

海格通信 (002465.SZ) 通信系统设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号：S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

赵旭翔

联系人
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

军品和民品双轮驱动，未来增长提速

事件

海格通信于 12 月 7 日发布四则公告：1、使用 3.1 亿元超募资金投入新一代综合无线通信项目；2、全资子公司海华电子使用 5388 万元超募资金收购广州创泰电子科技有限公司 100% 股权；3、海格通信使用超募资金 6 亿元向全资子公司海华电子增资；4、海格通信使用超募资金 1 亿元向全资子公司海格神舟增资。

评论

大手笔规划超募资金，积极进行军品和民品的业务布局：截止本次大规模使用超募资金之前，公司合计使用超募资金 5216 万元，超募资金余额为 15.95 亿元。本次向子公司注资以及投入新项目合计超过 10 亿元，体现了公司在业务的整体规划和布局上已经充分明确，公司有望在军品和民品两个市场进入加速的发展轨道。

1) 在新一代无线通信项目中，公司将重点在针对行业应用方向上的宽带数字无线、数字集群通信、统一通信业务和控制、分组传输和交换、网关与服务业务融合等先进技术领域投入开发资源，研制有无线融合的综合通信网络解决方案。我们认为该项目主要服务于军品市场，这笔大规模的资本开支，将有助于公司在十二五期间契合军队无线通讯产品的升级换装需求，为公司的军品收入增长提供长期动力。**2)** 对海格神舟的增资主要用于补充其科研经费，支持其在通信网络干扰技术、通信对抗侦察定位技术、通信对抗新技术的研究，这有助于公司在军事前沿技术上取得突破，提升公司军品的技术竞争力。**3)** 公司向海华电子增资 6 亿元，更反映了公司在目前开拓民品市场的决心。具体的使用用途为：5388 万元用于收购创泰电子，主要为了获得民用产业科技园建设所需的土地和厂房；2 亿元用于科技园厂房的建设；1.6 亿元用于民用船舶电子、民用数字集群、民用北斗以及物联网等方向的研发投入；1.85 亿元用于补充流动资金。通过在民用领域的大力度投入，到十二五末期，海格通信民品收入有望达到与军品收入可比较级别。

军品市场将保持稳定增长，等待全军短波通信网、北斗等市场的爆发：1、我们预计未来 3 年内，军用通信产品的增长在 20% 以上。全军短波通信网的建设 and 新一代综合无线通信项目的达产将促进公司军用通信产品的增速逐渐提升。2、北斗市场将于 2013 年爆发，由于目前公司导航定位的收入基数较低，届时该项业务收入将呈现 80%-100% 的增速，北斗导航是公司未来可能超预期的最大亮点。

民品市场大有作为，成为公司的增长新引擎：公司上市后加大对民品市场的投入，预计未来 3 年公司民用数字集群和其他民用产品将以 35%-40% 的速度增长，成为公司的增长新引擎。但是民用产品的毛利率较军品低，所以公司产品的综合毛利率将持续走低。

投资建议

预计 2011-2013 年公司的营业收入分别为 11.14 亿元（增 15.36%）、13.98 亿元（增 25.44%）和 18.61 亿元（增 33.14%）；预计实现 EPS 0.73 元（增 0.04%）、0.860 元（增 18.57%）和 1.11 元（增 29.21%）。考虑到公司的军工股特征、我国周边环境不稳定带来的军事斗争准备机会和北斗导航的潜在爆发性，给予公司 35×2012EPS 估值，30.10 元。维持对公司的“买入”评级。

图表1: 销售预测表

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

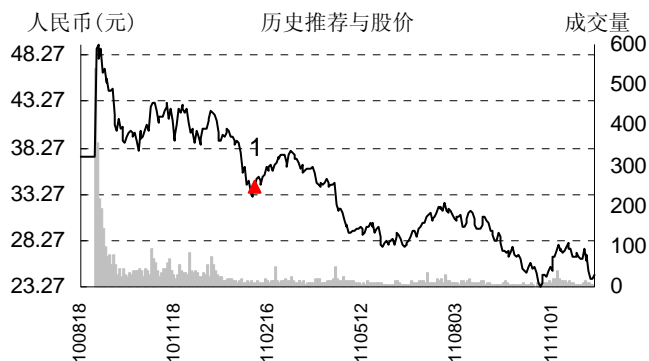
项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
通信产品							
销售收入 (百万元)	727.35	740.91	711.18	746.73	896.08	1,120.10	1,433.73
增长率 (YOY)	-2.89%	1.86%	-4.01%	5.00%	20.00%	25.00%	28.00%
毛利率	56.30%	55.09%	54.78%	54.50%	53.00%	53.00%	53.00%
销售成本 (百万元)	317.85	332.72	321.62	339.76	421.16	526.45	673.85
增长率 (YOY)	4.22%	4.68%	-3.33%	5.64%	23.96%	25.00%	28.00%
毛利 (百万元)	409.51	408.19	389.55	406.97	474.92	593.65	759.88
增长率 (YOY)	-7.77%	-0.32%	-4.57%	4.47%	16.70%	25.00%	28.00%
占总销售额比重	80.09%	78.77%	75.45%	67.03%	64.12%	60.20%	56.85%
占主营业务利润比重	88.88%	87.27%	84.83%	76.67%	73.56%	69.39%	65.78%
数字集群							
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	69.15	159.54	223.36	312.70	437.78
增长率 (YOY)				130.73%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	0.00%	0.00%	11.59%	30.00%	31.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	61.13	111.68	154.12	212.64	297.69
增长率 (YOY)				82.68%	38.00%	37.97%	40.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	8.01	47.86	69.24	100.06	140.09
增长率 (YOY)				497.23%	44.67%	44.52%	40.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	7.34%	14.32%	15.98%	16.81%	17.36%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.75%	9.02%	10.73%	11.70%	12.13%
导航定位							
销售收入 (百万元)	30.67	27.70	44.93	49.43	64.26	128.51	231.32
增长率 (YOY)	-10.68%	-9.67%	62.19%	10.00%	30.00%	100.00%	80.00%
毛利率	60.02%	57.32%	60.64%	60.00%	58.00%	56.00%	56.00%
销售成本 (百万元)	12.26	11.82	17.69	19.77	26.99	56.54	101.78
增长率 (YOY)	14.46%	-3.57%	49.57%	11.79%	36.50%	109.52%	80.00%
毛利 (百万元)	18.41	15.88	27.25	29.66	37.27	71.97	129.54
增长率 (YOY)	-22.07%	-13.73%	71.59%	8.84%	25.67%	93.10%	80.00%
占总销售额比重	3.38%	2.95%	4.77%	4.44%	4.60%	6.91%	9.17%
占主营业务利润比重	4.00%	3.39%	5.93%	5.59%	5.77%	8.41%	11.21%
民用产品及其他							
销售收入 (百万元)	150.14	172.00	117.33	158.40	213.84	299.38	419.13
增长率 (YOY)	42.13%	14.56%	-31.78%	35.00%	35.00%	40.00%	40.00%
毛利率	21.85%	25.40%	29.32%	29.23%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	117.33	128.31	82.93	112.10	149.69	209.56	293.39
增长率 (YOY)	46.89%	9.36%	-35.37%	35.18%	33.53%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	32.81	43.69	34.41	46.30	64.15	89.81	125.74
增长率 (YOY)	27.34%	33.15%	-21.24%	34.56%	38.56%	40.00%	40.00%
占总销售额比重	16.53%	18.29%	12.45%	14.22%	15.30%	16.09%	16.62%
占主营业务利润比重	7.12%	9.34%	7.49%	8.72%	9.94%	10.50%	10.88%
销售总收入 (百万元)	908.17	940.61	942.59	1114.10	1397.53	1860.69	2521.96
销售总成本 (百万元)	447.44	472.85	483.37	583.31	751.95	1005.19	1366.71
毛利 (百万元)	460.73	467.76	459.22	530.79	645.58	855.50	1155.24
平均毛利率	50.73%	49.73%	48.72%	47.64%	46.19%	45.98%	45.81%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-01-27	买入	34.04	45.00 ~ 50.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B