产	2.53	2.99	10.93	11.60	12.51
每股销售收入	8.39	9.29	10.56	13.00	16.60

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。