

强烈推荐-A (首次)

海格通信 002465.SZ

当前股价: 11.74 元  
2017年03月31日

业绩略低于预期, 打造军工通信全产业链龙头

基础数据

上证综指	3223
总股本(万股)	214575
已上市流通股(万股)	184315
总市值(亿元)	252
流通市值(亿元)	216
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	34.0%
主要股东	广州无线电集团有限
主要股东持股比例	21.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-9	-9
相对表现	-5	-15	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王林  
010-57601716  
wanglin10@cmschina.com.cn  
S1090514080005  
周炎  
0755-82853775  
zhouyan3@cmschina.com.cn  
S1090513070008  
研究助理  
余俊  
yujun@cmschina.com.cn

**事件:** 3月30日晚公司发布2016年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入41.2亿元, 同比增长8.20%; 归属于上市公司普通股股东的净利润5.3亿元, 同比减少8.53%; 扣非后净利润为3.8亿元, 同比减少22.99%。实现EPS 0.25元, 业绩略低于预期。

评论:

1、受军改影响, 收入利润增长不及预期, 新客户拓展打开未来空间

2016年收入同比增长8.20%, 归属于上市公司普通股股东的净利润5.3亿元, 同比减少8.53%。全年主要受军改影响导致订货计划延迟, 以及“十三五”开局之年订单较少的周期性影响。与此同时公司特殊机构用户业务当期收入占比有所下降。

从产品行业来看, 无线通信实现营业收入22.3亿元, 同比增长16.68%, 收入占比54.06%, 新增“天通一号”卫星终端和天线产品、宽带卫星通信系统等新增用户领域; 北斗导航实现营业收入4.2亿元, 同比下降32.90%, 主要受军队体制编制改革影响订货计划延迟, 民品市场尚处于培育阶段, 经营业绩未能保持过去几年的高速增长; 泛航空实现营业收入1.6亿元, 同比下降20.30%, 虽然也受到军改影响收入下降, 但是新拓展中航西飞、民航、武警等新市场领域, 为未来打下坚实基础; 软件与信息服务实现营业收入13.0亿元, 同比增长22.33%, 怡创进一步拓展了全国市场, 业务已拓展至20个省市。公司前五大客户包括移动、铁塔和军工客户, 合计销售金额为18.02亿元, 占年度销售总额43.75%。

2、毛利率仍维持较高水平, 综合费用率略有下降

综合毛利率: 2016年公司综合毛利率40.29%, 同比下降3.16个百分点。综合毛利率虽略有下降但仍然维持在较高水平, 下降原因主要由于内部仍处于并购整合消化期, 同时高占比业务板块无线通信毛利率下降较多。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3807	4119	5025	6784	8479
同比增长	29%	8%	22%	35%	25%
营业利润(百万元)	632	500	712	972	1358
同比增长	32%	-21%	42%	36%	40%
净利润(百万元)	580	530	700	910	1216
同比增长	31%	-9%	32%	30%	34%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.33	0.42	0.57
PE	43.5	47.5	36.0	27.7	20.7
PB	3.9	3.8	3.5	3.2	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

其中，无线通信毛利率 40.42%，同比减少 4.91 个百分点；北斗导航毛利率 65.59%，同比增加 2.99 个百分点；泛航空毛利率 56.84%，同比增加 8.09 个百分点；软件与信息服务毛利率 29.66%，同比增加 2.04 个百分点。

费用情况：销售费用率 5.78%，同比上升 0.53 个百分点；管理费用率 20.85%，同比上升 0.24 个百分点；研发投入 5.25 亿元，同比增长 5.46%，研发费用率 12.75%，同比下降 0.33 个百分点；财务费用率 0.91%，同比下降 0.81 个百分点，主要由本期银行借款利息支出减少所致。公司综合费率保持稳定，过去一年实现了有效管控。

### 3、打造军工通信龙头，“产业+资本”双轮驱动

公司未来围绕四大核心业务（无线通信、北斗导航、卫星通信、数字集群业务）和六大新兴业务（频谱管理、网络通信、海事电子、芯片设计、气象雷达、模拟仿真），沿着产业发展和资本外延两条路径着力打造无线通信、北斗导航、泛航空、软件与信息服务四大领域业务布局。

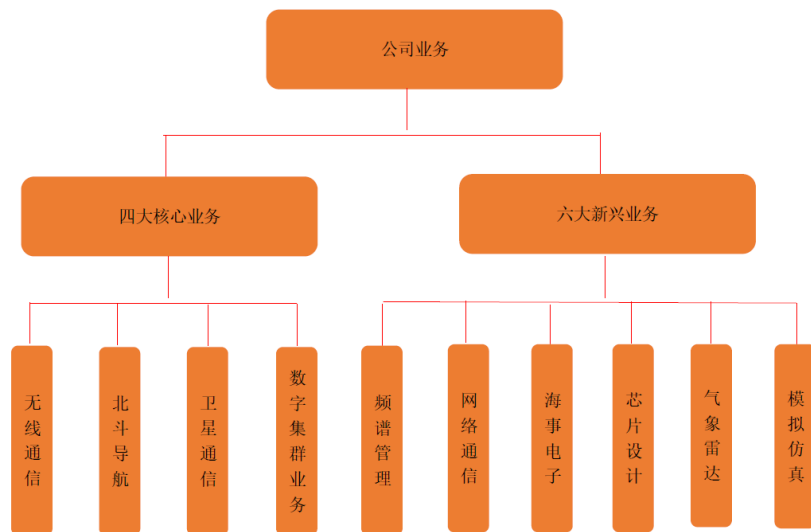
无线通信领域保持在特殊机构市场的领先地位，积极发展民航、交通部、海警等民用行业应用市场，力争成为“频段覆盖最宽、产品系列最全”的军民用通信供应商。

北斗导航定位系统应用方面处于国内领先地位，不断巩固“芯片-模块-天线-终端-系统-运营”的全价值链服务产业平台优势。未来北斗卫星导航将全面应用于军用和民用领域，到 2020 年北斗市场规模将超过千亿元，公司北斗全产业链平台将充分受益，未来几年保持高速增长并将达到 20 亿元收入规模。

泛航空方面，做强、做宽军用模拟仿真产品线，积极布局通用航空、培训服务等民用领域；

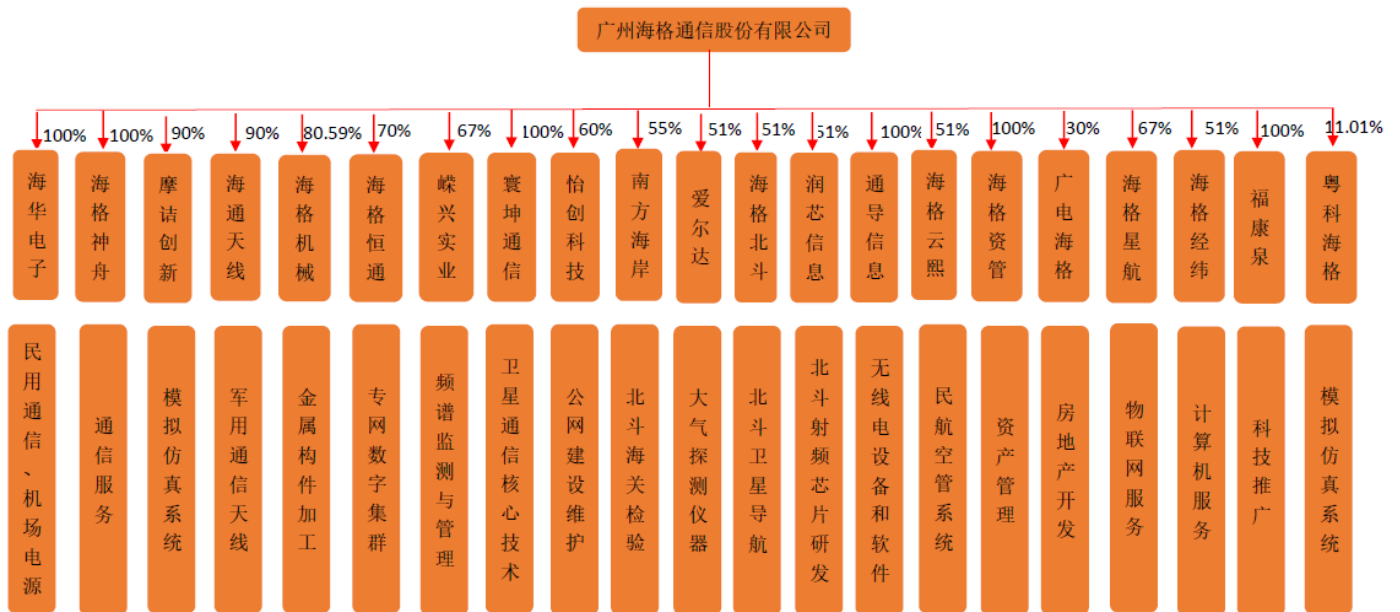
软件与信息服务领域处于国内领先地位，子公司怡创科技作为国内通信服务行业的领先企业之一，在三大运营商、铁塔公司等客户的多次竞标中名列前茅，多项关键指标业内领先。

图 1：公司业务布局



资料来源：公司公告、招商证券整理

图 2: 公司子公司情况



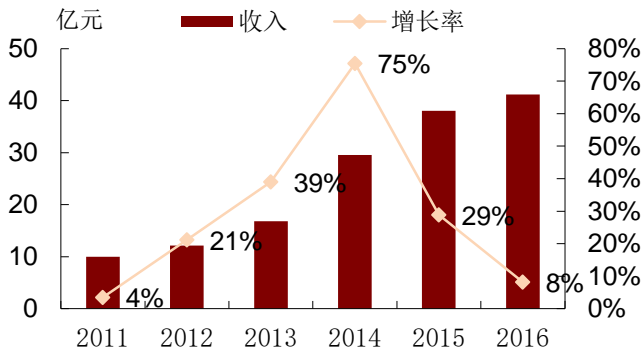
资料来源: 公司公告、招商证券整理

#### 4、军工通信龙头前景广阔，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级

随着军改的逐步完成，前期推迟的军工订单将有望重新推进。通信服务业务受益 4G 网络建设与网络优化升级，未来订单将持续落地。中长期沿着军民融合及军工信息化建设两条投资主线，公司作为军工通信龙头企业，将充分受益于未来 5-10 年我国军队 C4ISR 建设高峰。预计 2017-2018 年净利润分别约为 7.0 亿元和 9.1 亿元，对应 EPS 分别 0.33 元和 0.42 元，2017-2018 年 PE 分别为 36X 和 27X。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

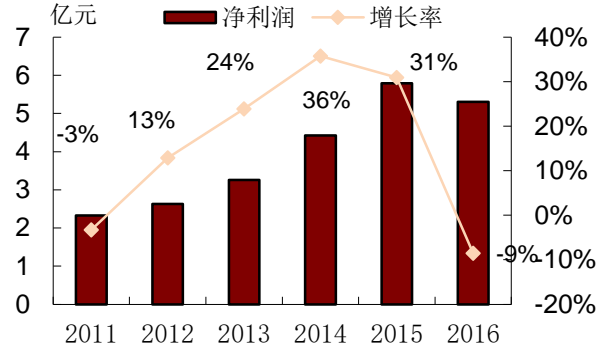
**风险提示:** 军工订单延后，军民融合进度不及预期，资产整合不顺利。

图 3: 公司营业收入及增长率 (亿元)



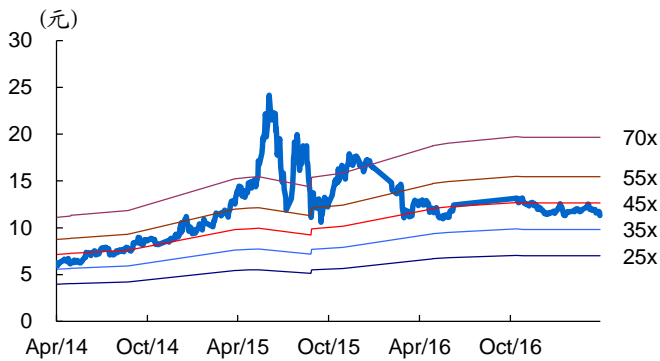
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司净利润及增长率 (亿元)



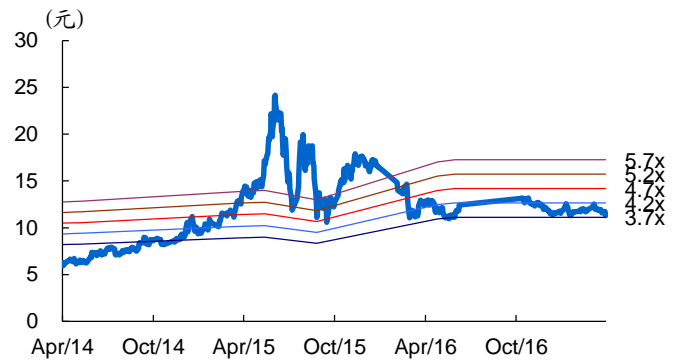
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 海格通信历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 海格通信历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6335	6597	7627	9281	11166
现金	1657	1777	1869	1960	2262
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	130	102	131	183	237
应收款项	1756	2448	2512	2849	3561
其它应收款	86	132	161	217	280
存货	1549	1694	2029	2753	3352
其他	1156	443	926	1318	1473
<b>非流动资产</b>	3560	4313	4465	4619	4742
长期股权投资	193	221	230	230	230
固定资产	1204	1282	1300	1326	1340
无形资产	624	615	605	613	622
其他	1540	2195	2331	2451	2550
<b>资产总计</b>	<b>9895</b>	<b>10910</b>	<b>12093</b>	<b>13900</b>	<b>15908</b>
<b>流动负债</b>	1823	2957	3353	4299	5103
短期借款	24	297	1000	1100	1200
应付账款	1015	1193	1421	1928	2348
预收账款	449	234	435	708	958
其他	334	1232	498	563	597
<b>长期负债</b>	1116	748	946	1086	1216
长期借款	26	246	346	466	596
其他	1090	502	600	620	620
<b>负债合计</b>	<b>2939</b>	<b>3705</b>	<b>4299</b>	<b>5384</b>	<b>6318</b>
股本	2146	2146	2146	2146	2146
资本公积金	2604	2593	2593	2593	2593
留存收益	1733	1941	2426	3014	3909
少数股东权益	474	525	628	762	942
归属于母公司所有者权益	6483	6681	7166	7753	8648
<b>负债及权益合计</b>	<b>9895</b>	<b>10910</b>	<b>12093</b>	<b>13900</b>	<b>15908</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	762	(329)	568	443	617
净利润	580	530	700	910	1216
折旧摊销	126	145	113	104	106
财务费用	80	48	67	72	84
投资收益	(77)	(67)	(70)	(80)	(90)
营运资金变动	(15)	(1044)	(430)	(717)	(879)
其它	69	59	190	154	180
<b>投资活动现金流</b>	(436)	(92)	(265)	(258)	(229)
资本支出	(239)	(273)	(250)	(258)	(229)
其他投资	(197)	182	(15)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	187	533	(212)	(94)	(86)
借款变动	(562)	1422	(13)	220	230
普通股增加	1148	0	0	0	0
资本公积增加	13	(10)	0	0	0
股利分配	(499)	(322)	(215)	(322)	(322)
其他	88	(557)	16	8	6
<b>现金净增加额</b>	<b>513</b>	<b>112</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>303</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3807	4119	5025	6784	8479
营业成本	2153	2459	2899	3934	4791
营业税金及附加	30	28	35	47	59
营业费用	200	238	296	387	466
管理费用	785	859	1045	1397	1747
财务费用	65	37	67	72	84
资产减值损失	20	64	40	54	64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	77	67	70	80	90
<b>营业利润</b>	632	500	712	972	1358
营业外收入	100	172	180	190	200
营业外支出	3	3	3	4	5
<b>利润总额</b>	728	669	889	1158	1553
所得税	74	61	86	114	157
<b>净利润</b>	654	608	803	1043	1397
少数股东损益	75	78	104	134	180
<b>归属于母公司净利润</b>	580	530	700	910	1216
<b>EPS (元)</b>	0.27	0.25	0.33	0.42	0.57

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	29%	8%	22%	35%	25%
营业利润	32%	-21%	42%	36%	40%
净利润	31%	-9%	32%	30%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.5%	40.3%	42.3%	42.0%	43.5%
净利率	15.2%	12.9%	13.9%	13.4%	14.3%
ROE	8.9%	7.9%	9.8%	11.7%	14.1%
ROIC	8.8%	5.6%	7.6%	9.3%	11.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.7%	34.0%	35.5%	38.7%	39.7%
净负债比率	0.5%	12.5%	11.1%	11.3%	11.3%
流动比率	3.5	2.2	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.6	1.7	1.7	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	2.3	2.0	2.0	2.5	2.6
应付帐款周转率	2.4	2.2	2.2	2.3	2.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.27	0.25	0.33	0.42	0.57
每股经营现金	0.36	-0.15	0.26	0.21	0.29
每股净资产	3.02	3.11	3.34	3.61	4.03
每股股利	0.15	0.10	0.15	0.15	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	43.5	47.5	36.0	27.7	20.7
PB	3.9	3.8	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	17.5	21.5	15.1	11.7	8.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，6年证券行业经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，5年证券研究经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

余俊 招商证券通信行业分析师 工学硕士，7年民航空管从业经历，2016年新财富第三，水晶球第二；

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。