

业绩符合预期，费用控制空间大 新晋总长任命暗预国防信息化提速

投资要点：

1. 事件

海格通信 8 月 26 日晚公布 2012 年三季度报，前三季度实现营业收入 7.60 亿元人民币，同比增长 15.41%，实现归属于母公司股东的净利润 1.00 亿元，同比增长 14.03%，基本每股收益 0.42 元，符合预期。

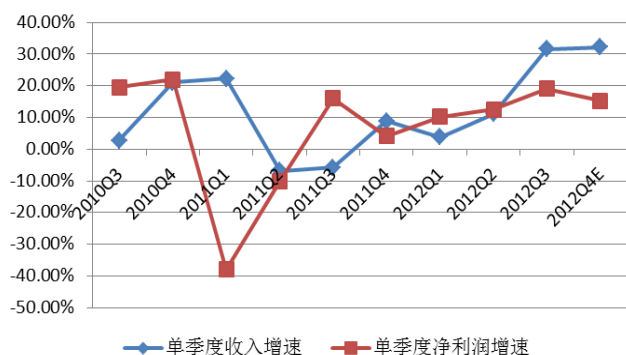
同时预告 1~12 月净利润增速为 0%~15%（2012 年度国家规划布局内重点软件企业认定仍在进行，谨慎原则按 15% 所得税率计）。

2. 我们的分析与判断

1) 单季度收入增速首超 30%，未来期间费用若得到合理控制，业绩弹性大

三季度单季度收入 2.78 亿元，同比增 31.53%，归属上市公司股东净利润增 19.05%。单季度收入增速首次超过 30%，未来费用如果得到合理控制，业绩弹性大。

图 1：海格通信单季度收入、净利润增速（2010Q3~2012Q4E）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1：海格通信 3 季度单季度收入占比及增速（2009Q3~2012Q3）

	2009Q3	2010Q3	2011Q3	2012Q3
单季度营收增速		2.67%	-5.80%	31.52%
营业收入单季度占比	23.04%	23.25%	21.16%	22.98%

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

王家伟

☎：(8610) 6656 8272

✉：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 2012.10.26

A 股收盘价 (元)	26.30
A 股一年内最高价 (元) *	28.06
A 股一年内最低价 (元) *	19.99
上证指数	2066.21
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)	22.35

注：*价格未复权

相关研究

- 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》2012.02.01
- 2、《海格通信（002465）年报点评》2012.04.03
- 3、《海格通信（002465）2012 年 1 季报点评》2012.04.22
- 4、《海格通信（002465.SZ）中报点评：军品业务增速和毛利率均超预期，布局长远、新兴支柱业务初显成效》2012.08.24
- 5、《海格通信（002465.SZ）重大合同公告点评：上亿元军用电台出口超预期，海外市场有望成为新的增长极》2012.09.10

2) 前三季度综合毛利率提升，长期产业布局致期间费用率攀升

公司前三季度累计综合毛利率 52.84%，高于 2008~2011 年此前四年的毛利率水平，但管理费用率、销售费用率却高于此前四年水平，是影响当期净利润增速的关键原因。

管理费用率、销售费用率近三年的持续大幅攀升，和公司瞄准“国防信息化体系解决方案提供商”这一目标进行布局带来的人员扩张和渠道布局密切相关。

表 2: 毛利率全年较此前四年均有提升，但期间费用率(除去财务费用)创新高

	2008	2009	2010	2011	2012Q1~Q3
综合毛利率	51.00%	49.88%	49.61%	49.85%	52.84%
管理费用率	20.63%	22.18%	25.31%	29.55%	33.87%
销售费用率	6.65%	6.43%	6.18%	7.88%	9.78%
财务费用率	0.82%	1.07%	-0.04%	-5.79%	-4.06%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

3) 新晋四总长，两位出身信息化专家，国防信息化进程有望加快

中国国防部 10 月 25 日公布解放军总参、总政、总后、总装最新任命；根据外媒报道，其中，原北京军区司令房峰辉上将任总参谋长，房峰辉上将是电子发烧友，对指挥控制理论很有研究，原沈阳军区司令员张又侠上将任总装备部部长，张又侠上将不仅七大军区中唯一有实战经验的将领，更是公认的解放军信息化专家。

作为和国防装备方向最紧密的总装、总参（作战部门）均由精通信息化方面的将领出任，军队转型的“信息化”方向凸现，未来国防信息化装备更新换代可望加快。

3. 投资建议

此前我们关于海格研究报告的 2012~2014 年盈利预测均基于 2012/2/1 的深度报告，其中包含二个假设：1) 重点规划软件企业所得税落实，名义所得税税率享受 10% 优惠；2) 行业并购整合的收入贡献预期。目前财政部有关重点规划软件企业的认定及所得税退税工作落实可能延迟到 2012 年底、2013 年初，具有不确定性。

基于三季报和 2012 年 15%、2013 年 10% 的名义所得税率，不考虑行业并购整合的业务贡献，修订 2012~2014 年的盈利预测。预计 2012~2014 年的收入分别为 12.11 亿（+21.11%）、16.45 亿（+35.91%）、21.61 亿（+31.34%），归属母公司股东的净利润分别为 2.65 亿（+13.58%）、3.86 亿（+45.62%）、5.28 亿（+36.76%），每股 EPS 分别为 0.80、1.16、1.59 元，当前股价对应的 PE 分别为 33、23、17 倍。

基于公司军工通信业务已基本完成全面布局，逐步形成“国防信息化体系解决方案提供商”的能力，目前估值水平仍具有较好的长期投资价值，维持“推荐”评级。

4. 催化剂

1) 关注年底前北斗招标及重点布局领域行业整合进程。

附表 1: 海格通信 (002465.SZ) 财务预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金	3220.5	2886.0	3353.6	3754.3	4318.5	营业收入	965.8	999.6	1210.6	1645.3	2160.9
应收票据	27.8	12.3	25.4	34.0	38.8	营业成本	486.6	501.3	573.4	770.0	1019.6
应收账款	286.4	377.2	368.9	536.7	726.2	营业税金及附加	3.7	3.2	3.7	5.5	6.9
预付款项	12.9	32.1	20.8	33.3	50.1	销售费用	59.6	78.7	85.1	122.6	156.4
其他应收款	10.4	14.0	15.1	20.4	28.0	管理费用	244.5	295.3	363.2	460.7	583.4
存货	560.9	679.3	650.0	737.7	889.4	财务费用	-0.4	-57.9	-30.8	-34.8	-40.4
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.2	3.8	2.7	2.7	3.5
长期股权投资	100.8	140.7	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	411.0	482.8	408.7	402.5	388.0	投资收益	46.3	39.9	35.0	25.0	40.0
在建工程	60.2	2.1	34.8	35.6	33.2	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	216.8	215.0	248.4	343.6	471.5
无形资产	27.4	66.0	58.1	54.1	50.2	营业外收支净额	45.7	56.6	60.2	84.4	113.8
长期待摊费用	1.8	1.3	1.0	0.7	0.5	税前利润	262.5	271.6	308.5	428.0	585.3
资产总计	4728.0	4793.7	5149.6	5821.9	6735.0	减: 所得税	19.6	35.1	39.9	36.8	50.4
短期借款	24.8	44.0	44.0	44.0	44.0	净利润	242.9	236.5	268.6	391.2	535.0
应付票据	15.6	1.6	7.7	12.7	11.4	归属于母公司的净利润	241.1	233.2	264.9	385.7	527.5
应付账款	209.4	218.5	222.2	328.7	435.6	少数股东损益	1.7	3.3	3.8	5.5	7.5
预收款项	80.8	56.7	98.9	121.9	153.1	基本每股收益	0.73	0.70	0.80	1.16	1.59
应付职工薪酬	1.6	2.1	2.2	3.0	3.9	稀释每股收益	0.73	0.70	0.80	1.16	1.59
应交税费	8.6	23.4	11.1	23.3	33.5						
其他应付款	9.8	22.3	14.4	19.5	27.3	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	1.74%	3.50%	21.11%	35.91%	31.34%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-12.76%	-24.33%	42.28%	46.16%	33.60%
负债合计	430.0	472.9	504.8	657.4	813.1	净利润增长率	11.83%	-2.61%	13.58%	45.62%	36.76%
股东权益合计	4298.1	4320.9	4644.8	5164.5	5921.9	盈利性					
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	销售毛利率	49.61%	49.85%	52.63%	53.20%	52.82%
净利润	242.9	236.5	264.9	385.7	527.5	销售净利率	25.15%	23.66%	22.19%	23.78%	24.76%
折旧与摊销	31.2	32.2	32.9	32.3	31.3	ROE	9.31%	5.49%	6.14%	8.72%	11.55%
经营活动现金流	103.7	12.4	298.1	232.7	268.5	ROIC	5.83%	2.43%	3.65%	5.78%	7.72%
投资活动现金流	-32.5	-167.6	-30.0	-21.9	-12.8	估值倍数					
融资活动现金流	2829.2	210.8	199.5	189.8	308.5	PE	36.3	37.5	33.0	22.7	16.6
现金净变动	2900.4	55.6	467.6	400.7	564.2	P/S	9.1	8.7	7.2	5.3	4.0
期初现金余额	320.1	3220.5	2886.0	3353.6	3754.3	P/B	2.0	2.0	1.9	1.7	1.5
期末现金余额	3220.5	2886.0	3353.6	3754.3	4318.5	股息收益率	2.28%	2.28%	2.17%	3.53%	4.77%
						EV/EBITDA	47.0	62.1	43.6	29.8	22.3

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）、中国联通（600050.SH）、星网锐捷（002396.SZ）、海格通信（002465.SZ）、海能达（002583.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、硕贝德（300322.SZ）、烽火通信（600498.SH）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、邦讯技术（300312.SZ）、东土科技（300353.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.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。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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn