

处于多元布局阶段，业绩释放还需时日

—海格通信 (002465) 调研报告

民生精品---调研报告/电子元器件行业

2011 年 09 月 24 日

一、事件概述

近日我们调研了海格通信 (002465)，了解了公司生产经营以及发展战略的有关情况。

二、分析与判断

➤ 公司积极布局未来，产品更趋多元化

公司通过内生和外延的两种方式，积极布局未来发展。通过加强自身研发，发展卫星导航和卫星通讯；通过收购天地通布局数字集群领域、收购海华发展天线、收购北京爱尔达进入气象雷达领域。

➤ 北斗卫星导航领域形成“芯片-模块-设备-系统”的全产业链布局

在北斗导航领域，公司形成了“芯片-模块-设备-系统”的全产业链的发展模式。芯片主要依托子公司广州润芯进行开发，目前已经开发出第3代射频芯片，近期完成了基带芯片的开发。

公司的北斗二代终端在军用市场方面，已经开始有一些应用。相对于北斗一号更多的用于装车、装船和单兵使用，北斗二号系统会增大很多战斗系统的市场（例如弹用、飞机用）。

非军用市场方面，公司承接了广州公务车的监控系统，是北斗二号产业化过程中的第一个较大批量的供应。项目总共1万套终端租赁4年，合同第一期1659万，以后四年每年大概收取1400万的运营服务费用，终端的成本大概1400万左右，目前终端安装基本完成。广州公务车在北斗二号产业化的过程中，具有较大的示范效应，为公司的北斗导航打开更为广阔的非军市场打下基础。

➤ 军用通信领域的增长将依靠全军短波通信网和数字化师的部署进度

根据我军信息化建设需求，目前短波通信正从以往单机通信模式向网络化通信模式转变。未来几年我国将进行全军短波通信网建设，全军短波通信网十二五规划部署的终端大概在30个亿左右。数字化师按照每年2个师进行改造，每个师大概用的终端为5000个，每个终端平均价格在10万左右，市场每年有10个亿左右。

以上市场一般会在3家左右竞争，公司主要对手包括：陕西烽火、714南京熊猫等几家，公司预计能占有1/3的市场份额。但由于今年处于十二五开局年，投资还没有大幅进行，该领域增长还没有大规模展开预计在13年、14年会是投入高峰年。

➤ 布局数字集群领域，保持民用市场的持续增长尚需时日

公司近两年开始布局数字集群领域，年2010年下半年起通过广州政务网建设、广州亚运会保障等项目打开数字集群领域，5月份增资扩股深圳市天立通信信息技术有限公司，意在进一步布局数字集群领域。今年上半年集群方面的收入主要是广州亚运会项目的收入，真正集群市场的长期稳定增长还需一定时间的培育。

➤ 卫星通信仍处在布局阶段，业绩需待 13 年

公司从06年开始卫星通信产品的研发，包括各型卫星地球站（手持站、背负站等）、卫星通信天线（动中通天线）以及卫星地球站产品模块（射频模块、功放）等。目前有6个产品入围，公司争取今年能够研制定型，但通信领域真正出业绩可能还要到13、14年。

三、盈利预测与投资建议

公司近两年在 GIS 和出口方面较好的发展势头，长期布局合理，但比较依赖军用投资进度，给予“中性”评级。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.82 元、0.96 元与 1.16 元，对应 PE 分别为 32.36 倍、27.75 倍、22.81 倍。

四、风险提示

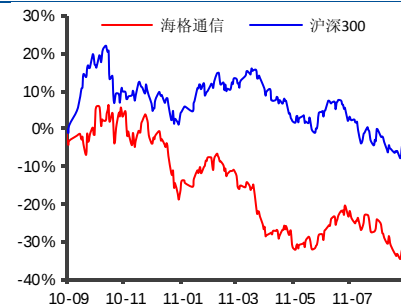
公司的成长比较依赖军用投资的规划进度，全军短波通信网和数字化师的投入也存在一定的不确定性。

中性 首次评级

交易数据 (2011-09-23)

收盘价	26.54
近 12 个月最高/最低	44.48/26.2
总股本 (百万股)	332.51
流通股本 (百万股)	85.00
流通股比例%	25.56
总市值 (亿元)	88.25
流通市值 (亿元)	22.56

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师: 李晶

执业证书编号: S0100511070003

电话: (8621)68885157

Email: lijing_yjs@mszq.com

联系人: 彭俊斌

电话: (8610)85127785

Email: pengjunbin@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	966	1,130	1,460	1,980
增长率 (%)	1.74%	17.01%	29.20%	35.62%
归属母公司股东净利润 (百万元)	241	273	318	387
增长率 (%)	13.77%	13.10%	16.61%	21.68%
每股收益 (元)	0.73	0.82	0.96	1.16
PE	36.60	32.36	27.75	22.81
PB	/	1.79	1.67	1.55

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	966	1,130	1,460	1,980
减：营业成本	487	575	741	1,003
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	60	70	91	123
管理费用	244	283	365	495
财务费用	(0)	(30)	(20)	(2)
资产减值损失	1	2	2	2
加：投资收益	46	38	38	38
二、营业利润	217	264	314	390
加：营业外收支净额	46	35	35	35
三、利润总额	262	299	349	425
减：所得税费用	20	24	28	34
四、净利润	243	275	321	391
归属于母公司的利润	241	273	318	387
五、基本每股收益 (元)	0.73	0.82	0.96	1.16

主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	35.46	26.69	20.83	15.76
成长能力:				
营业收入同比	1.74%	17.01%	29.20%	35.62%
营业利润同比	11.5%	22.0%	18.8%	24.1%
净利润同比	11.83%	13.43%	16.61%	21.7%
营运能力:				
应收账款周转率	3.75	3.61	3.76	3.84
存货周转率	1.99	1.89	2.02	2.06
总资产周转率	0.31	0.23	0.28	0.35
盈利能力与收益质量:				
毛利率	49.6%	49.1%	49.2%	49.3%
净利率	25.0%	24.1%	21.8%	19.5%
总资产净利率 ROA	7.7%	5.7%	6.2%	6.9%
净资产收益率 ROE	9.3%	6.2%	6.8%	7.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	11.55	12.71	10.95	9.11
资产负债率	9.1%	8.4%	9.6%	11.2%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.73	0.82	0.96	1.16
每股经营现金流量	0.31	0.36	0.24	0.15
每股净资产	12.93	13.75	14.72	15.90

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3,221	3,382	3,521	3,613
应收票据	28	34	44	59
应收账款	286	339	438	594
预付账款	13	17	25	36
其他应收款	10	12	16	22
存货	561	633	815	1,103
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	4,119	4,417	4,859	5,427
长期股权投资	101	101	101	101
固定资产	411	390	370	349
在建工程	60	61	61	61
无形资产	27	25	22	19
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	609	577	554	530
资产总计	4,728	4,994	5,413	5,957
短期借款	25	0	0	0
应付票据	16	17	22	30
应付账款	209	201	259	351
预收账款	81	115	148	201
其他应付款	10	9	9	9
应交税费	9	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	357	348	444	596
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	430	421	517	669
股本	333	333	333	333
资本公积	3,264	3,264	3,264	3,264
留存收益	653	926	1,244	1,631
少数股东权益	49	51	55	58
所有者权益合计	4,298	4,574	4,895	5,286
负债和股东权益合计	4,728	4,994	5,413	5,957

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	104	119	81	51
投资活动现金流量	(32)	37	38	38
筹资活动现金流量	2,829	5	20	2
现金及等价物净增加	2,900	162	139	91

分析师与行业专家简介

李晶，IT行业分析师，管理学学士，3年证券行业研究经验，2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名研究团队成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。