

2011-03-22

通信行业

杰赛科技 002544-SZ

主营业务多点开花，海外布局初现成效

◇ 事件：公司公布 2010 年年报

◆ 主营业务多点开花，海外布局初现成效

公司公布 2010 年报，全年实现营业收入 9.5 亿元，较 09 年同期增长 19.2%；完成归属于母公司净利润 5563 万元，同比快速上升 32.6%，对应摊薄后 EPS0.65 元。其中，第四季度实现收入 3.6 亿元，同比上升 8.8%，完成净利润 2741 万元，同比下滑 19.2%。2010 年公司分配方案为 10 送 10 派 2.5 元（含税）。

分业务看，网络建设解决方案取得较快发展，其中受益于通信规划设计需求的增长，公网解决方案收入同比上升 25.1%，使得网络建设解决方案的占比提升至 50%。此外，通信类印制电路板也取得了 26.2% 的增长，成为公司主营业务增长的又一驱动因素。2010 年，公司海外业务发展初现成效，顺利突破印尼网优市场，并与美国 AVT 合作推广 LED 控制器和信息发布系统，实现海外收入同比增长 40.9%。

◆ 毛利率略有下滑，期间费用率保持稳定

报告期内，公司整体毛利率较去年同期下滑 0.6 个百分点至 28%，其中公网业务采用了差旅集采、材料成本控制等手段，毛利率上升 2 个百分点；而通信类印制电路板因产能受限而采用外协加工模式，使得毛利率下滑 4.6 个百分点。费用控制方面，公司全年期间费用率同比上升 0.2 个百分点，其中销售费用率和财务费用率控制得力，基本与去年持平。而管理费用率则小幅上升 0.4%，主要是人工费用和研发费用上升所致。

◆ 业务结构趋于优化，新兴业务有望快速成长

公司作为国内最大的独立第三方设计院，在客观性和公平性方面具备独特的竞争优势，从 2010 年网络建设解决方案的发展情况看，公司业务结构逐步优化，正朝着全流程、跨网络的公网建设解决方案供应商转变。随着未来通信网络规模的扩大和复杂度的提高，该业务具备广阔的发展前景。同时，利用云计算、物联网等新兴产业快速崛起的机遇，公司有望进军高端应用领域。目前已落实了 5 项“云计算”合同，并参与了中国电科物联网发展战略规划。我们认为，杰赛在新业务拓展方面迈出了踏实的一步，未来有望凭借技术优势和行业地位获得快速成长。

◆ 目前估值已合理，给予“中性”评级

传统业务的转型优化和新兴业务快速发展构成公司未来看点，网优需求的增长、WLAN 布局的推进均可能构成公司业绩增长的刺激因素。经测算，公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.84 元和 1.06 元，目前估值相对合理，给予“中性”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	798	952	1,154	1,392	1,678
营业收入增长率	10.67%	19.25%	21.17%	20.69%	20.50%
净利润（百万元）	42	56	72	91	107
净利润增长率	32.58%	32.60%	29.23%	27.12%	17.63%
EPS（元）	0.49	0.65	0.84	1.06	1.25
ROE（归属母公司） （摊薄）	16.31%	17.73%	7.25%	8.73%	9.70%
P/E	0	0	0	0	0

首次

中性

当前价格	32.00 元
目标价格	32.10 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

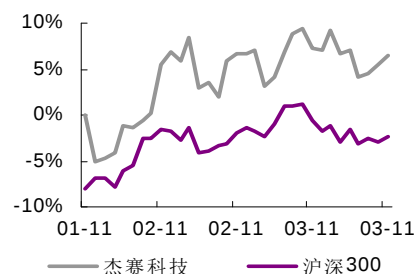
021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	86
总市值(百万元)	-
流通比例(%)	20.47%
12 个月最高/最低（元）	34.00/27.88
近 3 月日均成交量(百万股)	2.30
主要股东	中国电子科技集团公司 第七研究所

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.50	0.00	0.00
绝对收益	3.38	0.00	0.00

相关报告：

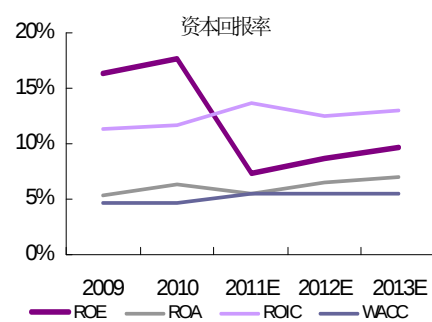
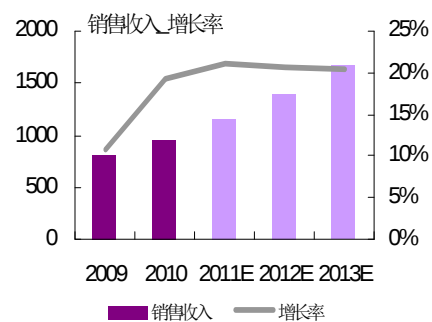
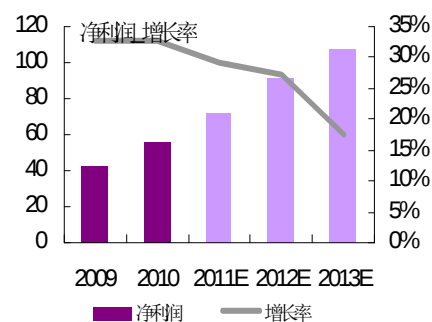
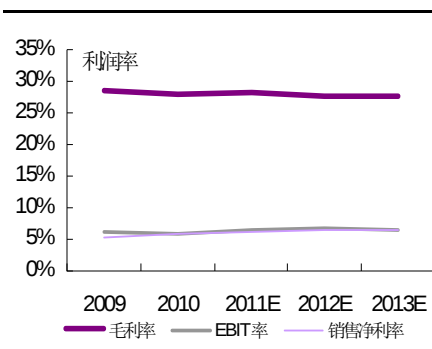
信息网络建设的一体化行业龙头

..... 2011-01-19

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	798	952	1,154	1,392	1,678
营业成本	570	685	827	1,006	1,214
折旧和摊销	17	18	2	6	11
营业税费	18	19	23	28	35
销售费用	49	58	70	85	104
管理费用	95	117	143	175	211
财务费用	10	11	14	15	19
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	46	62	77	90
利润总额	47	63	82	104	123
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	41.95	55.63	71.88	91.38	107.49

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	770	879	1,306	1,419	1,552
流动资产	654	743	1,143	1,136	1,212
货币资金	112	155	637	554	565
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	398	407	305	343	369
应收票据	4	11	3	4	5
其他应收款	23	21	23	28	34
存货	98	124	150	176	204
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	78	99	129	226	276
无形资产	15	15	14	13	13
总负债	513	565	314	372	443
无息负债	356	398	309	367	438
有息负债	157	168	5	5	5
股东权益	257	314	991	1,047	1,109
股本	64	64	86	86	86
公积金	29	35	647	656	667
未分配利润	164	215	258	304	355
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	47	83	91	93	139
净利润	42	56	72	91	107
折旧摊销	17	18	2	6	11
净营运资金增加	38	8	31	46	29
其他	-51	2	-14	-51	-8
投资活动产生现金流	-25	-40	-40	-126	-67
净资本支出	25	40	40	126	67
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-50	-80	-80	-252	-134
融资活动现金流	-4	1	431	-49	-62
股本变化	0	0	22	0	0
债务净变化	10	11	-163	0	0
无息负债变化	70	42	-88	58	71
净现金流	19	45	481	-82	10

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.67%	19.25%	21.17%	20.69%	20.50%
净利润增长率	32.58%	32.60%	29.23%	27.12%	17.63%
EBITDA 增长率	-3.43%	12.52%	3.91%	26.18%	22.09%
EBIT 增长率	-2.94%	15.97%	33.02%	21.52%	18.24%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	2	2	-6	-4	-3
EV/EBIT	3	2	-7	-4	-3
EV/NOPLAT	3	2	-8	-5	-4
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	0	0	-1	-1	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.66%	28.03%	28.29%	27.75%	27.62%
EBITDA 率	8.33%	7.86%	6.74%	7.05%	7.14%
EBIT 率	6.17%	6.01%	6.59%	6.64%	6.51%
税前净利润率	5.84%	6.66%	7.12%	7.50%	7.32%
税后净利润率 (归属母公司)	5.25%	5.84%	6.23%	6.56%	6.41%
ROA	5.42%	6.32%	5.51%	6.44%	6.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.31%	17.73%	7.25%	8.73%	9.70%
经营性 ROIC	11.32%	11.62%	13.68%	12.43%	13.03%
偿债能力					
流动比率	1.31	1.33	3.72	3.13	2.81
速动比率	111.31%	110.53%	322.88%	264.65%	234.07%
归属母公司权益/有息债务	1.64	1.87	200.24	211.44	223.92
有形资产/有息债务	4.67	5.02	258.53	281.50	308.49
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.65	0.84	1.06	1.25
每股红利	0.00	0.25	0.42	0.53	0.63
每股经营现金流	0.54	0.97	1.06	1.08	1.62
每股自由现金流(FCFF)	0.18	0.40	0.13	-0.93	0.15
每股净资产	2.99	3.65	11.53	12.18	12.89
每股销售收入	9.29	11.08	13.42	16.20	19.52

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 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

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地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。