

海格通信(002465)/通信设备
产业+资本双轮驱动，打造军工通信龙头
评级：买入(首次)

市场价格：11.65

目标价格：15

分析师：李伟

执业证书编号：S0740516110001

电话：

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenyy@r.qlzq.com.cn

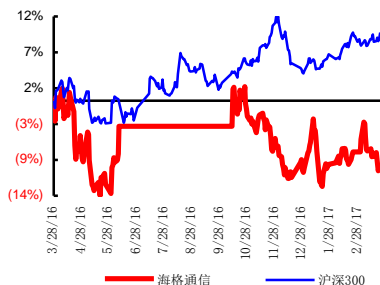
联系人：樊生龙

电话：021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,146
流通股本(百万股)	1,840
市价(元)	11.65
市值(百万元)	24,998
流通市值(百万元)	21,432

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 收购怡创科技布局网优

2 短期业绩平稳，中期关注北斗导航落地

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,953.83	3,806.58	4,129.00	5,491.57	6,875.44
增长率 yoy%	75.43%	28.87%	8.47%	33.00%	25.20%
净利润	442.73	579.59	544.40	761.52	981.44
增长率 yoy%	35.72%	30.91%	-6.07%	39.88%	28.88%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.25	0.34	0.44
净资产收益率	6.2%	6.6%	6.0%	7.5%	8.8%
P/E	56.5	43.1	45.9	34.3	26.6
PEG	3.3	2.3	1.5	1.3	1.1
P/B	5.1	3.9	3.7	3.5	3.2

备注：

投资要点

- 公告概要：**公司近期公告调整重组方案：发行股份及支付现金收购怡创科技40%股权(7.2亿元)、海通天线10%股权(2000万元)、嘉瑞科技51%股权(1.785亿元)、驰达飞机53.125%股权(1.86亿元)，交易作价110,443.75万元，向广州无线电集团等五名特定对象发行股份募集配套资金不超过77,853万元。
- 收购优质资产，引入大型军工集团投资。**此次交易后，海格通信将完成对怡创科技、海通天线少数股权的收购，对其进一步的有效控制和管线管理。同时切入国防领域通信设备、军/民用飞机用金属及复合材料零件等行业，打造海格通信大航空板块。十三五期间海格通信拟于加大布局民用航空管、模拟仿真和航空航天三个细分领域。配套资金中，大股东广州无线电集团将参与38.5%，通过引进保利科技、中航期货1号资管计划等战略投资者入股，实现海格通信扮演各方资源整合平台的角色，吸引更多的资源在这一平台上聚集，也将促进与中航工业(驰达飞机合作紧密)在更广泛的领域开展更深层次的业务合作。目前公司重组方案已经获得证监会条件通过。
- 国家安全战略背景下，中国军费支出不断增加，国防信息化的投入比重也将继续提升。**国防信息化是现代战争的发展方向，主要包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信与军工电子五大领域。智研咨询报告显示，中国国防信息化开支约878亿元，预计到2025年国防装备费用6284亿元。中国军工通信系统与发达国家存在较大差距。相较于发达国家对军工通信系统建设高达国防开支5%的投入，我国军工通信系统建设开支仅占国防经费2%以下。受益于国防信息化战略的推进，军工通信、北斗导航、卫星通信细分行业有较大市场空间。
- 军工通信龙头，产业与资本双驱动发展。**公司战略目标是以全球的视野将海格建设成为电子信息领域军民融合、规模发展的高科技创新型企业。海格通信不断围绕军工信息化主线进行兼并收购，布局模拟仿真(摩诘创新)、航空航天(驰达飞机)、频谱管理(深圳嵘兴)、信息服务(南方海岸、广州通导)、通信网络(怡创科技、嘉瑞科技)、北斗导航(长沙海格北斗、广州润芯、海华交通)以及数字集群(四川承联、科立讯)等领域。海格已经形成北斗和卫星通信“芯片-模块-天线-整机-系统及运营服务”的全方位产品研发与服务能力，导航和通信具有协同作用，可以为军方提供完整解决方案，综合实力较强，已成为军工信息化的龙头企业。公司在“十三五”规划中提出2020年努力实现100亿元以上的营业收入目标，同时设立了广东省粤科海格集成电路发展母基金将进一步加大收购力度。
- 投资建议：**海格通信是军工通信的龙头企业，有较为优越的管理机制，已形成包括无线通信、北斗导航、卫星通信、数字集群、模拟仿真、雷达探测、频谱管理等业务线，将充分受益于我国军工信息化和军民融合大发展。我们预计2017-2018净利润分别为7.62亿元和9.81亿元，暂不考虑配套融资，对应摊薄EPS分别为0.34元和0.44元，给予“买入”评级，6个月目标价15.00元。
- 风险提示事件：**招标低预期的风险；整合不达预期风险

利润表					财务指标						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,953.8	3,806.6	4,129.0	5,491.6	6,875.4	成长性					
减: 营业成本	1,643.1	2,152.6	2,481.5	3,273.0	4,056.5	营业收入增长率	75.4%	28.9%	8.5%	33.0%	25.2%
营业税费	22.1	30.3	33.0	43.9	55.0	营业利润增长率	47.6%	31.8%	-7.4%	44.6%	32.1%
销售费用	177.3	199.8	246.1	302.0	357.5	净利润增长率	35.7%	30.9%	-6.1%	39.9%	28.9%
管理费用	609.5	784.7	854.7	1,103.8	1,368.2	EBITDA增长率	69.6%	31.9%	-22.3%	41.4%	30.5%
财务费用	32.5	65.1	-61.0	-66.3	-68.5	EBIT增长率	68.3%	36.2%	-24.8%	48.7%	34.6%
资产减值损失	13.2	19.6	10.0	10.0	10.0	NOPLAT增长率	70.9%	28.6%	-22.6%	41.2%	30.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	77.4%	7.9%	-17.4%	26.2%	5.3%
投资和汇兑收益	22.9	77.1	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	13.7%	29.2%	5.9%	9.6%	9.9%
营业利润	479.0	631.5	584.6	845.1	1,116.7	利润率					
加: 营业外净收支	96.7	96.6	95.0	95.0	95.0	毛利率	44.4%	43.5%	39.9%	40.4%	41.0%
利润总额	575.7	728.2	679.6	940.1	1,211.7	营业利润率	16.2%	16.6%	14.2%	15.4%	16.2%
减: 所得税	48.8	73.9	68.0	94.0	121.2	净利率	15.0%	15.2%	13.2%	13.9%	14.3%
净利润	442.7	579.6	544.4	761.5	981.4	EBITDA/营业收入	20.9%	21.4%	15.3%	16.3%	17.0%
资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT/营业收入	17.3%	18.3%	12.7%	14.2%	15.2%
货币资金	1,116.9	1,657.4	2,527.7	2,013.1	2,670.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	88	98	109	88	73
应收账款	1,663.6	1,842.0	2,238.5	2,977.2	2,813.8	流动营业资本周转天数	286	305	350	348	322
应收票据	87.2	130.1	113.1	150.5	188.4	流动资产周转天数	539	545	628	559	501
预付账款	47.0	93.7	93.7	93.7	93.7	应收账款周转天数	153	157	175	173	153
存货	1,369.9	1,549.2	2,039.6	2,690.1	3,334.1	存货周转天数	124	138	156	155	158
其他流动资产	898.4	1,062.2	1,062.2	1,062.2	1,062.2	总资产周转天数	866	869	879	704	617
可供出售金融资产	6.1	36.5	-	-	-	投资资本周转天数	580	599	523	402	368
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	146.0	192.8	150.0	150.0	150.0	ROE	9.8%	9.4%	8.3%	10.5%	12.3%
投资性房地产	7.0	7.0	-	-	-	ROA	6.2%	6.6%	6.0%	7.5%	8.8%
固定资产	870.7	1,204.2	1,294.7	1,378.8	1,397.2	ROIC	16.3%	11.8%	8.5%	14.5%	15.0%
在建工程	213.7	84.6	26.9	15.4	13.1	费用率					
无形资产	622.7	623.5	551.4	519.8	478.1	销售费用率	6.0%	5.2%	6.0%	5.5%	5.2%
其他非流动资产	1,433.1	1,402.9	171.7	167.5	140.4	管理费用率	20.6%	20.6%	20.7%	20.1%	19.9%
资产总额	8,488.7	9,895.1	10,269.5	11,218.2	12,341.0	财务费用率	1.1%	1.7%	-1.5%	-1.2%	-1.0%
短期债务	715.9	24.0	-	-	-	三费/营业收入	27.7%	27.6%	25.2%	24.4%	24.1%
应付账款	981.0	1,154.5	951.8	1,255.4	1,569.2	偿债能力					
应付票据	15.1	10.8	40.8	53.8	66.7	资产负债率	36.6%	29.7%	19.2%	20.4%	21.3%
其他流动负债	369.4	633.0	472.4	472.4	472.4	权益权益比	57.6%	42.2%	23.8%	25.6%	27.0%
长期借款	-	25.5	25.5	25.5	25.5	流动比率	2.49	3.47	5.51	5.04	4.82
其他非流动负债	1,017.1	1,090.3	262.0	262.0	262.0	速动比率	1.83	2.62	4.12	3.53	3.24
负债总额	3,102.8	2,938.9	1,753.2	2,069.8	2,396.5	利息保障倍数	15.73	10.70	-8.59	-11.74	-15.31
少数股东权益	444.2	473.6	540.8	625.5	734.5	分红指标					
股本	997.5	2,145.8	2,145.8	2,239.1	2,239.1	DPS(元)	-	0.09	0.08	0.10	0.13
留存收益	3,944.2	4,336.9	4,681.4	5,214.5	5,901.5	分红比率	0.0%	34.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	5,385.9	6,956.2	7,368.0	8,079.0	8,875.1	股息收益率	0.0%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	526.9	654.3	544.4	761.5	981.4	EPS(元)	0.21	0.27	0.25	0.34	0.44
加: 折旧和摊销	119.7	126.3	108.8	115.2	118.9	BVPS(元)	2.30	3.02	3.18	3.33	3.64
资产减值准备	13.2	19.6	10.0	10.0	10.0	PE(X)	56.5	43.1	45.9	34.3	26.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	3.9	3.7	3.5	3.2
财务费用	40.0	79.7	-61.0	-66.3	-68.5	P/FCF	-36.5	-44.2	-83.7	-45.0	42.0
投资收益	-22.9	-77.1	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	8.5	6.6	6.1	4.8	3.8
少数股东损益	84.2	74.7	67.3	84.6	109.0	EV/EBITDA	33.1	44.1	37.3	28.5	21.6
营运资金的变动	-1,335.6	-85.8	-1,240.3	-1,128.6	-159.7	CAGR(%)	17.1%	18.6%	30.1%	26.2%	23.5%
经营活动产生现金流量	-86.2	761.9	-590.9	-243.6	971.2	PEG	3.3	2.3	1.5	1.3	1.1
投资活动产生现金流量	-1,689.4	-436.4	-0.7	-130.1	-80.1	ROIC/WACC	1.4	1.0	0.7	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	1,403.2	187.4	-977.3	-68.8	-226.0	REP	2.5	5.5	6.2	3.1	2.8

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。