

杰赛科技(002544)/国防军工

新平台, 新动力, 新龙头, 新征途

评级: 买入(首次)

市场价格: 21.33

目标价格: 36.00

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人: 吴张爽

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	516
流通股本(百万股)	511
市价(元)	20.77
市值(百万元)	10,506
流通市值(百万元)	10,411

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2293.78	2696.11	5735.27	6861.56	8107.60
增长率 yoy%	17.82%	17.54%	112.72%	19.64%	18.16%
净利润	107.31	106.45	242.81	289.02	347.69
增长率 yoy%	17.31%	-0.80%	128.11%	19.03%	20.30%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.39	0.47	0.56
每股经营现金流量	0.10	0.10	-0.52	0.27	0.26
净资产收益率	8.31%	7.93%	5.09%	5.76%	6.53%
P/E	167	121	53	45	37
PEG	9.65	-151.25	0.41	2.36	1.82
P/B	12	9.72	2.74	2.60	2.45

投资要点

- 移动通信规划设计领域领导者, 军用 PCB 制造龙头, 军工优质标的业绩表现稳健:** 公司主要从事移动通信网络规划设计、通信/军工印制电路板制造、专网集成(智慧城市、物联网、云计算)、三大业务收入占比四三三, 利润占比五三一。公司为移动通信规划设计领域最大的独立第三方设计院的行业地位, 市占率 7% 左右, 同时为国内排名第一的军用 PCB 制造商, 客户主要涉及三大电信运营商, 军工集团和科研院所以及政府公共事业机构单位, 公司 2016 全年实现营业收入 26.97 亿元, 同比增长 18%, 归属于上市公司股东的净利润为 1.06 亿元, 同比减少 0.80%。受益于下游通信市场的景气发展, 公司近年营收保持在 20% 左右的增速, 通信市场公开招标竞争激烈导致净利润增速不及营收。我们认为公司将利用在移动通信规划和 PCB 制造的龙头地位, 借势 5G、宽带中国等通信网络规划和军工制造升级, 打造一体化全流程供应商, 公司业绩有望保持 20%-30% 的持续增长。
- 发力智慧城市与海外经营, 多元创新与国际业务为公司发展注入新活力:** 公司发挥全流程, 跨网络, 多技术的核心优势, 利用自身在专网集成的经验和品牌, 培育了物联网, 大数据, 云计算、智慧城市等新兴业务。公司海外业务获得较快发展, 继印度尼西亚、马来西亚公司后, 公司又成功搭建缅甸、柬埔寨 2 个海外平台, 目前均已实现近 2 亿营收和高质量盈利。我们看好公司布局发展前景广阔的多元创新业务和海外业务, 将成为公司发展的新动能。
- 电科通信子集团上市平台, 院所资源丰富, 资产重组获批拉开序幕, 有望充分受益集团资产证券化提速与科研院所改制:** 公司收购电科集团通信事业部 34 所, 54 所 5 家公司获批, 增厚公司利润 82%, 同时电科集团以原通信事业部为基础组建网络信息产业板块平台公司——中电通信集团, 将杰赛科技作为板块子集团中电通信未来资本运作的上市平台。目前电科集团资产证券化较低且旗下科研院所众多, 我们估算通信事业部体量仍有 10 亿利润空间, 且有望保持 20%-30% 的增长, 我们认为杰赛科技将充分受益集团资产证券化提速和科研院所改制带来的红利。
- 军工全产业链通信龙头有望浮现, 内生外延并举, 打造新一代信息技术的集大成者和信息化专业一体化综合服务提供者, 开启军民大市场征途:** 公司通过横向联合与纵向整合, 充分利用资产的协同作用, 将打造军民通信网络规划设计服务, 智能军民电子制造, 通信网络设备, 智慧综合信息系统, 通信导航五大产业, 实现从基础制造、智能装备、系统集成到顶层设计、互联互通的全产业链覆盖, 在各业务板块上实施一体化战略。我们认为公司有望充分整合电科集团相关通信业务, 成为新一代军民通信龙头企业, 享受军工信息化和通信行业升级换代带来的机遇。
- 盈利预测及投资建议:** 考虑增发, 我们预测公司 2017-2019 年实现收入分别为 57/69/81 亿元, 同比增长 113%/20%/18%; 实现归母净利润 2.43/2.89/3.48 亿元, 同比增长 128%/19%/20%; 对应 17-19 年 EPS 分别为 0.39/0.47/0.56 元。公司定位为电科集团通信板块资本运作上市平台, 未来资产注入和整合预期较大, 不能按照常规估值方法。我们主要看中公司平台价值, 选取军工集团中具有平台地位的上市公司进行参考估值。我们将通信子集团(除去本次并购 5 家单位)未来资产注入弹性测算叠加到上市公司到各个年度, 公司 17-19 年 EPS 将增大至 0.84/0.92/1.01 元, 对应股价为 36 元, 相当于约 42 倍估值, 212 亿市值, 公司有望成为新的军工通信新龙头, 优质大企业, 对标军工白马。公司股价低于定增价格, 安全边际高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 集团资产证券化不及预期; 科研院所改制不及预期; 国防信息化建设和公司军工业务发展不及预期。

内容目录

1.电科集团旗下优质军工通信公司	- 5 -
1.1 移动通信网络规划设计和军工 PCB 龙头企业	- 5 -
1.2 公司业绩保持稳定，多元创新和海外业务逐渐放量	- 6 -
1.3 股权结构	- 8 -
2.移动通信网络规划设计优化与 PCB 制造业务齐飞	- 8 -
2.1 国内最大的移动通信规划设计第三方设计院	- 8 -
2.2 国内排名第一的军用 PCB 制造商	- 12 -
3.多元创新为公司发展注入新动能	- 15 -
3.1 公司专网集成业务发展稳健，受益未来智慧城市与物联网建设	- 15 -
3.2 积极布局云计算、大数据等创新业务	- 15 -
4.收购电科集团院所资源获批，拉开资产注入大幕	- 17 -
4.1 电科集团旗下院所资源丰富，改革与资产证券化双提速	- 17 -
4.2 设立中电通信开展通信事业部资产整合，杰赛科技为唯一上市平台 ...	- 19 -
4.3 收购院所资源获批，后续资产注入仍存预期	- 20 -
5.公司有望借势打造军工通信新龙头	- 24 -
5.1 电科整合通信资源，杰赛可以有望成为潜在军民通信龙头	- 24 -
5.2 借势国防信息化建设和军民融合，军工通信前景广阔	- 25 -
6.盈利预测与估值	- 26 -
6.1 主营业务营收预测假设	- 26 -
6.2 毛利率水平预测与关键假设	- 27 -
6.4 绝对估值	- 28 -
6.5 相对估值（平台估值与折现估值）	- 29 -
风险提示	- 30 -

图表目录

图表 1: 杰赛科技历史沿革	- 5 -
图表 2: 杰赛科技主要业务与产品	- 5 -
图表 3: 公司五大核心竞争力	- 6 -
图表 4: 杰赛科技近年收入结构	- 7 -
图表 5: 公司近年营收及其增长率	- 7 -
图表 6: 公司近年归母净利润及其增长率	- 7 -
图表 7: 公司近年毛利率和净利率	- 7 -
图表 8: 公司近年三费率	- 7 -
图表 9: 公司股权结构	- 8 -
图表 10: 公司移动通信网络规划全产业链业务	- 9 -
图表 11: 公司移动通信网络规划设计技术成果	- 9 -
图表 12: 公司近年运营商客户覆盖省份增长状况	- 10 -
图表 13: 公司移动通信网络规划设计业务稳定增长	- 10 -
图表 14: 中国通信行业投资状况	- 10 -
图表 15: 中国通信行业投资结构	- 10 -
图表 16: 中国通信行业投资状况	- 11 -
图表 17: 运营商 4G/5G 投资 (亿美元)	- 11 -
图表 18: 宽带中国时间表	- 12 -
图表 19: 公司移动通信网络规划设计业务稳定增长	- 12 -
图表 20: 公司 PCB 产品	- 13 -
图表 21: 公司 PCB 产品一站式服务	- 13 -
图表 22: 公司 PCB 产品营收	- 13 -
图表 23: 公司 PCB 产品毛利率	- 13 -
图表 24: PCB 广州基地	- 14 -
图表 25: PCB 珠海基地	- 14 -
图表 26: 全球 PCB 产值增长	- 15 -
图表 27: 智慧城市与物联网应用建设	- 15 -
图表 28: 专网集成项目-污染源监测系统	- 15 -
图表 29: 大数据产业链	- 16 -
图表 30: 大数据市场规模	- 16 -
图表 31: 中国国内云计算市场规模	- 17 -
图表 32: 电科集团近年营收和净利润水平	- 17 -
图表 33: 电科集团不同口径资产证券化率	- 17 -
图表 34: 电科集团旗下 47 家科研院所	- 18 -
图表 35: 电科集团通信板块新平台	- 19 -
图表 36: 电科集团通信板块旗下科研院所主要研究方向和业务	- 19 -
图表 37: 收购标的评估值	- 20 -
图表 38: 电科集团通信板块旗下科研院所主要研究方向和业务	- 21 -
图表 39: 交易前后公司盈利水平对比	- 22 -
图表 40: 并购标的盈利状况	- 22 -
图表 41: 电科 54 所财务状况	- 23 -
图表 42: 电科 50 所财务状况	- 23 -
图表 43: 通信板块 5 大院所部门子公司 (高亮公司为此次注入)	- 23 -
图表 44: 军工资产注入三个维度	- 24 -

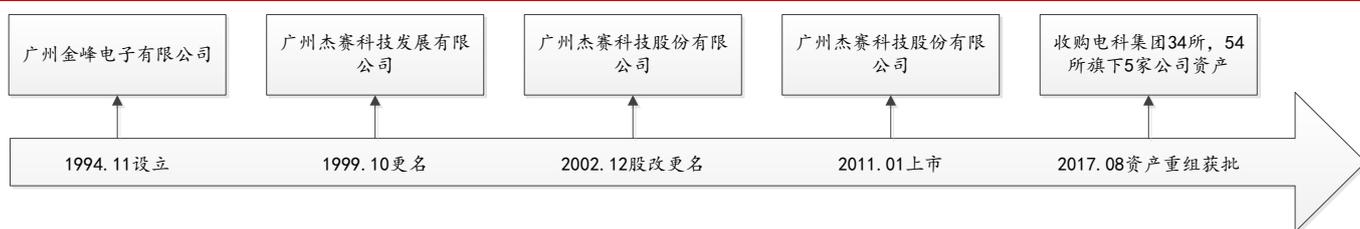
图表 45: 电科集团军工通信板块.....	- 24 -
图表 46: 电科集团民用通信板块.....	- 25 -
图表 47: 中美军事信息化对比以及军事通信发展历程.....	- 26 -
图表 48: 分业务盈利预测.....	- 27 -
图表 49: FCFF 绝对估值假设条件.....	- 28 -
图表 50: FCFF 估值结果.....	- 29 -
图表 51: FCFF 敏感性分析.....	- 29 -
图表 52: 矿山服务产业链可比公司估值情况.....	- 30 -
图表 54: 杰赛科技盈利预测 (考虑增发)	- 31 -

1. 电科集团旗下优质军工通信公司

1.1 移动通信网络规划和军工 PCB 龙头企业

- 公司源于通信，积淀深厚：**公司是高新技术企业和创新型企业，是由中国电子科技集团公司广州通信研究所（第七研究所）民品部门于 2000 年改制组建的国有控股股份制上市企业。公司控股股东中国电科七所作为国家认定的部属一类军工研究所，是特种通信技术总体单位，主要负责研究特种移动通信新技术、新系统和新设备，为国防建设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。公司于 2002 年完成股改，并于 2011 年 1 月上市。

图表 1：杰赛科技历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司聚焦通信网络规划，印制电路板制造，专网集成三大业务：**公司主要从事移动通信网络规划设计、通信/军工印制电路板制造、专网集成（智慧城市、物联网、云计算），三大业务收入占比四三三，利润占比五四一。另有少量业务涉及网络覆盖产品（天线、直放站、WLAN 等）和网络接入产品（数字机顶盒等）。公司为移动通信规划设计领域最大的独立第三方设计院的行业地位，市占率 7% 左右，同时为国内排名第一的军用 PCB 制造商，客户主要涉及三大电信运营商，军工集团和科研院所以及政府公共事业机构单位。

图表 2：杰赛科技主要业务与产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 打造新一代信息技术的集大成者和信息化专业一体化综合服务提供者：**公司规划发挥“全流程、跨网络、多技术”的核心优势，立足于电子信息领域，做大做强通信主业，形成以电子装备制造、通信网络技术服务为核心，以系统集成、物联网、通信设备制造为支柱，以智能制造、互联网+、大数据、云计算为新兴培育发展方向的业务格局，实现从基础制造、智能装备、系统集成到顶层设计、互联互通的全产业链覆盖，致力成为电子信息领域知名综合服务提供商，矢志成为国家重点工程的建设者、智慧生活的创造者、新一代信息技术的集大成者和信息化专业服务提供者。

图表 3：公司五大核心竞争力



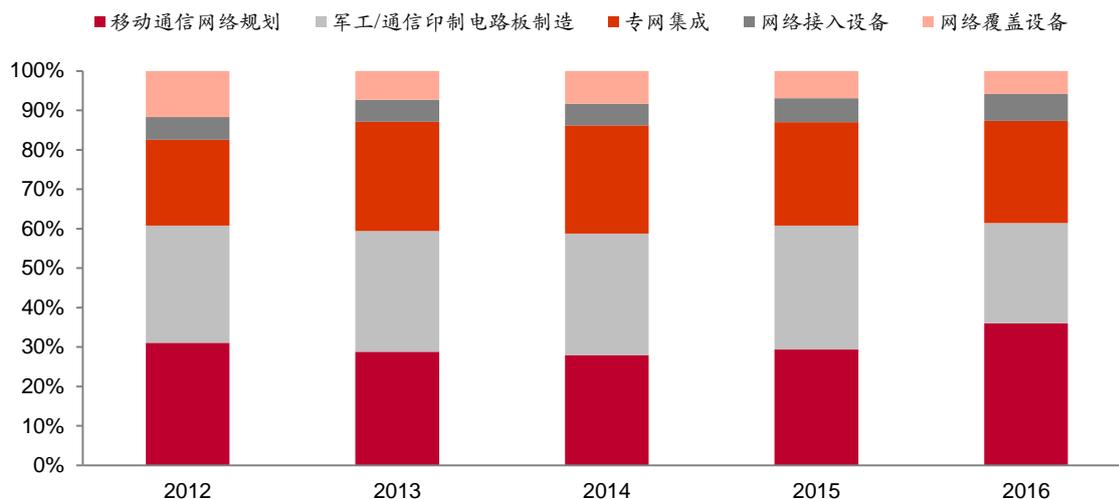
来源：中泰证券研究所

- 科学布局五大产业，内生外延并举，加快资源的横向联合和纵向整合，业务板块上实施一体化战略：**公司科学布局通信网络设备、通信网络服务、智慧电子制造、智慧综合信息系统和通信导航等五大产业，加强资源整合和产业间的横向联合，在公司整体业务布局上实施相关多元化产业发展战略；加快产业链纵向整合能力，渐进控制产业链的价值高端环节，以提升产品和服务的毛利率水平、掌握关键环节的核心技术等方式获取更大的竞争优势，在各业务板块上实施一体化战略；为全面响应客户需求，提供有效、有竞争力的产品和服务，增强客户粘性，提升议价能力，在产品和服务上实施差异化战略；以科技创新和资本运作为支撑，内生增长和外延扩张并举，实现公司规模化、效益化、集团化发展。

1.2 公司业绩保持稳定，多元创新和海外业务逐渐放量

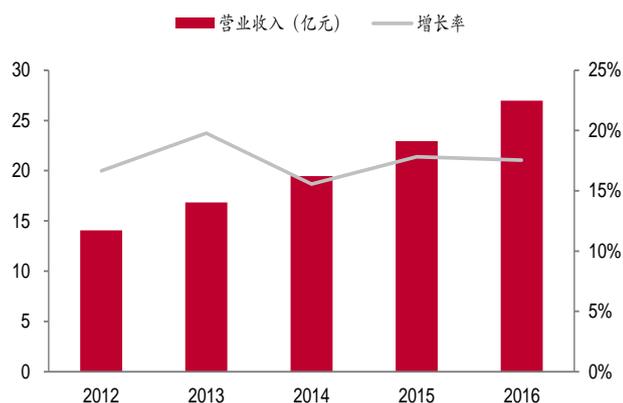
- 公司业绩保持稳健，通信规划与专网集成业务毛利承压，PCB 制造毛利率从走高：**公司在发展主业的同时，积极推进云计算以及大数据研发，聚焦公用事业、民生服务和公共安全三大方向，提供基于“互联网+各行业应用”的新产业或新服务。受益于通信行业的景气发展以及国家对通信行业固定投资的稳健增长，公司 2016 全年实现营业收入 26.97 亿元，同比增长 18%，下游通信市场的公开招标引发激烈竞争态势以及电子制造业的下行导致公司归属于上市公司股东的净利润为 1.06 亿元，同比减少 0.80%。公司 PCB 产品，定位于军民品小批量、快件、高可靠性核心业务，毛利水平有所回升。同时公司通过资源整合以及销售渠道的优化管理，三费率包括销售费用率和管理费用率逐年下降。处于较高水平的财务费用有望在定增募集资金到位之后有所减少。我们看好公司通过资源整合，进一步扩大市占率，降低成本和费用，提升盈利水平。

图表 4: 杰赛科技近年收入结构



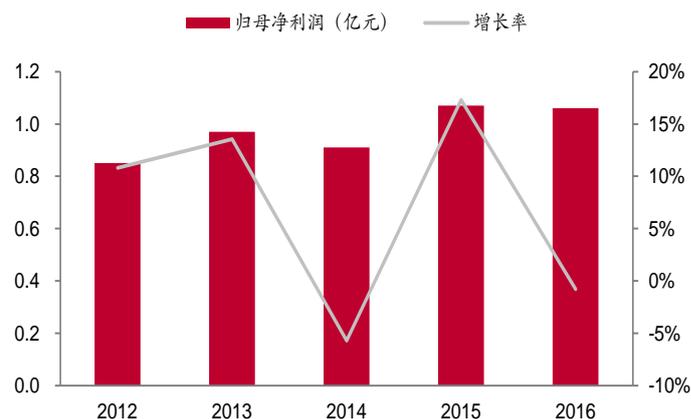
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司近年营收及其增长率



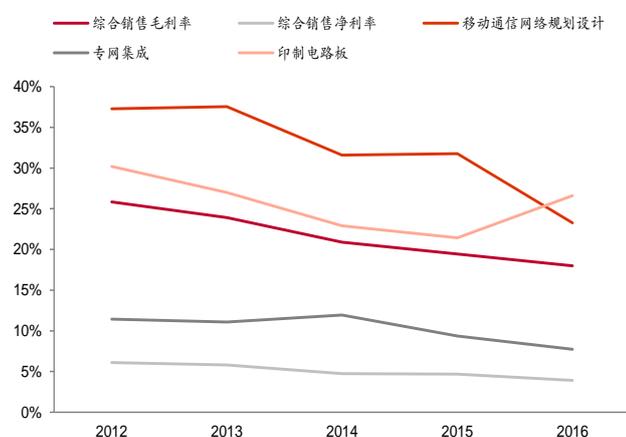
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司近年归母净利润及其增长率



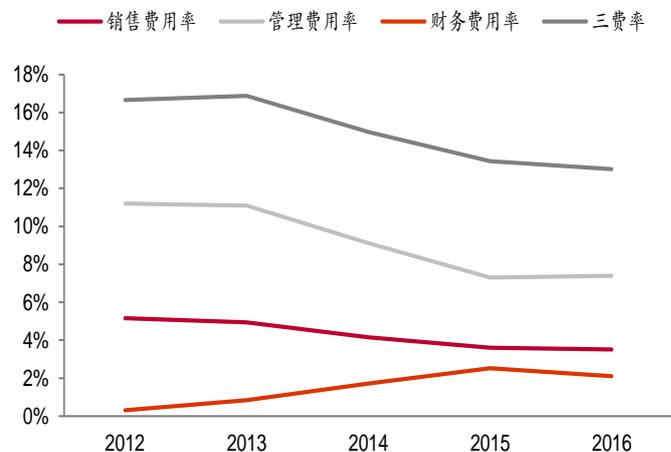
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司近年毛利率和净利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司近年三费率



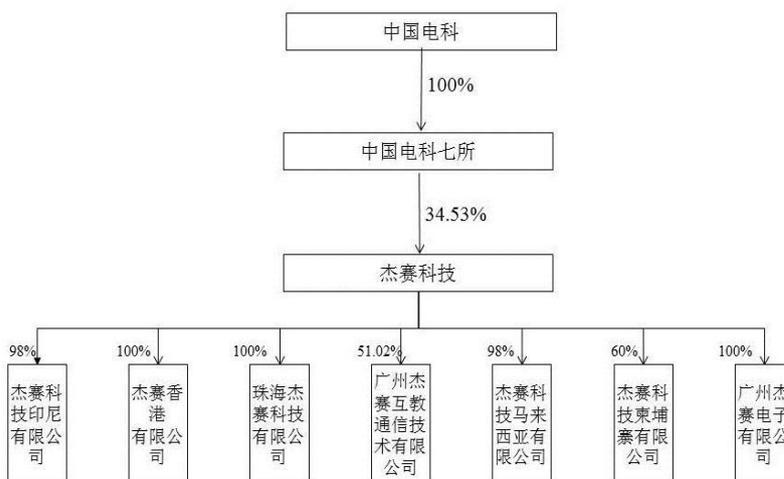
来源: wind, 中泰证券研究所

- **海外业务获得较快发展：**2017年4月19日，公司董事会收到杰赛缅甸子公司“缅甸 GT 宽带有限公司”，已完成相关注册登记手续的通知。继印度尼西亚、马来西亚公司后，公司又成功搭建缅甸、柬埔寨 2 个海外平台。

1.3 股权结构

- 截至 2017 年 3 月 31 日，公司控股股东为中国电科七所，实际控制人为中国电科。公司总股本为 5.17 亿股。流通 A 股 5.11 亿股。

图表 9：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

2. 移动通信网络规划设计优化与 PCB 制造业务齐飞

2.1 国内最大的移动通信规划设计第三方设计院

- **公司为国内最大的移动通信规划设计第三方设计院，覆盖全产业链：**公司是国内最大的通信网络规划设计第三方独立单位，业务涉及规划设计：运营与管理咨询，网络规划，工程勘察，工程设计，工程监理；网络优化：网络评估，网络优化，工程督导，网络运维，WLAN 网络优化等覆盖全产业链。在运营商招标过程中中标率较高。工程质量与规划效果居于行业前列，尤其在工程质量上有较大优势，市场口碑较好。公司占整个移动通信规划设计的市场份额 6%-7%，公司与中国联通合作较为紧密，占据联通市场份额约 20%。2016 年 4 月，公司在原有多项甲级资质的基础上又取得通信铁塔工程设计专业甲级资质、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，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。公司紧跟通信前沿技术发展的步伐，积极从事开展 3G、LTE 规划设计、传输网络宽带化研究，编写了《WCDMA 规划设计手册（第二版）》及《LTE 网络规划设计手册》。此外，还主导编制了《中国联通室内分布系统建设管理指导意见》等近 20 多项行业、企业标准及规范。

图表 10：公司移动通信网络规划全产业链业务



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 11：公司移动通信网络规划设计技术成果



来源：公司官网，中泰证券研究所

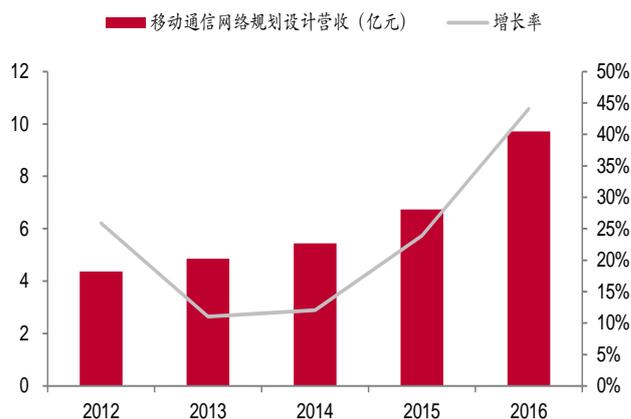
- 公司客户保持稳定增长，持移动通信网络规划设计与优化业务持续向上：**
 公司紧紧抓住国家“一带一路”政策机遇以及“4G”“宽带中国”等建设契机，积极拓展通信规划、设计、勘察、优化、咨询、工程、总承包和宽带运营等各项业务。在保持既有市场的基础上，在移动集团的集中采购中，承接到 4 个省的设计业务和 3 个省的工程施工业务，截至 2016 年年底，公司在四大运营商业务情况如下：铁塔市场新增 1 个省（达到 26 省）、联通市场新增 3 个省（达到 26 省）、移动市场新增 3 个省（达到 22 个省）、电信市场新增 7 个省（达到 19 个省）。在原有规划设计和网络优化业务的基础上，积极拓展网络代维以及通信一体化工程，尝试拓展网络运营服务业务并落地实施，积极拓展通信服务领域的全流程业务。受益于通信行业继续保持的快速发展，公司移动通信网络规划设计业务连续五年增长，2016 年同比增长 44%。但受到运营商全面推进公开招标采购，竞争主体资质门槛降低和整体价格下降的影响，公司业务的毛利有所下降。

图表 12: 公司近年运营商客户覆盖省份增长状况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

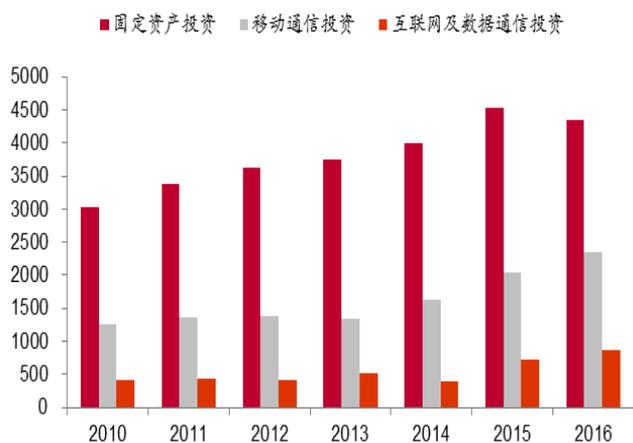
图表 13: 公司移动通信网络规划设计业务稳定增长



来源: wind, 中泰证券研究所

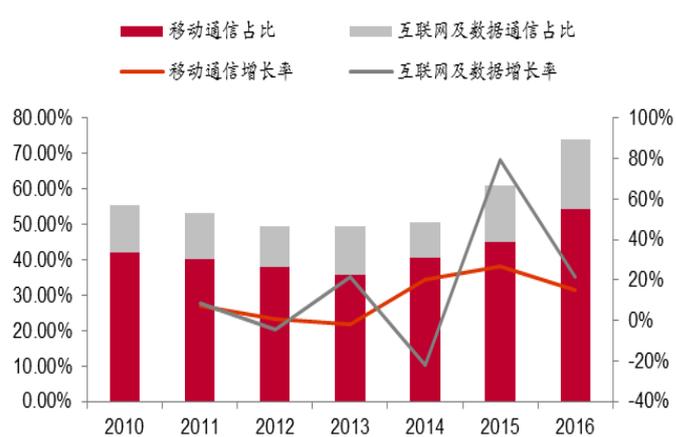
- 移动通信投资和网络规划设计优化保持增长态势, 5G 等新兴市场未来前景广阔:** 2016 年全通信行业固定资产投资规模完成 4350 亿元, 其中移动通信投资完成 2355 亿元, 同比增长 26.5%, 占全部投资的比重达 45.1%, 比上年提高 4.6 个百分点。移动通信规划设计板块新增市场 18.5 亿元, 同比增长 42%。同时杰赛科技拥有规划设计技术领先优势, 公司出版了 3G、4G 规划手册, 公司一直坚持进行新产品、新技术的研发创新, 以支持公司的战略发展。目前正在积极开展 5G 网络规划和相关产品的应用研发等预研工作。随着 5G 时代的到来, 将对公司业务发展带来新的机遇。按照规划设计约占整个固定投资比例的 3% 左右, 取固定投资 8% 的增速, 考虑公司维持 7% 的市占率, 2017 年公司国内网络规划业务收入空间约在 10.44 亿左右, 同比增长 33%。

图表 14: 中国通信行业投资状况 (亿元)



来源: 工信部, 中泰证券研究所

图表 15: 中国通信行业投资结构



来源: 工信部, 中泰证券研究所

- 5G 发展规划空间广阔:** 《国家十三五规划纲要》指出, 要加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施, 积极推进 5G 发展, 于 2020 年启动 5G 商用。2016 年 7 月, 我国发布了《国家信息化发展战略纲要》, 要求协调频谱资源配置, 科学规划无线电频谱, 提升资源利用效率, 并明确将频率作为国家信息化发展的重要基础设施, 强调要积极开展 5G 技术研发、标准和产业化布局, 在 2025 年建成国际领先的移动通信网络。上述文件作为推动国家经济社会以及我国信息化发展的纲领性文件,

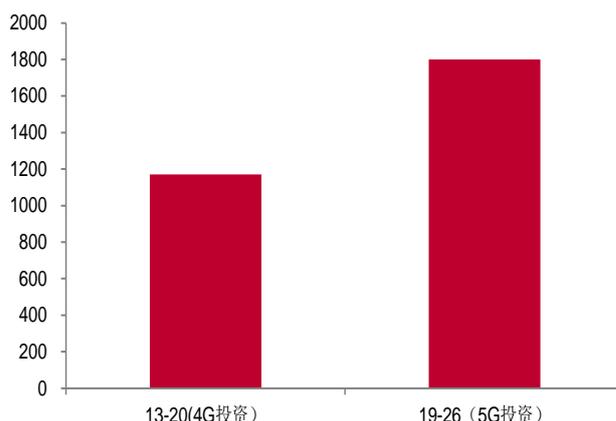
充分表明 5G 系统将成为信息化驱动现代化、建设网络强国、提供普遍服务的重要基础设施。根据国际无线技术规范机构 3GPP(The 3rd Generation Partnership Project)的计划, 2016-2017 年会有部分标准陆续发布, 2018 年 9 月公布的 Release 15 会正式发布 5G 技术标准, 2019 年芯片及硬件设备具备供货能力, 2020 年开始全面建设商用 5G 网络。具体到国内的规划, 预计将经历三个阶段: 一是技术研发试验, 目前已完成; 二是技术方案验证, 目前已启动, 预计到 2017 年底完成; 三是系统验证, 预计 2017 年中到 2018 年底结束。5G 将于 2020 年正式商用, 国内也如此。具体到国内的规划, 我们预计将经历三个阶段: 一是技术研发试验, 目前已完成; 二是技术方案验证, 目前已启动, 预计到 2017 年底完成; 三是系统验证, 预计 2017 年中到 2018 年底结束。华尔街著名投行 Jefferies (杰富瑞) 预估, 中国移动、中国电信和中国联通将于 2019 年启动 5G 基础建设, 预计 7 年内总支出金额达 1800 亿美元 (约合人民币 1.2 万亿元), 远高于 2013~2020 年的 4G 投资金额 (1170 亿美元)。我们认为, 根据规划 5G 在 2020 年正式商用, 规划先行, 公司作为最大第三方独立设计院, 将迎来 5G 建设带来的机遇。

图表 16: 中国通信行业投资状况



来源: 2015 IMT-2020 (5G) Promotion Group, 中泰证券研究所

图表 17: 运营商 4G/5G 投资 (亿美元)



来源: 工信部, 中泰证券研究所

- **宽带中国持续发力, 公司有望充分受益:** 2013 年 8 月 17 日, 中国国务院发布了“宽带中国”战略实施方案, 部署未来 8 年宽带发展目标及路径, 意味着“宽带战略”从部门行动上升为国家战略, 宽带首次成为国家战略性公共基础设施。到 2020 年, 基本建成覆盖城乡、服务便捷、高速畅通、技术先进的宽带网络基础设施。固定宽带用户达到 4 亿户, 家庭普及率达到 70%, 光纤网络覆盖城市家庭。3G/LTE 用户超过 12 亿户, 用户普及率达到 85%。行政村通宽带比例超过 98%, 并采用多种技术方式向有条件的自然村延伸。城市和农村家庭宽带接入能力分别达到 50Mbps 和 12Mbps, 50% 的城市家庭用户达到 100Mbps, 发达城市部分家庭用户可达 1Gbps, LTE 基本覆盖城乡。互联网网民规模达到 11 亿, 宽带应用服务水平和应用能力大幅提升。全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例超过 95%。公司作为移动通信网络规划设计的领导者, 有望充分受益宽带中国大战略。

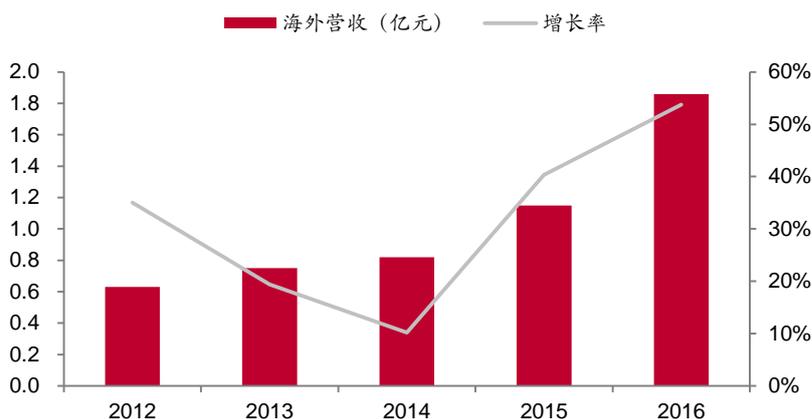
图表 18: 宽带中国时间表

		中国实施 “宽带中国” 战略		
指标		2013年	2015年	2020年
宽带 用户 规模 (亿户)	固定宽带接入用户	2.1	2.7	4.0
	其中:光纤到户(FTTH)用户	0.3	0.7	---
	其中:城市宽带用户	1.6	2.0	---
	农村宽带用户	0.5	0.7	---
宽带 普及 水平 (%)	3G/LTE用户	3.3	4.5	12
	固定宽带家庭普及率	40	50	70
	其中:城市家庭普及率	55	65	---
	农村家庭普及率	20	30	---
宽带 网络 能力	3G/LTE用户普及率	25	32.5	85
	城市宽带接入能力 (Mbps)	20(80%用户)	20	50
	其中:发达城市 (Mbps)	---	100(部分城市)	1000(部分用户)
	农村宽带接入能力 (Mbps)	4(85%用户)	4	12
	大型企业事业单位接入带宽 (Mbps)	---	大于100	大于1000
	互联网国际出口带宽 (Gbps)	2500	6500	---
宽带 信息 应用	FTTH覆盖家庭 (亿个)	1.3	2.0	3.0
	3G/LTE基站规模 (万个)	95	120	---
	行政村通宽带比例 (%)	90	95	>98
	全国有线电视网络互联互通平台	60	80	>95
	覆盖有线电视网络用户比例 (%)	---	---	---
	网民数量 (亿人)	7.0	8.5	11.0
其中:农村网民 (亿人)	1.8	2.0	---	
互联网数据量 (网页总字节) (太字节)	7800	15000	---	
电子商务交易额 (万亿元)	10	18	---	

来源: 中国政府网, 中泰证券研究所

- **深入布局海外业务, 有望成为公司新的发力点:** 海外业务获得较快发展。继印度尼西亚、马来西亚公司后, 公司又成功搭建缅甸、柬埔寨 2 个海外平台。印尼公司直接进入当地运营商市场, 获得铁塔运营商铁塔监控项目; 马来公司承接并优质、高效完成移动运营商运维中心的设计与集成项目; 柬埔寨公司独立设计并交付“金边云计算数据中心”通信枢纽楼项目; 缅甸公司完成首期网络建设并开通放号; 香港公司开拓乌克兰、孟加拉的高端人员租赁业务。拓展海外投融资思路, 打通海外融资渠道并争取国家“一带一路”资金支持。2016 年公司海外业务营收 1.86 亿, 同比增长 54%。

图表 19: 公司移动通信网络规划设计业务稳定增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2.2 国内排名第一的军用 PCB 制造商

- **国内最大军用 PCB 制造商, 订单将迎来修复增长期:** 公司作为国内最大的军用印制电路板设计制造上市公司, 产品定位于军、民品中的小批量、快件、高可靠性的印制电路板的核心 PCB 业务, 以布线设计业务和

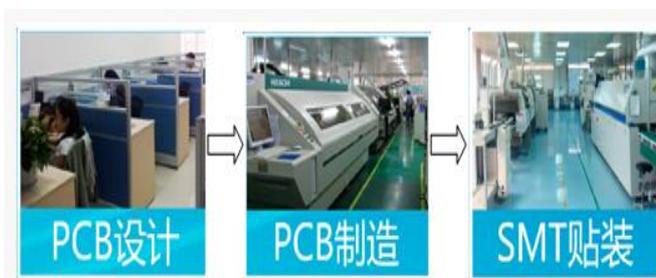
承接重大客户的贴装业务来稳定和拓展在重大客户中的市场份额，军民比例约为 1:1。公司积极响应国家“智能制造 2025”的战略要求，向上下游产业链延伸，打造一体化高端装备制造能力；积极引入智能设备、完善信息化平台，提升装备制造的智能化水平。公司拥有稳定的核心客户群，主要军民客户面向电科集团军工研究所和相关公司，也包括航天科技、航天科工，南北车等公司，公司 PCB 板专注于军工小批量、多品种、快板、样件的细分市场，相比其他公司具有成本和军工技术优势。2016 年 PCB 业务实现营收 6.86 亿元，同比减少 4.71%。毛利率达 26.62%，增加 5.18 个百分点。我们分析公司 16 年 PCB 业务主要受军改订单推迟影响，预计随着军改的逐渐落实，17 年要迎来订单修复，公司 PCB 业务有望重返高速增长通道，同时公司通过产业链资产的整合，将进一步提升毛利率和盈利水平。

图表 20：公司 PCB 产品



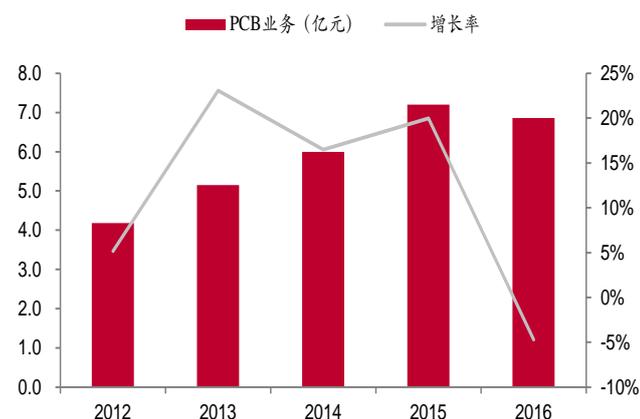
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 21：公司 PCB 产品一站式服务



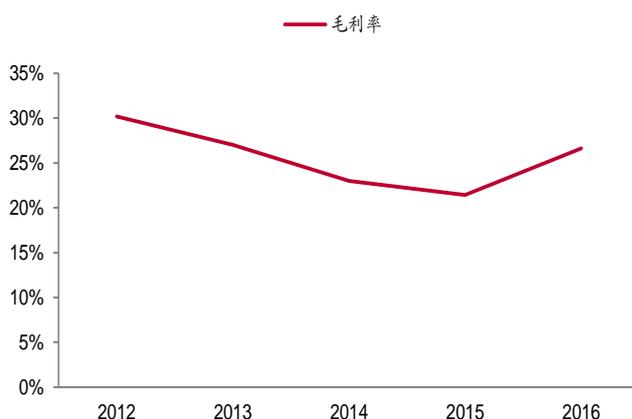
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 22：公司 PCB 产品营收



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：公司 PCB 产品毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司拥有广州珠海两大基地，珠海通信设备制造中心有望进一步巩固公司龙头地位：杰赛科技长期从事印制电路板制造业务，拥有 22,000 多平方米的生产厂房和全套先进的多层印制电路板加工、检测设备；已通过 ISO9001:2008 质量管理体系认证、ISO14001: 2004 环境管理体系认证；产品通过了美国 UL 安全认证，符合 RoHS 要求；通过了 GJB

9001B-2009 现场审核、军工基础产品认证，成为印制电路行业享有一定地位的军用印制电路板供应商。公司致力于快件、多品种、中小批量、高可靠性、特殊要求等印制电路板的制造，年加工 100,000 余种、200,000 多平方米的电路板，最高层数可达 32 层，可为客户提供 PCB 设计、制造、贴装一站式服务。在高可靠性、特殊材料、特殊工艺印制电路板等市场领域处于业界领先水平。目前广州珠海基地已经投产，同时公司计划投资珠海通信设备制造中心，我们认为公司扩大产能将进一步巩固自身的龙头地位，同时充分享受我国军用电子通信，航空航天等领域对于 PCB 高需求增长的红利。

图表 24: PCB 广州基地

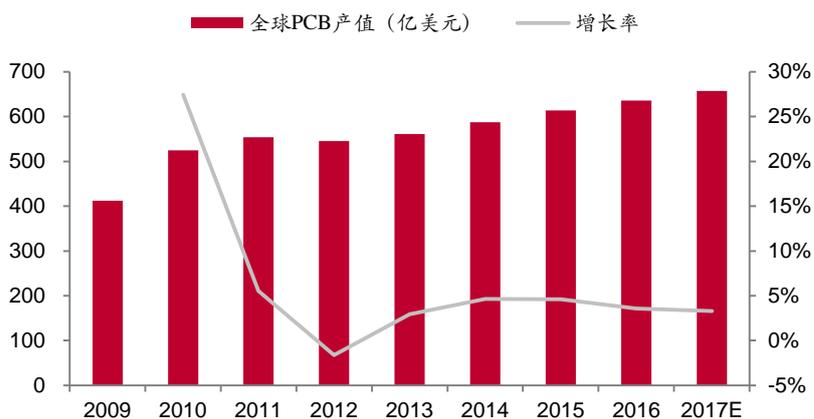
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 25: PCB 珠海基地

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **军用 PCB 高壁垒，民用 PCB 仍有需求则增长空间：**根据 PrismaMark 预测，未来几年全球 PCB 行业仍将保持稳定的增长态势，预计 2017 年全球 PCB 行业的市场规模将达到 657 亿美元。2012-2017 年中国 PCB 行业仍将保持增长趋势，在全球的市场地位也将持续提升，中国 PCB 产值年均复合增长率可达 6%，高于全球水平 2.1 个百分点，到 2017 年总产值可达 289.72 亿美元，占全球比例上升至 44.13%。PCB 作为“电子产品之母”，在下游电子产品生产过程中具有必要性和不可替代性。我们认为随着我国国防和信息化建设全面深化，城镇化进程持续加速，市场化程度不断提升，居民收入增长、内需扩张、消费结构升级，计算机、通信设备、IC 封装、消费电子等产业发展，PCB 将获得新的动力，公司民品业务有望消除制造业低迷的影响，受益电子信息行业红利，保持 10% 增速。同时公司作为军品 PCB 龙头，有望在军改对军品订单营销逐渐消除之际，恢复 20% 的快速增长。

图表 26：全球 PCB 产值增长



来源：Prismark，中泰证券研究所

3. 多元创新为公司发展注入新动能

3.1 公司专网集成业务发展稳健，受益未来智慧城市与物联网建设

- 公司专网集成业务受益于智慧城市与物联网建设：**公司专网集成业务主要针对于公用事业、企事业单位如自来水、燃气、环保、司法、监狱医院、交通等物联网类集成，实现智能监控，测控、遥感、遥测等功能。同时参与政府工程如广州超算中心天河二号的弱电集成、冷却系统、机房装修，大型监狱的监控、测控等项目。公司市场主要集中在广东，司法领域也在全国积极开拓市场，公司已经是该领域最大的集成商。公司结合先进的科研技术和强化的工程实施能力，依靠多年的项目集成和工程实施经验，以“渠道+技术+产品+服务”四位一体业务模式为支持，为不同用户提供专业的、可行的、全面的解决方案和服务。我们认为公司将借助电科集团智慧院巩固和扩大市场，受益未来智慧城市和物联网建设。

图表 27：智慧城市与物联网应用建设

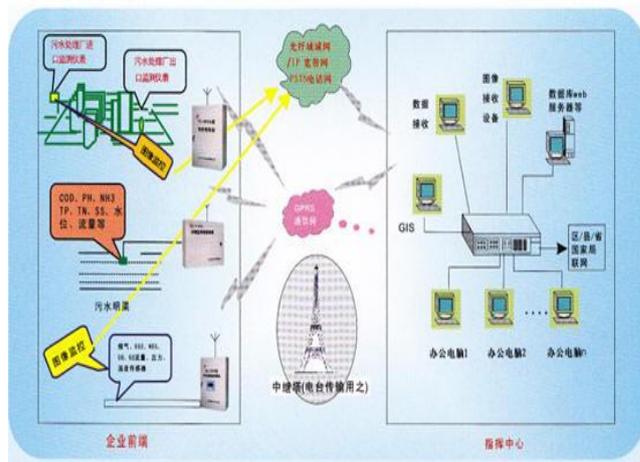
二大业务领域，十二应用系统



杰赛物联网应用框图

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 28：专网集成项目-污染源监测系统

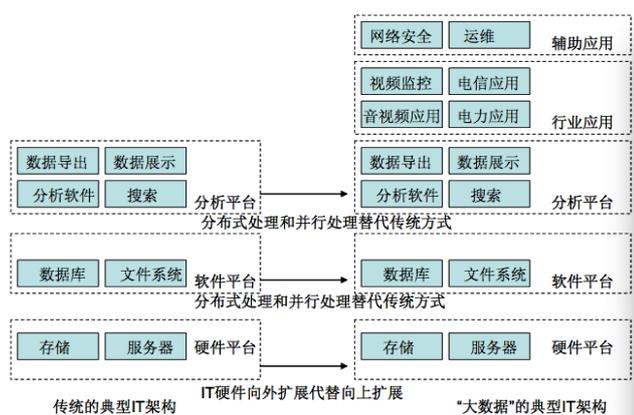


来源：公司官网，中泰证券研究所

3.2 积极布局云计算、大数据等创新业务

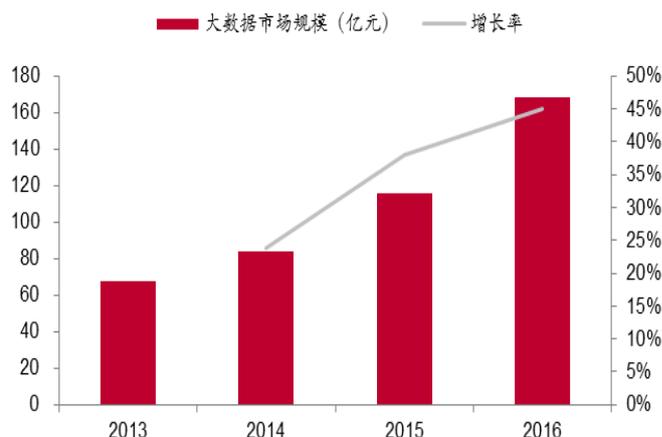
■ **公司大数据业务**广泛应用于通信网络规划设计、优化、咨询、数据增值全方位，发展前景向好：公司成功研发了面向移动互联网企业建设和运营的大数据服务平台，推出大数据融合咨询服务以及相关软件工具。公司大数据平台在数据模型，分布式处理，智能分析等方面取得突破，广泛应用于通信网络规划设计、优化、咨询、数据增值全方位。大数据作为新兴产业，其产业链设计数据的收集、处理、传播、存储到流通服务等一系列信息技术，大致可分为硬件平台、软件平台、分析平台、行业应用、辅助应用五大平台。2016年大数据上升为我国国家战略，十三五”规划纲要明确提出“实施国家大数据战略”。相对于发达国家而言，我国大数据产业仍处于起步发展阶段，各地发展大数据积极性较高，2017年1月，工信部发布了《大数据产业发展规划 2016-2020年》，进一步明确了促进我国大数据产业发展的主要任务、重大工程和保障措施。国家政策的接连出台为推动大数据产业高速发展提供了良好的发展环境。全球大数据的市场规模近年来高速增长，预计未来几年随着数据增长增速加快，大数据的市场规模的增长也将提速。中国信息通信研究院发布了《中国大数据发展调查报告》，报告称，2016年中国大数据市场规模为168.0亿元，增速达到45%；预计2017-2020年增速保持在30%以上。

图表 29：大数据产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

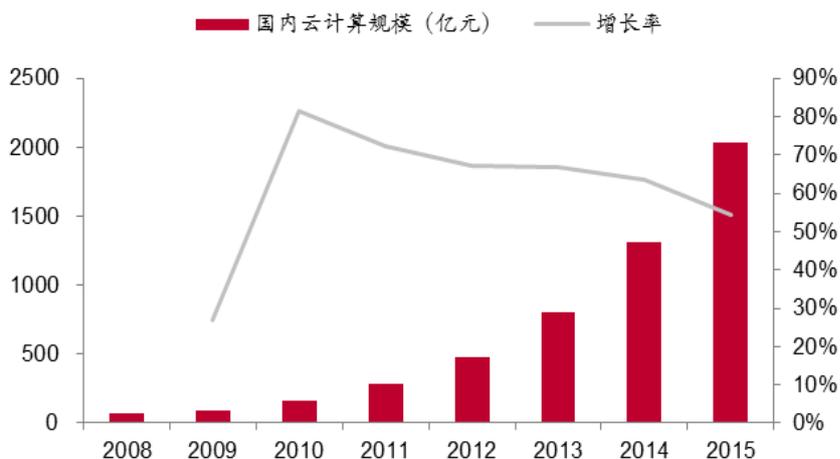
图表 30：大数据市场规模



来源：中国信息通信研究院，中泰证券研究所

■ **公司以专业的云计算产品为基础，提供量身定做的企业信息化解决方案，市场空间广阔**：公司创建国内首家集用户体验、科研、测试、培训为一体的云计算研究与应用中心，拥有双云计算机房，近千台设备资源，近百人的研发团队，自主研发各种品牌产品，并在政府、教育、酒店等行业应用，公司以专业的云计算产品为基础，提供量身定做的企业信息化解决方案。2015年1月30日，国务院发布《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》，明确到2020年，云计算应用基本普及，云计算服务能力达到国际先进水平，云计算成为我国信息化重要形态和建设网络强国的重要支撑，推动经济社会各领域信息化水平大幅提高。在国家政策的大力推动和产业发展的必要需求下，我国云计算市场将快速壮大。2015年中国云计算市场规模突破2000亿，同比增长54%，中国云计算市场有广阔的机会，公司云计算业务有望经过前期的技术积淀，迎来开花结果期。

图表 31：中国国内云计算市场规模



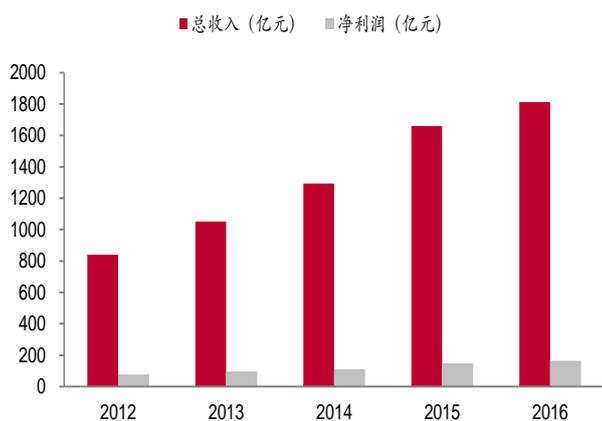
来源：Wind, 中泰证券研究所

4. 收购电科集团院所资源获批，拉开资产注入大幕

4.1 电科集团旗下院所资源丰富，改革与资产证券化双提速

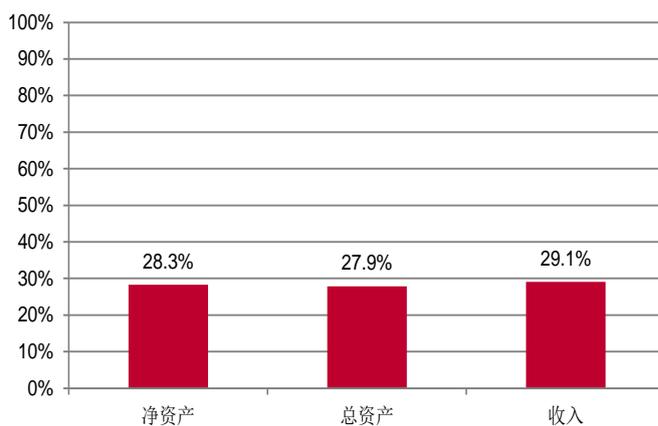
- **电科集团院所资源丰富，资产证券化率较低：**2016 年中国电科实现主营业务收入 1813 亿元，利润总额 181.6 亿元，净资产 1391.3 亿元，近年增速稳定在 20% 左右。根据集团官网，中国电科已发展成为国内唯一覆盖电子信息全领域的大型科技集团；国内唯一在国家海洋、空间、网络三大领域发挥重要作用的军工集团；国内唯一能够同时为各军兵种全方位提供信息化装备的军工集团；国内唯一为各种平台提供各类关键元器件的企业集团；国内在公共安全和电子信息装备、仪器仪表的研制、生产和服务方面最具实力的国有中央企业。集团旗下目前有 47 家科研院所，资产证券化率不到 30%，资产证券化空间较大。

图表 32：电科集团近年营收和净利润水平



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 33：电科集团不同口径资产证券化率



来源：中泰证券研究所(各口径资产证券化率=A股上市公司口径之和/集团口径)

- **明确具体完成时间要求，集团推进改革步伐，科研院所改制有望提速：**8 月 1 日，中国电科召开关于“推进集团公司企业公司制改制”会议，对加快推进集团公司企业公司制改制工作制定了方案，并发布《集团公司企业公司制改制工作开展方案》，要求抓紧落实方案、确保按时完成。集团明确指出此次中央企业公司制改制，国务院及国资委明确了具体完

成时间要求，为加快改制进度，避免时间短，资产评估不到位形成国有资产流失，下属全民所有制企业原则上改为国有独资控股的一人有限公司，后续可根据企业发展需要，进行股权多元化或混合所有制改制。对实施重组整合或清理注销的企业，应确保整合清理过程中资产的有效保全及合规处置。我们认为，国务院以及国资委已经明确具体完成时间，集团改制以及资产证券化步伐有望提速，杰赛科技作为通信事业唯一上市平台，有望受益改制和资产注入。

图表 34：电科集团旗下 47 家科研院所

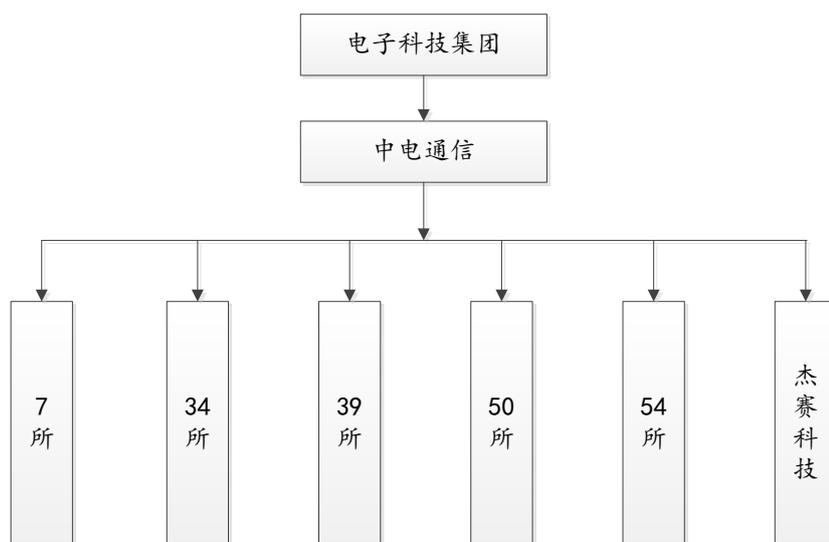
中国电子科技集团科研院所			
名称	简称	地区	全称
中国电科电子科学研究院	电科院	北京	中国电子科技集团公司电子科学研究院
中国电科信息科学研究院	创新院	北京	中国电子科技集团公司信息科学研究院
西北电子装备技术研究所	二所	山西太原	中国电子科技集团公司第二研究所
电视电声研究所	三所	北京	中国电子科技集团公司第三研究所
广州通信研究所	七所	广东广州	中国电子科技集团公司第七研究所
安徽光纤光缆传输技术研究所	八所	安徽淮南	中国电子科技集团公司第八研究所
西南应用磁学研究所	九所	四川绵阳	中国电子科技集团公司第九研究所
西南电子技术研究所	十所	四川成都	中国电子科技集团公司第十研究所
华北光电技术研究所	十一所	北京	中国电子科技集团公司第十一研究所
北京真空电子技术研究所	十二所	北京	中国电子科技集团公司第十二研究所
河北半导体研究所	十三所	河北石家庄	中国电子科技集团公司第十三研究所
南京电子技术研究所	十四所	江苏南京	中国电子科技集团公司第十四研究所
华北计算技术研究所	十五所	北京	中国电子科技集团公司第十五研究所
合肥低温电子研究所	十六所	安徽合肥	中国电子科技集团公司第十六研究所
天津电源研究所	十八所	天津	中国电子科技集团公司第十八研究所
西安导航技术研究所	二十所	陕西西安	中国电子科技集团公司第二十研究所
上海微电机研究所	二十一所	上海	中国电子科技集团公司第二十一研究所
中国电波传播研究所	二十二所	河南新乡	中国电子科技集团公司第二十二研究所
上海传输线研究所	二十三所	上海	中国电子科技集团公司第二十三研究所
四川固体电路研究所	二十四所	重庆	中国电子科技集团公司第二十四研究所
四川压电与声光技术研究所	二十六所	重庆	中国电子科技集团公司第二十六研究所
中原电子技术研究所	二十七所	河南郑州	中国电子科技集团公司第二十七研究所
南京电子工程研究所	二十八所	江苏南京	中国电子科技集团公司第二十八研究所
西南电子设备研究所	二十九所	四川成都	中国电子科技集团公司第二十九研究所
西南通信研究所	三十所	四川成都	中国电子科技集团公司第三十研究所
华东计算技术研究所	三十二所	上海徐汇	中国电子科技集团公司第三十二研究所
太原磁记录技术研究所	三十三所	山西太原	中国电子科技集团公司第三十三研究所
桂林激光通信研究所	三十四所	广西桂林	中国电子科技集团公司第三十四研究所
江南电子通信研究所	三十六所	浙江嘉兴	中国电子科技集团公司第三十六研究所
华东电子工程研究所	三十八所	安徽合肥	中国电子科技集团公司第三十八研究所
西北电子设备研究所	三十九所	陕西西安	中国电子科技集团公司第三十九研究所
蚌埠插件继电器研究所	四十所	安徽蚌埠	中国电子科技集团公司第四十研究所
华东电子测量仪器研究所	四十一所	安徽蚌埠 山东青岛	中国电子科技集团公司第四十一研究所
华东微电子技术研究	四十三所	安徽合肥	中国电子科技集团公司第四十三研究所
重庆光电技术研究所	四十四所	重庆	中国电子科技集团公司第四十四研究所
北京半导体专用设备研究所	四十五所	北京	中国电子科技集团公司第四十五研究所
天津电子材料研究所	四十六所	天津	中国电子科技集团公司第四十六研究所
东北微电子研究所	四十七所	辽宁沈阳	中国电子科技集团公司第四十七研究所
长沙半导体工艺设备研究所	四十八所	湖南长沙	中国电子科技集团公司第四十八研究所
东北传感技术研究所	四十九所	黑龙江哈尔滨	中国电子科技集团公司第四十九研究所
上海微技术研究所	五十所	上海普陀	中国电子科技集团公司第五十研究所
上海微波设备研究所	五十一所	上海嘉定	中国电子科技集团公司第五十一研究所
杭州计算机外部设备研究所	五十二所	浙江杭州	中国电子科技集团公司第五十二研究所
东北电子技术研究所	五十三所	辽宁锦州	中国电子科技集团公司第五十三研究所
石家庄通信测控技术研究所	五十四所	河北石家庄	中国电子科技集团公司第五十四研究所
南京电子器件研究所	五十五所	江苏南京	中国电子科技集团公司第五十五研究所
无锡微电子科研中心	五十八所	江苏无锡	中国电子科技集团公司第五十八研究所

来源：公司官网，中泰证券研究所

4.2 设立中电通信开展通信事业部资产整合，杰赛科技为唯一上市平台

- 中电通信开展通信事业部资产整合，杰赛科技为唯一上市平台：**公司发布公告称，中国电科同意以通信事业部为基础由中国电科作为直接出资主体新设注册组建中电通信网络信息有限公司作为子集团建设的平台公司。中电通信组建后，作为中国电科全资控股的一人有限责任公司（法人独资），按照二级成员单位管理，委托管理中国电科第七研究所、第三十四研究所、第三十九研究所、第五十研究所及第五十四研究所，由其统筹开展通信事业部相关业务资产及资源的整合重组，并承担后续经营改革各项工作。中电通信作为中国电科通信网络信息产业板块的平台公司，以子集团战略规划及发展目标为导向，梳理各托管研究所的业务资源，统筹考虑中国电科内外部资源，制订后续业务资源整合运作方案，着力构建通信网络产业核心竞争力。中国电科同意将七所下属控股上市公司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持有，将杰赛科技作为板块子集团中电通信未来资本运作的上市平台。

图表 35：电科集团通信板块新平台



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 36：电科集团通信板块旗下科研院所主要研究方向和业务

中电通信旗下院所	研究方向	主要产品
7所(广州通信研究所)	通信总体技术，无线传输，网络交换，频谱管理，信息服务	无线网络规划设计、物联网、云计算、印制电路板、RFID
34所 桂林激光通信研究所	光通信为核心，以光电子应用、信息感知与安防为重要拓展领域，其它技术为支撑的专业架构,具有光电结合、有线与无线光通信结合、器件与系统整机结合、科研、生产、工程、外贸多位一体	WDM 波分设备、SDH 设备、xPON、无线光接入设备、光通信仪表、光电子器件、光无源器件、安防监控设备

39 所
西北电子设备研究所

精密天线系统专业化研究所，雷达、测控、通信、卫星应用、射电天文观测等领域精密跟踪测量设备的研究、设计、制造和试验

产品涉及陆地固定式、船载、车载、机载及星载等多种平台方式，涵盖射面天线、线天线、阵列天线、测控类天线、卫星应用类天线、特种装备类天线、微波馈源和器件、复合材料类典型产品

50 所
上海微波技术研究所

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，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、各类探测设备

54 所
石家庄通信测控技术研究所

主要从事军事通信、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

卫星通信、微波通信、数字集群通信、无人机测控系统、卫星导航、城市轨道交通系统、能源监测管理系统、集成电路与器件等

来源：公司官网，中泰证券研究所

4.3 收购院所资源获批，后续资产注入仍存预期

- 收购院所通信导航类资产获批：**公司拟分别向中国电科五十四所、中华通信、石家庄发展投资、电科投资、桂林大为发行股份购买上述对象持有的远东通信 100% 股权、中网华通 57.7436% 股权、华通天畅 100% 股权、电科导航 100% 股权、东盟导航 70% 股权获批，作交易价格为 170,021.99 万元。本次发行股份购买资产的股份发行价格根据除息结果相应调整为 30.21 元/股，公司将向相关交易对方发行股份总量为 56,280,033 股，具体标的公司评估如下表：

图表 37：收购标的评估值

标的公司	账面净资产	标的公司净资产评估结果	增减值	增值率	拟直接收购比例	标的资产作价
远东通信	31,250.42	123,146.07	91,895.65	294.06%	100.00%	123,146.07
中网华通	9,917.37	24,758.30	14,840.93	149.65%	57.74%	14,296.33
华通天畅	5,445.44	20,873.09	15,427.65	283.31%	100.00%	20,873.09
电科导航	6,572.06	7,058.40	486.34	7.40%	100.00%	7,058.40
东盟导航	6,639.98	6,640.14	0.16	0.00%	70.00%	4,648.10
合计	59,825.27	182,476.00	122,650.73	205.01%	-	170,021.99

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 38：电科集团通信板块旗下科研院所主要研究方向和业务

购买标的	控股股东	主营业务	协同作用	购买股权
远东通信	54 所	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、高端射频器件生产和销售等。远东通信的主要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，在业内具有较高的知名度和影响力。	远东通信产品主要面向于政府、事业单位、公安、消防、电网、轨交等。其中产品在轨交使用率达 100%，公司具有集成和设备的双重优势，拓展公司在轨交方面业务	100%
中网华通	中华通信 (54 所下属)	通信网络勘察设计及咨询业务，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等服务，公司有能力强为客户提供系统化的网络规划设计解决方案。公司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。	中网华通位于独立第三方设计院处于第四第五的位置，并购以后可以提升公司通信规划业务的市场规模以及市场覆盖区域，业务基本涵盖全国。	57.74%
华通天畅	中华通信 (54 所下属)	大型电信运营商、政府、企事业单位等客户的通信工程和信息系统工程提供从项目前期、设计、施工到竣工验收全过程、全方位的监理服务	公司也在逐步涉及运营维护等中后端业务。华通天畅能与公司保持较好的协同作用。	100.00%
电科导航	54 所	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；为政府、行业、企业和个人用户提供全方位位置相关信息服务；承担行业和政府主导推动的卫星导航应用运营业务。	公司看好北斗导航未来的军民融合发展	59%
电科导航	石家庄发展投资	同上	同上	25%
电科导航	电科投资	同上	同上	16%
东盟导航	桂林大为 (34 所下属)	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、卫星遥感和卫星通信等综合服务	公司看好北斗导航未来的军民融合发展	70%

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **资产注入完成以后，显著增厚公司业绩：**此次 5 家公司注入完成以后，按照 2016 年财务数据分析，公司营业规模增 78%，规模达近 50 亿。归母净利润增厚 81%，接近 2 亿。每股收益增厚 62%，净资产收益率增厚 25%。同时根据并购标的近年财务状况，整体业绩保持高速增长。远东通信承诺 17/18 年净利润 8866/10664 万，中网华通承诺 17/18 年 2681/2879 万，后续将显著增厚公司业绩。

图表 39：交易前后公司盈利水平对比

项目	2016 年度/2016 年 12 月 31 日		2015 年度/2015 年 12 月 31 日	
	交易前	交易后	交易前	交易后
营业收入	269,611.49	479,366.15	229,377.75	404,678.32
营业利润	8,508.52	18,749.26	10,039.96	14,706.36
利润总额	12,220.61	23,726.14	11,610.14	18,162.69
净利润	10,513.79	20,168.60	10,758.82	16,062.92
归属于母公司所有者的净利润	10,644.69	19,243.35	10,730.90	15,086.48
加权平均净资产收益率(%)	8.34	10.40	9.09	9.21
基本每股收益(元)	0.21	0.34	0.21	0.26

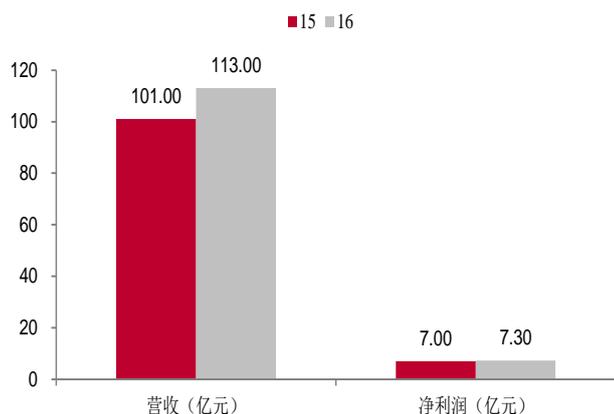
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40：并购标的盈利状况

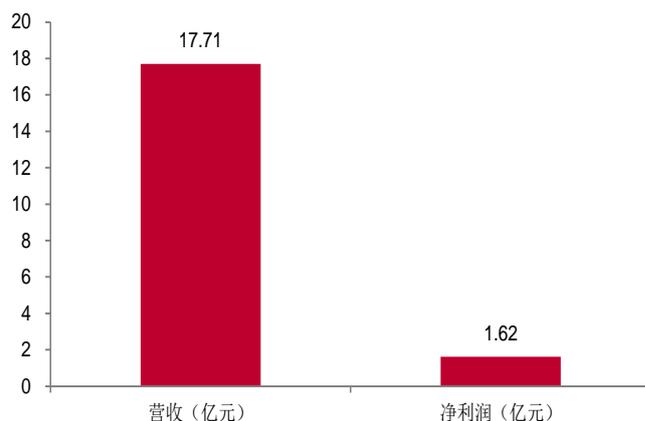
购买标的	16 营收(亿元)	15 营收(亿元)	增速	16 净利润(万)	15 净利润(万)	增速	承诺利润 17/18 年(万)
远东通信	16.88	14.57	16%	7628	4813	58%	8866/10664
中网华通	2.88	2.48	16%	2499	2230	12%	2681/2879
华通天畅	0.6066	0.45	35%	434	121.87	256%	
电科导航	0.4359	0.0522	735%	-791	-1663.5	-52%	
东盟导航	0.2209	0.005292	4074%	-284	-360.1	-21%	
合计	21.0234	17.557492	20%	9486	5141.27	85%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 通信板块五家科研院所体量较大，高端军民信息化产品保障业绩稳健增长，未来资产注入弹性较大，预计有 150-180 亿营收空间，10 亿利润空间：**根据公司公告，中电 54 所 16 年营收 113 亿，净利润 7.3 亿。中电 50 所 15 年营收 17.7 亿，净利润 1.62 亿。我们预估通信 5 家科研院所营收规模约 160-200 亿，利润空间约 12 亿，去除杰赛和定增标的单位 2 亿利润空间，仍有 10 亿空间。集团包括通信板块整体每年保持 20%-30% 的增长。7 所作为珠三角唯一战术通信研究所，受益于军改的部队调整，公司信息化产品订单稳步提升，我们分析十三五后期整个通信板块业务都有网充分受益军工信息化加速建设带来的红利，保持 20%-30% 的快速增长，通信子集团五家科研院所（出去本次 5 家并购标的）到十三五末期将有近 17-22 亿的体外利润空间，弹性较大。

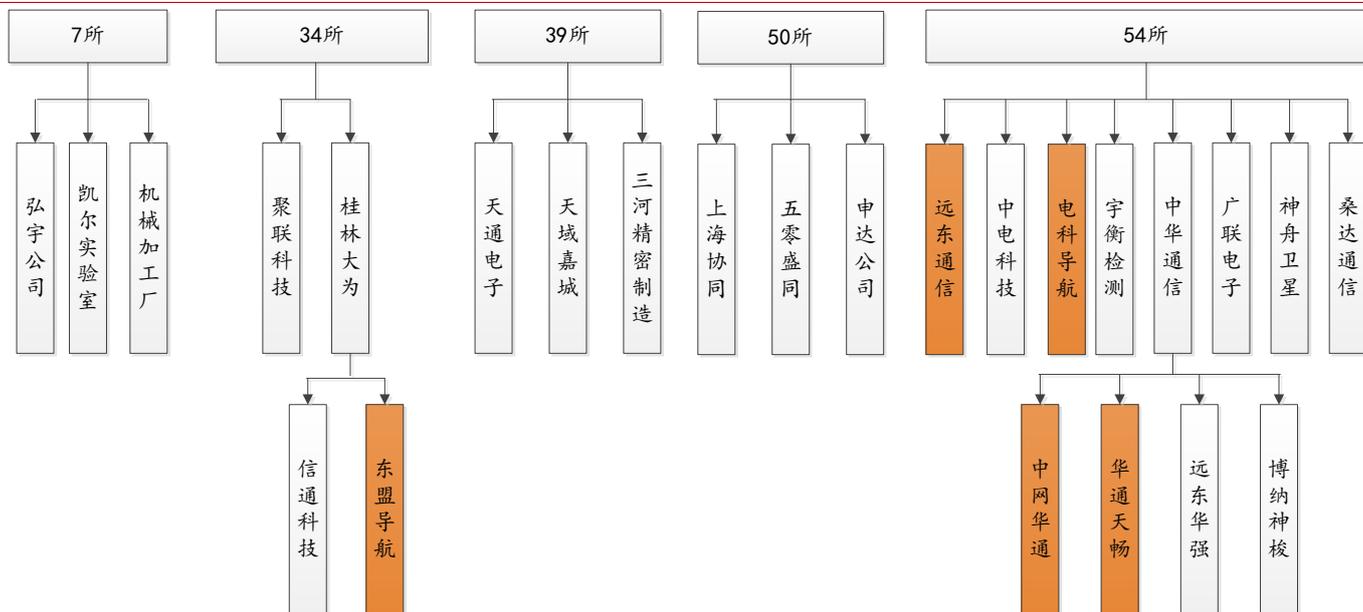
图表 41：电科 54 所财务状况


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 42：电科 50 所财务状况


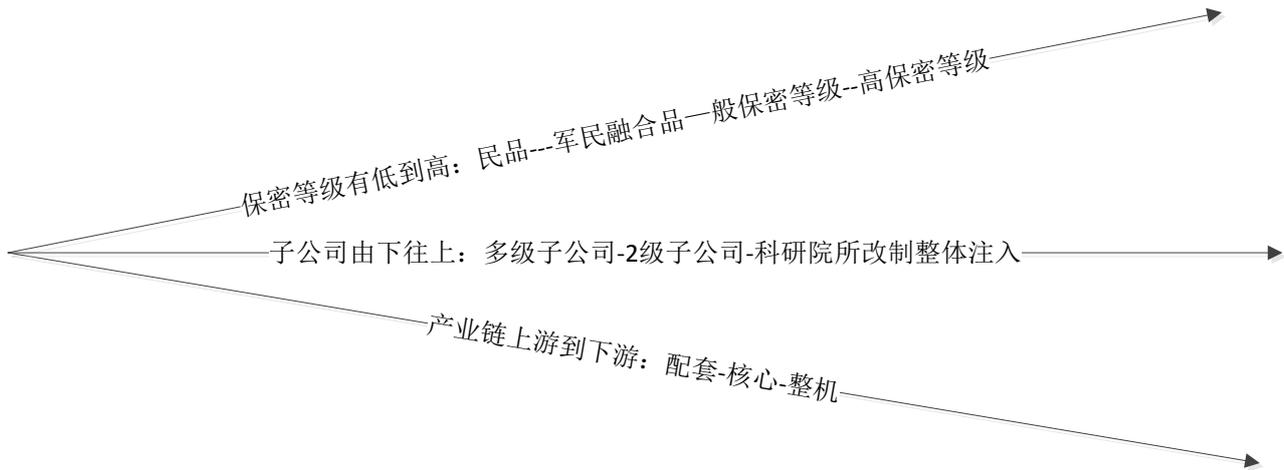
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 资产注入遵从先民后军，先小后大，先辅机后整机的三个维度，此次注入民品有望开启后续资产注入大门，充分受益科研院所改制：**我们认为根据军工行业公司产品业务的等级资产注入先后顺序为民品，军民结合，一般等级军品，保密等级较高军品等。根据军工行业公司所处地位，一般是从多级子公司到二级子公司的方向注入。根据军工行业公司产品所处产业链位置，一般遵从偶从辅机到整机的方向。迁移到杰赛科技，此次注入杰赛科技业务多数为民品业务，随着科研院所改制的加快实施，5 大院所旗下多家子公司涵盖军民品，后续有望持续注入，公司业务和盈利水平将进一步提升。

图表 43：通信板块 5 大院所部门子公司（高亮公司为此次注入）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：军工资产注入三个维度



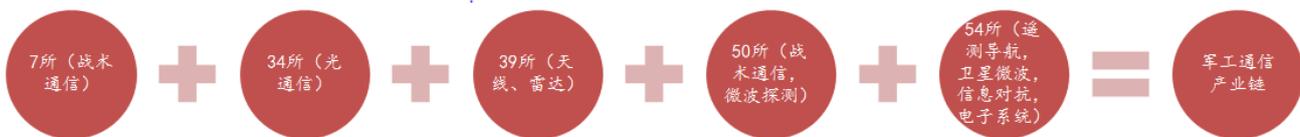
来源：中泰证券研究所

5. 公司有望借势打造军工通信新龙头

5.1 电科整合通信资源，杰赛可以有成为潜在军民通信龙头

- **整合电科通信集团资源，打造军工通信集团：**集团此次整合有望打造军工通信集团，覆盖总体战术通信（7 所、50 所），信息对抗与遥感、天线雷达（39 所），光通信（34 所），微波探测（50 所），通信对抗与卫星导航测控（54 所），卫星导航测控（54 所）等军品领域，同时涵盖电力，轨道，智慧城市，大数据，物联网，基础器件，网络规划等民品领域。此外公司募投资金加大公司和并购标的在科研和产能上的实力，募投项目投产以后，有望进一步增强公司的盈利能力。杰赛科技作为唯一上市集团，有望受益未来资产整合，成为潜在军民通信龙头企业。

图表 45：电科集团军工通信板块



来源：中泰证券研究所

图表 46：电科集团民用通信板块



来源：中泰证券研究所

5.2 借势国防信息化建设和军民融合，军工通信前景广阔

- 军队通信前景广阔：** 2016 年 5 月，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》规划纲要提出，到 2020 年，军队要如期实现国防和军队现代化建设“三步走”发展战略第二步目标，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系，随着规划纲要的发布，预计未来军费结构中武器装备的占比，特别是信息化武器装备的占比，将会持续提升，军工信息化未来相当长时间内都将是我国国防投入的重点。现阶段我国对军事通信领域强有力的支持性产业政策，将为行业的未来发展提供有力保障。随着经济实力的不断增长，以及国际、周边政治局势的日趋复杂，我国日益重视国防建设，着重加强军队现代化和信息化建设，大幅增加在军事通信领域的投入，大力发展先进的军事通信技术和装备，为军事通信行业带来发展机遇。根据中国产业信息网报告，目前我军战略通信网以地下有线通信（电缆或光缆）为主，并辅以微波、卫星、对流层散射等无线通信手段。战术（战役）通信网中则以短波、微波无线通信手段为主，结合使用了野战被覆线、对称（同轴）电缆、野战光缆等多种有线通信手段，卫星通信系统使用较少。战略网和战术网都还以电话业务为主；数据通信业务只在战略级和级别较高的战术级单位的系统中使用；图像、图形业务的使用相对较少，与世界军事强国通信水平差距较大。根据《中国的军事战略》，我国增强基于信息系统的体系作战能力。加快转变战斗力生成模式，运用信息系统把各种作战力量、作战单元、作战要素融合集成为整体作战能力，逐步构建作战要素无缝链接、作战平台自主协同的一体化联合作战体系，建立健全军委联合作战指挥机构和战区联合作战指挥体制。随着未来我国国防信息化的持续推进和军事通信技术的升级换代，预计我国军费采购将迅速增长，实现对军事电子通信领域的市场需求。公司作为未来军用通信龙头，也将迎来良好的发展机遇。

图表 47：中美军事信息化对比以及军事通信发展历程

对比项目	中国	美国	1830年后	·有线和无线通信技术相继问世
军用卫星数量	20 颗	100 颗	20 世纪初	·无线电台
实现陆军数字化时间	2050	2010	20 世纪 60 年代后期	·数据网和计算机网
战术电台渗透率	30%	200%	20 世纪 80 年代	·宽带综合业务数字网
地面战术电台数量	25 万	110 万	21 世纪	·卫星通信和激光通信
陆军信息化装备占比	刚起步	50%		
海军信息化装备占比	刚起步	70%		

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- 军民融合前景广阔：**中共中央政治局 1 月 22 日召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，6 月 20 日召开军民融合发展委员会第一次会议，要求加快加强军民融合。军民融合政策上升为国家战略，不断引导和推动“民参军”我国政府不仅通过军费投入直接拉动军备建设，还通过各项政策激活军工行业，拉动更大规模产业投资。形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民用资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升。公司有望拓展自身军工技术在民用产业的应用，进一步提升公司业绩。

6. 盈利预测与估值

6.1 主营业务营收预测假设

- 移动通信网络规划：**按照规划设计约占整个固定投资比例的 3% 左右，取固定投资 8% 的增速，考虑公司维持 7% 的市占率，2017 年公司国内网络规划业务收入空间约在 10.44 亿左右，同比增长 33%。海外业务增速保持 50% 左右。中网华通是多年来承担了全国各省大量的网络规划设计任务，通过多年发展，中网华通已成为国内大型通信运营商重要的技术服务合作伙伴，其品牌知名度在实践中不断提高，积累了较为雄厚的市场基础和优秀的行业口碑。看好和母公司的协同作用，参考过往三年增速，未来增速保持在 20%-30% 左右
- 专网集成：**公司专网集成业务主要针对于公用事业、企事业单位如自来水、燃气、环保、司法、监狱医院、交通等物联网类集成，客户相对稳定，叠加公司布局物联网，智慧城市等，预计未来三年仍将保持 20% 的增速。
- PCB 制造：**公司为国内最大的军用 PCB 制造商，2016 年公司受军改影响订单有所减少，我们预计军品订单 2017 年将逐渐恢复。同时随着公司广州珠海两大制造基地的投产，公司是市占率有望进一步巩固，增速将逐渐恢复，未来保持 20%-30% 的增速。
- 通信设备制造：**远东通信是一家综合通信设备制造商和解决方案提供商，涉及交换与调度系统，行业通信解决方案，高端时频器件，远东通信在行业内知名度高，行业地位稳固，其产品在建交通信系统应用率 100%，市占率稳居前三，未来几年仍能够确保对行业竞争对手整体上的技术优势，同时公司正积极开拓公共安全市场和国际市场，我们业务所

处行业仍处于景气上行阶段，结合公司品牌和技术营销实力，参考公司过往 47%，18%的增速，给予公司未来三年 20%的增速。

6.2 毛利率水平预测与关键假设

- **移动通信网络规划**：受下游运营商公开招标，资质门槛下降，竞争激烈影响导致销售价格降低影响，预计毛利率小幅下降到 21%-19%水平。
- **专网集成**：公司专网集成板块成本主要体现在采购和人工上，且目前竞争激烈，我们预计公司毛利率进一步下降至 5%-7%。
- **PCB 制造**：公司军品专注小批量快件，下游市场有望恢复景气，公司作为军用龙头，技术壁垒较高，预计未来三年毛利率小幅上升至 27%-30%。
- **远东通信设备制造**：2011 年至 2015 年，远东通信主营业务综合毛利率平均为 19.92%。2015 年，远东通信主营业务综合毛利率较低主要是受行业通信解决方案板块毛利率降低以及该板块营收占比增长影响，公司为扩大市场份额，为其他供应商提供产品。随着市场的逐步拓展，远东通信 2016 年逐步退出低价策略，且轨交行业蓬勃发展，我们预计交换与调度系统，行业通信解决方案，高端时频器件三者的毛利率稳定在历史水平 45%，15%，25.6%，综合毛利率稳定在 19%-20%。

6.3 三费率与资本支出假设

- **三费率与资本支出**：公司三费率较为稳定，其中销售费用率和管理费用率由于扩大规模会小幅上涨，财务费用由于募集资金考虑有所减少，预计未来仍将维持平均水平。公司资本支出包括投资在建工程和固定资产相对较少，参考往年水平。

图表 48：分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	1946.84	2293.78	2696.11	5735.27	6861.56	8107.60
yoy	15.55%	17.82%	17.54%	112.72%	19.64%	18.16%
营业成本	1540.34	1847.79	2211.21	4690.49	5612.11	6632.13
毛利率	20.88%	19.44%	17.99%	18.22%	18.21%	18.20%
移动通信网络规划设计优化						
收入	544.24	674.37	971.56	1311.61	1665.74	1965.57
yoy	12.06%	23.91%	44.07%	35.00%	27.00%	18.00%
成本	372.31	460.19	745.48	1036.17	1325.93	1572.46
毛利率	31.59%	31.76%	23.27%	21.00%	20.40%	20.00%
专网集成						
收入	533.88	602.56	698.87	838.64	964.44	1109.11
yoy	14.34%	12.86%	16.00%	20.00%	15.00%	15.00%
成本	470.08	546.10	644.85	779.94	906.57	1053.65
毛利率	11.95%	9.37%	7.73%	7.00%	6.00%	5.00%
PCB 制造						
收入	599.73	719.57	685.68	822.82	1020.29	1275.36
yoy	16.50%	19.98%	-4.71%	20.00%	24.00%	25.00%
成本	462.33	565.29	503.15	601.48	739.71	918.26
毛利率	22.91%	21.44%	26.62%	26.90%	27.50%	28.00%

通信设备制造（远东通信）						
收入	981.50	1437.10	1688.00	2025.60	2329.44	2678.86
yoy	-	46.42%	17.46%	20.00%	15.00%	15.00%
成本	803.85	1244.96	1366.60	1630.61	1869.38	2144.42
毛利率	0.18	13.37%	19.04%	19.50%	19.75%	19.95%
通信网络规划（中网华通）						
收入	167.77	247.61	288.00	345.60	432.00	561.60
yoy	-	47.59%	16.31%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	126.94	195.29	226.45	274.75	345.60	452.09
毛利率	0.24	21.13%	21.37%	20.50%	20.00%	19.50%
网络接入与覆盖						
收入	269.00	297.00	340.00	391.00	449.65	517.10
yoy	0.24	10.41%	14.48%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	242.10	273.24	316.20	367.54	424.92	491.24
毛利率	0.10	8.00%	7.00%	6.00%	5.50%	5.00%

来源：中泰证券研究所

6.4 绝对估值

■ 绝对估值关键假设如下：

- 1) 永续增长率为 4%；
- 2) 无风险利率参考短期国债收益率、央行 2 周逆回购、SHIBOR 数据；
- 3) β 值采用申万通信行业调整后去杠杆 β ：0.70（最近 2 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 4) 资本结构采用自身公司带息债务和权益市值的资本结构；
- 5) 公司无长期负债，债务成本选用央行最新短期贷款基准利率 4.35%
- 6) 有效税率：15%

图表 49：FCFF 绝对估值假设条件

预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	2.75%
市场组合报酬率 Rm	9.17%
无杠杆 β	0.51
有杠杆 β	0.56
债务资本比重 Wd	9.59%
债务资本成本 Kd	4.35%
有效税率 Tx	15.00%
股权资本成本 Ke	6.32%
无杠杆成本 Ku	6.02%
WACC	6.07%

来源：中泰证券研究所

图表 50: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万)
核心企业价值	6654.40
净债务价值	873.11
股票价值	7527.51
每股价值	14.59

来源: 中泰证券研究所

图表 51: FCFF 敏感性分析

	4.57%	5.07%	5.57%	6.07%	6.57%	7.07%	7.57%
2.5%	15.97	12.90	10.84	9.36	8.25	7.38	6.69
3.0%	20.36	15.49	12.53	10.54	9.10	8.03	7.19
3.5%	28.85	19.74	15.04	12.17	10.24	8.86	7.82
4.0%	52.30	27.95	19.14	14.59	11.82	9.96	8.62
4.5%	420.80	50.63	27.09	18.57	14.17	11.49	9.69
5.0%	(63.64)	407.03	49.03	26.25	18.01	13.76	11.17
5.5%	(28.31)	(61.50)	393.77	47.48	25.45	17.48	13.37

来源: 中泰证券研究所

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约为 14.59 元。由于绝对估值对各加权平均资本和永续增长率的敏感性太大, 估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性, 我们采取相对估值法的估值结果。

6.5 相对估值 (平台估值与折现估值)

- 平台估值:** 根据上述假定, 我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.39/0.47/0.56 元 (考虑增发)。对应目前动态 PE 为 53 倍、45 倍、37 倍。公司定位为中国电科集团通信板块资本运作上市平台, 未来资产注入和整合预期较大, 不能按照常规估值方法。我们主要看中公司平台价值, 选取军工集团中, 具有平台地位的上市公司进行参考估值。
- 将来资产折现估值:** 同时跟我们报告中测算, 通信板块在杰赛科技体外仍然有接近 10 亿的利润空间, 考虑到军民注入比例, 我们预估有 70%, 接近 7 亿可注入, 并将保持 20% 的增长, 我们采取谨慎性, 预计 2020 年可完成全部改制注入, 到十三五末期体外有接近 12 亿的利润注入空间, 简单折现到四年, 每年近 4 亿利润空间, 我们预估有 70%, 接近 2.8 亿注入, 公司 17 年 EPS 将增大至 0.84/0.92/1.02 元。
- 对标军工大白马, 平台价值凸显:** 我们选择中航工业机电平台公司, 南船高科技业务平台, 北船光电平台, 北船机械装备制造平台, 电科安防平台上市公司进行比较, 我们根据 17 年的平均数, 给予公司 17 年平均值 42 倍估值, 对应虚拟折现 EPS 为 0.84, 对应板块股价为 36。

图表 52: 军工集团上市平台估值

公司	股票代码	最新价	EPS			PE		
			2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E
海康威视	002415.SZ	33.18	1.45	1.22	1.02	24	21	34
中船科技	600072.SZ	18.63	0.05	-0.08	0.37	218	3567	51
久之洋	300516.SZ	64.60	1.33	1.31	1.58	NA	101	47
华舟应急	300527.SH	17.98	0.39	0.39	0.47	NA	67	39
中航机电	002013.SZ	10.77	0.57	0.53	0.31	63	54	36
平均值								42
中位数								39

来源: wind, 中泰证券研究所

- 通过分业务测算, 我们估算公司 17 年对应市值为 212 亿元, 当前股本 6.20 亿股 (考虑增发), 对应股价为 36 元, 相当于约 42 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- **集团资产证券化不及预期:** 集团虽然已确定公司为通信板块上市平台并在加快推进速度, 但集团内部各企业处置与竞争, 改制仍需一定时间, 存在不及预期的风险; **科研院所改制不及预期:** 首批 41 家军工科研院所改制虽已经启动, 但科研院所改制涉及人力, 体系, 资源较多, 进度难以把控, 存在进度不及预期的风险; **国防信息化建设与公司军工业务发展不及预期:** 公司军品受国防政策以及军队影响较大, 虽然公司军工信息化产品下游需求旺盛, 且应用广泛, 但仍然存在军品订单受国防军队政策影响的风险;

图表 53: 杰赛科技盈利预测 (考虑增发)

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2696.11	5735.27	6861.56	8107.60	净利润	105.14	239.83	285.47	343.42
营业成本	2211.21	4690.49	5612.11	6632.13	折旧与摊销	63.13	78.29	80.66	83.26
营业税金及附加	11.13	23.64	27.24	32.81	财务费用	56.58	35.05	23.60	23.11
销售费用	94.89	221.38	278.58	330.79	资产减值损失	37.44	70.00	70.00	70.00
管理费用	199.60	451.37	555.79	658.34	经营营运资本变动	-150.04	-675.67	-221.87	-290.86
财务费用	56.58	35.05	23.60	23.11	其他	-49.61	-71.96	-69.89	-69.73
资产减值损失	37.44	70.00	70.00	70.00	经营活动现金流净额	62.63	-324.46	167.96	159.20
投资收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7.07	-30.00	-30.00	-30.00
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	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	85.09	243.35	294.25	360.43	短期借款	61.28	-398.83	0.00	0.00
其他非经营损益	37.12	28.02	29.00	30.03	长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	122.21	271.37	323.25	390.46	股权融资	-0.79	3148.99	0.00	0.00
所得税	17.07	31.55	37.79	47.04	支付股利	-15.47	-15.35	-35.01	-41.67
净利润	105.14	239.83	285.47	343.42	其他	-52.83	-27.05	-23.60	-23.11
少数股东损益	-1.31	-2.99	-3.55	-4.28	筹资活动现金流净额	22.20	2707.76	-58.61	-64.78
归属母公司股东净利润	106.45	242.81	289.02	347.69	现金流量净额	21.76	2353.30	79.35	64.42
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	898.82	3252.12	3331.47	3395.89	成长能力				
应收和预付款项	1542.77	3423.29	4064.17	4787.31	销售收入增长率	17.54%	112.72%	19.64%	18.16%
存货	669.93	1449.90	1739.00	2058.82	营业利润增长率	-15.25%	186.01%	20.92%	22.49%
其他流动资产	0.01	0.02	0.03	0.03	净利润增长率	-2.28%	128.11%	19.03%	20.30%
长期股权投资	5.81	5.81	5.81	5.81	EBITDA 增长率	-4.51%	74.17%	11.72%	17.14%
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	482.61	442.61	400.01	毛利率	17.99%	18.22%	18.21%	18.20%
无形资产和开发支出	117.32	107.76	98.20	88.63	三费率	13.02%	12.34%	12.50%	12.48%
其他非流动资产	42.15	41.06	39.96	38.87	净利率	3.90%	4.18%	4.16%	4.24%
资产总计	3797.06	8762.58	9721.26	10775.37	ROE	7.93%	5.09%	5.76%	6.53%
短期借款	398.83	0.00	0.00	0.00	ROA	2.77%	2.74%	2.94%	3.19%
应付和预收款项	1561.45	3462.41	4140.18	4858.85	ROIC	6.41%	8.77%	7.32%	7.68%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	EBITDA/销售收入	7.60%	6.22%	5.81%	5.76%
其他负债	471.62	552.24	582.69	616.39	营运能力				
负债合计	2471.90	4054.65	4762.87	5515.24	总资产周转率	0.74	0.91	0.74	0.79
股本	515.76	620.00	620.00	620.00	固定资产周转率	5.17	11.91	15.67	20.58
资本公积	215.79	3260.54	3260.54	3260.54	应收账款周转率	2.59	3.29	2.60	2.60
留存收益	601.42	828.89	1082.90	1388.92	存货周转率	3.52	4.33	3.47	3.45
归属母公司股东权益	1323.68	4709.43	4963.44	5269.46	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	-1.50	-5.05	-9.33	资本结构				
股东权益合计	1325.16	4707.93	4958.38	5260.13	资产负债率	65.10%	46.27%	48.99%	51.18%
负债和股东权益合计	3797.06	8762.58	9721.26	10775.37	带息债务/总负债	33.81%	10.78%	9.17%	7.92%
					流动比率	1.53	2.25	2.11	2.02
					速动比率	1.20	1.85	1.71	1.61
					股利支付率	14.54%	6.32%	12.11%	11.99%
					每股指标				
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股收益	0.17	0.39	0.47	0.56
EBITDA	204.79	356.69	398.50	466.80	每股净资产	2.14	7.59	8.00	8.48
PE	120.97	53.03	44.56	37.04	每股经营现金	0.10	-0.52	0.27	0.26
PB	9.72	2.74	2.60	2.45	每股股利	0.02	0.02	0.06	0.07
PS	4.78	2.25	1.88	1.59					
EV/EBITDA	51.85	28.12	24.97	21.18					
股息率	0.12%	0.12%	0.27%	0.32%					

来源: 中泰证券研究所 (考虑定增和募集资金增发的 1.04 亿股本)

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。