

平淡中潜在亮点纷呈， 新一轮成长周期来临

投资要点：

1. 事件

海格通信3月31日发布2011年年报(此前已发布业绩快报)。公司年度实现营业收入近10亿元，同比增长3.50%；实现营业利润2.15亿元，同比减少0.83%；实现利润总额2.72亿元，同比增长3.48%；实现归属上市公司普通股股东的净利润2.33亿元，同比减少3.29%。每股EPS(按最新股本摊薄计)为0.70元，所得税税率因素(受国家重点规划软件企业申报进度影响)影响每股0.03元的业绩。

2011年度，计划每10股派息6元(含税)，延续三年高派息的分配特点；同时，公司资本公积32.56亿，已累计到股本的近10倍。

2. 我们的分析已与判断

1) 累计结转待执行订单创新高

截止2011年底，结转到以后年度执行的合同金额逾7亿元。

表1：海格通信2010~2011年订单情况(单位：亿元)

产品名称	2009年	2010年	2011年	2011年同比	2012E	2012年增速假设
军品合同	5.67	7.12	9.4	32.02%	12.22	30.00%
民品合同	1.97	2.83	3.05	7.77%	3.36	10.00%
服务合同	0.0031	0.047	0.062	31.91%	0.0806	30.00%
新增订单合计	7.67	10.00	12.51	25.16%	15.66	25.12%
营业收入	9.49	9.66	10.00	3.50%		
累计结转到下年度订单			约5亿元	逾7亿元		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

基于2011年底结转到以后年度执行的逾7亿元订单和我们对2012年保守预计新增15.66亿订单，合计订单总额预计近23亿元，为2012~2013年的较高增长提供了保障。同时，根据(94)财税字第011号的规定，公司电台类军工通信业务就总装成品免征增值税。

海格通信(002465.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王家炜

电话：(8610) 6656 8272

邮箱：wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2012.3.30

A股收盘价(元)	23.99
A股一年内最高价(元)*	38.39
A股一年内最低价(元)*	19.99
上证指数	2262.79
市净率	1.9
总股本(万股)	33251
实际流通A股(万股)	8500
限售的流通A股(万股)	24751
流通A股市值(亿元)	20.39

注：*价格未复权

相关研究

1、《1、《海格通信(002465)_深度研究：受益十二五军队信息化跃升，军工通信四大业务接力成长》》 2012.02.03

2、《海格通信(002465)2011年业绩快报点评：实际业绩基本符合预期，披露合同情况锁定12年业绩成长》 2012.02.28

上述 2012 年军、民品订单增速假设，分别考虑公司军品业务 2011 年下半年开始进入“十二五”军队装备投入的重点时期、2012 年军品业务增长形势要优于 2011 年（尤其北斗导航、卫星通信先后进入批量装备/小批量装备期），以及民品业务 2011 年基本完善北斗导航产业链条、数字集群、数字频谱、船舶电子的布局、增速有望加快。

2)、财务分析：毛利率提升、递延收益创新高

1) **综合毛利率：**提升 0.87 个百分点。2011 年在订单保持快速增长的同时，各项业务毛利率仍获得提升，反映军品业务市场格局的稳定和公司经营效率的提升。

表 2：海格通信 2010~2011 年各项业务毛利率情况

分产品	毛利率	毛利率比上年增减 (%)
军工通信产品	55.46%	同比上升 0.69
导航	61.34%	同比上升 0.71
数字集群	29.43%	同比上升 17.84
民用通信产品及其他	31.48%	同比上升 2.15 个百分点
合计	49.58%	同比上升 0.87 个百分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2) **营业外收入：**主要来自核销的递延收益（非流动负债），递延收益的主要内容则源自军队、政府等部门对公司的系统产品或科研项目研发经费补助，而非一般企业的增值税退税（公司当前收入主体中的无线电台属于免税军品）。

营业外收入从 2010 年的 4588.6 万增加到 2011 年的 5707.3 万，其中含核销的递延收益 4198.1 万。但同期由研发项目军队、政府补助拨款形成的递延收益净增加 2585.7 万，达到 9925.3 万。营业外收入有望保持持续稳定增长。

表 3：海格通信 2011 年递延收益情况（单位：百万元）

项目	年初余额	本年增加	本年减少	期末余额
系统产品研制费	11.219	13.006	12.502	11.723
科技三项经费	62.178	56.333	30.980	87.531
合计	73.397	69.339	43.482	99.253

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

3)、财务分析：管理费用大幅增加、海格地产的投资收益减少、所得税率影响 2011 年净利润

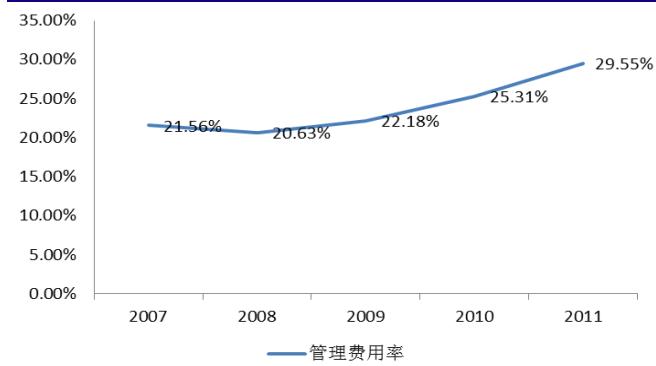
1) **管理费用连续三年大幅增加：**2009~2011 年营业收入维持在 9.5~10 亿元，但投入研发经费和人力成本增加较多。研发人员 2011 年增加了 31%，达到 700 人，包括研发经费和人力成本在内的管理费用从 2.44 亿增加到 2.95 亿，管理费用率增加到 29.55%；其中研发支出占比达到主营收入的 15.79%。按照 2011 年研发人员中值数计算的人均研发开支 26.3 万元，和中兴通讯相当，具有行业竞争力。

随着公司重点布局的北斗导航、卫星通信、数字集群及其他民用通信等新兴业务的逐步进入收获期，管理费用率及其中的研发支出占营业收入比有望进入下降通道。

表 4：海格通信 2009 ~ 2011 年研发支出情况（单位：百万元）

年度	研发支出	占营业收入的比（%）
2011	157.87	15.79%
2010	144.48	14.96%
2009	122.01	12.85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 1：海格通信管理费用率连续三年提升近 9 个百分点


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2) 投资收益减少：参股 30% 的“武汉广电海格房地产开发有限公司”投资收益减少，影响 EPS 0.035 元。由于售楼进度问题导致售楼收入减少，相应确认的投资收益从 2010 年的 4698.9 降低为 3540.8 万。

3) 所得税率：2011 年度国家规划布局内重点软件企业申报工作尚未开始，从谨慎性原则考虑，母公司 2011 年度企业所得税税率暂按 15% 计算，而 2010 年度被认定为国家规划布局内重点软件企业，所得税率减按 10% 征收。

——根据早前业绩快报估计，影响归属母公司股东净利润 810 余万元，影响 EPS 0.03 元。

4) 北斗导航与卫星通信业务渐入爆发期，成长周期来临

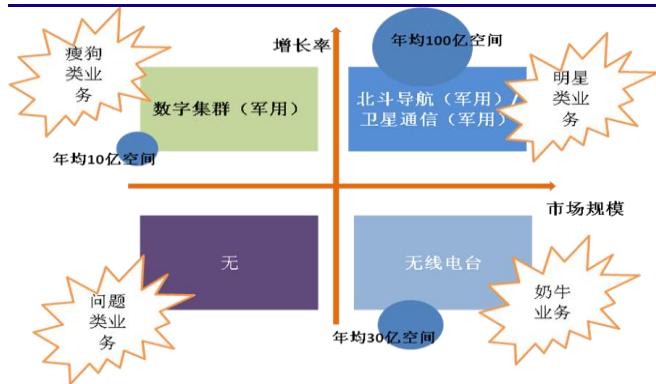
年报披露“2011 年公司作为全国应急通信指挥网技术总体和主要设备承研单位，初步完成了试验网建设”，预计 2012 年进入批量列装的商用阶段，将带动军用无线电台相关业务较快增长。

海格通信在北斗导航领域持续多年投入，初步形成“芯片→模块→天线→整机→ 系统”全产业链布局；随着北斗导航卫星 2012 年覆盖亚太地区，导航军品业务方面受益军队各兵种从小批量列装试验阶段进入批量列装时期，导航民品业务方面受益国家政策“明确涉及国家经济、公共安全的重要行业领域须逐步过渡到采用北斗卫星导航兼容其它卫星导航系统的服务体制”。

从美国等军事发达国家来看，卫星通讯作为军事通信的主流手段，国内市场未来具有巨大的增长潜力。“十二五”期间，随之受制于通信卫星数量制约的问题预计在 2012 年开始得到较快解决，我国军用卫星通信领域将迎来大发展，相关舰载、车载、单兵等多型号卫星通

信地面设备预计将形成 100 亿元以上市场规模，如考虑民用部分行业卫星通信市场，空间更大。海格通信经历 06 年以来的持续研发投入积累和 2012 年 1 月收购寰坤科技形成重要通用列装型号的补充，巩固了公司作为未来军用卫星通信终端核心提供商之一的地位。

图 2：海格通信四大军品业务发展定位



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

3. 投资建议

根据年报披露财务数据，对此前的盈利预测进行小幅修订（不超过 5%），预计 2012~2013 年收入分别为 13.14 亿、18.29 亿元，同比增速分别为 31.46%、39.24%；归属母公司股东净利润分别为 3.37 亿、4.54 亿，同比增速分别为 44.48%、34.76%。

预计 2012~2013 年 EPS 分别为 1.01、1.37 元，当前股价对应 2012~2013 年 EPS 的 PE 估值分别为 24、18 倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

- 1) 中小板系统性的估值风险。
- 2) 北斗导航、卫星通信军队列装进度如果低于预期，可能带来业绩不利影响。

附表 1：海格通信 (002465.SZ) 财务预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E							
												营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用	财务费用	资产减值损失
货币资金	320.1	3220.5	2886.0	3333.6	3806.5	营业收入	949.3	965.8	999.6	1314.1	1829.8							
应收票据	20.7	27.8	12.3	27.5	37.8	营业成本	475.8	486.6	501.3	658.2	932.4							
应收账款	228.2	286.4	377.2	400.5	596.9	营业税金及附加	2.0	3.7	3.2	4.0	6.1							
预付款项	8.1	12.9	32.1	24.0	40.6	销售费用	61.0	59.6	78.7	89.7	127.3							
其他应收款	12.0	10.4	14.0	16.4	22.7	管理费用	210.6	244.5	295.3	319.0	414.6							
存货	411.3	560.9	679.3	751.9	900.1	财务费用	10.2	-0.4	-57.9	-30.6	-35.3							
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.4	1.2	3.8	2.7	3.1							
长期股权投资	54.6	100.8	140.7	140.7	140.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
固定资产	433.0	411.0	482.8	408.7	402.5	投资收益	6.2	46.3	39.9	35.0	25.0							
在建工程	45.3	60.2	2.1	34.8	35.6	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	194.5	216.8	215.0	306.1	406.5							
无形资产	21.6	27.4	66.0	58.1	54.1	营业外收支净额	42.7	45.7	56.6	65.3	93.9							
长期待摊费用	2.3	1.8	1.3	1.0	0.7	税前利润	237.2	262.5	271.6	371.5	500.4							
资产总计	1566.4	4728.0	4793.7	5269.8	6110.1	减：所得税	20.1	19.6	35.1	29.8	40.0							
短期借款	196.0	24.8	44.0	44.0	44.0	净利润	217.2	242.9	236.5	341.7	460.5							
应付票据	2.2	15.6	1.6	8.9	15.5	归属于母公司的净利润	211.9	241.1	233.2	336.9	454.0							
应付账款	136.4	209.4	218.5	257.1	401.0	少数股东损益	0.0	0.0	2.8	0.1	0.1							
预收款项	99.4	80.8	56.7	107.4	135.5	基本每股收益	0.86	0.73	0.70	1.01	1.37							
应付职工薪酬	1.2	1.6	2.1	2.0	2.8	稀释每股收益	0.86	0.73	0.70	1.01	1.37							
应交税费	-1.3	8.6	23.4	12.0	25.9	财务指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E							
其他应付款	9.1	9.8	22.3	16.6	23.8	成长性												
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	3.90%	1.74%	3.50%	31.46%	39.24%							
长期借款	80.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-4.13%	-12.76%	-24.33%	80.11%	38.21%							
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-2.31%	11.83%	-2.61%	44.48%	34.76%							
负债合计	646.4	430.0	472.9	552.3	752.9	盈利能力												
股东权益合计	920.0	4298.1	4320.9	4717.5	5357.2	销售毛利率	49.88%	49.61%	49.85%	49.91%	49.05%							
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	销售净利率	22.88%	25.15%	23.66%	26.00%	25.16%							
净利润	217.2	242.9	236.5	336.9	454.0	ROE	25.24%	9.31%	5.49%	7.79%	10.18%							
折旧与摊销	32.3	31.2	32.2	32.9	32.3	ROIC	17.44%	5.83%	2.43%	5.05%	7.04%							
经营活动现金流	106.8	103.7	12.4	278.1	253.4	估值倍数												
投资活动现金流	-33.9	-32.5	-167.6	-30.0	-21.9	PE	28.0	33.1	34.2	23.7	17.6							
融资活动现金流	-52.7	2829.2	210.8	199.5	241.5	P/S	6.3	8.3	8.0	6.1	4.4							
现金净变动	20.2	2900.4	55.6	447.6	472.9	P/B	6.5	1.9	1.8	1.7	1.5							
期初现金余额	299.9	320.1	3220.5	2886.0	3333.6	股息收益率	1.67%	2.50%	2.50%	3.03%	4.55%							
期末现金余额	320.1	3220.5	2886.0	3333.6	3806.5	EV/EBITDA	54.3	62.2	82.2	45.6	33.0							

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A股：中兴通讯（000063.SZ）、海能达（002583.SZ）、海格通信（002465.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、烽火通信（600498.SH）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）、光迅科技（002281.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn