

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

国防信息化、北斗导航助力公司业绩转折

——海格通信（002465）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（首次）

发布日期: 2012年09月18日

报告关键要素:

作为国内军用无线通信领域的龙头,公司在国防信息化的大背景下,有望在今年引来业绩的转折点。预测12-13年EPS为0.81元和0.94元,按17日收盘价26.89元计算,对应市盈率分别为33.26倍和28.55倍,给予“增持”评级。

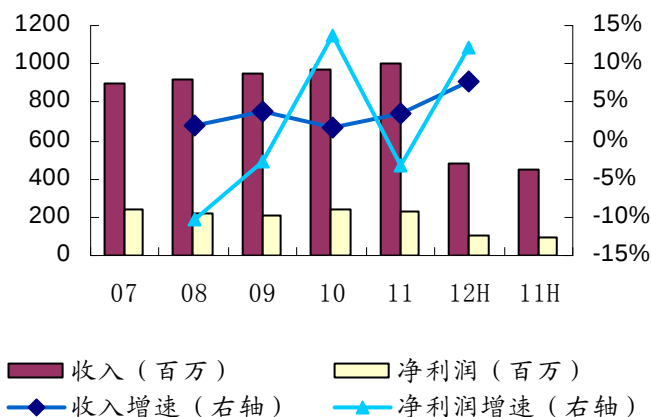
事件:

- 近期,我们调研了海格通信（002465）,就行业发展趋势和公司业务情况同公司高管进行了交流。

点评:

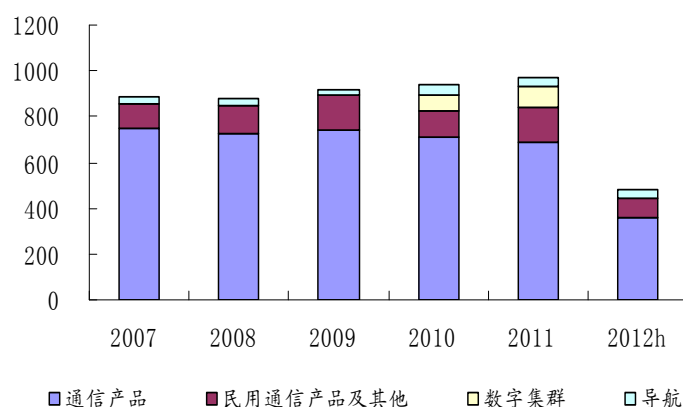
- 通信产品上半年市场拓展良好,数字集群业务拖累收入增长。12年上半年公司实现销售收入4.82亿元,同比增长7.8%,上半年实现归属上市公司股东净利润1.003亿元,同比增长12.19%,略好于一季度。

图 1: 07 年-12 上半年公司销售收入和净利润及其增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 07 年-12 上半年公司分项业务收入 (百万元)



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

分业务来看,无线通信产品市场拓展良好,实现了32.31%的增长。2011年公司军品合同达9.4亿元,同比增长32.02%,公司的军品合同主要在下半年签订,在一年到一年半内完成订单,作为主要的军品业务,无线通信产品主要受到这部分订单的带动。

同期,北斗导航业务实现销售收入3681万元,同比增长36.43%,民用领域预计给公司带来了1800-2000万收入。由于公司11年公告的总额1659万元的广州市公务车项目在2012年确认收入,带动了北斗导航产品在民用领域的拓展。

同时,公司的数字集群业务收入仅为149万元,相较11年同期的7252万元大幅减少。主要是因为广州亚运会800M项目执行完毕,公司投入人力进行军品数字集群产品的研制。

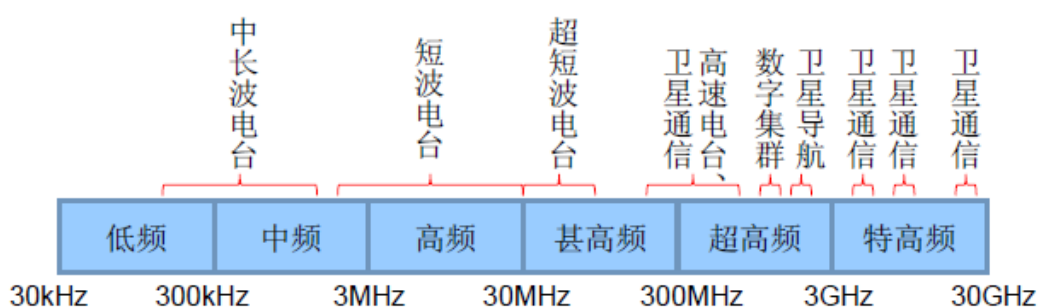
表 1: 公司分项业务

业务	性质	细分产品	12 上半年占比	11 年占比
通信产品	军用	超短波、专用配套、系统集成、短波、中长波	75%	71%
民用通信产品及其他	民用	机械结构件(军品)、民用通信产品、软件测评、机场电源、雷达、天线、通信工程及服务产品	16%	16%
数字集群	军用+民用		0%	9%
导航	军用+民用(今年)		8%	4%

资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- 公司从 11 年开始进行了业务的扩张, 实现了全频谱产品的覆盖。作为军事无线通信领域的龙头企业, 公司从 2010 年上市以后开始走向了业务扩展的道路。在保持军事优势的同时, 公司力图以海华电子为基础打造民用平台, 整合现有的民用业务。同时, 公司确立了传统无线通信、北斗导航、数字集群、卫星通信四大核心业务, 培育了频谱管理、软件评测、雷达、天线、芯片等利润增长点。

图 3: 公司业务实现了全频谱的覆盖



资料来源: 中原证券研究所

表 2: 公司上市后的资本运作及业务扩展情况

公司	股权	业务	上市后投入 (亿元)		事件
			募投资金	自有资金	
海格通信		无线通信	11.6+3.3+3.1		
海格神舟	100%	电子对抗(军)	1		2011 年 12 月增资
海华电子	100%	船舶电子, 民用导航+集群	0.45+6		2011 年 7 月增加 49%股权, 12 月增资 6 亿
海格机械	80.59%	专用配套	0.06		2011 年 7 月 8 月增加 30.493%股权
润芯	35%	北斗射频芯片		0.06	2011 年 7 月增资
爱尔达电子	51%	雷达(军)		0.51	2011 年 9 月收购
海通天线	90%	天线		0.29	2011 年 5 月收购
天立通	51%	数字集群		0.32	2011 年 8 月增资扩股
寰坤科技	65%	导航通信	0.91		2012 年 1 月收购并增资扩股
海格航空	95%	航空电子			
海格房地产	30%	房地产			

资料来源: 中原证券研究所、公司公告

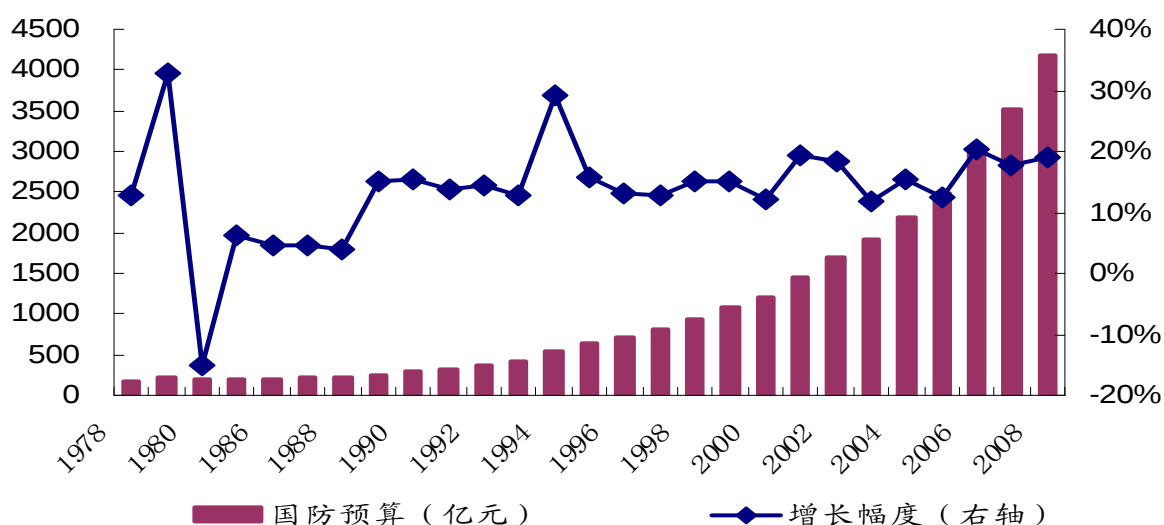
2011年以来,公司通过一系列增资收购行为,实现了当前的产业布局 and 全频谱产品的覆盖。2011年公司加大了对润芯、海华电子、海格机械、海格神州等参股、控股公司的投资力度,同时收购了爱尔达(雷达)、海通天线(天线)、天立通(数字集群),实现了产业链的扩展和新领域的扩张。2012年1月公司又收购了寰坤科技,丰富了公司卫星通信的产品线,成为该领域的主流供应商。

● 在国防信息化的大背景下,下半年军品业务增长值得期待。

从政策角度来看,信息化已经成为贯穿国防和军队现代化建设的主线。自上世纪90年代末我国提出了国防现代化建设“三步走”战略。其中第一步目标已经完成,第二步目标是在2020年之前“基本实现机械化并使信息化建设取得重大进展”,因此当前我国正处于武器装备大规模升级换代的关键十年。同时2011年3月国务院发布的《2010年中国的国防》白皮书也提出“走以机械化为基础,以信息化为主导”的跨越式发展道路。

从规模增长上看,1978-2008年的20年间,我国的国防预算复合增速为17.4%。考虑到当前中国沿海局势动荡,与周边国家的国土争端频发,中国有必要进一步增加军事投入,提高军事实力应对安全威胁。同时,根据《2010年中国的国防》前期国防预算主要倾向于改善部队保障条件和军人生活水平(2009年占比1/3),预计在从打基础向机械化信息化战略转型的大背景下,国防支出将进一步向装备费用倾斜。

图 4: 1978-2008 年我国国防预算及其增长情况



资料来源: 中原证券研究所、《中国统计年鉴 2008》

而对于公司来说,现在比较明确的有两个比较大的项目,一个是应急通信网建设项目,一个是数字化机步师项目。

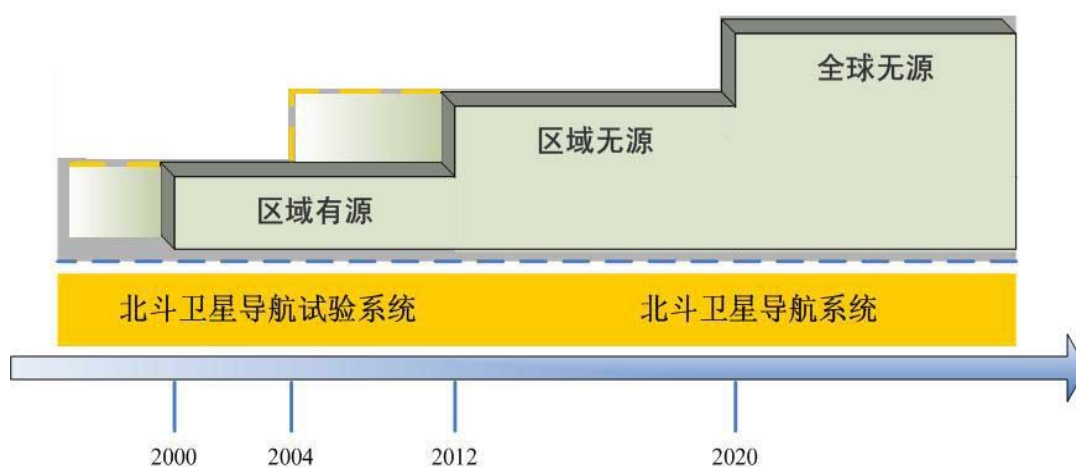
数字化机步师项目主要对应公司的超短波业务。去年我国进行了试验建设,约有5亿元的设备规模,今年将有望达到10个亿的规模。从军用产品招标的惯例来看,每次有2-3家竞标,预计公司能拿到总量1/3的订单。未来在部队整体转型中,随着摩托化部队改建机械化部队和数字化部队建设的大方向逐渐推进,还将给公司军用通信产品带来持续的需求。

应急通信网建设项目上来看,主要对应了公司的短波电台业务。公司在2011年作为全国应急通信指挥网技术总体和主要设备承研单位参与了网络的建设。预计未来5年,每年该项目有5-6亿的设备需求,而公司作为主要的承研单位,有望拿到40%的建设任务量。

- **军用北斗 12 年需求良好，政府应用有望 13 年启动。**作为北斗二代区域系统试运营的第一年，市场对系统建设给北斗应用带来的机会充满了期待。当前公司的北斗/GPS 双模双通道的射频芯片军事射频芯片已经量产。公司在军工领域的设备需求旺盛，年内有望实现成倍的增长。但是考虑到经济下行给地方政府带来的压力，当前民用终端应用推广仍低于预期。

预计明年公司北斗终端在民用领域的应用将具有爆发力。随着北斗二号年底前进行剩余3颗卫星的发射，完成亚太地区的卫星组网，北斗系统的覆盖范围和定位精度将得到进一步改善。同时，随着十八大以后新一代领导人政权确立后，相应的经济政治方向进一步明确，有助于北斗导航应用的相关政策下达与落实。在广州公务车项目中公司体现了北斗导航领域运营服务的能力，有望借助这一示范性项目在明年的车联网和船联网等行业的地方性推广应用中分一杯羹。

图 5：北斗系统建设进程图



资料来源：中原证券研究所、互联网

- **数字集群军品业务明年预计上量，卫星通信产品有望量产。**

数字集群业务上，上半年公司重点进行了军用产品的研发，产品已经通过军方定型。预计后期这块业务发展空间比较确定，13年会有上亿级规模的增量。同时借助模数转换的机遇，公司有望获得民品上的突破，预计下半年在渔业、公安等领域会有切入机会。

卫星通信业务上，与发达国家相比，我国行业用户的普及率和使用率较低，预计今后几年订销量会成倍增长。公司今年收购的寰坤科技目前正处于产品定型阶段，有小批量订货，预计2013年可以实现量产。

- **公司军品下半年有望放量，成为业绩增长点。**

军品业务给公司收益带来了保障。首先，军品业务毛利率高，基本保持在50%以上。其次，军品业务对公司来说确定性强，提前3-5年进入产品的预研期，军队会拨款给公司进行产品的研发，后续订单也相应锁定。最后，军品业务订单稳定，招标中部队会选取2-3家参与，每家约1/3以上的订单。

下半年公司的军品业务有望实现放量增长。考虑到公司军品订单签订多集中于下半年，公司在下半年的业务也更具爆发性。在国防信息化的大背景下，相关项目的启动有助于推动公司业绩增长。另外，近期钓鱼岛事件等国际冲突频发，将导致国家加强军事装备建设的投入，而公司作为军工企业中的佼佼者，也将受益相关通信设备的建设。

- 给予公司“增持”评级。预测 12-13 年 EPS 分别为 0.81 元和 0.94 元，按 17 日收盘价 26.89 元计算，对应市盈率分别为 33.26 倍和 28.55 倍。考虑到国防信息化和北斗系统建设为公司带来的增长动力，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：国防信息化步伐慢于预期，北斗组网或产业化推动进度慢，民用市场开拓进度过慢。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	9.66	10.00	12.28	15.30
增长比率（%）	1.74%	3.50%	22.86%	24.61%
净利润（亿元）	2.41	2.33	2.69	3.13
增长比率（%）	13.77%	-3.29%	15.26%	16.53%
每股收益（元）	0.73	0.70	0.81	0.94
市盈率（倍）	37.08	38.34	33.26	28.55

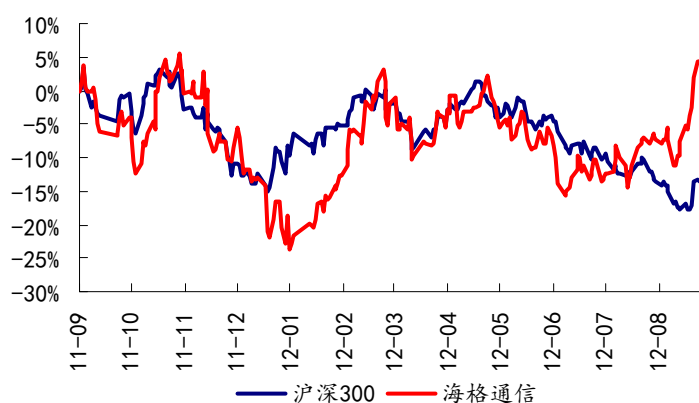
市场数据（2012年9月17日）

收盘价（元）	26.89
一年内最高/最低（元）	28.26/19.99
沪深300指数	2258.71
市净率（倍）	2.09
流通市值（亿元）	22.86

基础数据（2012年6月30日）

每股净资产（元）	12.56
每股经营现金流（元）	-0.23
毛利率（%）	53.53
净资产收益率（%）	2.37
资产负债率（%）	8.62
总股本/流通股（万股）	33250/8500
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

附表：公司 3 大报表预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4031.30	4352.12	4916.95	5391.90	营业收入	999.60	1228.08	1530.31	1727.00
现金	2885.98	3212.33	3434.96	3704.18	营业成本	501.26	599.73	741.54	843.59
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	3.19	3.73	5.11	5.51
应收票据	12.29	25.72	31.62	31.03	销售费用	78.72	116.67	153.03	172.70
应收款项	391.17	389.46	518.21	603.09	管理费用	295.33	368.43	428.49	466.29
存货	679.33	675.08	898.69	1038.41	财务费用	-57.89	-60.00	-50.00	-48.00
其他	62.52	49.53	33.46	15.18	资产减值损失	3.85	-0.60	2.58	1.70
非流动资产	762.42	716.80	683.72	650.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	140.72	120.77	120.77	120.77	投资收益	39.90	39.90	39.90	39.90
固定资产	482.85	454.34	425.24	396.10	营业利润	215.03	240.04	289.46	325.10
无形资产	66.01	62.71	59.57	56.60	营业外收入	57.07	60.00	60.00	61.00
其他	72.85	78.99	78.13	77.30	营业外支出	0.48	0.48	0.39	0.45
资产总计	4793.72	5068.92	5600.66	6042.67	利润总额	271.63	299.56	349.06	385.66
流动负债	368.56	374.76	452.04	501.45	所得税	35.11	26.96	31.42	34.71
短期借款	44.00	0.00	0.00	0.00	净利润	236.51	272.60	317.65	350.95
应付帐款	218.49	259.73	321.14	365.34	少数股东权益	3.30	3.81	4.44	4.90
预收帐款	56.75	62.25	69.53	74.27	归属母公司净利润	233.21	268.79	313.21	346.04
其他	49.33	52.79	61.37	61.85	EPS (元)	0.70	0.81	0.94	1.04
长期负债	104.29	99.25	99.25	99.25	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	104.29	99.25	99.25	99.25	每股指标				
负债合计	472.86	474.02	551.30	600.71	每股收益	0.70	0.81	0.94	1.04
股本	332.51	332.51	332.51	332.51	每股经营现金	0.00	0.75	-0.04	0.39
资本公积金	3256.09	3256.09	3256.09	3256.09	每股净资产	12.86	13.67	14.61	15.65
未分配利润	581.01	822.92	1104.81	1416.25	增长率				
少数股东权益	45.55	49.36	53.79	58.70	营业收入增长率	3.50%	22.86%	24.61%	12.85%
母公司所有者权益	4275.31	4544.10	4857.31	5203.36	营业利润增长率	-0.83%	11.63%	20.59%	12.32%
负债及权益合计	4793.72	5067.48	5462.40	5862.76	净利润增长率	-3.29%	15.26%	16.53%	10.48%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	49.85%	51.17%	51.54%	51.15%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	23.33%	21.89%	20.47%	20.04%
经营活动现金流	-0.12	247.77	-11.89	129.28	ROE	5.45%	5.92%	6.45%	6.65%
净利润	236.51	272.60	317.65	350.95	ROIC	4.43%	5.04%	5.64%	6.33%
资产减值准备	3.85	-0.60	2.58	1.70	偿债能力				
折旧摊销	32.21	33.20	33.08	32.96	资产负债率	9.33%	8.68%	9.40%	10.27%
财务费用	-57.89	-60.00	-50.00	-48.00	流动比率	10.94	11.61	10.88	10.75
投资收益	39.90	39.90	39.90	39.90	速动比率	9.09	9.81	8.89	8.68
营运资金变动	0.00	42.47	-275.31	-168.43	营运能力				
投资活动现金流	-150.52	59.85	39.90	39.90	资产周转率	0.21	0.25	0.29	0.30
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	0.81	0.89	0.94	0.87
其他投资	-150.52	59.85	39.90	39.90	应收帐款周转率	3.01	3.27	3.50	3.20
筹资活动现金流	-183.26	16.00	50.00	48.00	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	38.34	33.26	28.55	25.84
其他	-183.26	16.00	50.00	48.00	PB	2.11	2.09	1.97	1.84
现金净增加额	-333.89	323.62	78.00	217.17					

资料来源：中原证券研究所、公司公告

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。