

# 网络规划设计专家, 电科系通信资产运作启航

## ——杰赛科技（002544）调研简报

2016年10月14日

推荐/维持

杰赛科技

调研简报

### 报告摘要:

杰赛科技主营移动通信网络规划设计、专用网络系统集成、通信/军用印制电路板设计与制造, 近年来营收增速和毛利率据保持在 20% 以上; 公司作为中电科集团通信类资产整合和运作平台, 本次重组标并表使净利润翻番, **EPS 显著增厚, 投资价值凸显。**

- 4G 建设带动网络规划设计业务增长。** 公司为国内最大的第三方移动通信规划设计院, 相关业务占移动通信市场的 7%-8%, 毛利率 30% 以上。2016 年, 电信网络建设技术服务市场容量预计为 125 亿元, 公司市占率稳定, 该项营收有望达 9 亿元。受集成业务设备采购成本较高、招投标市场竞争激烈影响, 公司专网信息化业务毛利率仅为 10%, 未来发展方向为基于网络硬件产品提高解决方案自主化水平, 建设服务与产品销售并举。
- 印制电路板业务有望小幅快速增长。** 公司印制电路板业务定位快板、样件小批量生产, 是国内最大的军用印制电路板设计制造上市公司, 目前军民品的销售比例约为 1:1。下游国防信息化、民用通信、工业控制、轨道交通等行业对基础电子元器件需求强劲, 2015 年年产 24 万平米印制电路板产能提前达产, 板块业务有望迎来小幅快速增长。
- 电科系通信类资产注入开启公司增长空间。** 公司为中电科集团通信事业部唯一上市公司平台, 增发募资 19 亿元实施对 54 所、50 所、34 所控股企业的收购, 资产重组完成后, 有望在网络规划客户覆盖、工程监理、通信设备制造等方面增强公司“全流程、跨网络、多技术”核心优势, 拓展电力、轨交等专网应用和北斗导航运营业务。在不考虑配套投资项目收益前提下, 收购可实现公司利润翻番, EPS 提高 20%-30%。

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.35/0.38/0.46 元, 对应 PE 92/83/69 倍; 考虑到本次资产重组及配套融资, 则 2016-2018 年 EPS 调整为 0.42/0.51/0.64 元, 对应 PE 分别为 76/63/50 倍, 维持公司“推荐”评级。

风险提示: 智能专网信息化市场竞争加剧; 资产重组整合绩效不及预期。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,946.84	2,293.78	2,707.56	3,177.65	3,774.91
增长率(%)	15.55%	17.82%	18.04%	17.36%	18.80%
净利润(百万元)	92.37	107.59	178.96	197.46	238.70
增长率(%)	-5.46%	16.47%	66.34%	10.34%	20.89%
净资产收益率(%)	8.06%	8.73%	13.65%	14.10%	15.84%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.35	0.38	0.46
PE	177.22	153.29	92.08	83.44	69.01
PB	14.50	13.39	12.56	11.77	10.93

### 杨若木

010-66554032 y angrm@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480510120014

### 李永乐

010-66554047 liy l@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480116050067

### 邱日尧

010-66554034 qiury @dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480115110069

### 王加煊

010-66554142 wang\_jw@dxzq.net.cn

### 彭磊

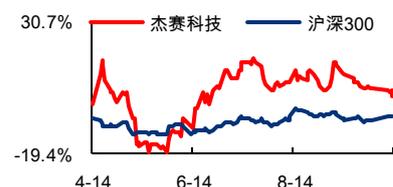
010-66554036 penglei@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480116090061

### 交易数据

52 周股价区间(元)	32.45-29.65
总市值(亿元)	167.36
流通市值(亿元)	165.85
总股本/流通 A 股(万股)	51576/51109
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.52

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《国防军工行业深度报告: 扛鼎军民信息化, 资本运作添动能\_中国电子科技集团公司专题》2016-06-15
- 《杰赛科技(002544)半年报点评: 主营业务快速增长, 电科系资产注入启动》2016-08-25

## 目 录

1. 公网设计、印制电路板支撑利润稳定增长 .....	3
1.1 面向电信公网和智能专网的建设服务专家 .....	4
1.1.1 电信运营商 4G 建设带动网络规划设计业务增长 .....	4
1.1.2 智能专网信息化业务利润率有待进一步提升 .....	5
1.2 横跨军民领域的网络信息产品提供商 .....	6
2. 军工院所改制、资产证券化开启成长空间 .....	7
2.1 电科集团通信资产运作平台确立 .....	7
2.2 初步整合电科系通信导航类民用资产，提升产业链竞争力 .....	8
3. 盈利预测与估值 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 表格目录

表 1:通信事业部下辖研究所主营业务 .....	7
表 2:资产重组标的公司业务状况 .....	8
表 3:收购标的盈利预测 .....	9
表 4:同业估值比较 .....	9
表 5:公司盈利预测表 .....	11

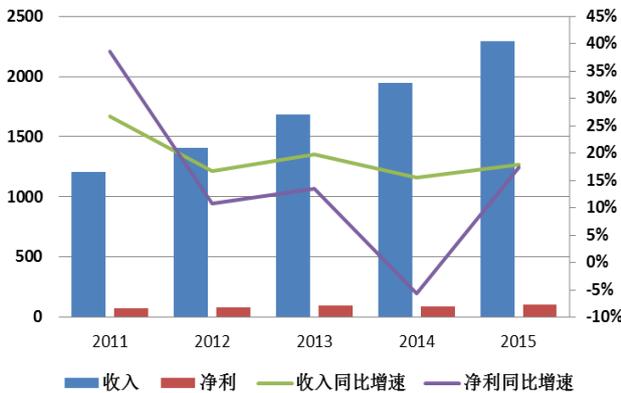
## 插图目录

图 1:公司历年收入、净利（百万元）及增速 .....	3
图 2:公司主要业务毛利率 .....	3
图 3:公司收入（左）及利润（右）结构 .....	3
图 4:公司分季度营业收入 .....	3
图 5:公众信息网络建设运营周期及杰赛科技业务内容 .....	4
图 6:2010 年至 2015 年电信固定资产投资完成情况 .....	4
图 7:杰赛科技专网信息化应用案例 .....	5
图 8:杰赛科技印制电路板典型产品 .....	6

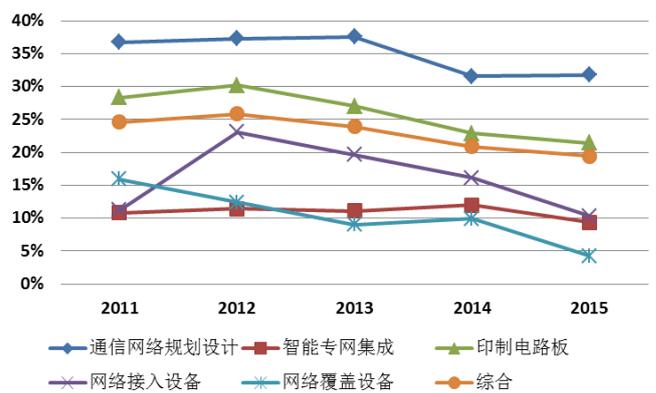
## 1. 公网设计、印制电路板支撑利润稳定增长

杰赛科技股份有限公司成立于2003年3月，由中国电科集团第七研究所（广州特种通信技术研究所）直接控股，为研究所主要民品发展平台，2011年初在深交所上市。公司主营业务包括移动通信网络规划设计、专用网络系统集成、通信/军用印制电路板设计与制造、网络接入及覆盖设备四大方向。其中，通信网络规划和印制电路板业务是公司主要利润来源，分别占2015年毛利润的48%和35%。

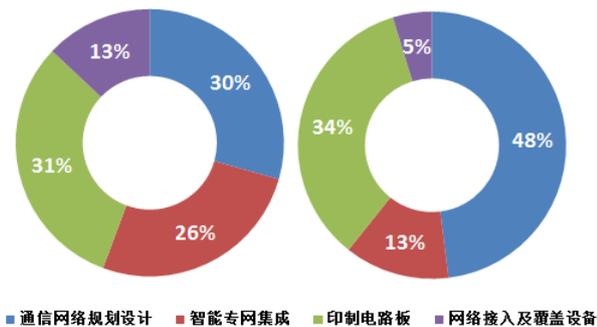
上市以来，公司营收增速保持在近20%，受市场资质门槛降低、产品价格竞争加剧影响，信息网络建设服务与产品毛利率呈走低态势，净利润增速不及营收增速。电信及广电运营商、军工科研院所、政府机构、公共事业单位为公司主要客户，收入的确认具有明显的季节特性，第四季度收入占全年收入的40%。

**图 1:公司历年收入、净利（百万元）及增速**


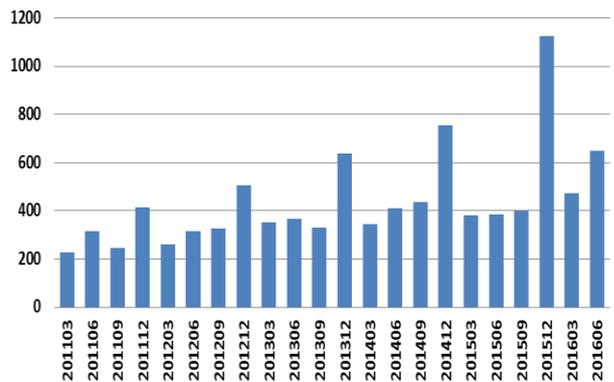
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

**图 2:公司主要业务毛利率**


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

**图 3:公司收入（左）及利润（右）结构**


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

**图 4:公司分季度营业收入**


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

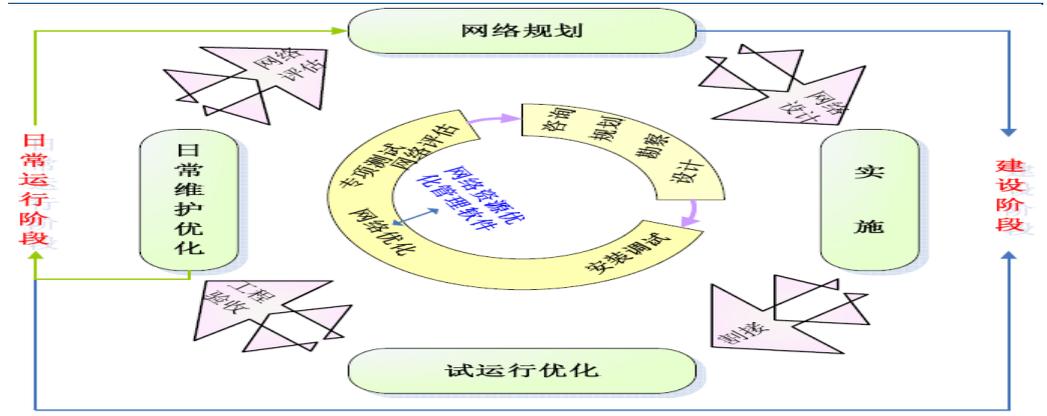
## 1.1 面向电信公网和智能专网的建设服务专家

### 1.1.1 电信运营商 4G 建设带动网络规划设计业务增长

公司拥有涵盖电子/通信工程设计、勘察、咨询、承包、信息系统集成等业务的国家甲级或壹级等业内最高资质 7 项，主持或参与了通信网络技术 30 多项国际/国家/行业标准编制，为国内最大的第三方移动通信规划设计院，相关业务占整个移动通信市场的 7%-8%。近年来，公司在巩固中国联通市场份额的同时（约 20%），继续向中国移动拓展，2016 年上半年标中国移动通信设备设计与可行性研究集中采购 8 个标段。

移动通信基础设施产业链包括技术咨询、规划设计、网络建设、运营维护、网络优化等环节。杰赛科技致力于网络规划设计与优化，业务轻资产特征明显，历年来毛利率稳定在 30% 以上。

图 5: 公众信息网络建设运营周期及杰赛科技业务内容



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图 6: 2010 年至 2015 年电信固定资产投资完成情况



资料来源：工业和信息化部，东兴证券研究所

信息网络服务与产品市场受电信运营商固定资产投资驱动。随着“宽带中国”、“互联网+”等国家战略的实施，三大电信运营商 4G 投资建设的 2015 年呈加速态势，全行

业固定资产投资突破 4500 亿元，同比增速提高 7.4 个百分点。2016 年，运营商在 4G、宽领域将继续发力谋求市场优势，考虑到进入增量建设后周期，按投资增速 10%、网络建设技术服务费占比 2.5% 测算，2016 细分市场容量预计有 125 亿元，如果公司市占率稳定，营收将达 9 亿元。

从中长期来看，公司信息网络建设服务的增量空间主要包括以下三个方面。

- ◆ **海外市场拓展。** 杰赛科技 2006 年开启国际化道路，借力国家“一带一路”战略，通过本土化运营布局发展中国家通信网络市场蓝海，目前形成了以印尼子公司、马来子公司为核心的东南亚业务集群，并与华为中兴合作拓展哈萨克斯坦、俄罗斯、中欧、西欧市场。2015 年，国际业务收入 1.16 亿元，净利润超百万。目前公司已可独立承接业务，未来将由工程分包商向信息系统集成运营转变，带动通信设备出口。
- ◆ **三网融合。** 随着电信网、广播电视网和互联网业务应用的深度融合，网络运营商须通过网络再建设、设备升级等方式打造全业务服务能力，形成对上游跨网络建设服务及相关产品的直接需求。
- ◆ **5G 建设。** 目前，我国 5G 发展已进入技术研发及标准研制关键阶段，预期 2020 年启动商用，咨询规划业务处于通信网络建设的上游，对通信制式的转化适应性强，公司有望率先受益。

### 1.1.2 智能专网信息化业务利润率有待进一步提升

随着“智慧城市”建设步伐的加快，智能专用网络在诸如城市公共管理、安防智能化、轨道交通、多媒体信息发布等领域应用前景广阔。根据中国信息产业网 2009 年的统计数据，2013 年我国智能专用网络市场规模达 400 亿元，年复合增长率接近 20%。

公司专网信息化应用领域包括燃气配送、供水调度、智慧城市、监狱系统等，典型案例有珠海通关系统、白云机场强弱电系统、SCADA 系统、政府部门私有云、广州智慧城市顶层设计等。2015 年，公司专网集成业务收入 6 亿元，占公司营收 26%。

图 7:杰赛科技专网信息化应用案例



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

专用网络信息化业务毛利率相对较低，仅为 10% 左右，其原因包括主要包括两点：一是信息化业务订单一般为“交钥匙”工程，公司目前主要负责集成，设备采购部分成本较高，安装仅占 20-30%；二是小企业通过挂靠等方式获得资质进入招投标，市场竞争日趋激烈。此外，专网建设受政府投资影响较大，近期增速趋缓，未来两到三年市场有望改观。

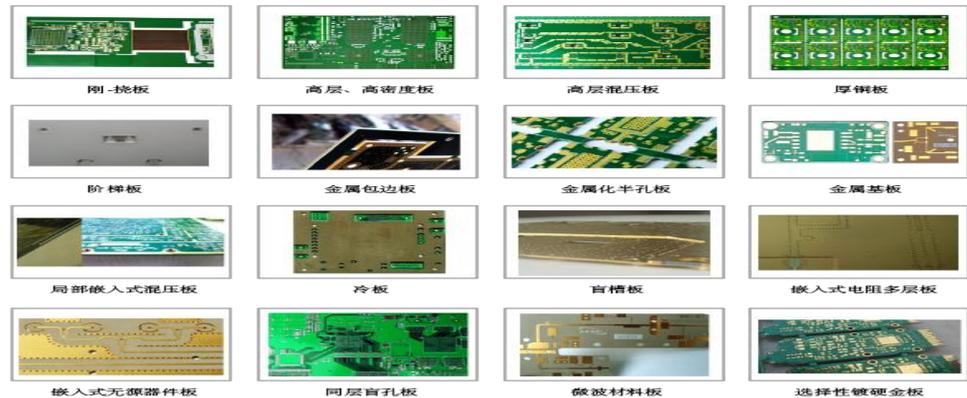
杰赛科技专用网络业务发展有三大支撑：一是依托公网规划设计领先资质和技术优势，在物联网、云计算的行业应用方面工程经验丰富，二是借助中国电科的背景和品牌资源，与地方政府进行战略合作，三是在现有网络硬件产品基础上，提高解决方案自主化水平，由系统集成向建设服务与产品销售并举的方向发展。

## 1.2 横跨军民领域的网络信息产品提供商

公司为国内最大的军用印制电路板设计制造上市公司，军工生产许可资质四证齐全，目前军民品的销售比例约为 1:1，客户集中度不高，军品的主要客户包括中电科技、航天科技集团的有关院所等。据公司公告数据，2009 年杰赛科技通信类印制电路板市场占有率为 4.70%。

2015 年 2 月，占地 146 亩的珠海科技园一期竣工投产，具备年产 24 万平米印制电路板产能，目前订单饱满产能利用充足。未来广州云埔工业区定位为设计及高端生产，珠海斗门富山工业园定位为生产基地。

图 8:杰赛科技印制电路板典型产品



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

杰赛科技的印制电路板业务特色为军民品小批量生产，定位快板、样件细分市场，一年品种七八千种，并通过建立 ERP 系统完善管理降本增效。随着下游国防信息化、民用通信、工业控制、轨道交通等行业对基础电子元器件需求的持续增加，以及公司产能短板的弥补，电路板业务有望迎来小幅快速增长。

公司的其他网络产品包括天线、直放站（电信网），WLAN（互联网），机顶盒（广电网）等，主要配套网络建设综合解决方案。

## 2. 军工院所改制、资产证券化开启成长空间

### 2.1 电科集团通信资产运作平台确立

十二五以来，公司实际控制人中国电子科技集团在国企改革、军工科研院所改制方面步伐加快，逐步摆脱集团“国资管理”、研究所分散发展的陈旧模式，注重资产经营和集约发展，业务相近的二级单位相继合并成立事业部或子集团，同时加大非主业、低效率资产的剥离处置力度。

2015年4月，整合中国电科集团7所、34所、39所、50所、54所业务资源的通信事业部正式成立。通信事业部为按企业化运营的模拟法人主体，作为中国电科通信业务板块经营和市场开发的主体。事业部的目的，在于“整合中国电科内部通信业务资源，增强中国电科在军事通信领域的主导和引领地位，开拓民品市场”。杰赛科技作为通信事业部下属唯一上市公司，是未来电科系通信类资产证券化的主要平台。

表 1:通信事业部下辖研究所主营业务

单位名称	业务范围及下属单位	军用方向	民用方向
第七研究所（广州通信研究所）	业务范围：移动通信系统与设备研制生产、通信网络规划、云计算应用、印制电路板设计与制造及物联网技术研究。 控股上市企业杰赛科技股份有限公司（电子信息与通信业务），另控股弘宇科技有限公司、拥有凯尔实验室（监督检验）和一家机械加工工厂。	战术通信	集群通信、物联网、云计算、RFID及智能移动终端
第三十四研究所（桂林激光通信研究所）	业务范围：光通信系统、光网络技术、光通信整机、光学无源器件、光通信测试仪器、医疗仪器、以及结构设计和工艺研究，并且承建各种光纤通信系统工程。 全资及合资公司包括：桂林大为通信技术公司、桂林信通科技有限公司、桂林聚联科技有限公司和中电科东盟卫星导航运营服务有限公司（东盟导航）。	雷达信号、通信信号传输	交通、电力、电信、广播电视、工矿等光纤通信
第五十研究所（上海微波技术研究 所）	业务范围：数传通信设备、通信系统、探测装备、微波小型雷达及测试仪器，无线监控、自动防范和民用探测技术。 下辖三家产业化公司：上海协同科技股份有限公司、上海五零盛同信息科技有限公司、上海申达自动防范系统工程有限公司。	战术通信技术、微波与探测技术	电力电子、市政电子、安全电子
第三十九/五十四研究所（西北电子设备研究所与石家庄通信测控技术研究所合并）	业务范围：军事通信、卫星导航定位、航天航空测控、情报侦察与指控、通信与信息对抗、航天电子信息系统与综合应用等的技术研发、生产制造和系统集成。 下辖企业：远东通信、中华通信、中电信息、电科导航、远东哈里斯、西安天通电子等	通信与信息对抗、遥感遥控	卫星通信、移动通信、卫星导航定位

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## 2.2 初步整合电科系通信导航类民用资产，提升产业链竞争力

2015年8月，杰赛科技启动重大资产重组，54所、50所、34所控股优质民营资产开始注入上市公司平台，交易标的预估值190,689.82万元，增发股份63,058,795股。从标的公司主营业务和市场地位来看，本轮资产重组有望在网络规划客户覆盖、工程监理、通信设备制造等方面增强公司“全流程、跨网络、多技术”核心优势，拓展电力、轨交等专网应用和北斗导航运营业务，公司资产结构进一步优化，产业地位、抗风险能力显著增强。资产重组完成后，在不考虑配套投资项目收益前提下，收购可实现公司利润翻番。

表 2:资产重组标的公司业务状况

标的公司	主营业务	收购价值
中网华通	主营业务为通信网络勘察设计咨询业务，涵盖信息与交换网络、无线网络、传输与线路工程、通信电源、通信铁塔及其它辅助设施的勘察设计和技术咨询，主要客户为中国联通、中国移动、中国电信等大型电信运营商以及政府、企业等。	增强东北华北地区网络规划设计覆盖
华通天畅	主营业务为通信和信息系统工程监理服务，为大型电信运营商、政府、企事业单位等客户提供从项目前期、设计、施工到竣工验收全过程、全方位的监理服务。	补充通信产业链工程监理环节能力
远东通信	主营业务为交换调度与数字集群系统的生产和销售、专网通信系统集成服务、高端时频器件生产和销售。产品和服务广泛应用于轨道交通、公安、人防、应急、电网等行业。	拓展轨交等专网应用，提高核心通信装备制造能力
上海协同	综合运用通信技术手段从事电力自动化领域用电信息采集系统的研究和开发，为电力部门提供电力负荷管理、配电监测、电能管理、居民集抄等系统、产品和技术支持。	拓展电力专网应用
电科导航	主要从事北斗卫星导航运营服务、位置应用系统集成、数据平台研发与技术服务、地理信息和遥感信息应用、导航终端的研发、生产、销售和服务。	布局卫星导航产业应用增量市场，提升公司抗风险能力
东盟导航	通过构建天基信息综合应用服务平台，融合卫星遥感、卫星通信、卫星导航等天基信息数据、物联网数据，建立广西地球空间大数据应用与云服务中心，为广西和东盟国家提供北斗导航、卫星遥感等综合服务。	布局卫星导航产业应用市场，优化公司产业和区域布局

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

本次资产重组拟发行不超过 61,177,248 股募集配套资金不超过 185,000.00 万元，扣除发行费用后将主要用于智慧宽带融合指挥调度研发及产业化技改、基于北斗的海洋信息化系统建设及应用推广等 8 类项目，项目投资回收期 3 至 7 年不等。

目前阶段，中电科通信事业部的资产证券化主要对象为下辖研究所控股的民品资产，运作途径清晰、阻力较小。随着军工国企改革、科研院所改制政策的进一步落实，人员编制与身份、业务税收优惠、涉密信息披露豁免等问题有望获得妥善解决，电科系军事通信类资产的注入预期不减，将会对公司盈利和估值产生积极影响。

表 3:收购标的盈利预测

收购标的	交易对方	交易作价（亿元）	净利预测（2016/2017/2018）(万元)
中网华通 57.7436%	中华通信（隶属中电科 54 所）	1.43	1369.74/1550.73/1575.09
华通天畅 100%股权	中华通信（隶属中电科 54 所）	2.09	136.09/146.98/158.73
远东通信 100%股权	中电科 54 所	12.31	7534.59/9954.71/12880.05
上海协同 98.3777%股权	中电科 50 所、宁波海运、华资资产等	2.07	1222.20/1639.96/2141.74
电科导航 100%股权	中电科 54 所、石家庄发展投资、电科投资	0.76	-861.10/-393.29/467.04
东盟导航 70%股权	桂林大为（隶属中电科 34 所）	0.46	-410.13/-323.43/88.47
<b>合计</b>		<b>19.12</b>	<b>8991.38/12575.65/17311.12</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：中网华通、远东通信和上海协同采用资产评估受益法中未来利润预测；华通天畅净利润率根据 2014、2015 年历史数据分别取 2.8%；电科导航、东盟导航处于业务发展初期仍存在亏损，净利预测初步按照（收入-成本-管理费-销售费）估算。

### 3. 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.35/0.38/0.46 元，对应 PE 分别为 92/83/69 倍；如果考虑到本次资产重组及配套融资，则 2016-2018 年 EPS 分别为 0.42/0.51/0.64 元，对应 PE 分别为 76/63/50 倍，维持公司“推荐”评级。

选取通信网络建设与服务、印制电路板同业上市公司进行估值比较，考虑到公司作为中电科集团通信类军民用资产运作平台的潜在市场价值，我们认为估值水平处于合理区间。

表 4:同业估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
通信网络建设与服务							
	富春通信	0.43	0.73	0.88	60	36	30
	国脉科技	0.15	0.22	0.24	78	54	49
	邦讯技术	0.08	0.13	0.16	200	127	97
印制电路板							
	丹邦科技	0.42	0.70	0.91	82	48	37
	兴森科技	0.47	0.69	0.95	46	32	23
	超华科技	0.03	0.23	0.34	378	51	34
	杰赛科技（不考虑资产重组）	0.35	0.38	0.46	92	83	69
	杰赛科技（考虑资产重组）	0.42	0.51	0.64	76	63	50

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4. 风险提示

- 1、智能专网信息化市场竞争加剧；
- 2、资产重组整合绩效不及预期。

**表 5: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2363	2845	3339	3910	4635	<b>营业收入</b>	1947	2294	2708	3178	3775
货币资金	782	870	1028	1206	1433	<b>营业成本</b>	1540	1848	2151	2527	3005
应收账款	896	1011	1194	1401	1664	营业税金及附加	12	7	12	15	17
其他应收款	52	87	102	120	143	营业费用	81	83	105	123	146
预付款项	38	49	49	49	49	管理费用	177	168	198	232	272
存货	431	545	635	746	887	财务费用	34	58	27	46	54
其他流动资产	23	7	7	7	7	资产减值损失	22.25	29.97	29.97	29.97	29.97
<b>非流动资产合计</b>	594	668	597	525	453	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	456.21	540.00	484.16	423.05	361.66	<b>营业利润</b>	81	100	184	204	250
无形资产	49	60	54	48	42	营业外收入	26.68	24.57	24.42	24.42	24.42
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.32	8.87	8.87	8.87	8.87
<b>资产总计</b>	2957	3513	3936	4435	5088	<b>利润总额</b>	106	116	199	220	266
<b>流动负债合计</b>	1425	1876	2615	3024	3570	所得税	14	9	20	23	27
短期借款	270	338	881	1020	1221	<b>净利润</b>	92	108	179	197	239
应付账款	633	685	786	923	1098	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	23	27	27	27	27	归属母公司净利润	91	107	179	197	238
一年内到期的非	3	3	3	3	3	EBITDA	184	264	282	322	377
<b>非流动负债合计</b>	396	407	10	10	10	<b>BPS (元)</b>	0.18	0.21	0.35	0.38	0.46
长期借款	0	10	10	10	10	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	396	396	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	1820	2283	2625	3034	3580	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2	2	2	2	3	营业收入增长	15.55%	17.82%	18.04%	17.36%	18.80%
实收资本 (或股	516	516	516	516	516	营业利润增长	-8.50%	23.89%	83.14%	11.21%	22.47%
资本公积	217	217	217	217	217	归属于母公司净利润	66.51%	10.35%	66.51%	10.35%	20.91%
未分配利润	348	435	375	323	261	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1135	1229	1309	1398	1505	毛利率 (%)	20.88%	19.44%	20.55%	20.47%	20.40%
<b>负债和所有者权</b>	2957	3513	3936	4435	5088	净利率 (%)	4.74%	4.69%	6.61%	6.21%	6.32%
<b>现金流量表</b>					单位: 百万元	总资产净利润 (%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)						
8	50	180	224	241	<b>偿债能力</b>						
净利润	92	108	179	197	239	资产负债率 (%)	62%	65%	67%	68%	70%
折旧摊销	69.90	105.94	0.00	71.85	72.14	流动比率	1.66	1.52	1.28	1.29	1.30
财务费用	34	58	27	46	54	速动比率	1.36	1.23	1.03	1.05	1.05
应收账款减少	0	0	-182	-207	-263	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.71	0.73	0.76	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-296	-90	-30	-30	-30	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.78	3.48	3.68	3.72	3.74
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.21	0.35	0.38	0.46
<b>筹资活动现金流</b>	420	17	7	-16	16	每股净现金流 (最新	0.26	-0.04	0.30	0.35	0.44
应付债券增加	0	0	-396	0	0	每股净资产 (最新摊	2.20	2.38	2.54	2.71	2.92
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	172	0	0	0	0	P/E	177.22	153.29	92.08	83.44	69.01
资本公积增加	-171	0	0	0	0	P/B	14.50	13.39	12.56	11.77	10.93
<b>现金净增加额</b>	132	-23	157	178	227	EV/EBITDA	88.59	61.84	57.78	50.49	43.14

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

### 邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

### 王加焯

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

### 彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。