

通信

2017年01月12日

杰赛科技 (002544)

——争当电科系优质生，抢占资产注入先机（军工集团资产证券化系列报告之四）

报告原因：首次覆盖

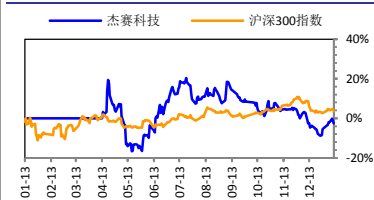
买入（首次评级）

市场数据：	2017年01月11日
收盘价（元）	28.86
一年内最高/最低（元）	36.85/23.71
市净率	12.0
息率（分红/股价）	-
流通A股市值（百万元）	14750
上证指数/深证成指	3136.75/10215.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2016年09月30日
每股净资产（元）	2.41
资产负债率%	62.70
总股本/流通A股（百万）	516/511
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170111》 2017/01/11

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
曲伟 A0230515120003
quwei@swsresearch.com

研究支持

韩强 A0230116080004
hanqiang@swsresearch.com
王贺嘉 A0230116060001
wanghj@swsresearch.com

联系人

王贺嘉
(8621)23297818×7334
wanghj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 聚焦中国电科集团军工资产证券化进程，掘金核心业务板块整合以及稀缺军工通信资产注入的电科系优质生。我们在2016年7月6日的系列报告开篇之作《建立评分体系，掘金中电科系》中阐释，公司将确立为集团通信事业部旗下唯一上市平台，有望助力集团推动核心通信业务板块内部资源整合，加快军工资产证券化以最终实现板块整体上市。根据本次重大资产重组公告，公司拟收购所属集团旗下六家跨单位、跨产业的民品资产，验证上市公司优势地位得以巩固，军工通信资产注入预期逐步提升。
- 公司网络规划设计+军工PCB业务优势明显，拟收购资产和募投项目建设将进一步强化公司核心竞争力，业绩有望进入高速增长期。分业务来看，作为国内最大独立第三方设计院，公网业务依托“宽带中国”和“一带一路”战略的持续推进，以及把握移动网络更新换代契机，掘金国内外市场从而实现业绩的高速增长；专网业务以政府和公用事业需求为主，未来随着“十三五”规划的落地，将有望带动订单逐步释放；作为国内最大军工PCB生产商，依托集团需求的提升以及公司产能扩张，未来该业务将实现高速增长。此外，通信事业部有序推进旗下民品资产注入公司，拟收购公司与公司传统主业具有较强协同效应。
- 在集团资产证券化率翻倍的十三五规划指引下，通信事业部有望加快加大资本经营步伐，军工资产的注入预期强弱与业绩增厚弹性排名靠前。中国电科在十二五末以净资产计算的资产证券化率不足25%；展望十三五资本运作目标，集团将加速实现核心业务板块的上市，大力打造“中电科系”上市公司；根据集团官网报道，董事长熊群力期望资产证券化率达到50%以上。同时，通信事业部是集团旗下的核心业务板块，优势地位无人撼动，但无论以净资产或者利润总额计算的资产证券化率都显著低于其他兄弟单位，其后续资本运作空间在所有二级子集团中排名靠前，上市公司也将充分受益于集团军工资产证券化进程。
- 首次覆盖给予买入评级。不考虑增发收购，预计公司16/17/18年的EPS分别为0.25元、0.34元、0.38元，而考虑并购，预计公司16/17/18年的备考EPS分别为0.35元、0.47元、0.56元，目前股价（1月11日收盘价为28.86元，增发预案底价为30.24元）对应16/17/18年的备考PE分别为82倍、61倍和52倍，而可比公司16/17/18年的PE中位值分别为71倍、54倍、41倍。考虑到公司作为中电科旗下唯一军工通信资产注入平台存在排他性、公司传统主业在本次增发完成后获得业务协同效应，因而公司的备考PE高于可比公司的平均水平具有一定的合理性。不仅如此，考虑到集团未来资产证券化率翻倍目标、通信事业部体外资产以军品为主、资产注入预期与业绩增厚弹性较高，以及目前股价接近于当前增发预案底价具有一定的安全边际，首次覆盖给予买入评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,294	1,655	2,711	3,245	3,837
同比增长率（%）	17.82	41.50	18.19	19.70	18.24
净利润（百万元）	107	26	131	175	195
同比增长率（%）	17.32	0.66	22.08	33.59	11.43
每股收益（元/股）	0.21	0.05	0.25	0.34	0.38
毛利率（%）	19.4	18.4	19.6	20.6	20.1
ROE（%）	8.7	2.1	9.6	11.4	11.3
市盈率	139		115	85	76

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

不考虑增发收购，预计公司 16/17/18 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.34 元、0.38 元，目前股价（1 月 10 日收盘价为 28.86 元）对应 16/17/18 年 PE 分别为 115 倍、85 倍和 76 倍。而鉴于本次重大资产重组的影响，预计公司 16/17/18 年的备考 EPS 分别为 0.35 元/股、0.47 元/股、0.56 元/股，目前股价（去年年底增发预案底价为 30.24 元）对应 16/17/18 年 PE 分别为 82 倍、61 倍和 52 倍，而选取的可比公司 16/17/18 年的 PE 中位值分别为 71 倍、54 倍、41 倍。考虑到公司作为中电科旗下唯一军工通信资产注入平台的排他性、公司传统主业在本次增发完成后获得业务协同效应，公司的 PE 高于行业平均水平具有一定的合理性。此外，考虑到集团资产证券化率翻倍目标、通信事业部后续资产以军品为主、资产注入预期与业绩增厚弹性比较高，以及目前股价接近于当前增发预案底价提供安全边际具有一定的安全边际，首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

1) 公司业务保持高速增长，竞争能力得到提升；2) 公司整合顺利，协同效应凸显；3) 集团政策持续推进，资产注入空间提升。

有别于大众的认识

1) 市场对公司业务增长情况有所疑惑，我们认为公司主营业务将保持高速增长的态势。公司三大业务未来将依托于行业的发展以及政策支持，步入快速增长阶段。公司立足于国内市场，同时加大拓展海外市场的力度，在印尼、马来西亚、柬埔寨等国家设立子公司，实现东南亚几个国家在贸易方面的“零突破”，为公司打开新的利润增长空间。同时公司的并购重组将会产生较强的业务协同效应，并购公司业务与公司的业务进行叠加，强化公司在公网和专网领域的技术和盈利能力，对公司未来发展具有显著的提升作用。

2) 公司近期公布重组预案，市场认为未来短期资产注入预期偏弱，而我们认为与之相反，在集团资产证券化率翻倍的十三五规划指引下，通信事业部有望加快加大资本经营步伐，军工资产的注入预期增强。通信事业部是集团旗下的核心业务板块，优势地位无人撼动，但无论以净资产或者利润总额计算的资产证券化率都显著低于其他兄弟单位，其后续资本运作空间在所有二级子集团中排名靠前，上市公司也将充分受益于集团军工资产证券化进程。

股价表现的催化剂

- 1) 国企改革、院所改制、军民融合等主题相关政策的出台或者持续推进；
- 2) 中电科积极响应政策号召，十三五资本经营子规划顺利得以实施。

核心假设风险

公司业务发展不达预期，资产整合情况不达预期，院所改制进展缓慢。

目录

1. 多点开花，公司业务稳健发展	6
1.1 内生业务增长，公司业绩持续提升	6
1.2 设立海外公司，拓展东南亚市场	7
1.3 定增稳步推进，提高资产注入预期	9
2. 三大业务持续发力，助力公司高速腾飞	10
2.1 国内外需求驱动，移动通信业务快速增长	10
2.2 产能实现扩张，PCB 业务迎来提升	14
2.3 政府和公共安全需求旺盛，专网业务蓄势待发	14
3. 资产注入叠加行业高增长，打开公司成长空间	16
3.1 中国电科业绩保持高增长，资产证券化率较低	16
3.2 通信事业部深耕军工通信行业，整合空间大	19
3.3 国家政策支持，军工通信行业步入快速建设阶段	21
3.4 公司作为唯一上市平台，具有强烈注入预期	23
4. 盈利预测与估值	25
5. 附件	27

图表目录

图 1: 公司控股股东为广东通信研究院, 实际控制人为中国电子科技集团	6
图 2: 公司业务覆盖信息网络建设上下游产业链	6
图 3: 公网、专网和 PCB 业务为公司收入三大支柱 (万元)	7
图 4: 公司毛利增长主要依靠公网和 PCB 业务 (万元)	7
图 5: 杰赛印尼收入快速增长, 年平均复合增长率达到 16% (万元)	7
图 6: 公司海外发展速度较快, 平均年复合增长率达到 25.6%	8
图 7: 我国 3G/4G 的网络速度和可用率整体处于世界中游水平	10
图 8: 我国网络资费绝对价格较低但相对价格仍处于较高水平	10
图 9: 4G 基站将继续推进建设	11
图 10: 5G 基站将于 2018 年试用, 2020 年开始商用	11
图 11: 公司由原先主要为联通做通信网络设计延伸到铁塔、移动和电信等公司 ..	12
图 12: 东南亚地区手机存量规模达到 8 亿部	12
图 13: 东南亚部分国家 LTE 制式手机占比仅为 5% 左右	12
图 14: 一带一路覆盖东南亚信息网络建设需求旺盛地区	13
图 15: 我国专网市场下游需求以政府和公共安全为主	15
图 16: 我国专网市场进入快速发展阶段 (亿元)	15
图 17: 公司专网业务以政府和公用事业单位为主	15
图 18: 中国电科旗下有 58 家二级成员单位以及 9 家上市公司平台	16
图 19: 中国电科集团的收入保持 20% 以上的增速	17
图 20: 中国电科集团的净利润增速平均每年能达到 20%	17
图 21: 中国电科以总资产衡量的资产证券化率为 24% 排名第六	17
图 22: 中国电科以净利润衡量的资产证券化率为 47% 排名第二	17
图 23: 中电科十三五规划资产经营与资本运作的发展要点梳理	18
图 24: 2015 年通信事业部 (50、54 所) 收入增速为 27%	20
图 25: 2015 年通信事业部 (50、54 所) 净利润增速为 19%	20
图 26: 预测我国军工通信市场每年有百亿级规模, 复合增长了达到 11.9%	23
图 27: 公司重组进展顺利有望 2017 年 3 月执行定向增发方案	23
图 28: 并购重组公司承诺 2016-2018 年归属公司净利润分别为 1.0 亿、1.2 亿和 1.5 亿元	

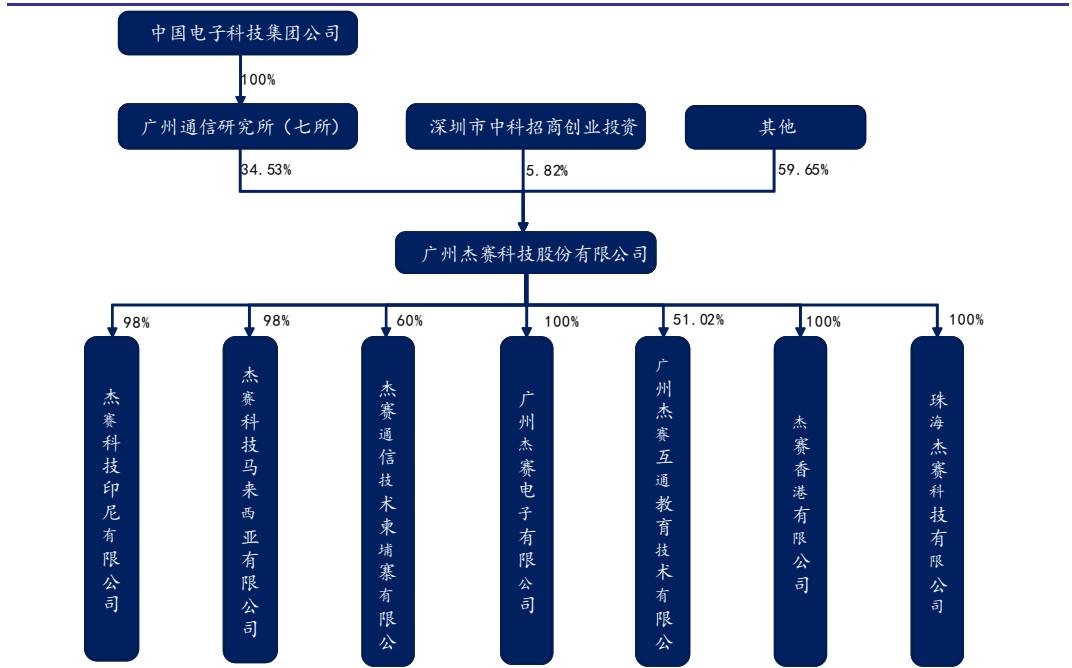
.....	24
图 29: 公司收购六大公司 2015 年净利润合计 8000 万元.....	25
图 30: 军工电子可比公司平均 PE 走势的置信区间图	27
图 31: 杰赛科技 PE 走势的置信区间图	27
表 1: 公司在东南亚成立四家子公司	8
表 2: 公司有望收购六家公司, 具有较强协同效应	9
表 3: 公司募集配套资金用于八大项目	9
表 4: “宽带中国”战略 2015 年阶段性成果显著, 推动了行业的发展	10
表 5: 公司海外业务主要以前期规划到咨询为主	13
表 6: 通信事业部下属 5 个研究所主要负责集团导航和通信业务	19
表 7: 通信事业部下属 5 个研究所主要负责集团导航和通信业务	20
表 8: 军工通信在现代化战争中发挥的作用越来越远	21
表 9: 国家政策驱动军工通信行业进入实质性爆发阶段	22
表 10: 投资项目未来有望为公司带来每年 20 多亿收入与 4 亿多净利润增厚	24
表 11: 杰赛科技盈利预测及估值	25
表 12: 杰赛科技财务数据及盈利预测表	26
表 13: 杰赛科技备考盈利预测及估值	26
表 14: 可比公司估值表	错误!未定义书签。
表 15: 杰赛科技合并损益预测表	28
表 16: 杰赛科技合并现金流量预测表	28
表 17: 杰赛科技合并资产负债预测表	28

1. 多点开花，公司业务稳健发展

1.1 内生业务增长，公司业绩持续提升

广州杰赛科技股份有限公司（以下简称“杰赛科技”、“公司”）成立于1994年，于2011年在深交所上市，公司是信息网络建设技术服务及产品的综合提供商。公司总股本5.16亿，其中流通股5.11亿。控股股东为广东通信研究所（中国电子科技集团公司第七研究所），实际控制人为中国电子科技集团公司，通信事业部由中国电科集团下属5个通信类研究所（第七研究所、第三十四研究所、第三十九研究所、第五十研究所、第五十四研究所）及所属企业组成，主要负责集团导航和通信业务。

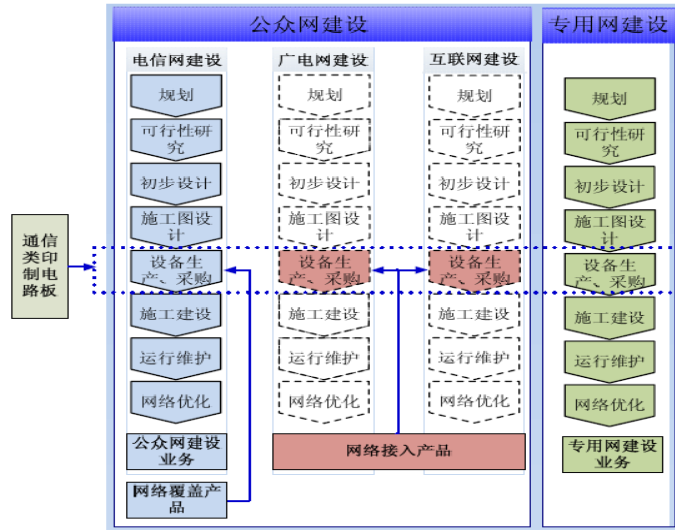
图 1：公司控股股东为广东通信研究院，实际控制人为中国电子科技集团



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司主营业务为信息网络建设综合方案服务和产品。公司提供公网和智能专网的解决方案服务，具体内容涵盖网络规划、勘察、设计、设备安装调试、运行维护、优化、测试、评估、技术咨询等系列服务。公司在提供服务的同时制造通信类印刷电路板、网络覆盖设备和网络接入设备产品。公司业务覆盖信息网络建设上下游产业链。

图 2：公司业务覆盖信息网络建设上下游产业链

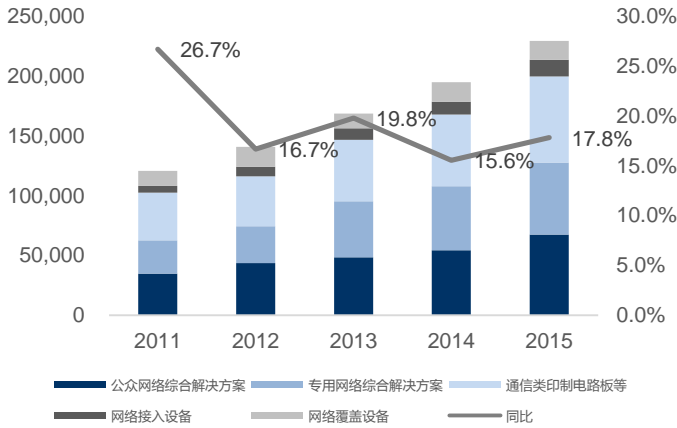


资料来源：公司公告，申万宏源研究

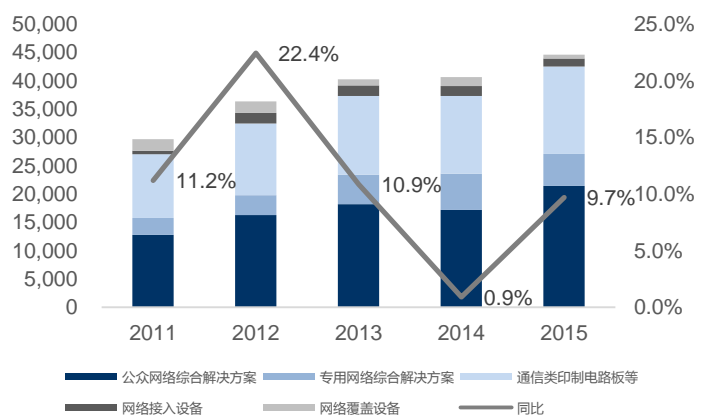
公司业务中公网解决方案、专网解决方案和通信印刷电路板（PCB）的收入最高。公司近年来营业收入一直保持高速增长的态势，其中公网解决方案、专网解决方案和 PCB 业务是公司收入的主要来源。然而由于专网业务毛利率相对较低，公司主营业务毛利增长主要依靠公网和 PCB 业务。

图 3：公网、专网和 PCB 业务为公司收入三大支柱（万元）

图 4：公司毛利增长主要依靠公网和 PCB 业务（万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

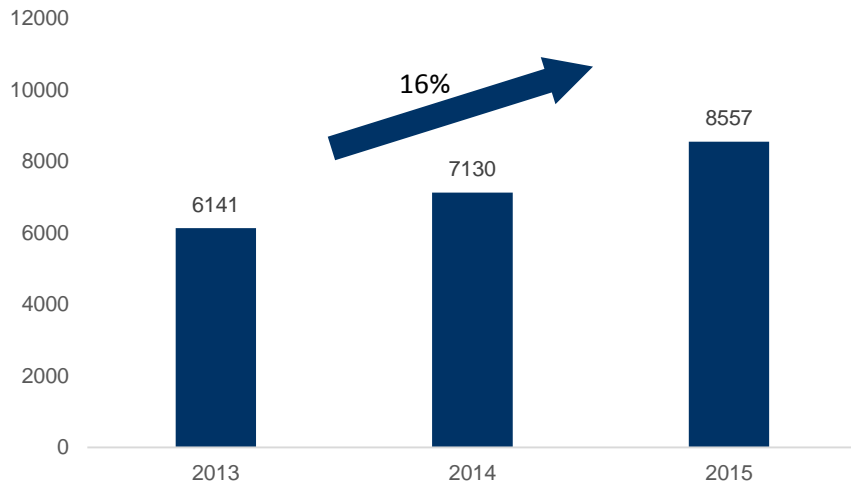


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 设立海外公司，拓展东南亚市场

公司复制杰赛印尼成功经验，东南亚成立多家子公司。公司在 2006 年就成立了杰赛印尼，拓展东南亚通信市场。近三年杰赛印尼收入保持快速增长，年平均复合增长率达到 16%。基于杰赛印尼的成功经验，公司成立多家子公司，开拓东南亚市场，带动公司主营业务的发展。

图 5：杰赛印尼收入快速增长，年平均复合增长率达到 16%（万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

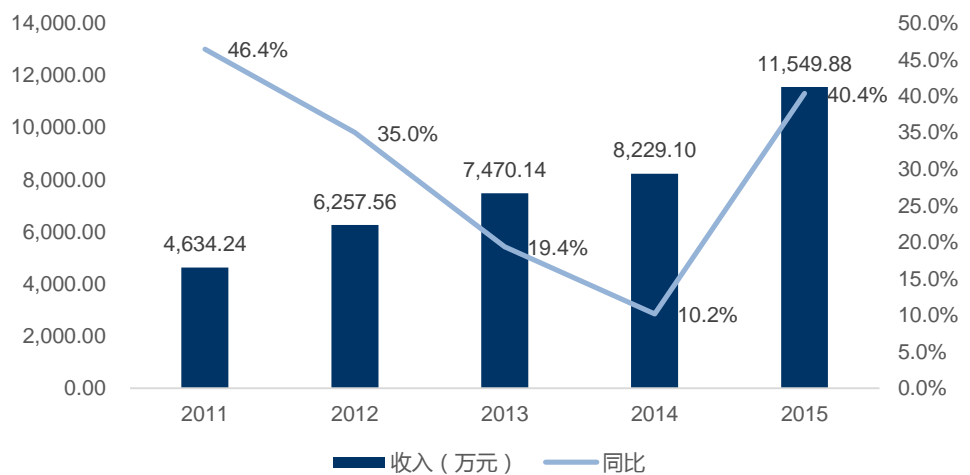
表 1：公司在东南亚成立四家子公司

成立时间	公司	合作方	注册地	直接持股比例
2006 年	杰赛印尼		印尼雅加达	98%
2013 年	杰赛马来西亚		马来西亚吉隆坡	98%
2016 年	杰赛柬埔寨	东南亚电信	柬埔寨	60%
2016 年	杰赛缅甸 (拟成立)	TMH 公司	缅甸仰光	61%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外市场发展较快，带动公司业绩增长。公司海外业务经历着快速的发展，实现印尼、马来西亚、泰国、柬埔寨和菲律宾五个国家在贸易方面的“零突破”，2011 年到 2015 年公司海外业务平均年复合增长率达到 25.6%。在此基础上公司 2016 年又成立了杰赛柬埔寨和杰赛缅甸，加快布局海外业务。

图 6：公司海外发展速度较快，平均年复合增长率达到 25.6%



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 定增稳步推进，提高资产注入预期

公司有望收购中国电科旗下资产，业务协同效应明显。公司 2016 年 3 月公告称，将发行股份收购中网华通等 6 家公司股份。其中中网华通、远东通信和华通天畅公司业务以通信为主，与公司公用网络解决方案业务相互辅助；上海协同公司业务为电力自动化领域用电信息采集系统技术的研究和开发，与公司智能专网业务中 SCADA 系统的相契合；电科导航和东盟导航公司业务主要为卫星导航，配合公司切入北斗卫星导航市场。

表 2：公司有望收购六家公司，具有较强协同效应

公司名称	所属股东	购买股权	业务
中网华通	中华通信	57.74%	通信网络勘察设计咨询业务
远东通信	中国电科五十四所	100%	通信解决方案和通信设备
华通天畅	中华通信	100%	通信和信息系统工程监理服务
电科导航	中国电科五十四所、石家庄发展投资、电科投资	100%	北斗卫星导航运营服务
东盟导航	桂林大为	70%	立足广西、面向东盟开展卫星导航运营服务
上海协同	中国电科五十所、宁波海运、华资资产、安诚信投资、郑州祥和、上海技经、自然人居林弟	98.38%	电力自动化领域用电信息采集系统技术的研究和开发

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司拟募集配套资金用于八大项目，提高重组整合绩效。公司在收购标的公司的同时拟以 30.24 元/股的价格，募集不超过 18.5 亿元配套资金，用于投资项目以支持重组标的公司的业务发展。同时项目的投入有利于公司的技术优势和服务能力的提升，具有较强的协同效应。

表 3：公司募集配套资金用于八大项目

项目名称	项目实施主体	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
智慧宽带融合指挥调度研发及产业化技改项目	远东通信	50,413.85	49,500.00
特定行业移动指挥综合解决方案研发及产业化项目	远东通信	37,799.75	37,500.00
功率放大器（PA）合作开发项目	远东通信	10,000.00	9,500.00
石英晶体振荡器生产工艺自动化技术改造项目	远东通信	5,200.00	5,000.00
远东通信企业信息化建设项目	远东通信	2,800.00	2,500.00
电力需求侧管理云服务平台项目	上海协同	21,350.00	20,000.00
北斗综合位置云服务平台建设及应用推广项目	电科导航	45,000.00	43,500.00
基于北斗的海洋信息化系统项目	电科导航	18,000.00	17,500.00
合计		190,563.60	185,000.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 三大业务持续发力，助力公司高速腾飞

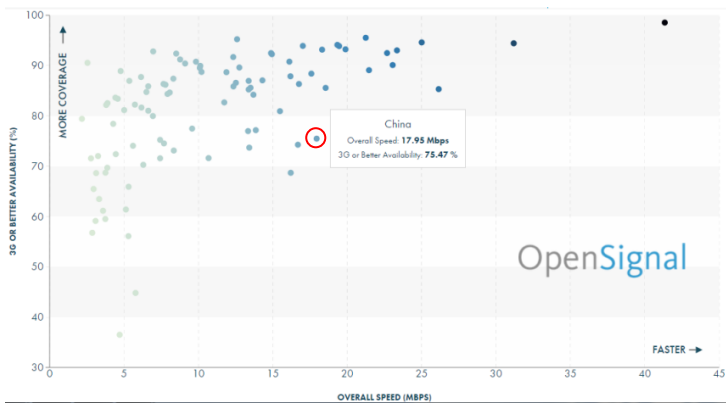
2.1 国内外需求驱动，移动通信业务快速增长

(一) “宽带中国”战略和 5G 发展引领公司国内业务增长

“宽带中国”战略不断推进，国内网络提速降费需求较高。我国 2013 年提出“宽带中国”战略，随后针对我国固定宽带和移动宽带网络速度较慢、费用较高的问题，推行提速降费，带动行业发展。

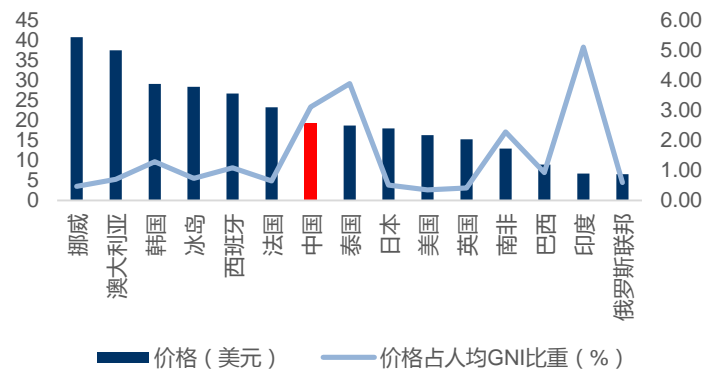
(1) 我国固定宽带的网速为 5.2Mbps，远低于网速最快国家韩国 27Mbps 的速度；移动宽带方面，我国 3G/4G 的可用率(用户连接 3G/4G 的时间与上网总时间的比率)为 75.47%，平均网速为 17.95Mbps。整体来看处于全球中游水平。而我国网络的资费情况，绝对价格处于世界中下游水平，但网络价格与人均 GNI 的占比较高、排名靠后。从世界范围来看，我国网络速度较慢、费用较高，影响着我国通信事业的发展。

图 7：我国 3G/4G 的网络速度和可用率整体处于世界中游水平



资料来源：OpenSignal，申万宏源研究

图 8：我国网络资费绝对价格较低但相对价格仍处于较高水平



资料来源：申万宏源研究

(2) 我国早在 2013 年提出“宽带中国”战略，制定了 2015 年和 2020 年两个阶段性的目标：对宽带用户规模、宽带普及率、宽带网络能力和宽带信息应用进行了详细的规划。从 2015 年的目标达成情况来看，基本完成了战略规划的要求，是我国通信行业整体水平有了较大提高，从而证明“宽带中国”战略规划的制定，带动了通信基础设施建设的高潮，推动了行业的发展。

表 4：“宽带中国”战略 2015 年阶段性成果显著，推动了行业的发展

指标	单位	目标	实际
1. 宽带用户规模			
固定宽带接入用户	亿户	2.7	2.13
其中：光纤到户 (FITH) 用户	亿户	0.7	1.2
2. 宽带普及水平			
固定宽带家庭普及率	%	50	40
其中：农村家庭普及率	%	30	40
3. 宽带网络能力			
3G/LTE 基站规模	万个	120	100

4. 宽带信息应用

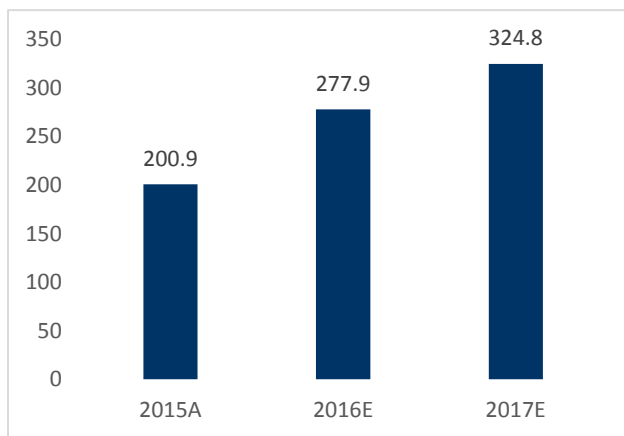
网民数量	亿人	8.5	6.88
其中：农村网民	亿人	2	1.95
电子商务交易额	万亿元	18	18.3

资料来源：公开资料，申万宏源研究

移动通信技术发展带动基站建设需求提升。我国目前移动通信以 3G/4G 为主，但是随着技术的发展 5G 也已经逐步进入规划当中。中国移动透露的 5G 网络规划称将在 2017 年开展较大规模的 5G 外场实验，期望在 2018 年达成 5G 的试商用，预计 2020 年实现全国范围的 5G 商用。

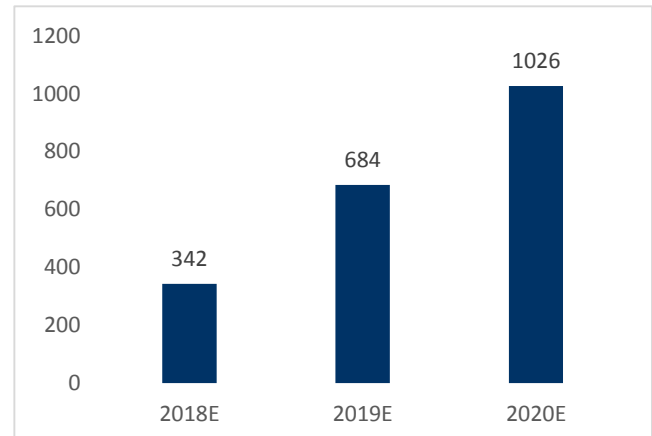
4G 通信是当前主流的商用移动通信方式，根据对三大运营商的统计，2015 年 4G 基站的总量达到了 200.9 万个，2016-2017 年，三大运营商 4G 基站规划将分别达到 277.9 万个和 324.8 万个。5G 技术目前还处于试验阶段，2018 年将进入试用阶段。5G 基站发射频率高，信号绕射能力下降，同时基站的设备连接数下降，因此 5G 试验基站采用小基站技术解决以上问题，4G 基站的连接数密度为 1 千万/平方公里，5G 基站规划为 10 千万/平方公里，假设 5G 基站数量是 4G 基站（移动 4G 基站数量约 180 万站，联通、电信基站各 100 万站，合计 380 万站）的 10 倍，则新设基站数量为 $380 \times 9 = 3420$ 站。中国移动规划 2018 年试用，2020 商用，参考 4G 基站建设进度（头三年基站建设占比为 10%、20%、30%），假设 2018、2019、2020 年分别建设 342 万站、684 万、1026 万站。

图 9：4G 基站将继续推进建设



资料来源：三大运营商公司公告，申万宏源研究

图 10：5G 基站将于 2018 年试用，2020 年开始商用



资料来源：三大运营商公司公告，申万宏源研究

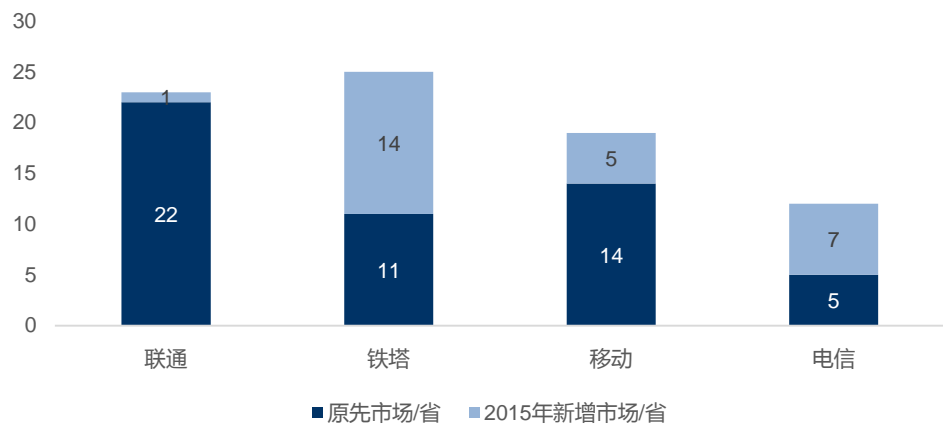
在政策和技术的推动下，运营商加大通信基础建设的动力巨大。对于运营商而言，提速降费和发展 5G 都是未来争夺宽带用户的优选方案，因此当前有足够动力投资通信网络基础建设。而运营商加大投资将带动公网行业高速发展。

公司依托资质优势和技术优势，拓展运营商市场。通信网络建设服务行业具有较强的资质壁垒和技术壁垒，公司深耕公网行业，凭借多年经验积累，不断拓展运营商市场，带动公司公网业务发展。

公司是独立第三方设计院，拥有涵盖通信/电子工程设计、勘察、咨询、承包、信息系统集成等最高等级资质 7 项，以及通信铁塔工程设计专业甲级资质。同时公司具有较强的技术优势，在三大运营商具有各自独立的设计院的情况下，公司能有 7%-8% 的市场占有率，并且保持多年稳定，竞争能力较强。

公司依托自身的优势不断拓展运营商市场，由原先主要为联通做通信网络设计延伸到铁塔、移动和电信等公司。2016 年 4 月公司中标中国移动 2016-2017 年通信设备设计与可行性研究集中采购项目 8 个标段，标志着公司在稳固中国联通业务市场的同时，又跻身为中国移动的通信技术服务主流提供商。随着公网行业空间的快速提升，以及运营商网络建设的巨大动力，公司紧握运营商市场，未来业务空间值得期待。

图 11：公司由原先主要为联通做通信网络设计延伸到铁塔、移动和电信等公司

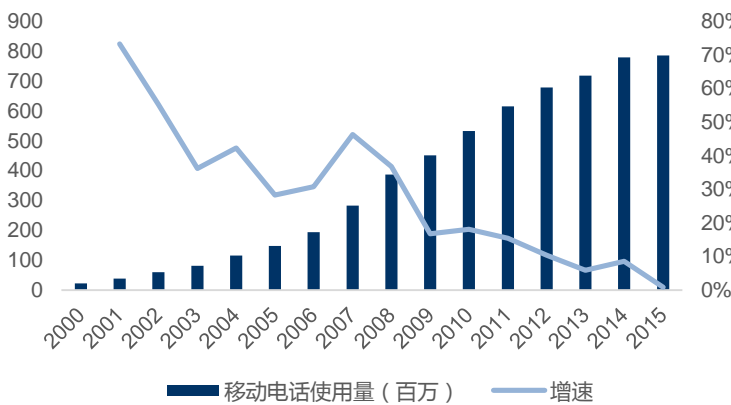


资料来源：Wind，申万宏源研究

(二) 海外需求放量带动公司国外业务提升

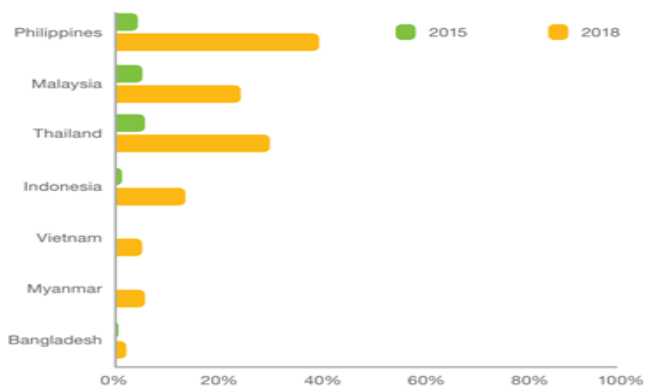
东南亚地区移动通信网络发展相对落后，需求空间巨大。东南亚地区通信业务中，手机存量规模巨大，说明该市场对移动通信的业务具有较大的需求。但是从移动通信网络类型来看，目前 4G 和 5G 的覆盖率特别小，根据爱立信的报告，菲律宾、马来西亚和泰国等国家的 LTE 制式手机平均占比仅为 5% 左右，因此移动通信网络更新换代的需求空间巨大。

图 12：东南亚地区手机存量规模达到 8 亿部



资料来源：世界银行，申万宏源研究

图 13：东南亚部分国家 LTE 制式手机占比仅为 5% 左右



资料来源：爱立信报告，申万宏源研究

“一带一路”覆盖东南亚需求旺盛地区。“一带一路”沿线覆盖了东南亚 11 国，这些发展中国家网络基础设施水平相对落后，而需求增长潜力巨大。“一带一路”政策鼓励国内企业与该地区的政府和企业合作，为国内企业进入该地区光通信市场提供了政策上的引导。

图 14：一带一路覆盖东南亚信息网络建设需求旺盛地区



资料来源：中金网，申万宏源研究

公司践行“一带一路”发展战略，加大力度掘金东南亚市场。在“一带一路”战略尚未提出之时，公司就瞄准海外市场，在印尼成立了杰赛印尼。之后在“一带一路”政策的引导下，公司相继成立了多个子公司，成功开拓印尼、马来西亚、泰国、柬埔寨、菲律宾和缅甸市场。

公司海外业务以前期规划和咨询为主，具有较高竞争优势。公司国外业务主要为前期服务，包括规划、设计、勘察、优化、咨询，由于公司拥有多种甲级资质，因此在前期服务中具备较高的资质优势，竞争能力较强。而后端行业资质壁垒较低，竞争激烈，公司从自身优势出发，不涉及后端市场。

表 5：公司海外业务主要以前期规划到咨询为主

公司	经营范围
杰赛马来西亚	通信网络的规划、设计、勘察、优化、咨询；通信网络工程与施工；通信网络设备进出口贸易；其它关联贸易
杰赛柬埔寨	建立使用 CDMA 移动电话和固定无线通信的网络及服务，可经营所有直接或间接与上述目标相关、互补或类似的事务，或其他有利于公司整体运营发展的事务
杰赛缅甸	软件和信息技术服务业

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司获得国外市场认可，未来发展值得期待。公司首次进入马来西亚运营商市场，承接了马来西亚第四大移动运营商运维中心的设计、装修、集成项目。通过了印尼运营商的认证，获得光纤入户项目的施工资质，有两款杰赛产品获得了印尼通信部、泰国运营商的认证。公司在国外的合作和贸易不断加强，海外市场拓展前景广阔。

2.2 产能实现扩张，PCB 业务迎来提升

PCB 行业需求空间巨大，未来市场前景广阔。印制电路板（PCB）是所有电子信息产品的基础部件，广泛应用于信息技术、军用装备、通信、航空航天、工业控制等领域。根据中国产业信息预测 2020 年全球 PCB 市场将达到 600 亿美元，其中中国占到 40%以上，约为 240 亿美元，发展前景广阔。

军用 PCB 具有高可靠性和小批量采购的特点，军工企业对供应商资质有较高要求。军用 PCB 一般采用聚酰亚胺材料，因为这类材料不会出现树脂脱落的问题。同时军方一次采购 PCB 板的数量不会很多。然而市场中生产大批量 PCB 板的公司不会使用聚酰亚胺作为材料，一般不能很好的契合军方需求。同时军工企业采购对企业的基本要求中包括保密资质甚至武器装备承制资格，具有一定的行业壁垒。

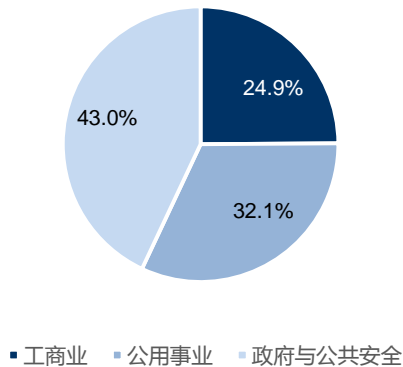
公司具有得天独厚的产品和资质优势，为军用 PCB 行业的龙头企业。公司业务主要定位为军、民品市场，具有军工企业相关资质，同时公司产品在高可靠性领域处于业界领先水平，生产多品种、中小批量 PCB 板。公司为我国军用 PCB 板研制、生产的骨干企业，产品的技术水平和市场占有率具有相对优势。

公司产能远低于需求，产能扩张有助于公司业务发展。公司主要为中国电科集团所属 47 个研究所和其他军工企业提供 PCB 板。随着电子信息行业不断的发展，集团院所对 PCB 板的需求也不断提升，超过公司产能。2015 年公司珠海一期电路板基地正式投产，实现年加工 10 万余种、20,000 多平方米的电路板，有力的扩大了公司的产能。再加上公司在产品技术和资质优势，未来在该 PCB 板细分领域将会有更大的发展。

2.3 政府和公共安全需求旺盛，专网业务蓄势待发

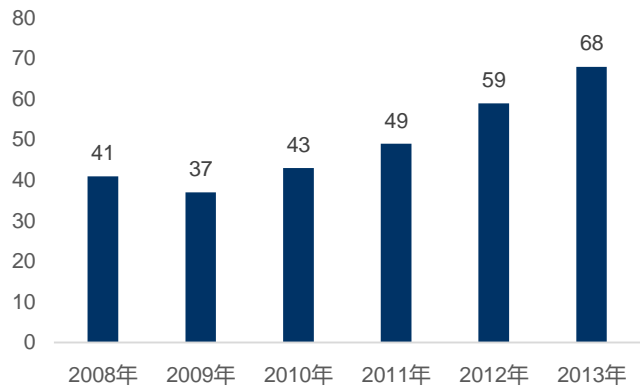
专网通信行业下游需求以政府和公共安全为主，行业发展速度较快。专网通信产品是各国公共安全部门实现有效指挥调度的必备装备，因此政府与公共安全市场是专业无线通信行业最大的细分市场。其次公用事业为满足业务可靠性、安全性等要求，一般也采用专网进行通信，也是专网行业重要的下游需求之一。随着物联网建设的不断推进，政府部门和公用事业部门参与其中的最佳方式就是建设专网，因此带动了专网行业的发展。根据前瞻产业研究院预测，我国专网通信行业将保持在 18%以上的速度增长，2017 年可达 169.7 亿元。

图 15: 我国专网市场下游需求以政府和公共安全为主



资料来源: 前瞻网, 申万宏源研究

图 16: 我国专网市场进入快速发展阶段 (亿元)



资料来源: 前瞻网, 申万宏源研究

公司依托技术和经验优势, 静待业务订单放量。数据采集与监视控制系统 (SCADA) 系统是公司专网业务的核心系统, 公司具有 30 多年 SCADA 系统技术开发和应用经验。基于该系统, 公司智能专网业务主要分为控制与自动化业务和行业大型项目集成业务, 拥有 12 个应用系统, 完成超过 1000 个行业运行项目。因此公司在专网领域具有扎实的技术和丰富的经验。公司的客户主要为政府和公用事业单位, 2016 年作为“十三五”的开局之年, 政府处于规划阶段, 对公司的业绩贡献相对较少, 未来随着规划的落定与投资的增长, 公司专网业务有望迎来订单的增长。

图 17: 公司专网业务以政府和公用事业单位为主

二大业务领域, 十二应用系统



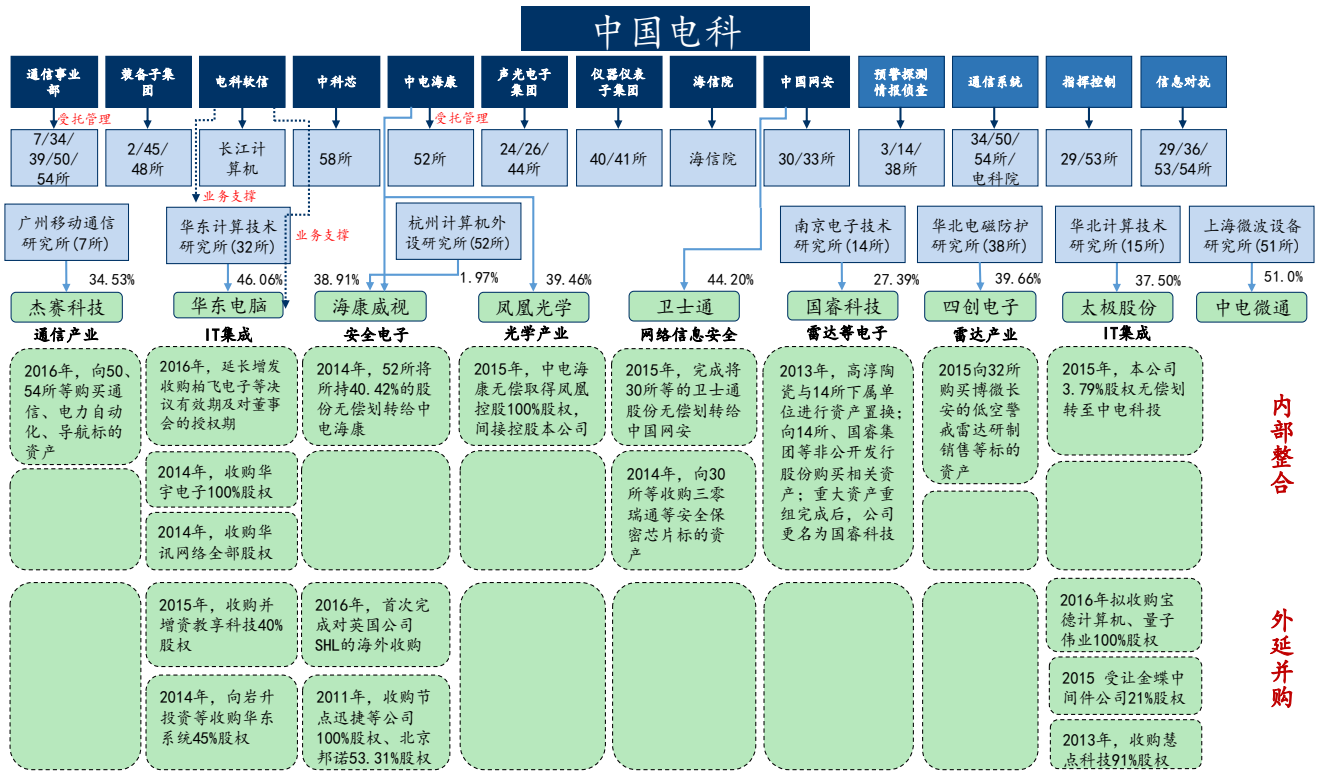
资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3. 资产注入叠加行业高增长，打开公司成长空间

3.1 中国电科业绩保持高增长，资产证券化率较低

中国电子科技集团公司（中国电科、集团）成立于2013年，主要从事国家重要军民用大型电子信息系统的工程建设、重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。中国电科旗下二级成员单位有58家，其中有47家科研院所，具有9家上市公司平台。

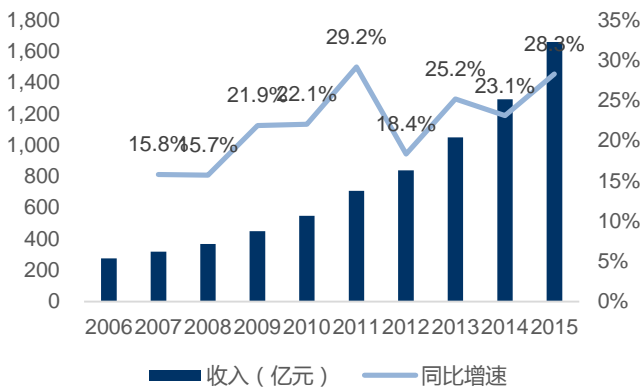
图 18：中国电科旗下有 58 家二级成员单位以及 9 家上市公司平台



资料来源：中国电科官网，申万宏源研究

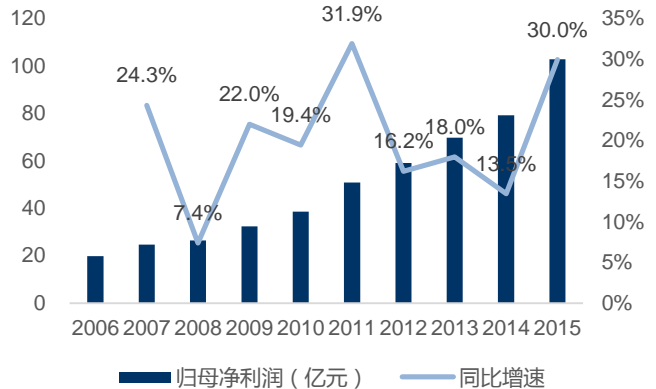
受益于军工电子通信行业的发展，中国电科业绩一直保持快速增长。随着我国大力推进军工信息化的发展，中国电科集团的收入和净利润一直保持较快的增长，近五年的平均增长率超过20%以上。根据《“十三五”规划纲要》和中央军委《军队建设发展“十三五”规划纲要》指示，我国到2020年，基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，因此中国电科未来5年仍有望保持快速发展。

图 19: 中国电科集团的收入保持 20% 以上的增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 20: 中国电科集团的净利润增速平均每年能达到 20%

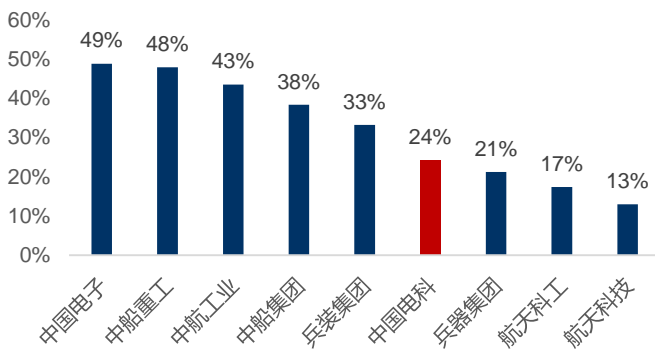


资料来源: Wind, 申万宏源研究

中国电科集团的资产证券化率较低，未来具有较大上升空间。中国电科以总资产衡量的资产证券化率为 24%，排在倒数第四的位置；以净利润衡量的资产证券化率为 47%，排在第二的位置。总体来看，中国电科集团的资产证券化率相对较低，与其他军工集团和国家的目标仍有较大的差距，未来具有上升空间。

图 21: 中国电科以总资产衡量的资产证券化率为 24% 排名第六

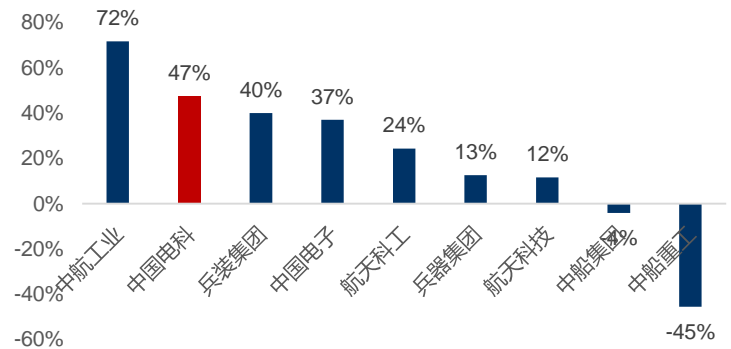
以总资产衡量的资产证券化率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 22: 中国电科以净利润衡量的资产证券化率为 47% 排名第二

以净利润衡量的资产证券化率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

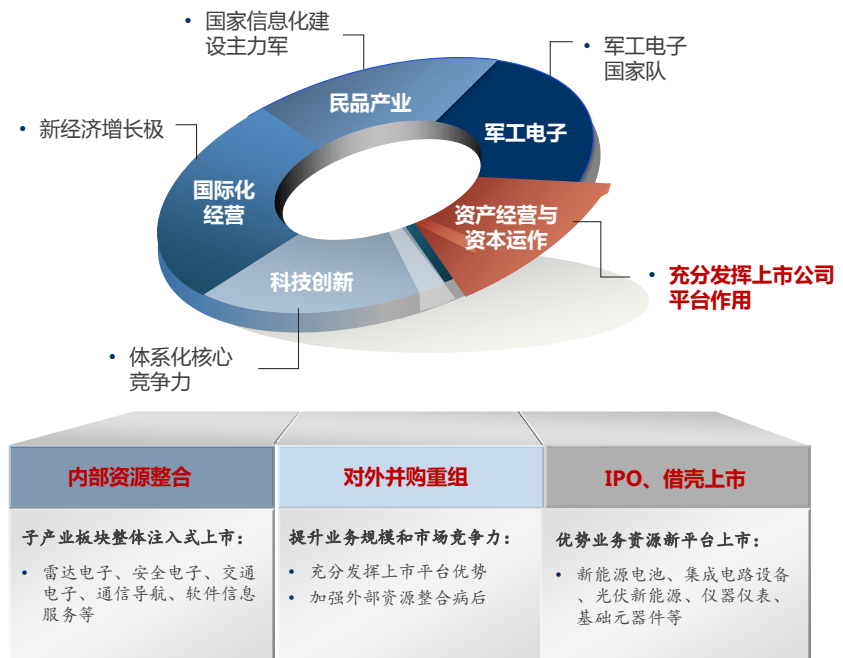
中电科十三五子规划明确了上市公司平台的作用。关于如何充分发挥上市公司平台的作用，我们可以从中电科在资产经营与资本运作方面的十三五子规划中提炼出以下三个维度，分别是目标、工作思路以及重点发展方向。1) 在目标方面，中电科将加速实现核心业务板块的上市，大力打造“中电科系”上市公司；2) 在工作思路方面，中电科将以事业单位改革和军工资产市场化经营为契机，促进跨产业、跨单位的资源重组，推动集团核心业务板块构建；以市场化资源注入为手段，加速资产资本化和资本证券化，推动业务板块整

体上市；3) 在未来重点发展方向方面，中电科将继续打造子集团和专业公司，加快资源向集团核心业务集聚；积极开展并购重组，补齐集团产业发展短板；充分发挥上市公司平台作用，使其成为集团公司各个产业板块的核心龙头企业。

资本运作将成为中国电科集团未来五年的工作重点。伴随着集团领导对资产经营与资本运作的日益重视，中电科十三五期间将加强内部资源整合和对外并购重组，从而进一步提升集团公司的资产证券化水平，让更多的国有资本以上市公司的股份形式存在。2016年4月14日，在中电科资产经营十三五规划编制工作会上，总经理樊友山强调，以“2+3+6”为主线进行资产经营与资本运作，加强内部资源整合和对外兼并重组。集团公司将通过加强顶层设计、统筹规划集团控股上市公司整体运作，加快资产证券化进程，并积极利用现有上市公司，共有三种运作形式：1) 通过资产注入的方式，推动雷达电子、安全电子、交通电子、通信导航、软件信息服务等集团产业板块整体上市；2) 通过IPO、借壳等方式，加快新能源电池、集成电路设备、光伏新能源、仪器仪表、基础元器件等优质业务资源上市；3) 通过对外并购重组的方式，充分发挥上市公司平台优势，加强外部资源的整合并购，提升上市公司业务规模和市场竞争力。

综上所述，我们认为，中电科将充分利用现有上市公司的资本运作平台优势，通过内部资源整合和对外兼并重组，支持和保障主营业务发展和规划目标实现。

图 23：中电科十三五规划资产经营与资本运作的发展要点梳理



资料来源：集团官网、申万宏源研究

3.2 通信事业部深耕军工通信行业，整合空间大

中国电科通信事业部成立于 2015 年，由中国电科集团下属 5 个通信类研究所（第七研究所、第三十四研究所、第三十九研究所、第五十研究所、第五十四研究所）及所属企业组成，主要负责集团导航和通信业务。

表 6：通信事业部下属 5 个研究所主要负责集团导航和通信业务

单位名称	主要研究领域	军用产品	民用产品	子公司
54 所（石家庄通信测控技术研究 所）	从事军事通信、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 与综合应用等前沿领域的技术研 发、生产制造和系统集成	卫星/微波/散射等专用 通信系统, 卫星导航芯片 /终端/应用系统/运营服 务	应急系统、人防系 统、电子警察、车 载/船载雷达天线 系列	深圳宇衡检测认证有限公 司、中电科技、电科导航、 远东通信、中华通信系统、 华通天畅、中网华通、神 舟卫星通信、广联电子
50 所（上海微波 技术研究所）	拥有四大产业结构，军工电子、电 力电子、市政电子和安全电子，军 工电子领域，重点发展战术通信技 术、微波与探测技术；民用电子领 域，研制开发电力需求侧管理系统 及设备、数字化市政监控系统及设 备、自动安全防范系统及设备及各 类探测设备	战术通信系统和设备、小 型雷达、微波和探测设备	电力电子、城市公 用事业监控与管 理、民用探测、电 力需求侧管理系统 及设备、数字化市 政监控系统及设 备、自动安全防范 系统及设备	上海协同、五零盛同、上 海申达
34 所（桂林激光 通信研究所）	集团公司内唯一从事光通信整机 和系统技术研究及设备研制、生产 的专业化研究所，目前专注于信息 光传输网络与系统	军用光通信传输设备及 系统	通信网络规划与设 计、智慧电子系统 工程、北斗系统	桂林大为、桂林信通科技、 桂林聚联科技、东盟导航
39 所（西北电子 设备研究所）	专注于天线精密跟踪测量配套设 备的研究, 天线产品覆盖连续波测 量雷达、弹/星/船测控、卫星通信、 应用卫星遥感接收、深空探测、射 电天文观测等领域, 产品平台由陆 地固定式为主向陆基、船载、机载、 星载等多种平台方式延伸发展	卫星测控设备、船载微波 系统、海事卫星系统、C 频段系统	VSAT 通信	三河精密制造、西安天通 电子
7 所（广州通信 研究所）	主要负责研究特种移动通信新技 术、新系统和新设备, 为军队提供 新型特种移动通信装备; 制订移动 通信系统和设备的技术体制和技 术标准	战术通信系统和设备	CETC 数字集群应用 系统、物联网、云 计算、RFID 及智能 移动终端	杰赛科技、弘宇科技、广 州通广科技公司、凯尔实 验室、中电科 7 所机械加 工厂

资料来源：集团官网，申万宏源研究

深耕军工通信行业，通信事业部业绩亦将迎来爆发增长。通信事业部的主营业务为通信业务，随着军工通信行业市场空间的增长，事业部的业绩保持较快的发展，增长率达到

20%。“十三五”期间，军工通信行业继续受到国家政策方面的支持，因此我们认为通信事业部将在未来五年保持高速增长的态势，假设通信事业部净利润的增长率略高于集团增长率达到 30%，则 2020 年可以达到 40 亿的利润。

图 24: 2015 年通信事业部 (50、54 所) 收入增速为 27%

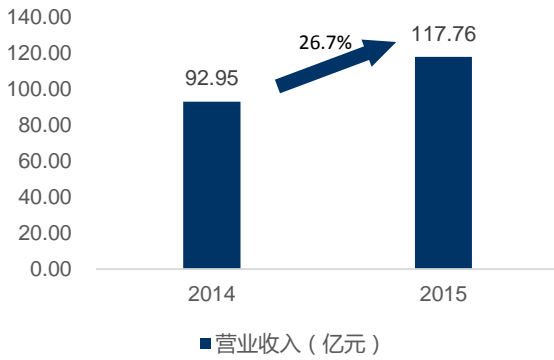
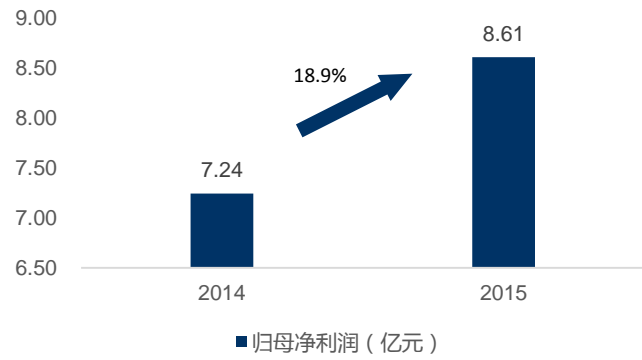


图 25: 2015 年通信事业部 (50、54 所) 净利润增速为 19%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

通信事业部旗下仍有较多资产未证券化。通信事业部目前下属只有杰赛科技一家上市公司，2016 年事业部将中网华通等六家公司注入到杰赛，数量约为控股和参股公司总数的 1/4。根据“十三五”阶段的规划，事业部将经历自上而下的资产证券化改革，其军品和民品业务将会有很大一部分注入到资本平台当中，而目前来看，已经注入的占比还比较小，因此未来还具有很大的整合空间。

表 7: 通信事业部下属 5 个研究所主要负责集团导航和通信业务

所属公司	未注入	已注入	上市公司
54 所	深圳宇衡检测认证有限公司 中电科技 中华通信系统 神舟卫星通信 广联电子	远东通信 华通天畅 中网华通 电科导航	
50 所	五零盛同 上海申达	上海协同	
34 所	桂林大为 桂林信通科技 桂林聚联科技	东盟导航	
39 所	三河精密制造 西安天通电子 弘宇科技		
7 所	广州通广科技公司 凯尔实验室 中电科 7 所机械加工工厂		杰赛科技

资料来源: 集团公司官网, 申万宏源研究

3.3 国家政策支持，军工通信行业步入快速建设阶段

军工通信在现代化信息战争中具有举足轻重的地位。四次现代化战争让人们看到了信息和通信在战场上发挥的重要作用，具有信息和通信优势的一方在战争中将获得更多主动权，因此军队的信息化建设将会是未来全球国防建设的发展方向。

表 8：军工通信在现代化战争中发挥的作用越来越远

	总体特点	具体信息化武器的使用	作战特点
海湾战争	既有机械化战争的旧貌，又有信息时代战争的新面貌	美国动用了 12 类 50 多颗卫星构成战略侦察网，为多国部队提供了 70% 的战略情报	作战纲要：空地一体化。发起了代号为“斩首行动”和“震慑行动”的大规模陆空结合攻击
科索沃战争	以非对称、非接触式的独特作战样式，开创了“以空制胜”和“零伤亡”战争先例	北约动用了 50 多颗空间卫星，基本实现对南 24 小时的全时空监控。北约利用其高效灵敏的网络指挥机构，对参战的多国部队实施统一指挥和协调，保证整体指挥准确高效迅速一致	第一次完全使用空中力量进行作战，地面部队始终没有进入，信息化装备大量应用，最后实现战争零伤亡
阿富汗战争	远程精确打击和特种作战相结合	美军动用 94 颗卫星进行监视，投入侦查和预警机进行监听、收集情报。利用精确制导武器对阿富汗塔利班武装的导弹设施、雷达、防控体系、指挥中心等重要目标进行硬摧毁的同时，还进行强电磁定向干扰，用以压制	首次尝试小规模联合作战，指挥官在后方通过网络监视大屏幕进行指挥。首次使用了单兵数字通信系统、掌上电脑、光电侦察设备、地面传感器和 GPS 接受机等细信息系统
伊拉克战争	采用网络中心站、精确作战、并行作战、指挥控制站等作战样式，与前三场相比，使用了信息化程度跟高的武器装备，实施了更加协调的一体化联合作战，实现了机械化战争走向信息化战争的质的飞跃	美军从距阿富汗 5000 公里外的印度洋上的迪戈加西亚基地，使用 B—52 和 B—1 B 轰炸机进行远程奔袭，B—2 隐形战略轰炸机甚至从本土起飞实施作战；在空中部署有各种侦察预警飞机，全方位、全时段监视对方的所有行动；在外层空间利用多颗卫星组成太空侦测网，全面监视、搜寻塔利班和本·拉登的动向及位置	空地海天电一体化，首次把航天部队作为重要战斗力量提出，与海陆空相提并论，

资料来源：公开资料，申万宏源研究

在政策支持下我军信息化建设处于全面发展阶段，军工通信市场增长空间巨大。我国从政策上大力推进军队的信息化建设，同时我军在军工通信上的投入和装备情况与欧美国家还有较大差距，因此行业未来仍具有较高增长空间。

(1) 我国军工通信行业备受国家政策的青睐，国家自主可控和国产化替代相关政策带动军工电子通信行业进入实质爆发阶段。

表 9：国家政策驱动军工通信行业进入实质性爆发阶段

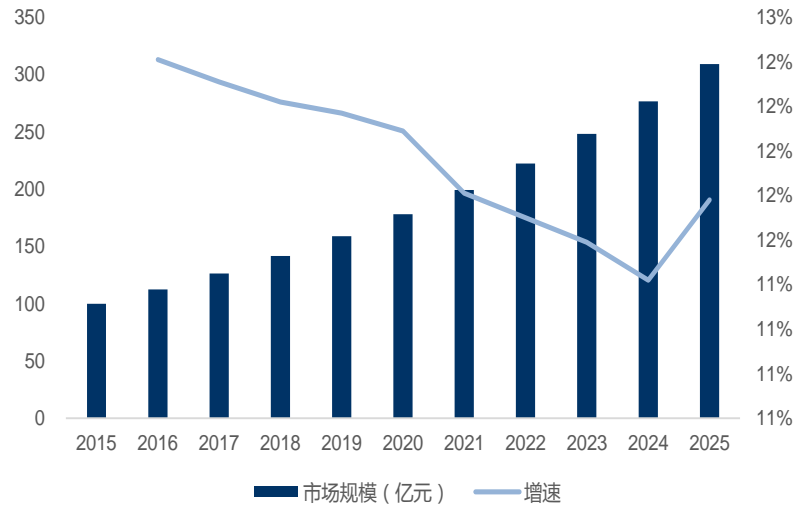
发布时间	重大政策事件	相关内容简述
2016 年 5 月	中央军委《军队建设发展“十三五”规划纲要》	到 2020 年，基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建中国特色现代军事力量体系
2016 年 4 月	习近平在军委联合作战指挥中心视察时的讲话	构建适应打赢信息化战争、能有效履行使命任务的联合作战指挥体系；构建具有我军特色、符合现代战争规律的先进作战理论体系
2016 年 3 月	全国人大《“十三五”规划纲要》	着力提高基于网络信息体系的联合作战能力；如期实现国防和军队现代化建设“三步走”的第二步：基本实现机械化，信息化取得重大进展
2016 年 1 月	中央军委《关于深化国防和军队改革的意见》	2020 年前，在领导管理体制、联合作战指挥体制改革上取得突破性进展，优化规模结构、完善政策制度、推动军民融合深度发展
2015 年 11 月	中共中央《“十三五”规划建议》	到 2020 年，基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建中国特色现代军事力量体系
2015 年 5 月	国防部《中国的军事战略》白皮书	将军事斗争准备基点放在打赢信息化局部战争上；运用诸军兵种一体化作战力量，实施信息主导、精打要害、联合制胜的体系作战
2015 年 5 月	国防部《中国的军事战略》白皮书	建设信息化军队、打赢信息化战争；坚持信息主导、体系建设，加快武器装备更新换代，构建适应信息化战争和履行使命要求的武器装备体系
2014 年 3 月	国务院《政府工作报告》	不断提高军队信息化条件下威慑和实战能力，加强国防科研和高技术武器装备发展
2013 年 4 月	国防部《中国武装力量的多样化运用》白皮书	统筹推进各战略方向军事斗争准备，加强军兵种力量联合运用，提高基于信息系统的体系作战能力
2012 年 11 月	中共中央《“十八大”报告》	把信息化作为军队现代化建设发展方向，推动信息化建设加速发展；深入开展信息化条件下军事训练，增强基于信息系统的体系作战能力

资料来源：公开资料，申万宏源研究

(2) 虽然进过多年的发展我国军工通信装备有了长足的进步，但是与欧美等发达国家相比还是有较大的差距，根据中原电子的 2013 年度第一期中期票据募集说明书披露，美国与欧洲发达国家的军事电子与通信系统开支占国防开支的比例在 5%左右，而中国不到 3%。2013 年我国的国防支出为 1770 亿美元，推算军工电子和通信市场在 50 亿美元左右，而美国的军费开支为 6400 亿美元，推算军工电子和通信市场为 320 亿美元，由此看来我国军工

电子和通信行业未来有较大的增长空间。另外根据智研咨询预测，中国军工通信市场将由2015年的100亿元增至2025年的308亿元，复合增长率达到11.9%，行业未来发展的速度和体量值得期待。

图 26：预测我国军工通信市场每年有百亿级规模，复合增长了达到 11.9%

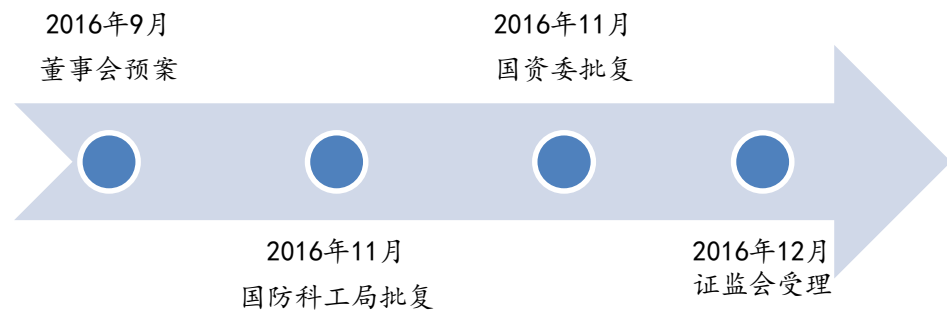


资料来源：中国产业信息，申万宏源研究

3.4 公司作为唯一上市平台，具有强烈注入预期

公司重组进展顺利，有望 2017 年 3 月执行定向增发方案。公司于 2016 年 9 月公布发行预案，11 月获得了国防科工局和国资委批复，并在 12 月提交给证监会受理。一般证监会审核增发，自受理证券发行申请文件之日起三个月内作出决定，因此我们预测公司 2017 年三月将有望执行定向增发方案。

图 27：公司重组进展顺利有望 2017 年 3 月执行定向增发方案

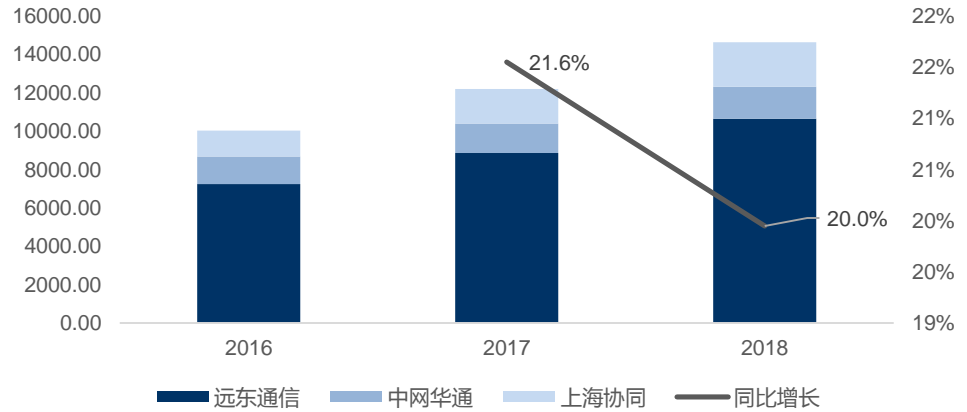


资料来源：公司公告，申万宏源研究

业绩承诺彰显信心，并购重组有望带动公司业绩提升。并购公司具有相应业绩承诺，同时公司募集配套资金用于项目建设，有助于公司业务发展，充分发挥公司整体的协同效应。

(1) 远东通信、中华网通和上海协同 2016-2018 年承诺归属公司的净利润将达到 1.0 亿、1.2 亿和 1.5 亿元，平均年增长率为 20%左右，彰显了并购公司的信心。同时这三家公司的业务与公司公网和专网业务相契合，未来将有助于公司主营业务的发展。

图 28：并购重组公司承诺 2016-2018 年归属公司净利润分别为 1.0 亿、1.2 亿和 1.5 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(2) 公司募集配套资金用于项目建设，将增强与收购公司之间的业务相同效应，提高公司在原有业务和新增业务的的盈利能力。项目达产后每年的总收入有望增加 20 多亿元，净利润增厚 4 亿多元。

表 10：投资项目未来有望为公司带来每年 20 多亿收入与 4 亿多净利润增厚

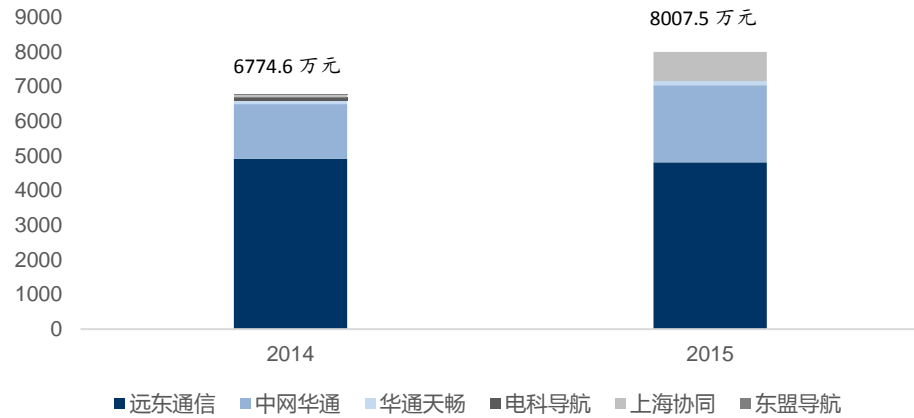
项目名称	承办单位	建设周期	预计达产后每年产生收入 (万元)	净利润 (万元)	内部收益率	折现率	投资回收期
智慧宽带融合指挥调度研发及产业化技改项目	远东通信	24 个月	53,724	7,815	15.87%	8%	5.82
特定行业移动指挥综合解决方案研发及产业化项目	远东通信	36 个月			11.12%		7.01
功率放大器 (PA) 合作开发项目	远东通信	36 个月	20,000	5,000	14.74%	8%	4.21
石英晶体振荡器生产工艺自动化技术改造项目	远东通信	36 个月	30,000	13,021	36%	10%	3.66
电力需求侧管理云服务平台项目	上海协同	24 个月	50,000	6,500	27.87%	8%	5.54
北斗综合位置云服务平台建设及应用推广项目	电科导航	36 个月	54,370	10,027	22.54%	8%	6.4
基于北斗的海洋信息化系统项目	电科导航	36 个月			27.07%		5.86

资料来源：公司公告，申万宏源研究

体外利润丰厚，未来注入空间更加巨大。此次并购重组标的 2015 年合计净利润达到 8000 万，与公司的净利润体量相当。由于 7 所与 50 所体量相当，根据 50 和 54 所的营业数据，我们预计 2015 年通信事业部五个研究所的总利润为 11 亿元左右，排除掉公司和并购

公司的利润，公司体外大约还有 9 亿元的利润，而且随着军工通信行业的高速发展，这一利润空间还有望每年以 20% 的速度增长。公司作为通信事业部唯一上市平台，未来有较强的注入预期。因此我们认为随着资产证券化的不断推进，公司将打开业绩成长空间。

图 29：公司收购六大公司 2015 年净利润合计 8000 万元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年将分别实现营业收入 27.11 亿、32.45 亿和 38.37 亿人民币，同比增长 18.19%、19.70%、18.24%；归属母公司净利润分别为 1.31 亿元、1.75 亿元、1.95 亿元，同比增长 22.08%、33.59%、11.43%；2016-2018 年 EPS 分别为 0.25 元/股、0.34 元/股、0.38 元/股，当前股价对应 PE 分别为 115 倍、85 倍、76 倍。

表 11：杰赛科技盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2293.78	2711.13	3245.27	3836.56
同比增长率 (%)	17.82	18.19	19.70	18.24
净利润 (百万元)	107.31	130.52	175.32	194.79
同比增长率 (%)	17.32	22.08	33.59	11.43
每股收益 (元/股)	0.21	0.25	0.34	0.38
毛利率 (%)	19.44	19.65	20.62	20.14
净利率 (%)	4.68	4.81	5.40	5.08
市盈率	140.61	115.44	84.88	75.95

资料来源：Wind，申万宏源研究

公司盈利预测通过各业务分拆预测得到：

(1) 公司公网解决方案业务主要依托于国内 4G/5G 建设的推进以及海外市场的不断布局。根据预测，2016 年和 2017 年国内 4G 建设会继续增长，增长率为 20% 左右，考虑公司国外市场的快速发展，公司业务发展将会有更大增速。假设 2016 年、2017 年收入增速为 25%，2018 年 4G 建设速度将会有所下降，5G 将接力 4G，但由于 5G 在 2018 年处于试运营

阶段，因此行业增速会有所下降，假设 2018 年收入增速为 20%。由于公司进军国外市场，主要从事前端咨询工作，行业壁垒较高，同时公司并购重组具有较强协同效应，提高了公司的竞争能力，假设 2016-2018 年业务毛利率在 2015 年的基础上有所上升，分别为 32%、34%、32%。

(2) 公司专网解决方案业务受政府和公用事业需求影响较大，由于 2016 年是“十三五”开局之年，政府部门多处于规划阶段，因此公司的业务增速将会有所降低，假设 2016 年相比 2015 年收入增速减少到 10%。2017 年和 2018 年政府部门将会进入实施阶段，有望带动公司业务提升，假设 2017 年和 2018 年收入增速在 2015 年的基础上有所增加，分别为 15%、15%。由于公司在专网深耕多年，而且通过并购上海协同增强了专网业务的竞争能力，毛利率将会较 2015 年有所提高，假设 2016-2018 年毛利率分别为 10%、10%、10%。

(3) 公司印刷电路板业务主要为军用 PCB，随着军工电子和通信行业的发展，需求不断增加，另一方面公司在 2015 年投产珠海一期电路板基地扩大产能，有力的提升公司的供给能力，因此未来有望延续甚至提升当前的收入增长水平。假设 2016-2018 年收入增长率为 20%、20%、20%。公司为军用 PCB 的龙头，在技术和资质上都具备较强的优势，假设 2016-2018 年与 2015 年基本保持相同为 20%、20%、20%。

表 12：杰赛科技财务数据及盈利预测表

业务领域	营业收入增速				毛利率			
	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
公众网络综合解决方案	24%	25%	25%	20%	32%	32%	34%	32%
专用网络综合解决方案	13%	10%	15%	15%	9%	10%	10%	10%
通信类印制电路板等	20%	20%	20%	20%	21%	20%	20%	20%
其他	11%	15%	15%	15%	7%	7%	7%	7%
合计	18%	18%	20%	18%	19%	20%	21%	20%

资料来源：Wind，申万宏源研究

考虑本次资产重组和配套融资，公司 2016-2018 年 EPS 调整为 0.35 元/股、0.47 元/股、0.56 元/股，对应 PE 分别为 82 倍、61 倍、52 倍。

表 13：杰赛科技备考盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2293.78	4896.72	5711.89	6652.59
同比增长率（%）	17.82	14.87	16.65	16.47
净利润（百万元）	107.31	226.68	299.36	357.61
同比增长率（%）	17.32	50.44	32.07	19.46
每股收益（元/股）	0.21	0.35	0.47	0.56
毛利率（%）	19.44	17.52	19.66	20.35
净利率（%）	4.68	4.63	5.24	5.38
市盈率	140.61	82.46	61.40	51.54

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们采用相对估值法，根据可比公司我们选取国脉科技、亿阳信通等公司作为可比公司，行业 2016-2018 年的 PE 中位值分别为 71 倍、54 倍、41 倍，考虑到公司作为中电科旗下唯一军工通信资产注入平台的排他性、公司传统主业在本次增发完成后获得业务协同效应，公司的 PE 高于行业平均水平具有一定的合理性。此外，考虑到集团资产证券化率翻倍目标、通信事业部后续资产以军品为主、资产注入预期与业绩增厚弹性比较高，以及目前股价接近于当前增发预案底价提供安全边际具有一定的安全边际，首次覆盖给予买入评级。

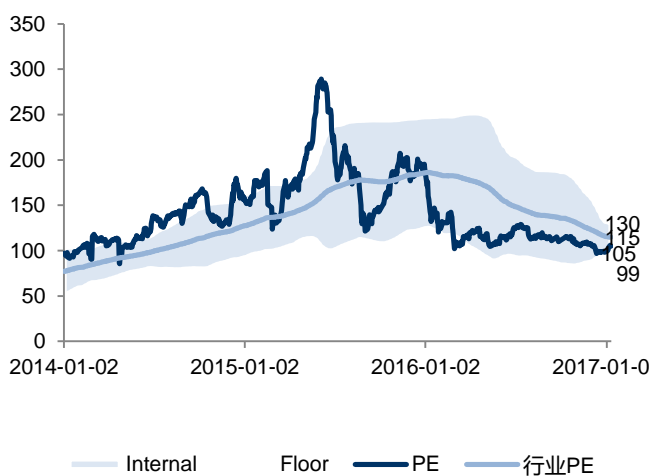
5. 附件

表 14: 可比公司估值表

代码	简称	2017/1/11				EPS				PE				PB
		最新股价	15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E				
600562.SH	国睿科技	32.99	0.73	0.52	0.68	0.87	45.19	63.08	48.44	38.02	9.92			
600990.SH	四创电子	78.51	0.84	1.13	1.47	1.85	93.46	69.41	53.24	42.36	10.31			
002268.SZ	卫士通	31.95	0.34	0.44	0.58	0.80	92.88	73.15	54.66	39.99	10.38			
300299.SZ	富春通信	20.62	0.21	0.38	0.74	0.83	98.19	54.54	27.97	24.77	5.69			
002093.SZ	国脉科技	10.77	0.05	0.12	0.19	0.24	222.06	91.19	57.62	44.86	3.78			
300312.SZ	邦讯技术	15.48	0.06	0.07	0.13	0.16	258.00	221.14	123.84	97.11	6.66			
	行业平均						134.96	95.42	60.96	47.85	7.79			
	行业最高						258.00	221.14	123.84	97.11	10.38			
	行业中位数						95.83	71.28	53.95	41.17	8.29			
002544.SZ	杰赛科技(实际)	28.86	0.21	0.25	0.34	0.38	138.68	115.44	84.88	75.95	11.96			
002544.SZ	杰赛科技(备考)	28.86	0.21	0.35	0.47	0.56	138.68	82.46	61.40	51.54	11.96			

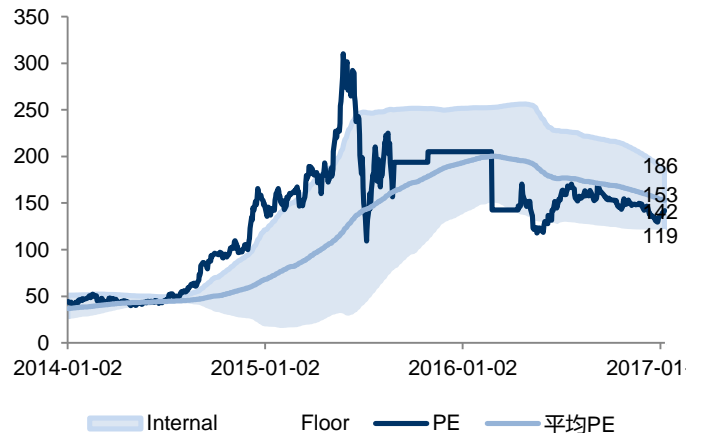
资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 可比公司盈利预测数据来源于 Wind 一致预测

图 30: 军工电子可比公司平均 PE 走势的置信区间图



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 31: 杰赛科技 PE 走势的置信区间图



资料来源: WIND、申万宏源研究

表 15: 杰赛科技合并损益预测表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,947	2,294	2,711	3,245	3,837
营业总成本	1,866	2,193	2,590	3,076	3,644
营业成本	1,540	1,848	2,178	2,576	3,064
营业税金及附加	12	7	10	9	9
销售费用	81	83	113	130	150
管理费用	177	168	251	292	341
财务费用	34	58	57	68	81
资产减值损失	22	30	(19)	0	0
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	81	100	121	170	192
营业外收支	25	16	21	21	19
利润总额	106	116	142	190	211
所得税	14	9	10	14	15
净利润	92	108	131	176	196
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	91	107	131	175	195

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 16: 杰赛科技合并现金流量预测表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	92	108	131	176	196
加: 折旧摊销减值	51	86	17	36	36
财务费用	43	58	57	68	81
非经营损失	(4)	(5)	0	0	0
营运资本变动	(175)	(197)	(22)	(40)	(21)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	8	50	184	240	291
资本开支	296	90	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(296)	(90)	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	76	76	7	10	10
支付股利、利息	51	59	57	68	81
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	420	17	(50)	(58)	(71)
净现金流	131	(24)	134	182	221

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 17: 杰赛科技合并资产负债预测表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,363	2,845	3,282	3,821	4,452

现金及等价物	782	870	1,004	1,186	1,407
应收款项	1,126	1,422	1,606	1,841	2,102
存货净额	431	545	665	786	935
其他流动资产	23	7	7	7	7
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	504	559	523	487	451
无形资产及其他资产	90	109	109	109	109
资产总计	2,957	3,513	3,914	4,417	5,012
流动负债	1,425	1,876	2,136	2,453	2,841
短期借款	273	341	338	338	338
应付款项	1,093	1,471	1,735	2,051	2,440
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	396	407	417	427	437
负债合计	1,820	2,283	2,553	2,879	3,278
股本	516	516	516	516	516
资本公积	217	217	217	217	217
盈余公积	54	61	70	81	94
未分配利润	348	435	557	721	903
少数股东权益	2	2	3	4	5
股东权益	1,136	1,230	1,362	1,538	1,734
负债和股东权益合计	2,957	3,513	3,914	4,417	5,012

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。