

## 军品业务增速和毛利率均超预期， 布局长远、新兴支柱业务初获成效

投资要点：

### 1. 事件

海格通信8月24日晚公布2012年中报，实现营业收入4.82亿元人民币，同比增长7.79%，营业利润0.91亿元，同比增长15.94%，实现归属于母公司股东的净利润1.00亿元，同比增长12.19%，基本每股收益0.30元。同时预告1~9月净利润增速为0%~20%。

#### 公司军品业务增速和毛利率提升超市场预期。

同时，2011年度国家规划布局内重点软件企业认定工作尚未开始，2011~2012年上半年母公司所得税税率暂按15%计。若所得税率按10%计算，报告期归属于上市公司股东的净利润同比增长则为15.03%；海格通信2002年~2010年连续9年被认定为国家规划布局内重点软件企业。

### 2. 我们的分析与判断

#### 1) 军品业务快速增长超预期，反映军品订单的较快增长在收入增速上开始体现

2012年上半年，军工通信产品收入增长3.61亿元，同比增32.31%，受短波接入网相关等系统集成类项目开始贡献收入拉动毛利率提升3.79个百分点至57.96%；北斗导航业务则增长53.24%，达到0.37亿，毛利率提升4.64个百分点至62.34%，主要受2011年广州公务车项目结束后续维保服务贡献近千万高毛利率服务收入带动。

军品业务增速从一季度开始进入30%以上的较快增长轨道，反映十二五年品订单的较快增长，在收入增速上开始体现。

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 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

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](mailto:wangjiawei@chinastock.com)

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

([zhujsong@chinastock.com.cn](mailto:zhujsong@chinastock.com.cn))

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2012.8.24

A股收盘价(元)	24.57
A股一年内最高价(元)*	32.40
A股一年内最低价(元)*	19.99
上证指数	2113.07
市净率	1.96
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)	20.88

注：\*价格未复权

#### 相关研究

- 《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
- 《海格通信(002465)年报点评：平淡中潜在亮点纷呈，新一轮成长周期来临》 2012.4.3
- 《海格通信(002465)2012年1季报点评：收入淡季、费用率高企，军品增速加快利润符合预期》 2012.4.22
- 《海格通信(002465.SZ)半年度业绩快报点评：基本符合预期，单季度同比增速继续稳步回升》 2012.7.24

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 2012 年订单总额预计近 23 亿元，为 2012~2013 年的较快军品业务增长提供了保障。

## 2) 布局长远、未来新兴业务初获成效

公司围绕构筑传统军用电信、北斗导航、数字集群、卫星通信领域四大核心业务，同时培育频谱管理、软件评测、雷达、天线、芯片等相关或上游业务领域，为长远发展做布局，员工数也自 2010 年以来持续增加，研发人员比例近 40%。

北斗导航在军用领域和民用高端领域不断取得新突破。

对于布局的数字集群和卫星通信业务，2012 年上半年，除军用数字集群外，海格通信不仅加大了公司数字集群在国内公共安全、林业、渔政等市场的应用，且在国际市场也取得突破。2012 年上半年，加快了寰坤科技的整合工作，并获得小批量订货。

## 3) 上半年员工数环比扩张 18.6%，短期费用率偏高、下半年有望逐季改善

上半年管理和销售费用合计 2.15 亿，同比增长 43.33%（2011 年上半年销售和管理费用合计 1.50 亿元），超过 7.79% 的营业收入增速，增加的 6500 万费用是压制上半年利润增速的主要原因。

短期“管理+销售”费用率为 44.62%；但上半年一、二单季度“管理+销售”费用率分别为 50.91%、39.78%，随着下半年进入项目交付和收入确认旺季，费用率有望改善，利润同比增速也有望加快。

表 2：新兴业务板块布局，员工数上半年环比增加 18.6%、同比增幅更大，致短期费用率偏高

	2010 年		2011 年		2012 年 H1	
专业构成	人数（人）	人数比例（%）	人数（人）	人数比例（%）	人数（人）	人数比例（%）
研发人员	534	35.39%	700	39.93%	812	39.06%
销售人员	130	8.61%	76	4.34%	190	9.14%
生产及生产支持人员	646	42.81%	703	40.10%	762	36.65%
管理及行政人员	199	13.19%	274	15.63%	315	15.15%
合计	1,509	100.00%	1753	100.00%	2079	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

尚处于投入期、整合期或业务淡季的（控股）子公司海华电子、海格神舟、陕通天线、海格机械、海格天立通、爱尔达、寰坤科技、广州海格航空、广州润芯，上半年合计产生亏损 1000 多万元；公司参股 30% 权益的武汉广电海格房地产上半年营业收入为 3.53 亿元，净利润为 8185 万元，对应投资收益为 2455 万。

## 3. 投资建议

基于公司军工通信业务已基本完成全面布局，逐步形成“军事信息化体系解决方案”的服务能力，目前估值水平对应的长期投资价值凸现，维持此前盈利预测和“推荐”的投资评级。

维持此前盈利预测，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%，对应2012~2013年EPS分别为1.01、1.37元，当前股价对应2012~2013年EPS分别为24倍、18倍。

#### 4. 风险提示

- 1) 行业布局所并购企业的整合进度业绩的影响。

**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	949.3	965.8	999.6	1314.1
货币资金	320.1	3220.5	2886.0	3333.6	3806.5	营业成本	475.8	486.6	501.3	658.2	932.4
应收票据	20.7	27.8	12.3	27.5	37.8	营业税金及附加	2.0	3.7	3.2	4.0	6.1
应收账款	228.2	286.4	377.2	400.5	596.9	销售费用	61.0	59.6	78.7	89.7	127.3
预付款项	8.1	12.9	32.1	24.0	40.6	管理费用	210.6	244.5	295.3	319.0	414.6
其他应收款	12.0	10.4	14.0	16.4	22.7	财务费用	10.2	-0.4	-57.9	-30.6	-35.3
存货	411.3	560.9	679.3	751.9	900.1	资产减值损失	1.4	1.2	3.8	2.7	3.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	54.6	100.8	140.7	140.7	140.7	投资收益	6.2	46.3	39.9	35.0	25.0
固定资产	433.0	411.0	482.8	408.7	402.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	45.3	60.2	2.1	34.8	35.6	营业利润	194.5	216.8	215.0	306.1	406.5
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	42.7	45.7	56.6	65.3	93.9
无形资产	21.6	27.4	66.0	58.1	54.1	税前利润	237.2	262.5	271.6	371.5	500.4
长期待摊费用	2.3	1.8	1.3	1.0	0.7	减：所得税	20.1	19.6	35.1	29.8	40.0
资产总计	1566.4	4728.0	4793.7	5269.8	6110.1	净利润	217.2	242.9	236.5	341.7	460.5
短期借款	196.0	24.8	44.0	44.0	44.0	归属于母公司的净利润	211.9	241.1	233.2	336.9	454.0
应付票据	2.2	15.6	1.6	8.9	15.5	少数股东损益	0.0	0.0	2.8	0.1	0.1
应付账款	136.4	209.4	218.5	257.1	401.0	基本每股收益	0.86	0.73	0.70	1.01	1.37
预收款项	99.4	80.8	56.7	107.4	135.5	稀释每股收益	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	财务指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
应交税费	-1.3	8.6	23.4	12.0	25.9	成长性					
其他应付款	9.1	9.8	22.3	16.6	23.8	营收增长率	3.90%	1.74%	3.50%	31.46%	39.24%
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-4.13%	-12.76%	-24.33%	80.11%	38.21%
长期借款	80.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-2.31%	11.83%	-2.61%	44.48%	34.76%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	盈利性					
负债合计	646.4	430.0	472.9	552.3	752.9	销售毛利率	49.88%	49.61%	49.85%	49.91%	49.05%
股东权益合计	920.0	4298.1	4320.9	4717.5	5357.2	销售净利率	22.88%	25.15%	23.66%	26.00%	25.16%
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROE	25.24%	9.31%	5.49%	7.79%	10.18%
净利润	217.2	242.9	236.5	336.9	454.0	ROIC	17.44%	5.83%	2.43%	5.05%	7.04%
折旧与摊销	32.3	31.2	32.2	32.9	32.3	估值倍数					
经营活动现金流	106.8	103.7	12.4	278.1	253.4	PE	28.7	33.9	35.0	24.2	18.0
投资活动现金流	-33.9	-32.5	-167.6	-30.0	-21.9	P/S	6.4	8.5	8.2	6.2	4.5
融资活动现金流	-52.7	2829.2	210.8	199.5	241.5	P/B	6.6	1.9	1.9	1.7	1.5
现金净变动	20.2	2900.4	55.6	447.6	472.9	股息收益率	1.63%	2.44%	2.44%	2.96%	4.45%
期初现金余额	299.9	320.1	3220.5	2886.0	3333.6	EV/EBITDA	54.3	62.2	82.2	45.6	33.0
期末现金余额	320.1	3220.5	2886.0	3333.6	3806.5						

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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）、星网锐捷（002396.SZ）、海格通信（002465.SZ）、海能达（002583.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）、国脉科技（002093.SZ）、烽火通信（600498.SH）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）、光讯科技（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）、硕贝德（300322.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](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区: 詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)