



东兴证券
DONGXING SECURITIES

小公司大平台，后续资本运作可期

——杰赛科技（002544）事件点评报告

2018年03月19日

强烈推荐/首次

杰赛科技

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
王习	研究助理	
	Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034	
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
张卓琦	研究助理	
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：近期公司发布业绩快报，2017年实现营业收入总收入59.96亿元，同比增长17.22%，实现归母净利润2.18亿元，同比增长14.48%；近期我们对公司进行了实地跟踪调研。

观点：

➤ **中电通信子集团组建完成，杰赛科技作为唯一上市平台定位明确。**2017年7月，公司的实际控制人中国电科集团以通信事业部为基础组建中电通信子集团，由中电通信委托管理中国电科7所、34所、39所、50所和54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。同时，公司的控股权由原7所无偿划转至中电通信，作为板块子集团中电通信未来资本运作的上市平台，其定位十分明确。

➤ **资本运作民品先行，显著增厚公司业绩，发行价格严重倒挂充分彰显未来发展信心。**2017年10月，公司完成发行56,280,033股股份购买54所下属民品资产远东通信100%股权、电科导航100%股权、中网华通57.7436%股权、华通天畅100%股权及34所下属民品资产东盟导航70%股权，发行对价为30.27元/股。

从注入资产来看，本次购买资产均为中电通信子集团内通信类、导航类较为成熟或具有较好市场前景的民品资产，以2016年业绩为比对口径，本次资产注入后公司的营业收入、归母净利润和每股收益分别为47.94亿元、1.92亿元、0.34元/股，增幅分别为77.8%、80.8%和61.9%，业绩增厚显著。根据2017年业绩快报，公司实现营收59.96亿元，较合并口径同比增17.22%，实现归母净利润2.18亿元，较合并口径同比增长14.48%。

从发行价格来看，公司分别于2017年10月17日、2017年12月21日发布发行股份购买资产过户完成和新增股份上市的公告，这两日公司收盘价分别为21.62元/股、16.84元/股，发行价格30.27元/股与之相比均存在严重倒挂。我们认为，本次发行股份购买资产的最大发行对手方为中国电科54所，发行股份数量为4214.18万股，占本次购买资产新增发行股份数量的74.9%，而54所作为中电通信子集团内最大最优质的一块资产，发行价格严重倒挂充分彰显了对子集团未来整体业务发展和资本运作的极大信心。

➤ **中电通信子集团内优质军品资产运作可期。**中电通信作为中国电子科技集团以通信事业部为核心组建的专业化子集团平台，受托管理的5家研究所均为通信业务相关的军民品资产，经历本次重组后，目前通信导航类的核心民品资产已基本进入杰赛科技上市公司，未来想象空间较大的仍然是优质军品资产的注入。

根据公司公告，2016年中电54所实现营业收入113.37亿元、归母净利润为7.23亿元，2015年中电50所实现营收17.7亿、净利润1.62亿，相比于杰赛科技目前2.2亿左右的净利润规模，我们预计中电通信子集团内的体外资产净利润体量或达到10亿元，是上市公司目前体量约4-5倍，未来注入弹性巨大。

表 1：中电通信子集团受托管理的 5 家研究所概况

研究所	主营业务
7 所	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及技术标准
34 所	光纤通信系统与整机技术基础研究与应用开发相结合的综合性研究所
39 所	精密跟踪测量、通信、导航、卫星应用、射电天文及深空探测等领域
50 所	军事专用无线通信终端（电台）、数据采集通信终端与中心站等设备与产品、微波与探测技术等
54 所	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等相关业务

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

结论：

在仅考虑公司目前业务的情况下，我们预计公司18-19年收入70.75亿元/81.36亿元，净利润2.66亿元/3.07亿元，EPS 0.47元/0.54元，对应当前股价PE 31X、27X。

我们认为，公司当前业务的业绩相对目前股价已具备较好的安全边际，考虑到公司作为中电通信子集团的唯一上市平台地位，定位明确，体外优质军品资产利润规模或可达公司当前利润体量的4-5倍，首次覆盖，予以公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：

资产运作进度不及预期；原有主业竞争加剧。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2845	3112	8991	10078	11904	营业收入	2294	2696	5996	7075	8137
货币资金	870	899	2998	3538	4068	营业成本	1848	2211	4917	5802	6672
应收账款	1011	1070	3285	3343	4151	营业税金及附加	7	11	30	28	33
其他应收款	87	94	209	247	284	营业费用	83	95	294	248	285
预付款项	49	59	82	108	139	管理费用	168	200	447	524	602
存货	545	670	1490	1758	2021	财务费用	58	57	135	262	301
其他流动资产	7	0	-59	-79	-98	资产减值损失	29.97	37.44	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	668	686	583	529	476	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	6	6	6	6	投资净收益	0.00	-0.19	-0.19	2.00	2.00
固定资产	540.00	503.96	473.42	426.60	379.78	营业利润	100	85	168	209	241
无形资产	60	70	63	57	51	营业外收入	24.57	37.58	83.57	98.62	113.41
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	8.87	0.46	0.46	0.46	0.46
资产总计	3513	3797	9574	10607	12380	利润总额	116	122	252	307	354
流动负债合计	1876	2035	8119	9112	10839	所得税	9	17	33	41	47
短期借款	338	399	4716	5090	6189	净利润	108	105	218	266	307
应付账款	685	701	1537	1814	2086	少数股东损益	0	-1	-3	-3	-4
预收款项	27	39	99	151	222	归属母公司净利润	107	106	221	269	311
一年内到期的非	3	1	1	1	1	EBITDA	264	260	357	524	595
非流动负债合计	407	437	40	40	40	EPS（元）	0.21	0.21	0.39	0.47	0.54
长期借款	10	40	40	40	40	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	396	397	0	0	0						
负债合计	2283	2472	8160	9153	10879	成长能力					
少数股东权益	2	1	-1	-5	-9	营业收入增长	17.82%	17.54%	122.39%	18.00%	15.00%
实收资本（或股	516	516	572	572	572	营业利润增长	23.89%	-15.25%	97.98%	23.89%	15.46%
资本公积	217	216	216	216	216	归属于母公司净利润	107.70%	21.76%	107.70%	21.76%	15.41%
未分配利润	435	517	378	209	13	获利能力					
归属母公司股东	1229	1324	1425	1469	1519	毛利率(%)	19.44%	17.99%	18.00%	18.00%	18.00%
负债和所有者权	3513	3797	9574	10607	12380	净利率(%)	4.69%	3.90%	3.64%	3.76%	3.77%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	3.82%	3.05%	2.80%	2.31%	2.54%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.73%	8.04%	15.51%	18.33%	20.45%
经营活动现金流	50	63	-1585	656	-4	偿债能力					
净利润	108	105	218	266	307	资产负债率(%)	65%	65%	85%	86%	88%
折旧摊销	105.94	118.31	0.00	46.82	46.82	流动比率		1.53	1.11	1.11	1.10
财务费用	58	57	135	262	301	速动比率		1.20	0.92	0.91	0.91
应收账款减少	0	0	-2215	-57	-809	营运能力					
预收帐款增加	0	0	60	52	71	总资产周转率	0.71	0.74	0.90	0.70	0.71
投资活动现金流	-90	-64	42	-3	-3	应收账款周转率	2	3	3	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.48	3.89	5.36	4.22	4.17
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	0	0	0	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.21	0.39	0.47	0.54
筹资活动现金流	17	22	3642	-113	537	每股净现金流(最新	-0.04	0.04	3.67	0.94	0.93
应付债券增加	0	0	-397	0	0	每股净资产(最新摊	2.38	2.57	2.49	2.57	2.66

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	56	0	0	P/E	69.44	68.81	37.39	30.71	26.61	
资本公积增加	0	-1	0	0	0	P/B	6.07	5.63	5.80	5.63	5.44	
现金净增加额	-23	20	2099	540	531	EV/EBITDA	27.75	28.43	28.08	18.81	17.54	

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017 年加入东兴证券军工组。

张高艳

清华大学工学硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。