



2019年11月25日

北斗三号建设再加速，通导龙头重点受益

海格通信(002465)

事件概述

11月23日，中国在西昌卫星发射中心用长征三号乙运载火箭（及配套远征一号上面级）以“一箭双星”方式成功发射第五十、五十一颗北斗导航卫星。

▶ 北斗三号全球组网有望提前实现，北斗产业链应用加速落地：

北斗三号卫星系统有望提前半年全面完成建设。公司自主研发的北斗三号全球体制多模多频射频芯片在客户实物比测成绩第一，考虑公司特殊客户的比测成绩直接影响未来订单份额情况，我们预计公司在未来北斗三号特殊机构市场有望维持较高的份额。民用方面多方向拓展，产品已批量应用于车辆、船舶、航空等领域，并组建星网科技拓展北斗民用、企业级应用及高精度市场，进一步打开北斗应用空间。

▶ 军改影响消退，特殊采购恢复正常态，预计2019Q4进入密集披露期：

根据公司公告的历史合同订单披露情况看，公司Q4历史订单进入密集披露期，考虑军改订单逐渐恢复，我们预计2019年12月仍将有大量订单陆续落地，未来业绩确定性较强。

▶ 5G建设启动，复杂网络架构带来更高标准网优需求：

我们认为，随着5G建设启动，5G网络架构的复杂程度决定未来网络运维需要同步演进，海格怡创依靠多年积累的数字化、自动化网优网维技术积累，有望在其中占据网络运维更多的市场份额，并保持高于行业平均的毛利率水平。

▶ 巩固航天航空业务，拓展高端制造版图：我们认为，公司在航空领域的布局一方面可以与公司已有客户以及特殊机构业务形成较强协同，另一方面，也将扩大公司的产品线并持续巩固高端制造和技术服务能力，拓展军民航空大市场。

投资建议

综上，我们认为公司经营效率稳健提升，维持公司营收及净利润预测不变，维持目标价不变，对应现价PE分别为43倍、33倍、27倍，维持“买入”评级。

风险提示

公司存在商誉减值风险，军工订单存在不确定性，北斗导航应用进度或不及预期等。

盈利预测与估值

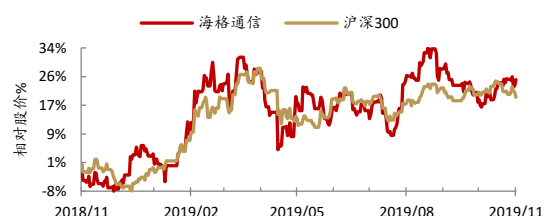
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3352.07	4069.80	4695.44	5636.84	6668.81
YoY (%)	-18.61	21.41	15.37	20.05	18.31
归母净利润(百万元)	293.28	430.20	538.62	694.85	848.76
YoY (%)	-44.68	46.68	25.20	29.01	22.15
毛利率 (%)	40.00	37.60	38.33	38.55	39.15
每股收益(元)	0.13	0.19	0.23	0.30	0.37
ROE	3.60	5.11	6.01	7.19	8.08
市盈率	78.60	53.59	42.80	33.18	27.16

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：12.00
最新收盘价：10.00

股票代码：002465
52周最高价/最低价：10.67/7.42
总市值(亿)：228.92
自由流通市值(亿)：213.45
自由流通股数(百万)：2,149.54



分析师：吴彤
邮箱：wutong@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519060001

分析师：段小虎
SAC NO：S1120519080008

联系人：柳珏廷
邮箱：liujt@hx168.com.cn
联系电话：010-51662928

华西通信&军工联合覆盖

相关研究

1. 海格通信深度报告：国防信息化通导龙头，持续打开民用市场

2019.08.18

2. 海格通信三季报点评：Q3业绩基本符合预期，掘金多重产业机遇

2019.10.31

1. 事件

11月23日，中国在西昌卫星发射中心用长征三号乙运载火箭（及配套远征一号上面级）以“一箭双星”方式成功发射第五十、五十一颗北斗导航卫星。

2. 北斗三号全球组网有望提前实现，北斗产业链应用加速落地

2018年12月，北斗全球基本系统已正式建成并同步开启全球服务，服务范围覆盖“一带一路”国家和地区。

到2020年，我国将建成由30颗北斗三号卫星（3颗地球静止轨道卫星+3颗倾斜地球同步轨道卫星+24颗中圆地球轨道卫星）和5颗备份星（2颗地球静止轨道卫星+3颗中圆地球轨道卫星）组成的全球卫星导航星座。

根据中国卫星导航系统管理办公室数据，目前北斗三号系统建设已进入全面冲刺阶段。截至目前2019年已发射8颗北斗导航卫星（其中7颗北斗三号卫星），进一步完善全球系统星座布局，全面提升系统服务性能和用户体验。

表1 北斗三号导航系统卫星列表

卫星	发射年份	发射地点	数量	运行轨道	使用状态
实验系列	2015年-2016年	西昌	2	倾斜地球同步轨道	在轨试验
			3	中地球轨道	
M1-M2	2017年	西昌	2	中地球轨道	使用中
G1	2018年	西昌	1	地球静止轨道	使用中
M3-M18			16	中地球轨道	
IGSO1-IGSO3	2019年	西昌	3	倾斜地球同步轨道	使用中（IGSO3在轨测试）
M21-M24			4	中地球轨道	使用中（M21-M22在轨测试）

资料来源：中国卫星导航系统管理办公室，华西证券研究所

根据央视网，在明年六月份之前，北斗三号卫星系统三大轨道，30颗卫星有望全部组网完成，较之前预期2020年底提前半年全面完成北斗三号系统建设。

公司产品覆盖卫星导航芯片、天线模块、整机、应用系统等，已形成了“芯片—模块—终端—系统”的全产业链布局，伴随着北斗一号、二号、三号卫星导航系统的升级，公司同步提升技术，契合相关行业对全产业链的需求。

根据公司11月5日公告，公司自主研发的北斗三号全球体制多模多频射频芯片在客户第一轮实物比测成绩第一，北斗三号基带芯片原型比测入围，获得研制资格。考虑公司特殊客户的比测成绩直接影响未来订单份额情况，我们预计公司在未来北斗三号特殊机构市场有望维持北斗二号以来较高的份额。

民用方面多方向拓展，产品已批量应用于车辆、船舶、航空等领域，并组建星网科技拓展北斗民用、企业级应用及高精度市场。

在全产业链基础上，公司建设北斗高精度位置服务平台，结合5G、大数据运算融合等技术，拓展北斗智慧城市建设；依托在大湾区的地理优势和产业土壤，挖掘北斗三号全球化运营服务和终端制造两大应用。

主要拓展方向包括：（1）依托自研高精度导航芯片，打造面向多种应用场景的高精度定位模块和终端产品，如无人驾驶方面的应用；（2）开辟北斗时空数据在智慧城

市中国的应用，涵盖物流、交通、学校、养老、医疗等；(3) 北斗三号即将带来的民用短报文服务和定位导航服务，可在国家应急、智慧海洋、航空航海、武警公安、海警海事等行业应用；(4) 星舆科技积极推进高精度定位网络建设和高精度地图项目，打造北斗高精度位置服务平台，积极开展运营推广，市场前景广阔。

3. 军改影响消退，特殊采购恢复正常态，预计 2019Q4 进入密集披露期

公司率先发布北斗三号基带+射频全芯片解决方案，相关北斗导航及无线通信相关订单情况逐步恢复。根据公司公告统计，合同供货时间 2018 年-2019 年订单金额合计 13.06 亿元，合同供货时间 2019 年-2020 年订单金额合计 13.44 亿元，公司作为军工龙头受益于国防信息化建设明显，订单如期稳步恢复，驱动盈利能力稳健提升。

表 2 公司 2018 年-2019 年新增特殊订单采购情况

公告时间	合同内容	合同金额 (亿元)
2018-01-02	2017 年-2018 年通信电台、卫星通信、北斗导航及配套设备	4.48
2018-02-03	2018 年-2019 年无线通信、北斗导航及配套设备	3.00
2018-04-03	2018 年-2019 年无线通信、北斗导航及配套设备	1.29
2018-06-11	2018 年-2021 年无线通信、北斗导航及配套设备	2.09
2018-09-11	2018 年-2019 年无线通信、北斗导航、卫星通信及配套设备	2.63
2018-11-06	2018 年-2019 年无线通信、北斗导航、卫星通信及配套设备	1.34
2018-12-20	2018 年-2019 年无线通信、北斗导航、卫星通信及配套设备	2.71
2018-12-29	2019 年-2020 年无线通信、北斗导航、卫星通信及配套设备	3.49
2019-02-11	2019 年-2020 年无线通信、北斗导航及配套设备	2.58
2019-04-29	2019 年-2020 年无线通信、北斗导航及配套设备	2.46
2019-07-02	2019 年-2020 年无线通信、北斗导航及配套设备	2.20
2019-11-04	2019 年-2020 年无线通信、北斗导航及配套设备	2.71

资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据公司公告的历史合同订单披露情况看，公司 2018 年 Q4 大额中标合同进入密集披露期，考虑军改订单逐渐恢复，我们预计 2019 年 12 月以及 2020 年初仍将有大量大额中标合同订单陆续落地，未来业绩确定性较强。

4. 5G 建设启动，复杂网络架构带来更高标准网优需求

公司通过收购海格怡创快速布局通信服务业务，主要为移动运营商提供网建网优网维一体化服务。根据公司公告整理，2019 年以来公告新中标订单金额约为 15.1 亿元，其中包括中标“中国移动 2019 年-2021 年网络综合代维服务采购项目”10.8 亿元和“中国移动 2019 年-2020 年传输管线工程施工服务集中采购项目”4.3 亿元。

表 3 直供公司海格怡创合同签订情况

公告时间	合同内容	预估合同金额 (亿元)
2017-04-15	2017 年-2018 年传输管线工程施工服务需求	8.01
2017-05-27	2017 年-2019 年网络综合代维服务	5.84
2017-06-28	2017 年-2018 年广东移动室内覆盖系统施工	4.24
2017-08-03	2017 年-2019 年通信工程全业务及室分施工二级集采	2.09
2017-10-12	2017 年-2020 年管线优化服务支撑	1.60
2018-03-01	2018 年-2019 年驻地网施工及初装一阶段服务单位	2.40
2018-04-03	2018 年-2019 年通信设备安装工程施工服务	7.43
2019-03-28	2019 年-2020 年传输管线工程施工服务集采	4.27
2019-04-13	2019 年-2021 年网络综合代维服务	10.83

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，随着 5G 建设启动，5G 网络架构的复杂程度决定未来网络运维需要同步演进，海格怡创依靠多年积累的数字化、自动化网优网维技术积累，有望在其中占据网络运维更多的市场份额，并保持高于行业平均的毛利率水平。

5. 巩固航天航空业务，拓展高端制造版图

公司子公司摩诃创新主要针对航空领域模拟仿真行业，由于订单额度较大，特殊机构订单恢复稍晚于其他业务，导致 2018 年业绩不及预期。根据公司公告，今年以来，摩诃创新与西飞、机构客户签署了模拟器研制合同，并依托技术优势加大民用飞行模拟器市场，有望丰富公司产品线并部分平滑特殊机构订单交付推后影响。

另外，公司子公司驰达飞机在飞机零部件制造方面，持续开拓军民机配套市场，过去几年超额完成业绩承诺并保持较高的盈利水平，未来有望发展为面向全球的航空零部件制造企业。

我们认为，公司在航空领域的布局一方面可以与公司已有客户以及特殊机构业务形成较强协同，另一方面，也将扩大公司的产品线并持续巩固高端制造和技术服务能力，拓展军民航空大市场。

6. 盈利预测与投资建议

综上，我们认为公司经营效率稳健提升，维持公司营收及净利润预测不变，维持目标价不变，对应现价 PE 分别为 43 倍、33 倍、27 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

公司存在商誉减值风险：截至公司 2019Q3 最新财报数据，公司商誉 14.18 亿元，占总资产比重 12.26%，存在商誉减值风险。

军工订单存在不确定性：由于公司特殊客户订单确认具备特殊性原则，下游订单采购具有一定不确定性。

北斗导航应用进度或不及预期等：北斗导航应用推广进度影响公司未来业务订单情况。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4069.80	4695.44	5636.84	6668.81	净利润	446.61	579.92	738.99	906.37
YoY (%)	21.41%	15.37%	20.05%	18.31%	折旧和摊销	152.72	0.00	0.00	0.00
营业成本	2539.43	2895.85	3463.88	4057.92	营运资金变动	-26.71	-716.81	-648.62	-796.92
营业税金及附加	28.50	37.06	42.82	51.32	经营活动现金流	629.01	-115.49	44.65	67.17
销售费用	201.20	234.77	281.84	333.44	资本开支	-194.40	-102.74	-102.70	-104.38
管理费用	303.79	328.68	394.58	466.82	投资	-81.94	0.00	0.00	0.00
财务费用	6.52	2.82	-0.57	-0.05	投资活动现金流	-248.21	-52.74	-52.70	-54.38
资产减值损失	227.82	70.65	12.18	15.62	股权募资	163.81	0.00	0.00	0.00
投资收益	126.03	50.00	50.00	50.00	债务募资	-584.05	-455.00	0.00	0.00
营业利润	432.21	596.29	766.59	946.78	筹资活动现金流	-655.85	-488.25	-19.60	-19.60
营业外收支	46.72	27.50	27.50	27.50	现金净流量	-275.06	-656.48	-27.65	-6.81
利润总额	478.93	623.79	794.09	974.28	主要财务指标				
所得税	32.31	43.87	55.09	67.90	成长能力 (%)				
净利润	446.61	579.92	738.99	906.37	营业收入增长率	21.41%	15.37%	20.05%	18.31%
归属于母公司净利润	430.20	538.62	694.85	848.76	净利润增长率	46.68%	25.20%	29.01%	22.15%
YoY (%)	46.68%	25.20%	29.01%	22.15%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.19	0.23	0.30	0.37	毛利率	37.60%	38.33%	38.55%	39.15%
资产负债表 (百万元)					净利率率	10.97%	12.35%	13.11%	13.59%
货币资金	1342.59	686.11	658.46	651.65	总资产收益率 ROA	3.73%	4.42%	5.23%	5.79%
预付款项	137.98	154.59	186.02	217.49	净资产收益率 ROE	5.11%	6.01%	7.19%	8.08%
存货	1593.89	2159.95	2505.46	2965.66	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4511.59	5126.77	5725.93	6489.84	流动比率	3.60	3.69	3.57	3.42
流动资产合计	7586.06	8127.41	9075.86	10324.64	速动比率	2.78	2.64	2.51	2.37
长期股权投资	114.70	114.70	114.70	114.70	现金比率	0.64	0.31	0.26	0.22
固定资产	1190.27	1190.27	1190.27	1190.27	资产负债率	23.21%	22.71%	23.43%	24.46%
无形资产	566.91	566.91	566.91	566.91	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3936.41	4071.65	4201.84	4333.72	总资产周转率	0.35	0.40	0.44	0.48
资产合计	11522.46	12199.06	13277.71	14658.36	每股指标 (元)				
短期借款	455.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.19	0.23	0.30	0.37
应付账款及票据	884.57	1275.21	1456.79	1733.40	每股净资产	3.65	3.89	4.19	4.56
其他流动负债	766.82	927.85	1085.93	1283.60	每股经营现金流	0.27	-0.05	0.02	0.03
流动负债合计	2106.39	2203.07	2542.72	3017.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	估值分析				
其他长期负债	322.87	322.87	322.87	322.87	PE	53.59	42.80	33.18	27.16
非流动负债合计	567.87	567.87	567.87	567.87	PB	2.13	2.55	2.37	2.18
负债合计	2674.26	2770.93	3110.59	3584.87					
股本	2306.94	2306.94	2306.94	2306.94					
少数股东权益	423.53	464.83	508.97	566.58					
股东权益合计	8848.21	9428.13	10167.12	11073.49					
负债和股东权益合计	11522.46	12199.06	13277.71	14658.36					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

吴 彤：工学博士，新加坡科技发展局工作经验，4年证券研究经验，专注通信行业研究。

柳珏廷：理学硕士，2年证券研究经验，关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。