

通信设备

海格通信 (002465. SZ) /30.21 元

军民数字集群业务带来公司利润增长新的拐点

事项

2011年5月11日，对海格通信（002465）业务发展情况进行了调研。

主要观点

一、军用市场多年行业积累的领先优势牢不可破

公司是我国军用无线通信、导航领域最大的整机供应商；是行业内唯一一家同时拥有短波、超短波、中长波、系统集成、导航专业技术、成熟产品、成套工艺流程和众多产品的企业；是行业内通信整机厂家中唯一一家承担全天候覆盖我国疆土的军方大型通信科研项目的总体单位；公司已经形成了以短波和超短波等产品为主，以卫星通信、导航和数字集群等新领域为专业突破的战略布局。项目达产年，公司将计划形成年产通信及导航系列产品 11,500 台/套的生产能力（其中通信设备 10,300 台/套，导航设备 1,200 台/套）。

由于军用市场的特殊性，参与军品生产的企业必须获得“三证”（即武器装备科研生产许可证、国家保密体系二级以上（含二级）资格认证及军工产品质量体系认证），同时非军工企业进入军品市场存在严重的信息壁垒，行业的进入门槛相对较高，因此公司多年的行业背景造就其市场地位的牢固性。

目前公司在军用市场上的短波、超短波、中长波，分别拥有 35%、30%和 40%左右的市场占有率，随着新一轮军队信息化建设的高速投入、公司新型短波电台和超短波电台的大力推进等因素，公司在军用市场上收入增长动力将更为强劲，预计可继续保持 50%以上的毛利水平。

二、军民数字集群业务带来公司利润增长新的拐点

数字集群通信作为专用的指挥调度通信体制，已应用于应急联动、公安、武警、消防等各个行业。未来随世界地缘政治的复杂化，国家对国防投入的不断加大，特别是在国家军队信息化这一方面，在目前的军用市场上，数字集群的军用市场规模未来将相当可观。在民用市场上，利用广州亚运会契机，公司通过与摩托罗拉的战略合作，800 兆数字集群终端订货实现重大突破，在 2010 年度实现销售收入 6000 万元。

2010 年，数字集群业务销售收入快速增加，年度内收入超过 6000 万元，但由

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：马军
Tel: 010-59370856
Email: majun@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	33251
流通 A 股/B 股(万股)	8500/0
资产负债率(%)	8.20
每股净资产(元)	12.82
市盈率(倍)	743.69
市净率(倍)	2.36
12 个月内最高/最低价	53.45/29.48

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

于公司是采购摩托罗拉的产品终端，其毛利率与军品相比偏低，约 11.59%。未来，数字集群市场将快速发展，我们预计公司不会长久在产品终端上受制于人，公司会利用上市之时获得丰厚的超募资金，在该领域内进行产业的纵向并购，从而降低数字集群产品的成本。同行业科比公司海能达有 50% 的毛利率，如果公司进行纵向并购，公司数字集群业务的毛利率也将达到 40% 左右，假设按照数字集群年收入达到 2 亿元规模来看，全年将会给公司带来新增利润 6000 万元。

三、北斗导航产品逐渐完善，成效初步显现

公司在北斗导航这一领域连续多年的不断持续投入，积累的大量的技术经验，公司开发的产品已经在市场中开始推广和应用。公司日前在广州市公务用车使用管理信息系统建设服务项目中标，中标金额约 1659 万元。由于公司采用的是租赁和服务维护收费模式，在未来五年使用部门仍需每年向公司支付终端设备租赁和服务维护费。此举作为一个北斗二号的示范应用，预计将会在相关省份及部门展开更广应用，同时预计公司将会拓展其应用范围，向包括国防、安保、交通等相关行业应用拓展。

我们预期 2012 年我国将建成北斗亚太卫星系统，在多个领域具有广阔的应用空间，并将在国民经济的重要领域和行业实现广泛应用，政府将会大力推动卫星导航的应用，并出台相应的扶持政策，形成千亿级别的导航市场。目前，公司拥有“芯片-模块-整机-系统”的完备的自主研发能力；在技术积累方面，构建了具有自主知识产权的核心技术体系；已于 2010 年 12 月获得由中国卫星导航定位应用管理中心颁发“北斗导航民用服务资质证书”，是公司北斗产品向民用市场拓展的重要标志，为公司今后更好的拓展北斗导航民用领域奠定基础。

四、收购陕西海通，完善公司产业链条，形成协同效应

近期，公司收购了陕西海通天线有限责任公司 90% 股权，海通天线的核心业务为军用通信天线设计、研制、生产及服务。这次收购有利于加强公司在相关业务领域的市场拓展和研发能力，延伸产业链。同时，一方面可以降低电台成本，另一方面利用公司在军方的良好关系，扩大海通的市场规模，带来的新的利润增长。

五、频谱监测的投入加大，带来新的市场机会

“十二五”期间，国家无线电管理总投入费用约为 100 亿元，其中与频谱监测设备相关的市场投入约为 50 亿元，这一新增的市场空间，将会给公司带来新的利润增长点。公司结合产品的频谱范围宽的优势，研发出无线电监测测向系统，公司能够为军、民两用的频谱监测管理提供系统解决方案。

综上所述，我们认为公司在 2013 年收入水平将达到 20 亿元以上，预计 2011 年、2012、2013 年公司每股收益分别为 0.94 元、1.16 元、1.43 元，对应 PE 为 32、26、21 倍，给予“推荐”投资评级，6 个月目标价 38 元。

风险提示

军队采购预期不达、民用市场竞争激烈、研发产品不达期

分析师介绍

马军：华创证券 TMT 行业首席分析师 TMT 组长，曾任工业和信息化部电信研究院规划所主任工程师，主要从事电信产业政策研究与运营商战略规划，支持和参与的项目包括通信业“十一五”、“十二五”规划，三网融合、信息产业、物联网等“十二五”规划，3G 业务规划、3G 发展评估、金融危机对中国电信业影响既对策等多项课题，获得多项奖励，在多种刊物发表论文 20 多篇。西安交通大学工商管理硕士，西安交通大学工学学士。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4119	4705	5098	5785
现金	3221	3783	3921	4131
应收账款	286	270	372	513
其它应收款	10	14	17	22
预付账款	13	12	16	22
存货	561	598	736	1045
其他	28	28	36	51
非流动资产	609	549	531	512
长期投资	101	67	74	81
固定资产	411	385	360	334
无形资产	27	27	28	29
其他	70	69	69	68
资产总计	4728	5254	5629	6297
流动负债	357	567	599	831
短期借款	25	134	118	172
应付账款	209	195	254	365
其他	122	237	226	295
非流动负债	73	71	46	10
长期借款	0	0	-27	-62
其他	73	71	73	73
负债合计	430	638	645	841
少数股东权益	49	55	62	69
股本	333	333	333	333
资本公积金	3264	3264	3264	3264
留存收益	653	965	1326	1790
归属母公司股东权益	4250	4562	4922	5387
负债和股东权益	4728	5254	5629	6297

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	104	297	83	83
净利润	243	318	391	481
折旧摊销	31	28	28	28
财务费用	-0	-95	-103	-109
投资损失	-46	-16	-23	-28
营运资金变动	-135	63	-212	-290
其它	12	-2	1	-0
投资活动现金流	-32	48	13	18
资本支出	33	0	0	0
长期投资	0	-33	7	7
其他	1	14	20	25
筹资活动现金流	2829	218	42	109
短期借款	-171	109	-16	53
长期借款	-80	0	-27	-36
普通股增加	85	0	0	0
资本公积增加	3058	0	0	0
其他	-63	108	84	91
现金净增加额	2900	562	139	209

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	966	1159	1449	1956
营业成本	487	573	722	975
营业税金及附加	4	3	4	6
营业费用	60	74	92	123
管理费用	244	263	339	466
财务费用	-0	-95	-103	-109
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	46	16	23	28
营业利润	217	356	417	522
营业外收入	46	43	44	44
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	262	398	460	566
所得税	20	80	69	85
净利润	243	318	391	481
少数股东损益	2	6	7	7
归属母公司净利润	241	312	384	474
EBITDA	248	289	342	442
EPS（元）	0.73	0.94	1.16	1.43

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	1.7%	20.0%	25.0%	35.0%
营业利润	11.5%	64.1%	17.1%	25.3%
归属母公司净利润	13.8%	29.5%	23.1%	23.3%
获利能力				
毛利率	49.6%	50.6%	50.2%	50.2%
净利率	25.0%	26.9%	26.5%	24.2%
ROE	5.7%	6.8%	7.8%	8.8%
ROIC	18.6%	21.2%	22.8%	24.5%
偿债能力				
资产负债率	9.1%	12.1%	11.5%	13.4%
净负债比率	5.76%	21.04%	14.21%	13.02%
流动比率	11.55	8.31	8.51	6.96
速动比率	9.98	7.25	7.28	5.70
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.23	0.27	0.33
应收帐款周转率	4	4	5	4
应付帐款周转率	2.81	2.83	3.21	3.15
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.94	1.16	1.43
每股经营现金	0.31	0.89	0.25	0.25
每股净资产	12.78	13.72	14.80	16.20
估值比率				
P/E	41.86	32.34	26.26	21.30
P/B	2.38	2.21	2.05	1.87
EV/EBITDA	28	24	20	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801