

强烈推荐-A (维持)

杰赛科技 002544.SZ

当前股价: 19.54 元
2017年08月01日

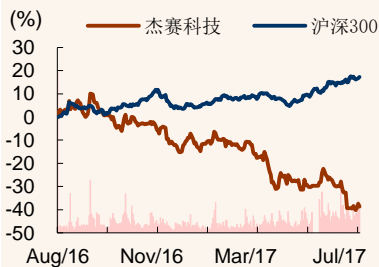
中国电科成立通信子集团, 打造通信事业资本平台

基础数据

上证综指	3273
总股本(万股)	51576
已上市流通股(万股)	51109
总市值(亿元)	101
流通市值(亿元)	100
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	64.0%
主要股东	广州通信研究所(中国)
主要股东持股比例	34.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-31	-40
相对表现	-18	-41	-56



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《杰赛科技(002544): 业绩符合预期, 关注后续整合预期(更新)》
2017-03-10

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

研究助理

余俊

yujun@cmschina.com.cn

事件: 7月31日, 公司发布多个重要公告: 1) 公司收到证监会7月28日印发的批复文件, 公司发行股份购买资产并募集配套资金方案已经证监会并购重组审核委员会审核通过。2) 公司实控人中国电科拟以通信事业部为基础, 组建设立中电通信。中电通信组建后, 将统筹开展通信事业部业务资产及资源的整合重组, 并承担后续经营改革工作。同时中国电科拟将杰赛科技涉及其直接控制权转移的相应国有股份无偿划转至中电通信, 杰赛科技将作为中电通信未来资本运作的上市平台。

评论:

1、定增获得批复, 价格倒挂、大股东维持认购承诺

公司定增在经历了6家公司到5家公司的方案调整后, 最终获得证监会通过批复文件, 且定增价格不变, 定增价格30.21元与当前价格19.54元倒挂54.6%。大股东中电科下属投资公司维持参与认购, 且金额不超过2亿元的承诺, 显示出大股东对公司未来极强的信心。此次注入的5家公司在2016年的合计收入和利润规模分别为21亿和0.95亿, 与上市公司2016年收入27亿, 利润1.06亿的体量基本相当, 按照业绩承诺, 2017-2018年, 远东通信和中网华通的承诺业绩为1.15亿和1.35亿元, 注入完成后将大幅增厚公司盈利水平。

2、后续资产注入预期不变, 打开军品注入空间

此次资产重组主要涉及中电科下属通信事业部内54所、7所、50所、34所以及39所部分民品业务的注入, 只是拉开公司资产重组的序幕, 为未来军品业务的注入打开空间。中国电科以通信事业部为基础设立通信子集团中电通信, 并将杰赛科技涉及其直接控制权转移的相应国有股份无偿划转至中电通信, 杰赛科技将作为中电通信未来资本运作的上市平台, 具有重要里程碑意义。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2294	2696	3279	3941	4609
同比增长	18%	18%	22%	20%	17%
营业利润(百万元)	100	85	114	148	177
同比增长	24%	-15%	34%	30%	19%
净利润(百万元)	107	106	128	151	177
同比增长	17%	-1%	21%	18%	17%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.25	0.29	0.34
PE	96.1	96.9	80.3	68.2	58.3
PB	8.4	7.8	8.6	7.9	7.2

资料来源: 公司数据、招商证券

通信事业部是中电科集团下的事业部改制试点平台，也是中电科提高资产证券化率的桥头堡，迈向通信子集团是整个事业单位企业化运作的关键步骤。据估计，通信事业部下属 5 个主要研究所 2016 年收入规模超过 150 亿，利润体量超过 10 亿元，杰赛科技作为通信事业部唯一平台，使得其未来具有较大想象空间。

3、主营业务保持稳健发展，公网移动通信服务海外增长迅速

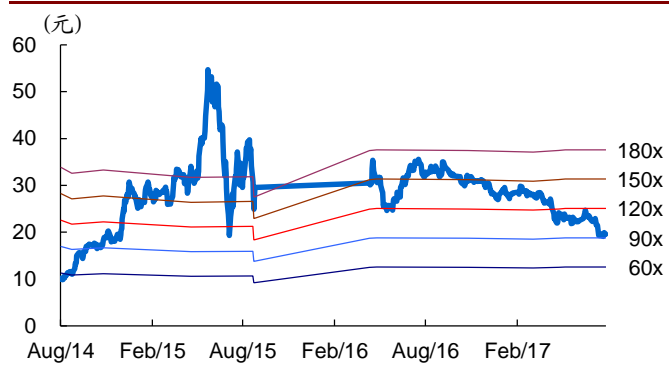
公司目前三大主营业务移动通信网络规划设计、印制电路板业务以及专用网络电子系统工程保持稳健增长，公网移动通信网络规划和印制电路板制造是利润主要来源。公司是移动通信规划设计领域最大的第三方设计院，拥有多项行业顶级资质，目前在铁塔、联通、移动、电信四大运营商合作的省级公司分别达到 26、26、22 和 19 个，此次并购公司中网华通与杰赛此部分业务具有很好的协同效应，将加大公司在华北和东北等地的覆盖力度。同时公司在印尼、马来西亚、柬埔寨及缅甸等东南亚国家业务发展迅速，成为公司海外出海的重要着力点。军工 PCB 业务受军改影响去年有所下降，随着军改的逐步落地，以及广州珠海两处制造基地的进一步完善，PCB 业务有望重回高速发展轨道。

4、院所改制先锋，通信事业资本平台，维持“强烈推荐”

公司作为中电科旗下通信事业部唯一上市平台，在注入远东通信等 5 个研究院所民品资产后，整体资产证券化水平仍然较低，未来仍存在军品业务较强的注入预期。预计公司 17-18 年净利润分别为 1.28 亿和 1.51 亿，考虑增发情况下，公司市值 132 亿，17-18 年备考净利润分别为 2.43 亿和 2.86 亿，当前股价对应 17-18 年备考 PE 为 54X 和 46X，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：军工资产证券化进度不及预期、运营商资本开支持续下降

图 1: 杰赛科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 杰赛科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2845	3112	3892	4576	5354
现金	870	899	1234	1314	1456
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	275	319	388	467	546
应收款项	1011	1070	1288	1624	1987
其它应收款	87	94	115	138	161
存货	545	670	797	951	1110
其他	56	59	71	83	93
非流动资产	668	686	643	598	565
长期股权投资	0	6	6	6	6
固定资产	540	504	471	440	413
无形资产	60	70	63	57	51
其他	68	106	103	96	95
资产总计	3513	3797	4535	5175	5919
流动负债	1876	2035	2901	3424	4033
短期借款	338	399	945	1126	1374
应付账款	685	701	846	1011	1182
预收账款	27	39	53	57	71
其他	828	896	1057	1230	1406
长期负债	407	437	437	437	437
长期借款	10	40	40	40	40
其他	397	397	397	397	397
负债合计	2283	2472	3338	3862	4470
股本	516	516	516	516	516
资本公积金	202	206	206	206	206
留存收益	510	601	472	585	716
少数股东权益	2	1	3	6	10
归属于母公司所有者权益	1229	1324	1194	1307	1438
负债及权益合计	3513	3797	4535	5175	5919

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	50	63	126	19	24
净利润	107	106	128	151	177
折旧摊销	56	63	56	52	48
财务费用	58	72	65	70	72
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(167)	(171)	(132)	(273)	(288)
其它	(5)	(8)	8	19	15
投资活动现金流	(90)	(64)	(12)	(12)	(12)
资本支出	(90)	(59)	(12)	(12)	(12)
其他投资	0	(6)	(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	17	22	221	73	130
借款变动	335	332	544	182	248
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(3)	4	0	0	0
股利分配	(258)	(258)	(258)	(39)	(45)
其他	(57)	(56)	(65)	(70)	(72)
现金净增加额	(23)	20	335	80	142

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2294	2696	3279	3941	4609
营业成本	1848	2211	2669	3189	3728
营业税金及附加	7	11	14	20	23
营业费用	83	95	125	154	180
管理费用	168	200	252	315	378
财务费用	58	57	65	70	72
资产减值损失	30	37	40	45	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	100	85	114	148	177
营业外收入	25	38	39	38	42
营业外支出	9	0	2	6	6
利润总额	116	122	151	180	213
所得税	9	17	21	26	32
净利润	108	105	130	154	181
少数股东损益	0	(1)	1	3	5
归属于母公司净利润	107	106	128	151	177
EPS (元)	0.21	0.21	0.25	0.29	0.34

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	18%	22%	20%	17%
营业利润	24%	-15%	34%	30%	19%
净利润	17%	-1%	21%	18%	17%
获利能力					
毛利率	19.4%	18.0%	18.6%	19.1%	19.1%
净利率	4.7%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%
ROE	8.7%	8.0%	10.8%	11.6%	12.3%
ROIC	9.3%	6.9%	7.1%	7.5%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	65.0%	65.1%	73.6%	74.6%	75.5%
净负债比率	10.0%	11.6%	21.7%	22.5%	23.9%
流动比率	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.8	3.6	3.6	3.7	3.6
应收帐款周转率	2.4	2.6	2.8	2.7	2.6
应付帐款周转率	2.8	3.2	3.5	3.4	3.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.21	0.21	0.25	0.29	0.34
每股经营现金	0.10	0.12	0.24	0.04	0.05
每股净资产	2.38	2.57	2.32	2.53	2.79
每股股利	0.50	0.50	0.07	0.09	0.10
估值比率					
PE	93.9	94.7	78.4	66.6	57.0
PB	8.2	7.6	8.4	7.7	7.0
EV/EBITDA	28.6	30.7	24.8	21.6	19.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，6年证券行业经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，5年证券研究经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

余俊 招商证券通信行业分析师 工学硕士，7年民航空管从业经历

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。