

强烈推荐-A (维持)

杰赛科技 002544.SZ

当前股价: 20.46 元

2017年08月27日

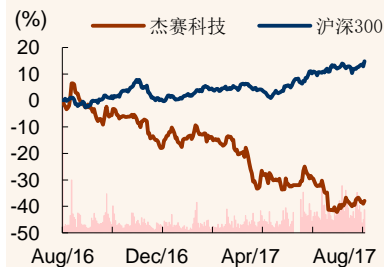
业绩符合预期, 中电科成立通信集团打开空间

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	51576
已上市流通股(万股)	51154
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	105
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	64.3%
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	4	-26	-40
相对表现	2	-36	-55



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《杰赛科技(002544): 中国电科成立通信子集团, 打造通信事业资本平台》2017-08-01
- 2、《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: 公司8月25日晚间公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入13.51亿元, 同比增长20.40%; 归属于上市公司股东的净利润2056.89万元, 同比增长26.00%, 实现EPS为0.04元。扣非后净利润为1470.53万元, 同比增加1.99%。公司同时预告2017年1-9月预计的经营业绩, 预计净利润变动幅度0-50%。

评论:

1、业绩符合预期, 海外业务拓展顺利

2017年上半年公司实现营业收入13.5亿元, 同比增长20.4%; 归属母净利润2056.9万元, 同比增长20.4%, 业绩符合预期, 公司重回增长态势。公司紧紧抓住国家“一带一路”政策机遇以及“4G”“宽带中国”等建设契机, 积极拓展通信规划、设计等通信技术服务业务。扣非净利润同比增长2%, 本报告期结转递延政府补助700多万是造成扣非净利润增速低于归母净利润主因。

从分产品看, 通信网络建设综合解决方案中公网和专网收入分别同比增长16.5%和22.6%。公网业务已具备通信服务领域全流程能力, 2017年上半年通信板块新增市场12.41亿元, 在运营商投资放缓的大环境下, 公司市场开拓进展迅速。网络覆盖产品(天线、直放站等)和网络接入产品(数字机顶盒)同比增长173.3%和11.2%。印制电路板业务收入同比增长8.7%, PCB业务克服“军改”等影响, 积极向上下游产业链延伸, 打造一体化高端装备制造能力, 提升装备制造的智能化水平。

此外, 公司海外业务获得较快发展, 海外收入同比增长45%, 继印度尼西亚、马来西亚公司后, 公司又成功设立缅甸、柬埔寨2个海外子公司。从上半年业绩情况看, 除刚刚设立的缅甸GT处于投入期亏损以外, 其余海外子公司均实现盈利。未来随着“一带一路”战略的持续推进, 公司有望进一步提升海外业务占比。

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	98.3	99.1	82.1	69.8	59.7
PB	8.6	8.0	8.8	8.1	7.3

资料来源: 公司数据、招商证券

2、毛利率有所下滑，费用控制有效

综合毛利率为 17.5%，同比下降 1.7 个百分点。具体看，公网业务毛利率为 21.6%，同比上升 0.3 个百分点，专网业务毛利率为 6.8%，同比下降 0.4 个百分点，公网业务毛利率企稳，公司网络设计维护将逐步体现一体化规模能力。网络覆盖设备和网络接入设备毛利率分别为 5.5%和 7.6%，同比分别提升 10.3 和下降 3.4 个百分点，网络覆盖产品去年投入期，毛利率为负数，今年收入和毛利率均得到大幅提升。通信类 PCB 业务毛利率 24.7%，同比下降 3.8 个百分点，2016 年上半年 PCB 业务毛利率相对历史年份偏高，目前回到历史平均水平。

费用方面，综合费用率 14.77%，同比下降 0.45 个百分点。其中销售费用率 4.16%，同比上升了 0.06 个百分点；管理费用率 8.27%，同比下降了 0.9 个百分点，公司加大研发投入，在大数据、物联网、5G 和军品等新项目上加大布局力度，其中研发费用 6361.9 万元，同比增长 25.3%，研发费用率 4.71%，同比上升 0.18 个百分点。另外，财务费用率 2.34%，同比上升 0.39 个百分点，主要是短期借款利息的增加及人民币汇率变动导致印尼等海外子公司汇兑损失的增加所致。

3、主业稳定发展，中电科通信子集团资本运作平台

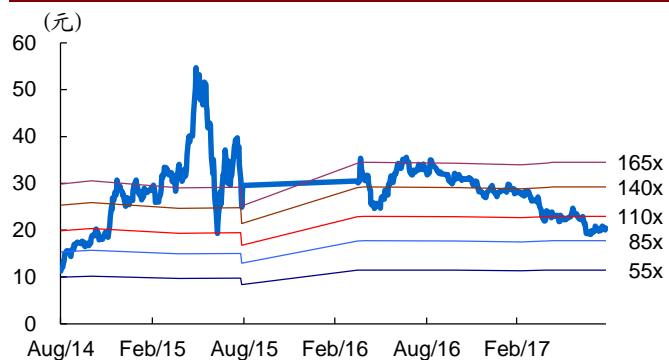
公司目前三大主营业务移动通信网络规划设计、印制电路板业务以及专用网络电子系统工程保持稳健增长，公网移动通信网络规划和印制电路板制造是利润主要来源。公司是移动通信规划设计领域最大的第三方设计院，拥有多项行业顶级资质，目前在铁塔、联通、移动、电信四大运营商合作的省级公司分别达到 26、26、22 和 19 个。中国电科以通信事业部为基础设立通信子集团中电通信，并将杰赛科技涉及及其直接控制权转移的相应国有股份无偿划转至中电通信，杰赛科技将作为中电通信未来资本运作的上市平台，具有重要里程碑意义。通信事业部是中电科集团下的事业部改制试点平台，也是中电科提高资产证券化率的桥头堡，迈向通信子集团是整个事业单位企业化运作的关键步骤。公司即将进行的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。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。

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子集团唯一上市平台，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、1.51 亿和 1.77 亿元，考虑增发情况下，公司市值 137 亿，17-19 年备考净利润分别为 2.43 亿、2.86 亿和 3.42 亿元，当前股价对应 17-19 年备考 PE 为 57X、48X 和 40X，维持“强烈推荐-A”投资评级。

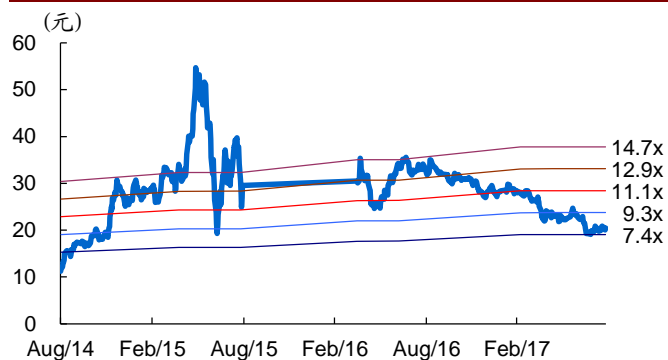
风险提示：军工资产证券化进度不及预期、运营商资本开支持续下降

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

参考报告:

- 1、《杰赛科技 (002544): 中国电科成立通信子集团, 打造通信事业资本平台》2017-08-01
- 2、《杰赛科技 (002544): 业绩符合预期, 关注后续整合预期 (更新)》2017-03-10

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	98.3	99.1	82.1	69.8	59.7
PB	8.6	8.0	8.8	8.1	7.3
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。