

计算机

2017年07月09日

# 海兰信 (300065) 深度研究

## —— 外延成长契合公司战略，打造大海洋数据领军者

报告原因：强调原有的投资评级

**买入** (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年07月07日

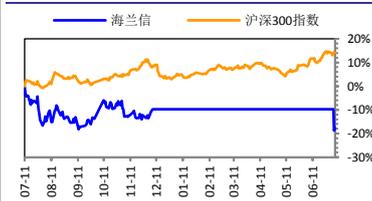
收盘价(元)	23.36
一年内最高/最低(元)	41.69/21.71
市净率	4.4
息率(分红/股价)	0.34
流通A股市值(百万元)	6402
上证指数/深证成指	3217.96/10563.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	5.32
资产负债率%	19.70
总股本/流通A股(百万)	362/274
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海兰信(300065)点评：业绩预告净利润增长 65%-95%，打造海洋信息化领军者。》 2017/04/11

《“大航海时代”来临 推荐海洋信息化——2017年春季军工 TMT 策略(PPT)》 2017/03/22

证券分析师

刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

联系人

梁爽  
(8621)23297818×7310  
liangshuang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 外延并购不断深化海洋、海事主业，专注成长“广阔行业”的领军者。
- 海兰信于2017年7月5日晚间发布公告，拟非公开发行股份购买海兰劳雷 45.62%股权。**海兰劳雷 45.62%股权暂按 6.46 个亿作价。按照 22.52 元/股计算，预计发行股份合计约 2869 万股。**本次交易完成后，海兰信将完成对子公司海兰劳雷少数股东股权的收购，海兰劳雷将成为上市公司全资子公司。通过本次交易，上市公司将完成对海兰劳雷下属企业劳雷海洋系统有限公司和 Summerview Company Limited 的 100%控制。上述少数股东股权收购，有利于强化上市公司对子公司的决策权、提高经营效率、提升上市公司业绩。
- **拟收购常熟电子 100%股权，拓展军船电子市场和客户。**常熟电子设立于 1981 年，主要从事舰船损管(即“损害管制”)监控系统及配套电器、高压细水雾灭火系统的设计、开发、生产及服务，是舰艇装备部门及相关军工集团的长期合作企业。常熟电子作为军工系统安全生产标准化三级单位，军工资质齐全，拥有武器装备质量体系认证证书、二级保密资格单位证书、武器装备科研生产许可证、装备承制单位注册证书等多种资格认证证书。
- **海事业务+海洋业务将迎来双爆发，公司占据低基数高增长军辅船电子行业。**预计 2020 年以前核心舰艇吨位数实现较高增速的年化增长。海兰信拥有国家二级保密资格证书、军工产品质量体系认证证书、装备承制单位资格证书等齐全的军工资质。公司作为中国海军指定的供应商，实现了从单一产品供应向提供系统解决方案的转变；海洋信息技术与装备是典型的军民共用、军民融合发展技术与装备，未来随着军队改革的深入和作战能力的提升以及海洋维权等防务能力的提高，海兰信将迎来重大发展机遇。
- **海洋业务：小目标雷达迎来爆发，海底监测网迫在眉睫。**海兰信在海南的业务布局不断完善，预计对全年的业绩产生积极影响，在小目标雷达的铺设上，预计沿海的重点城市将会是公司战略布局重点。后续对于数据的重复利用和开发预计会相关数据公司产生超额收益。**从远期角度来看，未来海底监测网将会成为公司最核心的目标市场。**在之前我们的海兰信深度报告《海兰信——“周期狭窄”到“广阔成长”行业的领军者(“数据+金融+产业”深度研究之十四)》提到，与加拿大“海王星”观测网横向比较预示超百亿的市场空间。随着海底监测网的不断推进，未来将会成为广阔周期的大成长行业。
- **盈利预测：我们的盈利预测不考虑此次收购劳雷工业 45%的股权和常熟电子。**我们预计公司 2017/2018/2019 将实现净利润 1.82 亿元/3.36 亿元/4.20 亿元，对应的 EPS 为 0.5 元/0.93 元/1.16 元，对应的 PE 水平为 47X/25X/20X。考虑到公司是航海信息化和海洋信息化领域的绝对龙头标的，公司内生外延发展动力充足，维持原先买入评级，建议买入。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	717	137	987	1,431	1,746
同比增长率(%)	118.59	13.69	37.74	44.98	22.01
净利润(百万元)	82	20	182	336	420
同比增长率(%)	131.39	77.86	122.00	84.62	25.00
每股收益(元/股)	0.34	0.08	0.50	0.93	1.16
毛利率(%)	39.3	48.8	40.6	44.9	45.3
ROE(%)	6.5	1.6	12.7	19.0	19.2
市盈率	69	47	25	20	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们的盈利预测不考虑此次收购劳雷工业 45%的股权和常熟电子。我们预计公司 2017/2018/2019 将实现净利润 1.82 亿元/3.36 亿元/4.20 亿元,对应的 EPS 为 0.5 元/0.93 元/1.16 元,对应的 PE 水平为 47X/25X/20X。考虑到公司是船舶信息化和海洋信息化领域的绝对龙头标的,公司内生外延发展动力充足,相对估值法所选取的 2018 年 PE 水平约为 41 倍,对应的公司保守目标市值约为 138 亿,对应目标价为 38.08 元,对应上涨空间为 61%,给予“买入”评级。

### 关键假设点

1、预测公司 2017/2018/2019 年的海事综合导航、智能装备与系统业务增速为 27.20%/18.35%/18.38%,对应的收入为 5.46 亿/7.86 亿/9.43 亿;主要受益于军辅船数量增加,产品品类增多。

2、预测公司 2017/2018/2019 年的海洋观(探)测仪器、装备与信息系统业务增速为 43.9%/56.45%/23.53%,对应的收入为 7.01 亿/10.97 亿/13.77 亿;预计今明两年的小目标雷达的安装和数据运营进行成熟期,贡献公司较大的利润增速。

3、预测公司 2017/2018/2019 年的环境监测产品业务增速为 0%/0%/0%,对应收入为 0.28 亿/0.28 亿/0.28 亿;业务保持稳定。

### 有别于大众的认识

成长方式、公司业务进展布局、业绩兑现三个角度与大众认识存在不同;

1、成长方式:投资者曾担忧市场空间狭小(给民船销售 VDR 产品,曾担忧市场波动(海洋信息化巨头的收入与造船周期正相关)。公司发展的第二、第三阶段分别试图对抗行业周期性、增加行业成长性。经过计算机 150 家公司横向比较,这种战略有多个先例,且海兰信可能成为“广阔成长”行业的领军者。

2、公司业务进展布局:随着我国对海洋战略的重视,军船建设、近海雷达监控、海底监测网均将进入建设的高峰期;公司进入军船的产品目录,产品线也在不断丰富更新,未来随着海军军辅船的建设加速、军船单船船舶电子价值的提升,公司会充分受益;小目标雷达在浙江、三沙市的应用打开之后,后续拓展值得期待;海底监测网涉及多项核心的产品与技术优势,产品拥有绝对话语权的海兰信会伴随海底监测网的规划成为项目实施运作的龙头;

3、业绩兑现:随着公司不断深化小目标雷达、军船电子订单不断,公司未来的增长会保持一个高增速状态。对小目标雷达在数据的使用和海底监测网的市场开展会加快公司业绩兑现。

### 股价表现的催化剂

中国海洋周边局势维持紧张态势；军船建设不断提速；小目标雷达认可速度超越预期；海底监测网不断落地；

### 核心假设风险

海洋局势缓和；产品进入军方速度缓慢；小目标雷达布局缓慢；外延并购不达预期；

## 目录

---

<b>1. 外延并购不断深化海洋、海事主业，专注成长“广阔行业”的领军者</b> .....	<b>6</b>
1.1 收购劳雷香港及 Summerview 少数股东权益，深度布局海洋业务.....	6
1.2 拟收购常熟电子 100%股权，拓展军船电子市场和客户.....	8
<b>2. 海事业务+海洋业务将迎来双爆发</b> .....	<b>10</b>
2.1 公司占据低基数高增长军辅船电子行业.....	10
2.2 海洋业务：小目标雷达迎来爆发，海底监测网迫在眉睫；.....	11
<b>3. 业绩预测与估值</b> .....	<b>12</b>
3.1 核心假设.....	12
3.2 PE 估值方法，公司保守目标市值在 138 亿.....	13

## 图表目录

---

图 1: 海兰信发行股份购买资产的对象情况 .....	6
图 2: 海兰信收购前的劳雷工业股权结构.....	7
图 3: 美国 Sea-bird 生产的温盐深测 .....	7
图 4: Deep-Ocean 动力水面无人艇.....	7
图 5: 损管监控系统工作流程图.....	8
图 6: 加拿大“海王星”观测网覆盖领域.....	11
图 7: “海王星”观测网基础设施体系示意.....	11
表 1 海兰劳雷主要产品与产品提供商 .....	7
表 2 海兰劳雷业绩均完成之前承诺, 为后续.....	8
表 3 国际各国的代表性“损管”系统.....	9
表 4 各国军辅船和舰船情况 .....	10
表 5 海兰信各项业务分拆模型 .....	12
表 6 可比公司估值水平 (股价、市值、利润, 估值) .....	13

# 1. 外延并购不断深化海洋、海事主业，专注成长“广阔行业”的领军者

## 1.1 收购劳雷香港及 Summerview 少数股东权益，深度布局海洋业务

海兰信于 2017 年 7 月 5 日晚间发布公告，拟非公开发行股份购买海兰劳雷 45.62% 股权。海兰劳雷 45.62% 股权暂按 6.46 个亿作价。按照 22.52 元/股计算，预计发行股份合计约 2869 万股。

海兰劳雷控股的劳雷香港是全球领先的海洋调查系统解决方案提供商，致力于地球物理及海洋调查仪器的应用研究、系统集成、软硬件新产品开发、市场营销，售后技术服务以及工程技术咨询服务，长期活跃在科学调查、资源勘探、工程检测和环境保护领域。劳雷产业业务涵盖物理海洋、海洋测绘和 underwater 工程，是中国市场上实力雄厚的勘探调查科技先驱企业。一直以来，劳雷产业与国外最优秀的海洋探测传感器供应。

图 1：海兰信发行股份购买资产的对象情况

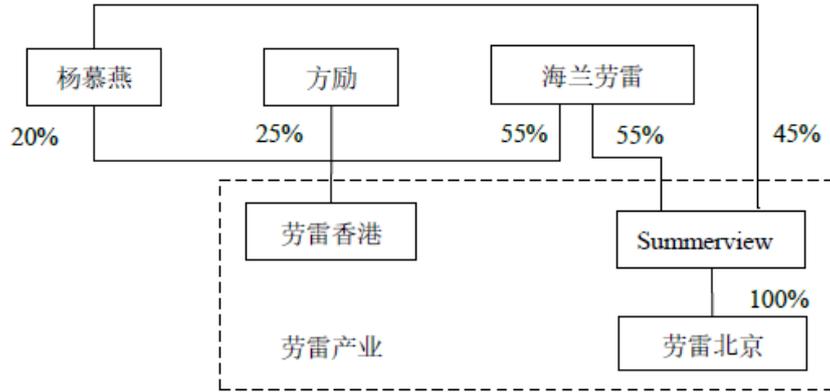
序号	交易对方名称	持有海兰劳雷 股权比例	发行股份支付对价 (万元)	拟发行股份数 (股)
1	智海创信	7.06%	10,000.00	2,954,209
2	珠海劳雷	13.14%	18,600.00	5,494,830
3	永鑫源	7.06%	10,000.00	2,954,209
4	上海梦元	3.53%	5,000.00	1,477,104
5	杭州宣富	4.94%	7,000.00	2,067,946
6	杭州兴富	2.12%	3,000.00	886,262
7	上海丰煜	4.24%	6,000.00	1,772,525
8	王一凡	3.53%	5,000.00	1,477,104
合计		45.62%	64,600.00	19,084,189

资料来源：海兰信发行股份购买资产交易预案、申万宏源研究

通过与劳雷产业协同发展，海兰信将进一步突出和强化智慧海洋主业，完善现有的智慧海洋战略布局，加快建立海兰信拥有自主知识产权的立体海洋监测网和海洋基础数据平台，加快实现公司向海洋大数据运营服务商的转型升级。

基于对海洋信息化的看好，公司外延并购优质公司海兰劳雷，多重壁垒布局海洋信息化。在 2015 年，海兰信通过新设公司海兰劳雷收购完成劳雷产业 55% 的收购。为了实现劳雷香港及 Summerview 剩余的 45% 股权收购，收购的步骤分三步进行（子公司增资扩股、海兰劳雷收购劳雷工业，上市公司收购海兰劳雷）。此次收购若能够顺利完成，有利于提升公司盈利能力，完善智慧海洋业务的布局，强化母公司决策权提升运营效率。

图 2：海兰信收购前的劳雷工业股权结构



注：劳雷产业指劳雷香港、Summerview 的合称

资料来源：海兰信发行股份购买资产交易预案、申万宏源研究整理

参照我们 2016 年发布的海兰信深度报告《海兰信——“周期狭窄”到“广阔成长”行业的领军者（“数据+金融+产业”深度研究之十四）》，当时预测公司，基于公司发展战略角度考量，公司将外延并购作为发展核心战略。并购方向分为横纵两个方向，横向从产品覆盖的广度延伸：从船舶信息化延伸到海洋信息化，再延伸到空间信息一体化；纵向从船舶的 VDR 延伸到船舶信息化系统，再到船舶信息化服务提供商。

表 1 海兰劳雷主要产品与产品提供商

物理海洋仪器		海洋测绘仪器		水下工程仪器	
温盐深测量系统	美国 SEA-BIRD ELECTRONICS INC. (美国海鸟公司)	多波束测深系统	R2SONIC 公司	声学释放器	EdgeTech 公司
多参数光学测量仪	Contros 公司	单波束测深系统	Elac 公司	声学通讯器	EdgeTech 公司
测流仪器	TRDI 公司	侧扫声纳系统	EdgeTech 公司	水下三维全景成像声纳系统	BlueView 公司
波潮仪	TRDI 公司			前视声纳系统	BlueView 公司
波能滑翔器	Liquid Robotics 公司				

资料来源：海兰信公告、申万宏源研究整理

图 3：美国 Sea-bird 生产的温盐深测

图 4：Deep-Ocean 动力水面无人艇



资料来源：海兰信发布资产购买预案、申万宏源研究整理



资料来源：海兰信发布资产购买预案、申万宏源研究整理

劳雷产业与国外最优秀的海洋探测传感器供应商紧密的合作关系，为海兰信未来海洋信息化战略的实现奠定了良好的产品基础。

表 2 海兰劳雷业绩均完成之前承诺

海兰劳雷业绩承诺	2015 年	2016 年	2017 年
业绩承诺	2840	3200	3360
业绩完成情况	3348	3220	
完成比例	118%	100%	

资料来源：海兰信公告、申万宏源研究整理

注 1：海兰信 2016 年报告数据为 6540 千万港币，按照 55% 的股权占比，港币兑换人民币汇率采用 0.8975，预计 2016 年的业绩完成比例为 3220 万元；

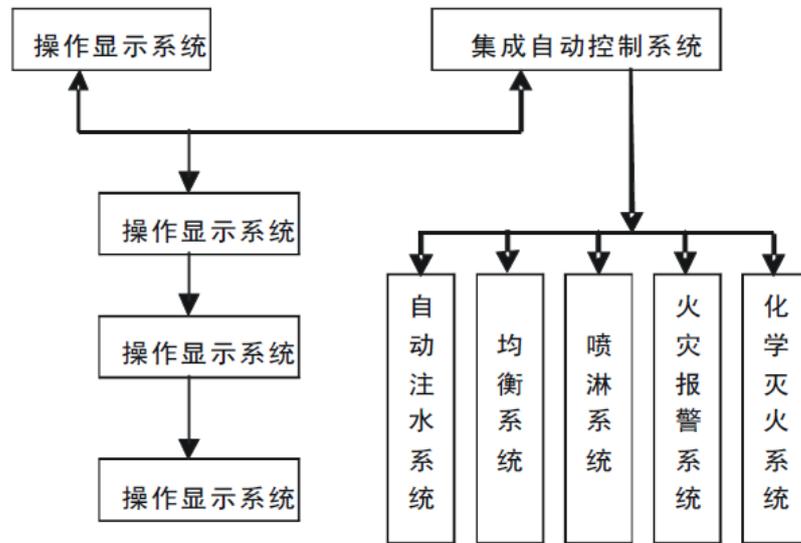
## 1.2 拟收购常熟电子 100% 股权，拓展军船电子市场和客户

常熟电子设立于 1981 年，主要从事舰船损管（即“损害管制”）监控系统及配套电器、高压细水雾灭火系统的设计、开发、生产及服务，是舰艇装备部门及相关军工集团的长期合作企业。

常熟电子作为军工系统安全生产标准化三级单位，军工资质齐全，拥有武器装备质量体系认证证书、二级保密资格单位证书、武器装备科研生产许可证、装备承制单位注册证书等多种资格认证证书。

舰船损管系统是保障舰船生命力的重要系统，舰船在平时和战时使用过程中，会产生影响舰船安全的各种隐患，如果不及时进行控制和处理，即损害管制（以下简称“损管”），就会加速危及舰船的生命力和战斗力。

图 5：损管监控系统工作流程图



资料来源：《舰船损管监控系统研究现状及发展概述》、申万宏源研究整理

注 1：资料来自《舰船损管监控系统研究现状及发展概述》，《中国水运》2010 年第十卷；

注 2：现代损管监控系统主要由检测系统、数据传输系统、损管智能决策系统、集成自动控制系统、操作显示系统、自动注排水系统、液体载荷均衡系统及喷淋系统等所组成；

军舰损管系统在国际上作为核心军舰和潜艇的必备系统，在国际上的发展远比国内更早更丰富。海军强国都十分重视舰船损管控制技术的发展和研究。以计算机技术为基础，具有信息采集齐全、反应迅速、高度智能化等特点的现代化综合损管已变可行，并成为舰船损管技术的发展趋势。

表 3 国际各国的代表性“损管”系统

时间	国家	舰船型号	损管系统型号
1984 年	美国	“佩里”级护卫舰	Ballast 通用损管系统
1984 年	美国	“斯普鲁恩斯”	SNIFE 损管辅助系统
90 年代	英国		GRC 公司的 Seagoing paramarine 系统
	法国	“拉斐特”级护卫舰	
90 年代	俄罗斯	210 级核潜艇	

资料来源：《舰船损管技术综述》、申万宏源研究整理

海兰信在基于自身军辅船电子的发展基础上，不断通过自身产品的丰富、对需求的解读，加上外延并购拓展产品线，深耕军船电子方向。海兰信船桥系统和常熟电子的舰船损管系统不仅仅在产品上做到互相协同，更会在相对应的不同客户上进行互补，预计两者结合将会是“1+1>2”的过程。

根据本次签订的《股权转让协议》的业绩承诺，常熟电子 2017-2020 年合计扣非后归母净利润不低于人民币 23200 万元，对应的平均年度扣非后归母净利润约为 5800 万元。

## 2. 海事业务+海洋业务将迎来双爆发

### 2.1 公司占据低基数高增长军辅船电子行业

参照我们 2016 年发布的海兰信深度报告《海兰信——“周期狭窄”到“广阔成长”行业的领军者（“数据+金融+产业”深度研究之十四）》，预计 2020 年以前核心舰艇吨位数实现较高增速的年化增长。

国内几大核心军工造船厂在政策、经济环境支持下，会加快造船速度，包括各类大型船舶、军辅船的建设都会提速，例如航空母舰、多功能登陆舰等核心舰艇、多用途的军辅船都会上马，中国军工方向的船舶电子单位会迎来利润的显著爆发。

海军装备是一个整体，包含主战装备、保障装备、作战舰艇和军辅船。军辅船包含运输补给船、侦察船、防救船、航保船等。美国和俄罗斯海军的军辅船种类全、数量多，并代表着军辅船的发展方向。英、法、日等发达国家的海军属于区域防御型的海军，拥有中等规模的战斗舰艇及军辅船，也有重要的参考价值。海外军船都经历了核心舰艇向军辅船的发展历程，投资者低估了国内军辅船的发展，也低估了其信息化建设。

表 4 各国军辅船和舰船情况

国家	指标	战斗舰艇	军辅船	合计	军辅船占船数的百分比	军辅船：战斗舰艇
美国	舰船数	602	330	983	38.76%	63.29%
	吨位数(万吨)	373	700	1073	65.23%	187.67%
俄国	舰船数	1617	904	2521	35.86%	55.91%
	吨位数(万吨)	327	285	612	46.57%	87.16%
英国	舰船数	177	227	404	56.19%	128.25%
	吨位数(万吨)	43	44	87	50.57%	102.33%
法国	舰船数	146	204	350	58.29%	139.73%
	吨位数(万吨)	30	24	54	44.44%	80.00%
日本	舰船数	252	149	401	37.16%	59.13%
	吨位数(万吨)	28	12	40	30.00%	42.86%

资料来源：《军辅船在现代海战中的作用地位与发展趋势》、《主要海军国家军辅船发展状况及特点》、申万宏源研究整理

中国海军第一代远洋军辅船建造是跟随着 718 工程展开的，共三类型号，分别由大连、江南、中华三家造船厂建造。建造时间持续了整个 70 年代，至今仍是中国海军军辅船的主力（资料来源：《中国海军第一代远洋军辅船建造史》，2009/10，《中国海军》）。

核心舰船的船舶电子占比会进一步提高。国外核心舰船的电子化率均保持在较高的水平，例如美国核心驱逐舰“伯克”级，亦或是“朱姆沃尔特”级驱逐舰，全舰造价高昂，因此影响舰船作战性能的船舶电子业务占比会进一步提高，那么对于深耕于军辅船船舶电子的海兰信而言，未来发展空间广阔。

海兰信拥有国家二级保密资格证书、军工产品质量体系认证证书、装备承制单位资格证书等齐全的军工资质。公司作为中国海军指定的供应商，产品已应用到包括中国首艘航母“辽宁舰”在内的各类舰船上，并实现了从单一产品供应向提供系统解决方案的转变；

海洋信息技术与装备是典型的军民共用、军民融合发展技术与装备，未来随着军队改革的深入和作战能力的提升以及海洋维权等防务能力的提高，海兰信将迎来重大发展机遇。

## 2.2 海洋业务：小目标雷达迎来爆发，海底监测网迫在眉睫；

小目标探测雷达是公司海洋战略的重要组成部分；

产品是公司早年与俄罗斯、意大利、挪威、德国等国家建立了不同方式的技术合作，推出的自主化产品。产品的核心技术在于底层软件和图像识别算法。对于普通雷达来说，当目标的雷达波反射面积较小时，将难以在海杂波的影响下分辨和识别。而小目标探测雷达采用先跟踪后探测（TBD）算法，通过实时同步优化处理，大幅降低将海杂波的影响，可对目标物体的航向方向、航迹等信息做出判断。

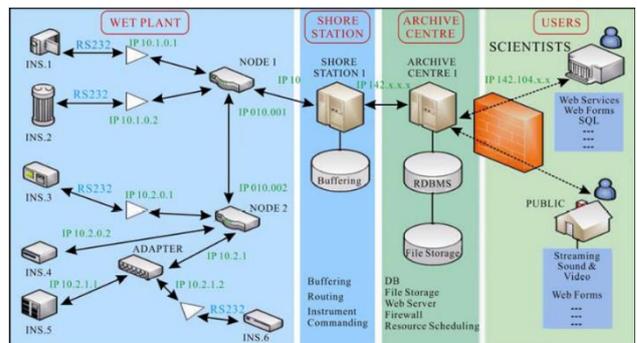
公司在海南的业务布局不断完善，预计对全年的业绩产生积极影响，在小目标雷达的铺设上，预计沿海的重点城市将会是公司战略布局重点。后续对于数据的重复利用和开发预计会相关数据公司产生超额收益。

图 6：加拿大“海王星”观测网覆盖领域



资料来源：《世界首座海洋观测网体系——加拿大“海王星”海底观测技术》、申万宏源研究整理

图 7：“海王星”观测网基础设施体系示意



资料来源：《世界首座海洋观测网体系——加拿大“海王星”海底观测技术》、申万宏源研究整理

同时，从远期角度来看，未来海底监测网将会成为公司最核心的目标市场。在之前我们的海兰信深度报告《海兰信——“周期狭窄”到“广阔成长”行业的领军者（“数据+金融+产业”深度研究之十四）》提到，与加拿大“海王星”观测网横向比较预示 375-500 亿空间。随着市场发展速度不断推进，未来将会成为广阔周期的大成长行业。

### 3. 业绩预测与估值

#### 3.1 核心假设

我们的盈利预测不考虑此次收购劳雷工业 45%的股权和常熟电子。

1、预测公司 2017/2018/2019 年的海事综合导航、智能装备与系统业务增速为 27.20%/18.35%/18.38%，对应的收入为 5.46 亿/7.86 亿/9.43 亿；主要受益于军辅船数量增加，产品品类增多。

2、预测公司 2017/2018/2019 年的海洋观（探）测仪器、装备与信息系统业务增速为 43.9%/56.45%/23.53%，对应的收入为 7.01 亿/10.97 亿/13.77 亿；预计今明两年的小目标雷达的安装和数据运营进行成熟期，贡献公司较大的利润增速。

3、预测公司 2017/2018/2019 年的环境监测产品业务增速为 0%/0%/0%，对应收入为 0.28 亿/0.28 亿/0.28 亿；业务保持稳定。

表 5 海兰信各项业务分拆模型（收入与增速，单位：百万）

年份	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	355.29	386.40	324.25	716.572	986.66	1430.61	1745.83	1784.89
		8.76%	-16.08%					
信息化监控系统	10.19	3.13	15.40					
		-69.30%	392.18%					
VEIS 业务收入	184.75	269.18	212.42					
		45.70%	-21.09%					
海事电子单品	93.73	60.71	73.19					
		-35.23%	20.55%					
海洋业务				487.07	700.90	1096.58	1354.60	1376.92
					43.90%	56.45%	23.53%	1.65%
海事业务				206.78	263.02	311.29	368.50	385.24
					27.20%	18.35%	18.38%	4.54%
环保业务	66.62	53.38	23.24	22.73	22.73	22.73	22.73	22.73
					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind、申万宏源研究整理与预测

2016 年是公司业务爆发式增长的初始年份，在 2017 年迎来业绩的兑现。主要业绩来源船舶电子、海洋信息化。

一从船舶电子业务来看，前文讨论的军船船舶电子角度，伴随着我国军辅船、核心舰船制造面临高峰期，特别是军辅船船舶电子的覆盖率大幅提升，自主化产品替代国外产品。公司作为最直接的军辅船船舶电子制造商，随着主要电子产品进入军船装机目录，预计 2017-2019 年公司船舶电子端业务增速为 27.20%、18.35%、18.38%。

二从海洋信息化业务来看，公司小目标雷达的开始放量，海空天一体化的监测体系从岸基打开突破口，随着沿海城市的逐步放量，产品在 2017 年开始带来业绩贡献。外延并购进来的海兰劳雷，与公司协同效用显现，2017 上半年订单情况明显超过 2016 年，预计完成并超出公司的业绩承诺。

三从环境监测产品来看，未来并不是公司发展的重点方向，考虑到公司整体基数较低，行业增速尚在，预计未来保持每年 0% 的增速。

从公司的销售费用角度来看，公司销售人员于 2017 年增加较快，主要是由于公司并表海兰劳雷带来的人员增加。未来两年会随着公司的业务做大而上升，假设销售费用在 2017-2019 年销售费用为 0.99 亿、1.43 亿、1.75 亿。

公司是国家重点扶持的高科技公司，营业外收入主要来自于政府补助收入，与收入相关性较强，其比例约为 8%-9% 之间，假设营业外收入在 2017-2019 年与分别为 0.59 亿、0.86 亿、1.05 亿。

公司主要子公司海兰劳雷现阶段股权占比为 55%，在少数股东权益中进行修正；

我们预计公司 2017/2018/2019 年实现净利润 1.82 亿元/3.36 亿元/4.20 亿元，对应的 EPS 为 0.5 元/0.93 元/1.16 元。

### 3.2 PE 估值方法，公司保守目标市值在 138 亿

参照公司的相对估值法，对应的公司目标市值约为 138 亿：公司所处的行业，市场可对比的公司较少，依次从军民两用、雷达通导产品以及相关技术、信息化数据处理、特种电子等相关标的作对比，由于公司在船舶和海洋特殊卡位，未来成长性要好于所选公司，对应估值与利润水平如表 6。考虑到海兰信相较可比公司的业绩增速更快，采用 2018 年可比公司的均值 PE 作为参考，所选取的 2018 年 PE 水平约为 41 倍，对应的海兰信目标市值约为 138 亿；

表 6 可比公司估值水平（股价、市值、利润，估值）

		股价	16 净利润	17E 净利润	18E 净利润	19E 净利润	17E PE	18E PE	19E PE
300045.SZ	华力创通	10.65	0.49	0.90	1.29	1.81	68	48	34
600562.SH	国睿科技	27.38	2.28	2.84	3.58	4.26	46	37	31
002405.SZ	四维图新	19.14	1.16	4.00	5.18	6.33	61	47	39
600990.SH	四创电子	62.02	1.29	2.19	2.99	3.60	45	33	27
	均值						55	41	33

资料来源：Wind、申万宏源研究（净利润用的是 Wind 中位数预测）

注 1、数据截止日为 2017-07-07 日收盘价；

PEG 绝对估值方法，公司对应 2017 年的 PEG 为 0.67：公司是典型的收入利润高增速的成长型公司，可以参考 PEG 的估值预测。PEG 指标(市盈率相对盈利增长比率)是用公司的市盈率除以公司的盈利增长速度。根据之前的业绩预测，公司在 2017 年-2019 年年迎来业绩

的爆发式增长，对应的公司收入约为 9.87 亿，14.31 亿，17.46 亿；对应的归母净利润约为 1.82 亿，3.36 亿，4.20 亿。归母净利润 2016-2019 的三年的复合增速约为 72.38%，对应的 2017 年 PEG 为 0.63。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	328	717	987	1,431	1,746
海事(船舶方向)	-	207	263	311	368
海洋观测仪器装备	-	487	701	1,097	1,355
环境监测产品	-	23	23	23	23
营业总成本	325	611	788	1,078	1,308
营业成本	217	435	586	788	955
海事(船舶方向)	-	111	-	-	-
海洋观测仪器装备	-	310	-	-	-
环境监测产品	-	15	-	-	-
营业税金及附加	1	2	1	1	2
销售费用	32	86	99	143	175
管理费用	62	78	99	143	175
财务费用	0	6	0	0	0
资产减值损失	13	3	4	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	1	0	0	0
营业利润	16	107	199	352	437
营业外收支	25	30	59	86	105
利润总额	41	137	258	438	542
所得税	5	26	36	61	76
净利润	36	111	222	377	466
少数股东损益	1	29	39	41	46
归属于母公司所有者的净利润	35	82	182	336	420

资料来源：申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,061	1,128	1,437	1,914	2,469
现金及等价物	449	293	424	800	1,271
应收款项	475	458	583	615	641
存货净额	133	150	202	272	330
其他流动资产	4	227	227	227	227
长期投资	64	86	86	86	86
固定资产	85	76	71	66	61
无形资产及其他资产	447	519	519	519	519
资产总计	1,657	1,809	2,112	2,584	3,134
流动负债	245	294	374	468	549
短期借款	46	57	63	57	57
应付款项	190	222	296	395	477
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	59	79	81	83	84
负债合计	304	373	455	550	634
股本	242	242	242	242	242
资本公积	793	791	791	791	791
盈余公积	14	18	28	45	67
未分配利润	129	200	373	691	1,089
少数股东权益	171	175	214	255	301
股东权益	1,353	1,436	1,647	2,024	2,490
负债和股东权益合计	1,657	1,809	2,102	2,574	3,124

资料来源：申万宏源研究

**合并现金流量表**

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	36	111	222	377	466
加: 折旧摊销减值	33	27	9	7	7
财务费用	2	2	0	0	0
非经营损失	-14	0	0	0	0
营运资本变动	-1	18	-107	-4	-4
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	56	157	123	380	470
资本开支	54	27	0	0	0
其它投资现金流	-17	-214	0	0	0
投资活动现金流	204	-239	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	39	10	8	-4	2
支付股利、利息	8	68	0	0	0
其它融资现金流	-20	-17	0	0	0
融资活动现金流	11	-75	8	-4	2
净现金流	271	-155	131	376	471

资料来源: 申万宏源研究

**重要财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.23	0.50	0.93	1.16
每股经营现金流	0.15	0.43	0.34	1.05	1.30
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	3.26	3.48	3.95	4.88	6.04
关键运营指标(%)					
ROIC	0.2	7.5	13.2	23.5	29.1
ROE	3.0	6.5	12.7	19.0	19.2
毛利率	33.8	39.3	40.6	44.9	45.3
EBITDA Margin	6.8	19.1	20.6	25.0	25.3
EBIT Margin	0.7	15.7	20.1	24.6	25.1
收入同比增长	-16.6	118.6	37.7	45.0	22.0
净利润同比增长	96.1	131.4	122.4	84.0	25.2
资产负债率	18.3	20.6	21.5	21.3	20.2
净资产周转率	0.28	0.57	0.69	0.81	0.80
总资产周转率	0.20	0.40	0.47	0.55	0.56
有效税率	17.4	19.2	14.0	14.0	14.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	238.9	103.2	46.4	25.2	20.1
P/B	7.2	6.7	5.9	4.8	3.9
EV/Sale	25.1	11.7	8.4	5.6	4.3
EV/EBITDA	368.5	61.5	40.8	22.3	17.1

资料来源: 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。