

公司研究/季报点评

2017年05月02日

通信/通信设备制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.15  
合理价格区间(元): 13.30~15.20

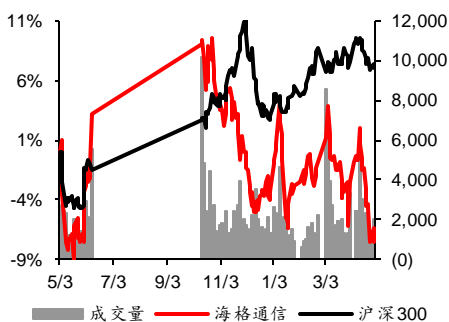
周明 执业证书编号: S0570517030002  
研究员 0755-23950856  
zhouming2017@htsc.com

赵蓬 010-56793961  
联系人 zhao.peng@htsc.com

相关研究

1《海格通信(002465,增持): 军工无线通导龙头, 资本产业双轮驱动》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

# 短期利润下降, 长期业绩无忧

## 海格通信(002465)

### 一季度收入增长 23.94%, 净利润下滑 31.4%

公司 2017 年一季度实现营业收入 7.44 亿元, 同比增长 23.94%, 归属于上市公司股东利润为 1845 万, 同比下降 31.4%。同时, 毛利率出现下降, 由 2016 年一季度的 43.87% 下降为 2017 一年度的 39.22%。业绩表现主要是受到特殊机构订单减少的影响, 业绩表现略低于预期。

### 多点业务开花有助突破军工收入依赖, 军队采购政策年内有望明确

市场的预期: 公司收入受特殊机构订单影响较大, 军队采购政策无法明确, 拖累公司前景。我们的预期: 公司积极布局“1+N”战略, 打造 N 个强势业务板块, 有望突破军工收入依赖; 待军队采购政策明确后, 公司无线通信业务等军工业务有望实现突破增长。我们与市场不同的逻辑有: 1、业务多点开花, 有望突破军工收入依赖; 2、军队采购政策年内有望明确, 提振业绩放量增长。

### 与众不同的逻辑 1: 业务多点开花, 有望突破军工收入依赖

非军工领域, 公司积极布局运营商通信服务, 卫星无线宽带、北斗导航等军民融合市场。2016 年, 通信服务占公司总收入 31.56%, 公司在运营商市场份额稳定, 随着基站增多, 通信服务收入有望保持稳定增长; 2016 年, 北斗导航业务占总收入约 10%, 增长率下滑, 但随着国家强势推进北斗相关应用, 北斗业务有望恢复高速增长率 (2015 年增长率 70% 左右); 2017 年 4 月 12 日我国成功发射首颗高通量通信卫星实践十三号卫星, 我国加速布局卫星无线宽带市场, 公司具备“芯片、天线、整机、系统”等完备产业链, 积极向民间领域渗透 (交通部、海洋局等), 收入占比有望不断提升。

### 与众不同的逻辑 2: 军队采购政策年内有望明确, 提振业绩放量增长

公司无线通信业务及北斗导航业务占公司总收入六成以上, 受国家军队体制编制改革影响, 特殊机构订单延迟, 相关业务领域收入较少。2016 年, 北斗导航产品收入下滑 32.9%; 无线通信产品收入增长 16.68%。特殊机构订单毛利率较高, 行业壁垒较强, 特殊机构订单减少导致公司总体毛利率下降。待军队采购政策明确后, 特殊机构订单有望加速落地; 同时, 我国加快北斗导航产业部署, 借力“一带一路”战略东风, 公司长期军工收入有保障, 且有望实现突破增长。

### 维持“增持”评级

由于军队采购政策尚不明确、北斗产业及卫星宽带通信向民用领域渗透不确定性等因素的影响, 公司 2016 年利润比预计下降 20%。同时, 下调公司 17、18 年利润预测 17%, 18%, 预计 2017-2019 年的净利润分别为 6.78/8.64/11.62 亿元, 对应的 PE 分别为 35/27/20x, 维持“增持”评级。

风险提示: 军队订单延迟落地, 北斗产业发展不及预期, 卫星移动通信产业发展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,146
流通 A 股(百万股)	1,843
52 周内股价区间(元)	11.11-13.20
总市值(百万元)	23,925
总资产(百万元)	10,730
每股净资产(元)	3.21

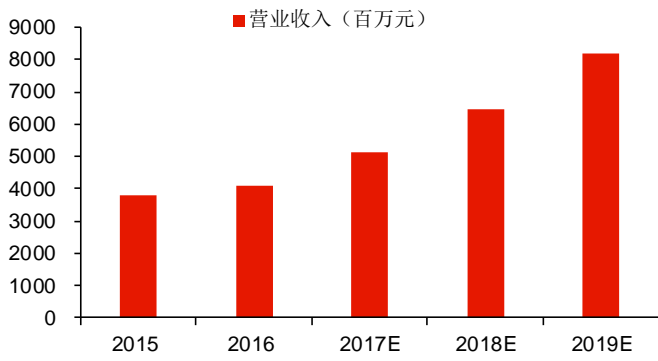
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,807	4,119	5,156	6,485	8,199
+/-%	28.87	8.20	25.19	25.77	26.43
归属母公司净利润(百万元)	579.59	530.15	678.18	863.95	1,162
+/-%	30.91	(8.53)	27.92	27.39	34.51
EPS (元, 最新摊薄)	0.27	0.25	0.32	0.40	0.54
PE (倍)	41.28	45.13	35.28	27.69	20.59

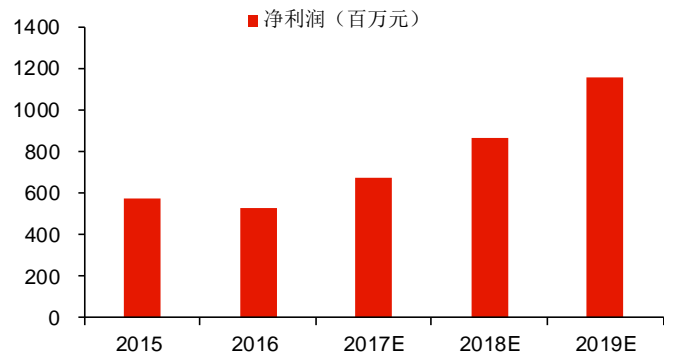
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015-2019 公司营业收入及预测



资料来源: 华泰证券研究所

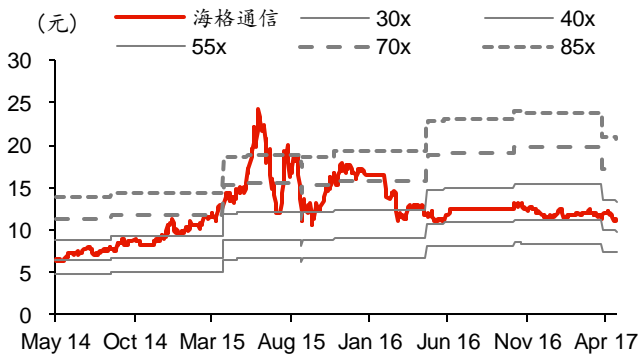
图表2: 2015-2019 公司净利润及预测



资料来源: 华泰证券研究所

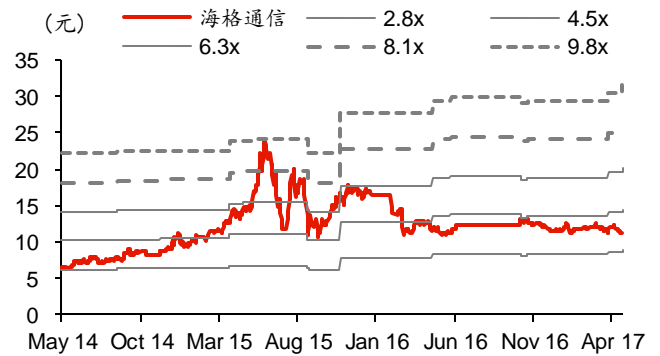
**PE/PB - Bands**

图表3: 海格通信历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 海格通信历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,335	6,597	7,127	8,355	9,627
现金	1,657	1,777	1,966	2,594	2,895
应收账款	1,756	2,448	1,752	2,202	2,784
其他应收账款	86.22	132.24	184.01	114.55	145.31
预付账款	93.67	102.15	182.60	152.72	192.25
存货	1,549	1,694	2,222	2,482	2,788
其他流动资产	1,192	443.06	821.21	810.28	822.93
非流动资产	3,560	4,313	4,061	4,007	3,875
长期投资	192.83	221.43	221.43	221.43	221.43
固定资产投资	1,204	1,282	1,295	1,250	1,176
无形资产	623.53	614.81	642.84	632.81	628.59
其他非流动资产	1,540	2,195	1,902	1,903	1,849
资产总计	9,895	10,910	11,188	12,363	13,502
流动负债	1,823	2,957	2,662	3,265	3,401
短期借款	24.00	297.38	20.00	309.08	20.00
应付账款	1,015	1,193	1,462	1,835	2,313
其他流动负债	783.63	1,466	1,180	1,121	1,068
非流动负债	1,116	747.98	556.93	479.19	501.86
长期借款	25.50	245.50	45.50	45.50	45.50
其他非流动负债	1,090	502.48	511.43	433.69	456.36
负债合计	2,939	3,705	3,219	3,744	3,903
少数股东权益	473.56	524.79	610.59	717.48	858.04
股本	2,146	2,146	2,146	2,146	2,146
资本公积	2,604	2,593	2,593	2,593	2,593
留存公积	1,733	1,941	2,620	3,162	4,002
归属母公司股	6,483	6,681	7,359	7,901	8,741
负债和股东权益	9,895	10,910	11,188	12,363	13,502

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	761.95	(329.12)	1,099	822.22	878.09
净利润	654.31	607.86	763.98	970.84	1,303
折旧摊销	126.32	144.83	145.28	151.04	153.56
财务费用	65.11	37.33	53.41	47.42	45.79
投资损失	(77.09)	(66.81)	(78.00)	(77.00)	(81.00)
营运资金变动	(32.71)	(1,107)	489.58	(285.90)	(558.75)
其他经营现金	26.01	54.45	(274.89)	15.82	15.83
投资活动现金	(436.42)	(91.60)	163.56	(23.06)	49.62
资本支出	239.23	273.41	0.00	0.00	0.00
长期投资	173.50	(228.71)	(166.45)	55.52	(18.54)
其他投资现金	(23.69)	(46.90)	(2.89)	32.46	31.08
筹资活动现金	187.35	533.21	(1,074)	(170.96)	(626.55)
短期借款	(691.94)	273.38	(277.38)	289.08	(289.08)
长期借款	25.50	220.00	(200.00)	0.00	0.00
普通股增加	1,148	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.61	(10.37)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(307.05)	50.20	(596.93)	(460.04)	(337.47)
现金净增加额	513.71	114.25	188.62	628.20	301.16

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,807	4,119	5,156	6,485	8,199
营业成本	2,153	2,459	3,043	3,818	4,806
营业税金及附加	30.28	27.88	34.91	43.90	55.51
营业费用	199.82	237.69	278.45	337.22	409.95
管理费用	784.68	858.87	1,075	1,352	1,623
财务费用	65.11	37.33	53.41	47.42	45.79
资产减值损失	19.63	63.96	40.73	44.96	46.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.09	66.81	78.00	77.00	81.00
营业利润	631.54	500.39	708.42	918.16	1,292
营业外收入	99.75	171.71	135.73	153.72	144.73
营业外支出	3.11	2.83	2.98	2.95	2.94
利润总额	728.18	669.27	841.17	1,069	1,434
所得税	73.87	61.41	77.19	98.09	131.61
净利润	654.31	607.86	763.98	970.84	1,303
少数股东损益	74.73	77.71	85.80	106.89	140.56
归属母公司净利润	579.59	530.15	678.18	863.95	1,162
EBITDA	822.97	682.55	907.11	1,117	1,492
EPS(元)	0.27	0.25	0.32	0.40	0.54

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.87	8.20	25.19	25.77	26.43
营业利润	31.84	(20.77)	41.57	29.61	40.77
归属母公司净利润	30.91	(8.53)	27.92	27.39	34.51
获利能力(%)					
毛利率	43.45	40.29	40.98	41.12	41.38
净利率	15.23	12.87	13.15	13.32	14.17
ROE	8.94	7.94	9.22	10.93	13.29
ROIC	10.11	7.55	11.65	14.37	18.62
偿债能力					
资产负债率(%)	29.70	33.96	28.77	30.29	28.91
净负债比率(%)	1.68	36.67	2.03	9.47	1.68
流动比率	3.47	2.23	2.68	2.56	2.83
速动比率	2.62	1.66	1.84	1.80	2.01
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.40	0.47	0.55	0.63
应收账款周转率	2.23	1.90	2.38	3.18	3.19
应付账款周转率	2.38	2.23	2.29	2.32	2.32
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.25	0.32	0.40	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	(0.15)	0.51	0.38	0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.11	3.43	3.68	4.07
估值比率					
PE(倍)	41.28	45.13	35.28	27.69	20.59
PB(倍)	3.69	3.58	3.25	3.03	2.74
EV_EBITDA(倍)	28.22	34.03	25.60	20.80	15.57

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com