

大股东中电通信子集团深度分析

——杰赛科技（002544）事件点评报告

2018 年 04 月 27 日

强烈推荐/维持

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	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	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	执业证书编号：S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：我们对公司控股股东中电通信子集团进行了详细分析。

观点：

一、实际控制人中国电子科技集团简介：

中国电子科技集团公司为继承合并原信息产业部 47 家直属研究院所及有关高科技企业组建而成的军工集团，主营军民用大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。

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、网络三大战略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；国内唯一能够为我军各种型号的卫星、导弹、飞机、舰船、车辆提供各类关键元器件的企业集团。

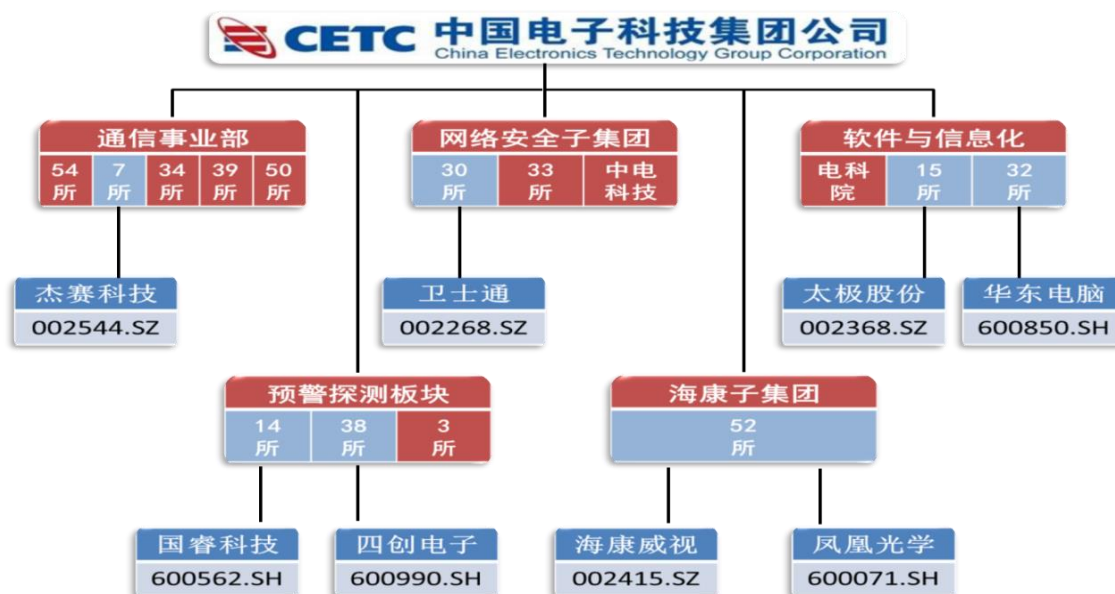
2017 年中国电科集团实现主营业务收入 2041.8 亿元（+8.2%），实现利润 203 亿元（+17.2%），净资产总额 1619.8 亿元，经济增加值 EVA 同比增长 25.2%。

二、下属科研院所为集团业务经营和创新的主体：

中国电科集团现有二级成员单位 48 家，上市公司 8 家，分布在全国 26 个省、市、区。下属研究院所体量庞大，是集团公司业务经营、技术创新的主体。

从研究所专业分工来看，近半数从事雷达、通信、导航及配套微波器件射频线缆业务，中国电科“四美”14 所、38 所、29 所、54 所均处此板块；此外，10 所（综合电子）、28 所（信息化软硬件）、30 所（信息安全）、36 所（通信）经营业绩良好，在业内也有一定影响力。

图 1：集团主要业务板块及上市公司隶属关系



资料来源：网站公开资料，东兴证券研究所

作为我国军事通信领域的国家队，长期的技术积累和人才储备铸就高壁垒护城河，综合优势显著。军事通信技术是现代战争的神经中枢，是指挥控制、体系化作战的基础。随着我军向积极战略防御转变、战略支援部队组建、海空军建设加速，我们认为，专用通信设施、设备、网络将获得持续增长的研发和采购支持。在军事卫星通信和光纤通信网的基础上，综合发展散射通信、超短波通信、无线光通信，可综合发挥各技术比较优势，提高战场生存能力和系统的可靠性。

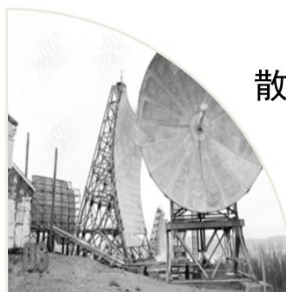
国内战术无线电设备供应商（短波、超短波）主要包括：中原电子（陆军）、海格通信（海军）、烽火电子（空军），受产品标准和单位资质门槛影响，市场竞争不激烈，呈寡头垄断格局，国有股东背景、军工生产历史更受军方信赖。

图 2：目前主流军事通信技术

短波通信



散射通信



激光通信



卫星通信



资料来源：网站公开资料，东兴证券研究所

作为军工电子国家队，中电科技集团在军事通信领域有长期的项目合作经验、技术和人才储备，产品线齐全，包括 50 所的超短波电台、通话控制器，34 所的有线及无线激光通信设备，54 所的卫通/散射双模通信车载站（建有专门的微波散射事业部），以及 54 所、电科院等单位对综合军事通信系统、战术数据链的设计方案等。此外，集团内在军事通信领域有所积累的研究所还包括 10 所、7 所、34 所、39 所等。中电科技集团在军用通信市场的竞争优势为通信系统、卫星通信、散射通信和下一代光通信。

三、中电通信子集团尘埃落定，覆盖“军中华为”54 所等优质资产：

中电通信子集团正式成立，标志着中国电科网络通信产研结合、业务重组工作进入重大实施阶段。

- 2015 年初，由 7 所、34 所、39 所、50 所和 54 所等单位及所属企业，组建成立中国电科通信事业部，历经 3 年多的组织机构完善健全和运行机制理顺，为通信子集团的组建奠定了坚实的基础；
- 2017 年 8 月，中国电科集团以通信事业部为基础宣布正式成立中电通信子集团，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。

中电通信子集团资产优质，占据半壁江山的 54 所更是被视为“军中华为”。根据公开信息，2017 年中电通信子集团实现营业收入 199.25 亿元、位列集团第二，实现利润总额 15.73 亿元，经济增加值 EVA12.66 亿元，业务发展迅速。其中，54 所实现收入 122.67 亿元（+8.20%）、利润总额 8.97 亿元（+17.19%），分别贡献了通信子集团总收入的 61.6%、利润总额的 57.0%，是中电通信子集团的绝对中坚力量。

54 所始建于 1952 年，是新中国成立的第一个电信技术研究所，经过 60 余年的发展和壮大，现已成为我国电子信息领域专业覆盖面最宽、综合性最强的骨干研究所，具有武器装备科研生产及质量体系方面的重要资质，是国家授权的电子工程专业承包壹级资质单位，电子工程甲级设计单位。建所以来，相继参与完成了“载人航天”、“嫦娥探月”、“北斗卫星导航系统”、“上海天文台 65 米射电望远镜天线项目”等数百项国家和国防重大工程建设，取得了包括国家科技进步特等奖在内的千余项重大科研成果。

表 1:通信事业部下辖研究所主营业务

单位名称	业务范围及下属单位	军用方向	民用方向
第七研究所（广州通信研究所）	业务范围： 移动通信系统与设备研制生产、通信网络规划、云计算应用、印制电路板设计与制造及物联网技术研究。 下属单位： 控股上市企业杰赛科技股份有限公司（电子信息与通信业务），另控股弘宇科技有限公司、拥有凯尔实验室（监督检验）和一家机械加工厂。	战术通信	集群通信、物联网、云计算、RFID 及智能移动终端
第三十四研究所（桂林激光通信研究所）	业务范围： 光通信系统、光网络技术、光通信整机、光学无源器件、光通信测试仪器、医疗仪器、以及结构设计和工艺研究，并且承建各种光纤通信系统工程。 下属单位： 桂林大为通信技术公司、桂林信通科技有限公司、桂林聚联科技有限公司和中电科东盟卫星导航运营服务有限公司（东盟导航）。	雷达信号、通信信号传输	交通、电力、电信、广播电视、工矿等光纤通信
第五十研究所（上海微波技术研究所）	业务范围： 数传通信设备、通信系统、探测装备、微波小型雷达及测试仪器，无线监控、自动防范和民用探测技术。 下辖三家产业化公司： 上海协同科技股份有限公司、上海五零盛同信息科技有限公司、上海申达自动防范系统工程有限公司。	战术通信技术、微波与探测技术	电力电子、市政电子、安全电子
第三十九/五十四研究所（西北电子设备研究所与石家庄通信测控技术研究所合并）	业务范围： 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的技术研发、生产制造和系统集成。 下辖企业： 远东通信、中华通信、中电信息、电科导航、远东哈里斯、西安天通电子等	通信与信息对抗、遥感遥控	卫星通信、移动通信、卫星导航定位

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

结论：

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，其定位十分明确，资本运作民品先行，未来优质军品资产运作可期。2017年10月公司完成发行股份购买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，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。

我们判断，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，尤其是54所这样的核心优质研究所资产。2017年杰赛科技实现并表后营业收入59.78亿元/利润总额2.42亿元，而整个中电通信子集团的收入199.25亿元/利润总额15.73亿元分别为上市公司规模体量的3.3倍、6.5倍。

在仅考虑公司目前业务的情况下，我们预计公司2018-2020年收入70.8亿元/81.4亿元，净利润2.66亿元/3.15亿元/3.81亿元，EPS 0.44元/0.53元/0.64元，对应当前股价PE 41X/35X/28X。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总额为公司当前体量的5.5倍，维持公司“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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3112	5375	7867	8073	9386	营业收入	2696	5978	7081	8142	9362
货币资金	899	1406	2124	2035	2341	营业成本	2211	5006	5807	6676	7677
应收账款	1070	2177	2910	2677	3078	营业税金及附加	11	27	39	41	47
其他应收款	94	152	180	207	238	营业费用	95	207	255	289	332
预付款项	59	170	298	446	616	管理费用	200	418	531	602	699
存货	670	1024	1188	1366	1571	财务费用	57	75	87	138	136
其他流动资产	0	2	3	4	4	资产减值损失	37.44	54.06	60.00	40.00	40.00
非流动资产合计	686	954	826	751	677	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6	10	10	10	10	投资净收益	-0.19	0.05	0.05	2.00	2.00
固定资产	503.96	629.47	649.10	584.90	520.70	营业利润	85	237	302	357	433
无形资产	70	110	99	89	80	营业外收入	37.58	5.34	5.00	5.75	6.61
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.46	0.27	0.27	0.27	0.27
资产总计	3797	6329	8694	8824	10063	利润总额	122	242	307	363	440
流动负债合计	2035	3610	6370	6368	7483	所得税	17	30	41	48	58
短期借款	399	570	2909	2363	2876	净利润	105	212	266	315	381
应付账款	701	1746	1998	2297	2641	少数股东损益	-1	10	12	14	16
预收款项	39	161	231	355	472	归属母公司净利润	106	202	254	300	365
一年内到期的非	1	23	23	23	23	EBITDA	260	485	465	569	642
非流动负债合计	437	532	74	74	74	EPS（元）	0.21	0.35	0.44	0.53	0.64
长期借款	40	30	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	397	398	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2472	4142	6444	6442	7557	成长能力					
少数股东权益	1	72	84	98	114	营业收入增长	17.54%	121.73%	18.45%	14.98%	14.99%
实收资本（或股	516	572	572	572	572	营业利润增长	-15.25%	178.20%	27.74%	18.17%	21.25%
资本公积	216	632	632	632	632	归属于母公司净利润	25.92%	18.28%	25.92%	18.28%	21.46%
未分配利润	517	819	753	734	674	获利能力					
归属母公司股东	1324	2115	2166	2284	2392	毛利率(%)	17.99%	16.25%	18.00%	18.00%	18.00%
负债和所有者权	3797	6329	8694	8824	10063	净利率(%)	3.90%	3.55%	3.76%	3.86%	4.07%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	3.82%	2.80%	3.19%	2.92%	3.41%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.04%	9.54%	11.73%	13.15%	15.25%
经营活动现金流	63	185	-850	816	223	偿债能力					
净利润	105	212	266	315	381	资产负债率(%)	65%	65%	74%	73%	75%
折旧摊销	118.31	172.62	0.00	64.20	64.20	流动比率	1.49	1.24	1.27	1.25	
财务费用	57	75	87	138	136	速动比率	1.21	1.05	1.05	1.04	
应收账款减少	0	0	-734	233	-401	营运能力					
预收帐款增加	0	0	71	123	118	总资产周转率	0.74	1.18	0.94	0.93	0.99
投资活动现金流	-64	-141	-9	-38	-38	应收账款周转率	3	4	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.89	4.89	3.78	3.79	3.79
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	0.35	0.44	0.53	0.64
筹资活动现金流	22	75	1577	-867	120	每股净现金流(最新	0.04	0.21	1.26	-0.16	0.53
应付债券增加	0	0	-398	0	0	每股净资产(最新摊	2.57	3.70	3.79	3.99	4.18

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	56	0	0	0	P/E	86.76	52.06	41.03	34.69	28.56
资本公积增加	-1	416	0	0	0	P/B	7.10	4.93	4.81	4.56	4.36
现金净增加额	20	118	718	-89	305	EV/EBITDA	35.91	20.71	24.22	18.98	17.15

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。

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。

研究助理简介

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。