

军工科研院所转制工作启动，军工通信龙头浮现

投资要点

- **事件:** 7月7日，国防科工局在京组织召开军工科研院所转制工作进度推进会。宣布启动首批41家军工科研院所转制工作。会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批41家军工科研院所转制工作，再次推动了军工混改的进程。
- **军工混改进程推进，军用通信龙头企业受益。**杰赛科技作为中国电子科技集团通信事业部（由中电科54所、7所、50所、39所和34所共计5家军工研究所组成）旗下唯一的上市公司，中电科通信事业部下辖5家民品资产公司的资产注入已于今年6月份获批，未来中电科通信事业部旗下的军工资产或有望注入杰赛科技，实现军民融合，提高中国电子科技集团的资产证券化率。
- **中电科事业部下辖民品资产重组注入，提升公司盈利能力。**资产重组注入的五个公司（远东通信、中网华通、华通天畅、电科导航、东盟导航）2016年营收总额为21.03亿元、净利润总计0.95亿元，预期2017年营收总额可达24.98亿，净利润可达0.99亿元。资产重组完成，将大幅提升公司盈利能力，预计2017年杰赛科技归母净利润可达2.08亿元，同比增长95%。
- **公司主营稳中有增，护驾营收上行。**杰赛科技作为国内最大的移动通信规划设计院，公司四大运营商业运行稳健，铁塔市场及联通市场公司业务覆盖皆达26个省，移动市场现达22个省，电信市场逾19个省，海外市场开拓新增缅甸、柬埔寨两大平台，移动通信技术服务2017年归母净利润有望达6714万，同比增长35.27%。作为最大的军工PCB制造商，公司PCB产品市场需求强劲，预期营收增速稳定。主营业务稳定增长，护驾营收上行。
- **当前股价与重组定价倒挂29%。**杰赛科技资产重组资金募集定价为30.21元/股，目前二级市场股价为21.53元/股，倒挂幅度为29%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年归母净利润分别为2.08亿、2.52亿和2.80亿元，同期EPS分别为0.40元、0.49元、0.54元，对应PE分别为53倍、44倍、40倍。首次覆盖，给予“增持”评级，参考目前军工概念板块的高估值，给予公司目标PE70倍，目标价28元。
- **风险提示:** 军工混改进程缓慢，移动通信规划设计业务开拓不达预期。并购进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2696.11	5673.44	6727.52	7999.48
增长率	17.54%	110.43%	18.58%	18.91%
归属母公司净利润(百万元)	106.45	207.99	251.76	279.63
增长率	-0.80%	95.40%	21.04%	11.07%
每股收益EPS(元)	0.21	0.40	0.49	0.54
净资产收益率ROE	7.93%	13.79%	14.65%	14.35%
PE	104	53	44	40
PB	8.38	7.29	6.40	5.64

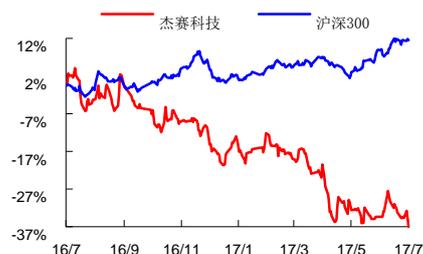
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 黄弘扬
电话: 021-58351773
邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.16
流通A股(亿股)	5.11
52周内股价区间(元)	21.53-35.65
总市值(亿元)	111.04
总资产(亿元)	37.52
每股净资产(元)	2.59

相关研究

盈利预测

假设 1：杰赛科技与远东通信、中网华通、华通天畅、电科导航、东盟导航的资产重组进展顺利，资产重组注入于 2017 年内完成。

假设 2：杰赛科技四大运营商业务发展稳健。受益于“一带一路”，公司海外运营商市场开拓计划成功实行，公司公众网络解决方案市场竞争力稳步提升，市场份额扩张。

假设 3：公司生产所需原材料和产品价格在合理范围内波动。

根据以上说明和假设，我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 56.73 亿元、67.28 亿元和 79.99 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 2.08 亿元、2.52 亿元和 2.80 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 0.40 元、0.49 元和 0.54 元。

风险提示

1) 军工科研院所混改推进速度不及预期，中电科通信事业部改革进度缓慢。并购进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及预期；

2) 国内移动通信技术服务市场竞争加剧，公司在四大运营商业务发展降速。同时，海外市场移动通信技术服务业务拓展不达预期。

表 1: 杰赛科技分业务收入及毛利率

百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
公众网络综合解决方案	收入	972	1214	1457	1676
	增速	44%	25%	20%	15%
	毛利率	23%	20%	20%	20%
专用网络综合解决方案	收入	699	804	965	1,206
	增速	16%	15%	20%	25%
	毛利率	8%	7%	7%	7%
通信类印制电路板等	收入	686	754	830	954
	增速	-5%	10%	10%	15%
	毛利率	27%	26%	26%	26%
网络接入设备	收入	183	238	298	372
	增速	32%	30%	25%	25%
	毛利率	11%	10%	10%	10%
网络覆盖设备	收入	157	165	173	182
	增速	-1%	5%	5%	5%
	毛利率	2%	2%	2%	2%
华通天畅	收入	NA	52.5	56.7	61.2
	增速	NA	8.00%	8.00%	8.01%
	毛利率	NA	17%	17%	17%
中网华通	收入	NA	311.5	336.4	363.3
	增速	NA	8%	8%	8%
	毛利率	NA	18%	18%	18%
远东通信	收入	NA	2025.7	2430.9	2917.1
	增速	NA	20%	20%	20%
	毛利率	NA	15%	15%	15%
电科导航	收入	NA	60.5	99.9	129.9
	增速	NA	173.8%	65.1%	30.0%
	毛利率	NA	25%	25%	25%
东盟导航	收入	NA	48.0	81.6	138.7
	增速	NA	15%	15%	15%
	毛利率	NA	32%	32%	32%
合计	收入	2696	5673.4	6727.5	7999.5
	增速	18%	110.4%	18.6%	18.9%
	毛利率	18%	18%	18%	18%

数据来源: 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2696.11	5673.44	6727.52	7999.48	净利润	105.14	210.09	254.30	282.45
营业成本	2211.21	4652.22	5516.56	6559.57	折旧与摊销	63.13	42.17	42.17	42.17
营业税金及附加	11.13	23.38	26.71	55.20	财务费用	56.58	4.71	2.15	4.60
销售费用	94.89	226.94	269.10	319.98	资产减值损失	37.44	45.00	45.00	45.00
管理费用	199.60	510.61	605.48	719.95	经营营运资本变动	-171.53	-658.18	-214.32	-304.22
财务费用	56.58	4.71	2.15	4.60	其他	-28.12	-44.67	-56.23	-25.88
资产减值损失	37.44	45.00	45.00	45.00	经营活动现金流净额	62.63	-400.87	73.09	44.13
投资收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-57.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.09	210.58	262.52	295.17	短期借款	61.28	87.40	76.07	138.02
其他非经营损益	37.12	36.59	36.66	37.12	长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	122.21	247.17	299.18	332.29	股权融资	-0.79	0.00	0.00	0.00
所得税	17.07	37.08	44.88	49.84	支付股利	-15.47	-21.29	-41.60	-50.35
净利润	105.14	210.09	254.30	282.45	其他	-52.83	3.28	-2.15	-4.60
少数股东损益	-1.31	2.10	2.54	2.82	筹资活动现金流净额	22.20	69.40	32.32	83.07
归属母公司股东净利润	106.45	207.99	251.76	279.63	现金流量净额	21.76	-331.47	105.41	127.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	898.82	567.34	672.75	799.95	成长能力				
应收和预付款项	1542.77	3385.55	3983.88	4722.39	销售收入增长率	17.54%	110.43%	18.58%	18.91%
存货	669.93	1437.89	1729.13	2046.10	营业利润增长率	-15.25%	147.49%	24.66%	12.44%
其他流动资产	0.01	0.02	0.03	0.03	净利润增长率	-2.28%	99.83%	21.04%	11.07%
长期股权投资	5.81	5.81	5.81	5.81	EBITDA 增长率	-4.51%	25.72%	19.18%	11.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	520.25	488.73	457.21	425.69	毛利率	17.99%	18.00%	18.00%	18.00%
无形资产和开发支出	117.32	107.76	98.20	88.63	三费率	13.02%	13.08%	13.03%	13.06%
其他非流动资产	42.15	41.06	39.96	38.87	净利率	3.90%	3.70%	3.78%	3.53%
资产总计	3797.06	6034.17	6986.97	8127.48	ROE	7.93%	13.79%	14.65%	14.35%
短期借款	398.83	486.23	562.31	700.33	ROA	2.77%	3.48%	3.64%	3.48%
应付和预收款项	1561.45	3433.70	4069.16	4805.09	ROIC	8.68%	9.37%	8.80%	8.83%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	EBITDA/销售收入	7.60%	4.54%	4.56%	4.27%
其他负债	471.62	550.97	579.53	614.00	营运能力				
负债合计	2471.90	4510.90	5251.00	6159.42	总资产周转率	0.74	1.15	1.03	1.06
股本	515.76	515.76	515.76	515.76	固定资产周转率	5.17	11.62	14.73	18.81
资本公积	215.79	215.79	215.79	215.79	应收账款周转率	2.56	3.23	2.56	2.58
留存收益	601.42	788.13	998.29	1227.56	存货周转率	3.52	4.32	3.46	3.46
归属母公司股东权益	1323.68	1519.68	1729.84	1959.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.91%	—	—	—
少数股东权益	1.49	3.59	6.13	8.95	资本结构				
股东权益合计	1325.16	1523.27	1735.97	1968.07	资产负债率	65.10%	74.76%	75.15%	75.79%
负债和股东权益合计	3797.06	6034.17	6986.97	8127.48	带息债务/总负债	33.81%	20.47%	19.03%	18.46%
					流动比率	1.53	1.32	1.33	1.32
					速动比率	1.20	0.97	0.97	0.97
					股利支付率	14.54%	10.24%	16.52%	18.01%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.40	0.49	0.54
					每股净资产	2.57	2.95	3.37	3.82
					每股经营现金	0.12	-0.78	0.14	0.09
					每股股利	0.03	0.04	0.08	0.10
业绩和估值指标									
EBITDA	204.79	257.47	306.84	341.95					
PE	104.32	53.39	44.11	39.71					
PB	8.38	7.29	6.40	5.64					
PS	4.12	1.96	1.65	1.39					
EV/EBITDA	53.77	44.39	37.15	33.37					
股息率	0.14%	0.19%	0.37%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn