

湘财证券研究所

TMT 行业研究小组

周明巍

Tel: 021-68634510-8022

E-Mail: zmw3061@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634510-8273

E-Mail: ly2573@xcsc.com

上市合理价格区间:

37.5-45 元

发行数据

发行股数	8500 万股
发行后总股本	33250.651 万股

主要股东

广电集团	18.25%
社保基金	2.56%
杨海洲等 47 人	53.63%
本次发行	25.56%

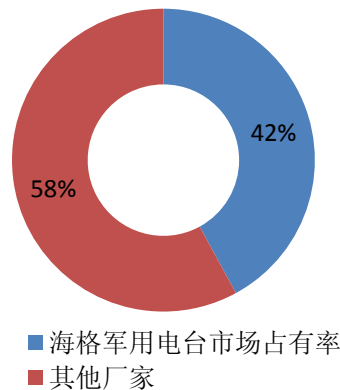
投资要点:

一、海格是我国军工通信设备龙头企业。

主要业务产品是军用电台, 导航, 数字集群, 系统集成等。作为行业龙头企业, 军用电台份额占 40% 以上。

公司源于 1956 年始创的广州无线电厂, 在无线通信产品研发, 制造方面拥有一定核心技术资源。是国内第一台自适应无线通信电台和第一台跳频抗干扰无线通信电台的诞生地, 是我国军用无线通信行业重要的技术装备研发基地。

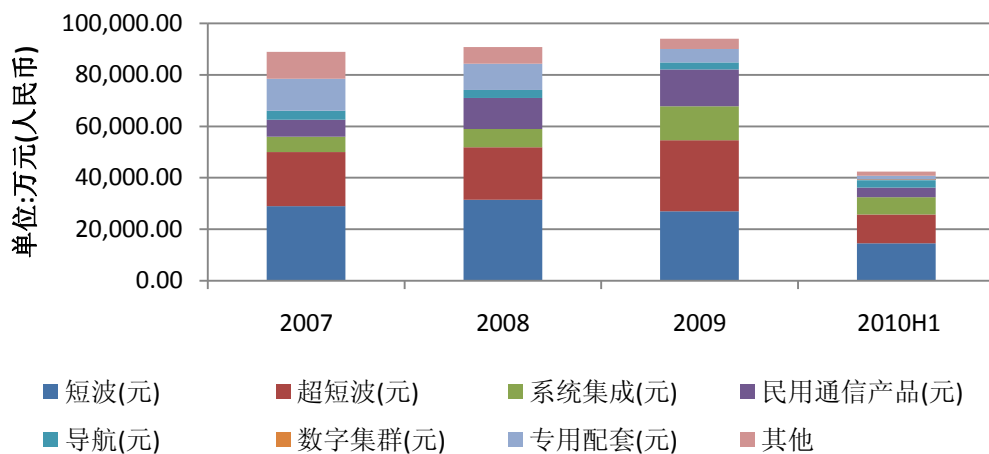
图 1 海格在军用电台领域市场占有率较高



资料来源: 招股意向书&湘财证券研究所

2009 年短波产品的市场占有率达到 44%、超短波电台的市场占有率达到 40%、中长波电台市场占有率达到 55%。

图 2 海格销售收入分布



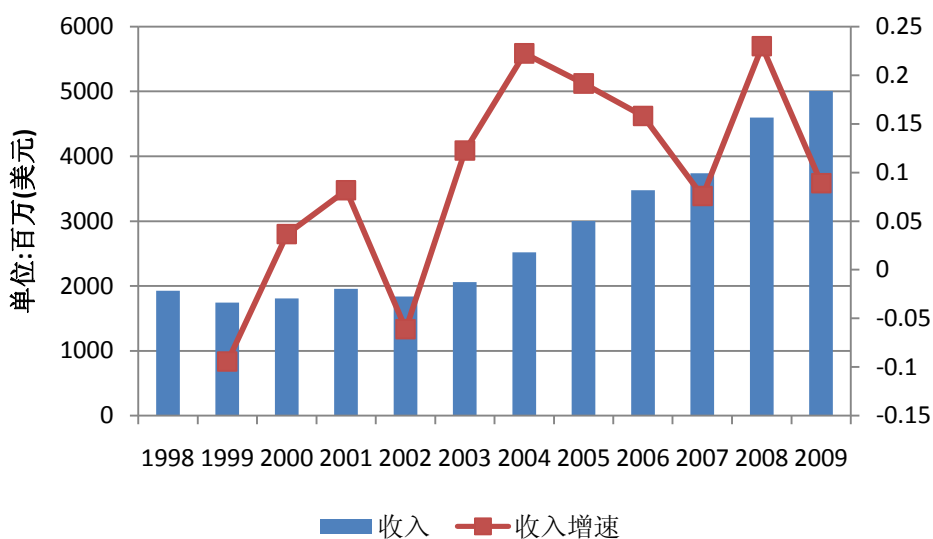
资料来源:招股意向书

二、国防信息化任重道远

上世纪 80 年代以后，世界军事装备发生了革命性的变化。90 年代海湾战争，美军和伊拉克军在机械化程度相似的情况下，美军凭借武器装备信息化的绝对优势仅用 1 个多月结束战斗为标志，开启了全球军事装备信息化的浪潮。其中以 GPS 全球定位系统为典型代表。

美国从 21 世纪初，又开始全球信息栅格网 GIG 系统以及无人驾驶作战系统，把所有部队和重武器甚至遥控作战系统全连在一张大网上。由此相关通信设备又开始了新一轮的升级。

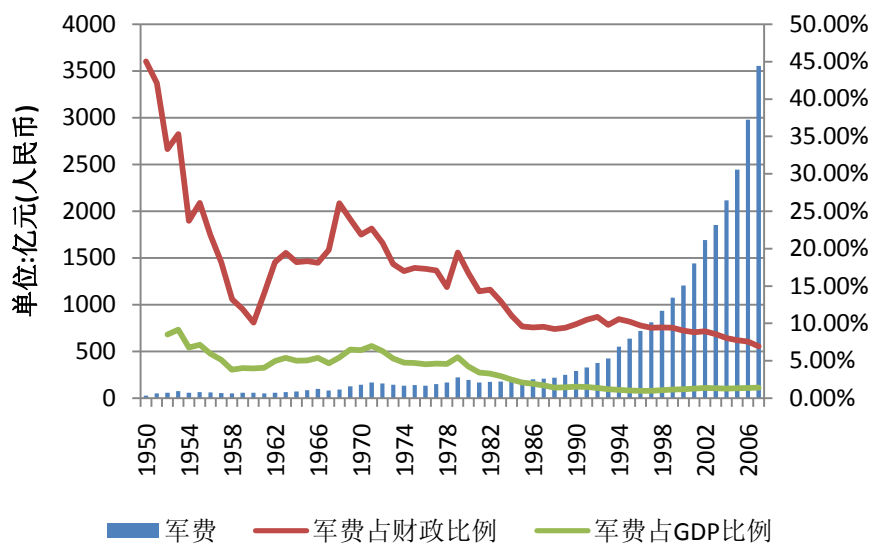
图 3 军用通信设备龙头 Harris 在 21 世纪前十年收入重新进入增长轨道



资料来源：湘财证券研究所整理

我国在 1986 年-1998 年的 14 年间，为了国家优先发展经济，军费占 GDP 逐年下降。中国军队被迫做出巨大牺牲，军费仅够勉强维持。装备常年得不到更新。1999 年后，军费开始逐年增长，以 99 式坦克以及歼 10 战斗机列装为代表，初步实现装备机械化。

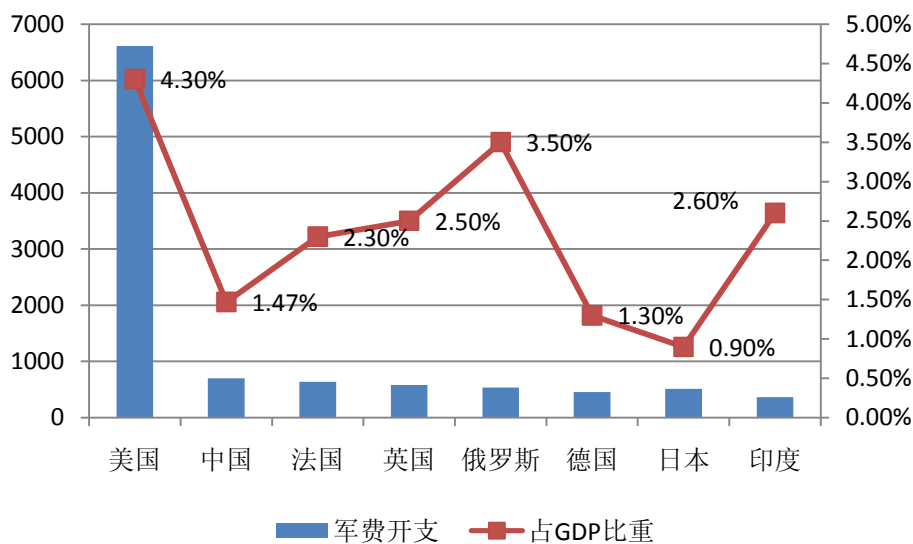
图 4 我国军费开支及财政与 GDP 占比



资料来源:湘财证券研究所整理

但到 2009 年,军费仍仅占 GDP 的 1.43%,远低于美国,俄罗斯等大国。国防信息化程度落后于欧美。可以判断,我国军费开支在随国家经济发展,继续增加的前提下,将向军事通信升级倾斜。

图 5 2009 年世界军费开支对比



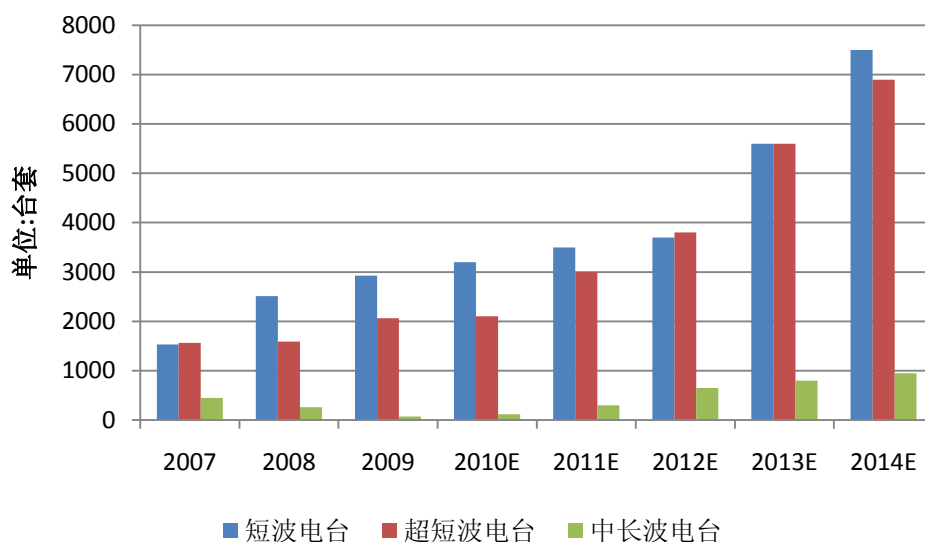
资料来源:招股意向书

三、行业龙头重任在肩

要装备信息化,军用电台重要性凸显。以美国为例,1994 年世界第

一支数字化试验营美军第4机步师诞生。并计划在今年使陆军10个现役师全部实现数字化。而通常建设一个数字化机步师就需要各类电台5000余部，其中主要是超短波电台。公司军用电台产品的市场份额占有率较高，占龙头地位。所以，收益通信指挥网和陆军数字化部队建设，即使不考虑海军，空军和第二炮兵的需求，未来几年呈快速增长势头也是大概率事件。

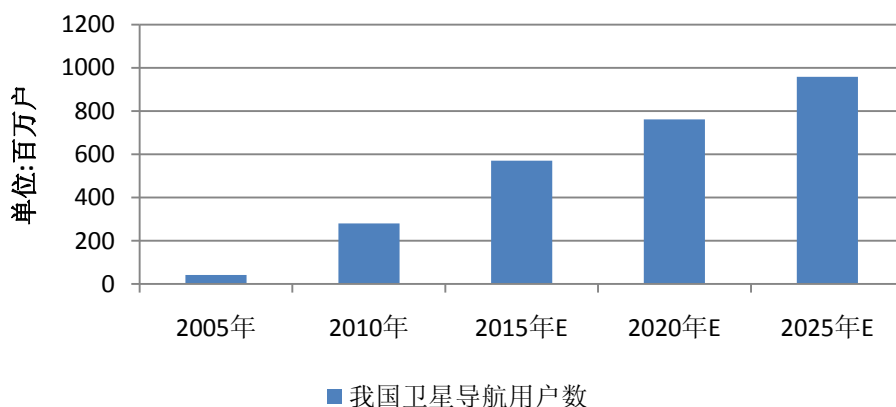
图6 海格军用电台销售预测



资料来源:招股意向书(湘财证券研究所整理)

卫星导航方面，我国在经历了与欧洲“伽利略”项目合作失败等种种波折后，国家最终决定上马自己的全球卫星导航系统“北斗2号”。由于和伽利略在频段上的竞争，北斗2号导航卫星系统在最近几年将快速建成。在军事先行的基础上，结合卫星导航在我国已经完成启蒙，相关的应用在军事和民用两方面势必爆发性增长。而公司也具有相关的竞争优势。

图7 我国卫星导航用户数预测

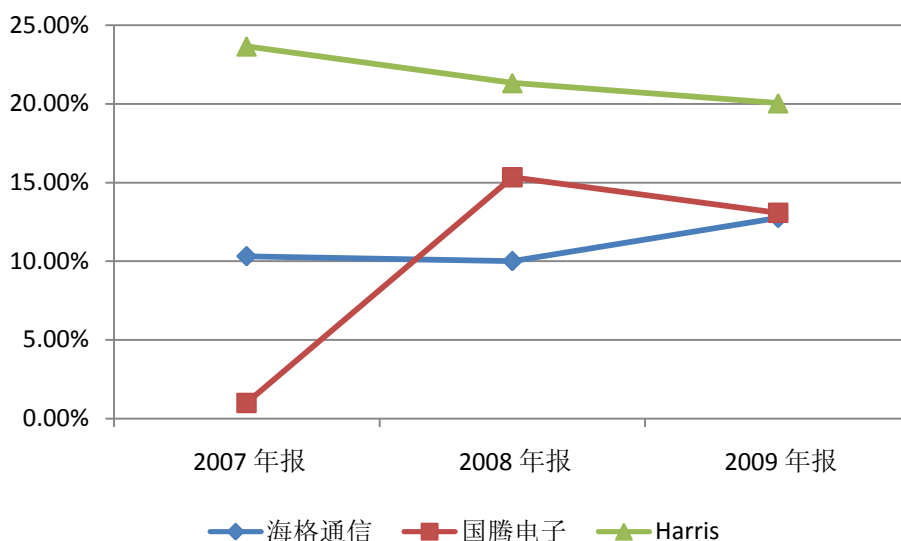


资料来源: 招股意向书 (湘财证券研究所整理)

四、募投项目确保产品研发进展

在军事通信这个高科技行业, 行业龙头 Harris 研发费用长期占比销售收入 20% 以上不同。国内相关设备商研发费用相对占比较低。此次 IPO 募集资金以后, 将为海格后续的项目研制备足粮草, 也为今后凭借产品技术开拓国际市场奠定基础。

图 8 研发费用占比比较



资料来源: 招股说明书&湘财证券研究所

五、财务预测与估值

按 38 元发行价计算, 对应 2009 年静态 PE 为 59.6 倍。预计公司 2010-2012 年盈利分别为 2.32 亿, 2.77 亿, 3.24 亿, 对应 EPS 为 0.63, 0.75 和 0.87 元。对应动态 PE 为 60.7, 50.8 和 43.5 倍。由于军工类上市公司特殊性, 参考相关公司给予平均 2011 年 50-60 倍动态估值。合理估价 37.5-45 元。

六、风险提示

- 公司客户集中的风险: 军工类企业行业采购等信息披露部分涉及保密, 与宏观经济形势相关性较低。军队武器信息化进度若低于预期, 将影响公司收益。
- 企业每年接受国家研发补贴占年盈利较大, 这保证了公司维持大比例资金投入研发, 若政策变化, 对公司 EPS 较大。

财务报表预测
利润表 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	949	1086	1341	1621
营业成本	476	537	687	830
毛利	474	548	654	791
% 营业收入	49.9%	50.5%	48.7%	48.8%
营业税金及附加	2	2	3	3
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	61	71	87	105
% 营业收入	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	211	250	322	405
% 营业收入	22.2%	23.0%	24.0%	25.0%
财务费用	10	39	9	-3
% 营业收入	1.1%	3.6%	0.6%	-0.2%
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	195	187	232	279
% 营业收入	20.5%	17.2%	17.3%	17.2%
营业外收支	43	45	45	47
利润总额	237	232	277	324
% 营业收入	25.0%	21.3%	20.7%	20.0%
所得税费用	20	20	24	28
净利润	217	212	253	296
归属于母公司所有者的净利润	211.9	208.2	248.9	290.8
少数股东损益	5	4	5	5
EPS (元/股)	0.64	0.63	0.75	0.87

现金流量表 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	107	412	381	467
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-34	-411	-413	-316
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-34	-411	-413	-316
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	3230	0	0
银行贷款增加 (减少)	14	-1016	0	0
筹资成本	67	-70	-46	-41
其他	-133	0	0	0
筹资活动现金流净额	-53	0	-46	-41
现金净流量	20	2145	-78	110

资产负债表 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	320	3564	6329	10068
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	240	249	308	372
存货	411	469	600	725
预付账款	8	11	14	17
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1000	4317	7280	11217
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	55	55	55	55
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	775	1015	1205	1243
无形资产	22	21	20	19
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	9	0	0	0
其他非流动资产	-294	-294	-294	-294
资产总计	1566	5113	8265	12239
短期贷款	196	0	0	0
应付款项	139	149	191	231
预收账款	99	109	134	162
应付职工薪酬	1	5	7	8
应交税费	-1	1	1	1
其他流动负债	59	86	109	134
流动负债合计	492	350	442	536
长期借款	80	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	74	74	74	74
负债合计	646	424	516	610
归属于母公司所有者权益	865	4272	4484	4731
少数股东权益	55	59	63	68
股东权益	920	4331	4547	4799
负债及股东权益	1566	4754	5063	5409

基本指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.637	0.626	0.749	0.875
BVPS	3.50	17.26	18.12	19.11
PE	59.62	60.70	50.76	43.45
PEG	5.36	5.46	4.57	3.91
PB	10.87	2.20	2.10	1.99
EV/EBITDA	53.23	22.85	13.56	4.63
ROE	24.5%	4.9%	5.6%	6.1%

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。