

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

公司布局成型，长远发展可期

——海格通信 (002465) 年报点评

证券研究报告-公司点评

买入 (上调)

发布日期: 2013年3月28日

报告关键要素:

公司充分受益国防信息化和北斗产业化发展，在2012年实现了业务的突破。随着产业布局逐步成型，公司在军事无线通信里多年的技术与客户积累将给新业务的扩展带来协同效应，长远发展值得期待。预测13-14年公司EPS为1.13元和1.40元，按3月27日收盘价32.51元计算，对应PE为28.74倍和23.24倍。上调公司投资评级至“买入”。

事件:

- 公司公布了2012年年报、分配预案和两家合资公司成立事宜。2012年公司实现销售收入12.11亿元，同比增长21.16%，实现营业利润2.28亿元，同比增长6.17%，实现净利润2.63亿元，同比增长15.54%，每股收益为0.79元。每10股派息3元。同时公司将投入1785万元合资成立广州海格嘉航（持股61%），投入1220万元成立长沙海格北斗（持股51%）。

点评:

- 北斗业务拓展顺利，公司进入业务布局的收获期。2012年公司实现销售收入12.11亿元，同比增长21.16%。公司多年来保持平稳的销售收入，在2012年取得了较为明显增长。传统通信业务受到国防信息化推动，而公司在北斗领域的布局也进入了收获期。

分产品来看，通信产品（占比70%）收入8.48亿元，增速22.85%，受益于国防信息化的发展。北斗导航业务（占比12%）收入1.41亿元，增速247.02%，在2012年北斗系统进入试运营并在年底进入正式运营，公司抓住了北斗大发展的良好机遇，积极进行产业布局，在军事和行业应用领域的优势明显。公司数字集群业务（占比1%）收入0.15亿元，增速为-83.25%。由于广州亚运会项目订单基本结束，公司在2012年更多专注于军品数字集群产品的研发，预计在2013年将有订货。

图 1: 公司 2007-2012 年销售收入及其增速

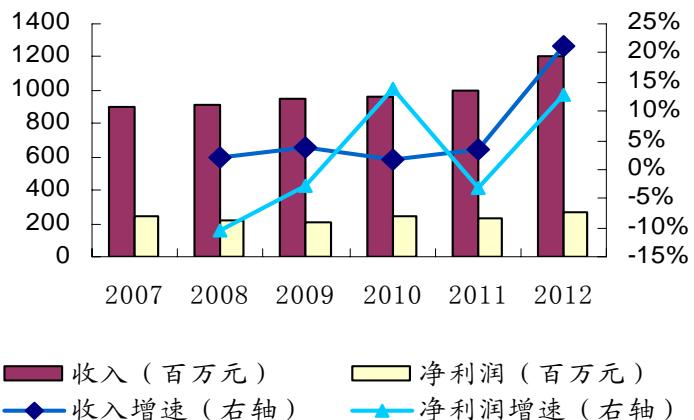
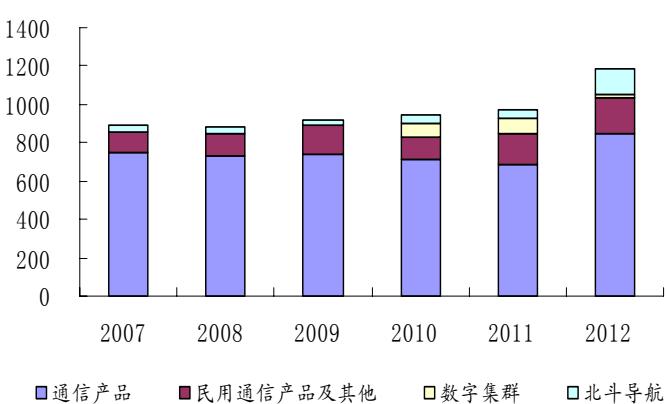


图 2: 2007-2012 年公司分项业务收入及增长情况



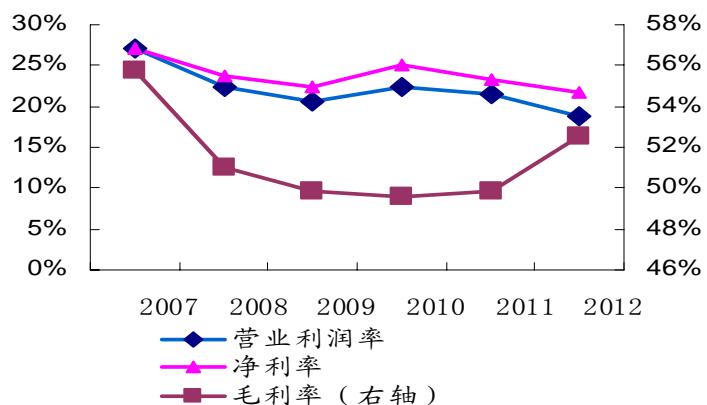
资料来源: 中原证券研究所、公司公告

资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- **产品结构的调整带来毛利率的提升。**2012年公司毛利率52.5%，较上年同期增长了2.6个百分点。公司产品包括军品和民品，军品保持55%左右的高毛利，而民品的毛利率在30%左右波动。2012年低毛利的数字集群民品业务大幅萎缩，公司从民品业务转战军品后数字集群业务毛利率56.2%，提高了26.77个百分点，因而带来公司毛利率较为明显的提升。公司2011年签订的广州公务车订单在2012年确定收入，民品的计入使得北斗业务的毛利率略有下滑。

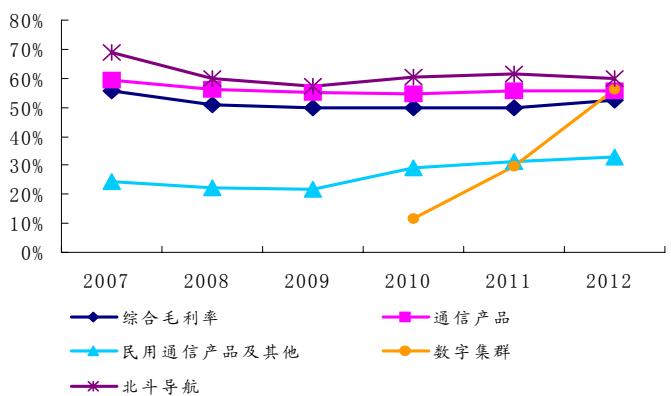
公司费用率的上涨带来了营业利润率和净利率的下滑。同时，公司被评为2011-2012年国家规划布局重点软件企业，获得10%的所得税税率优惠，使得净利润增速高于营业利润增速。

图 3: 公司 2007-2012 年盈利能力



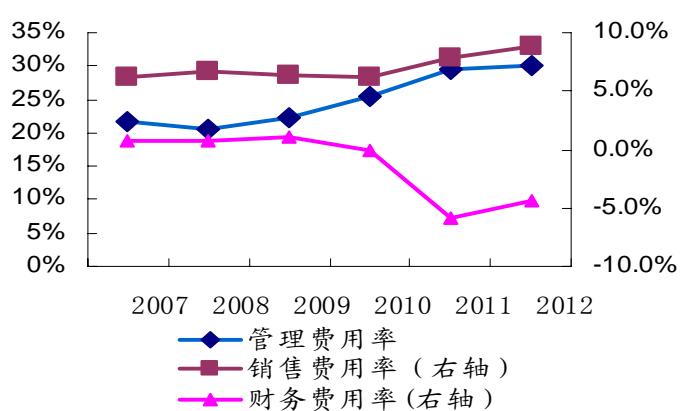
资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 4: 公司分产品毛利率



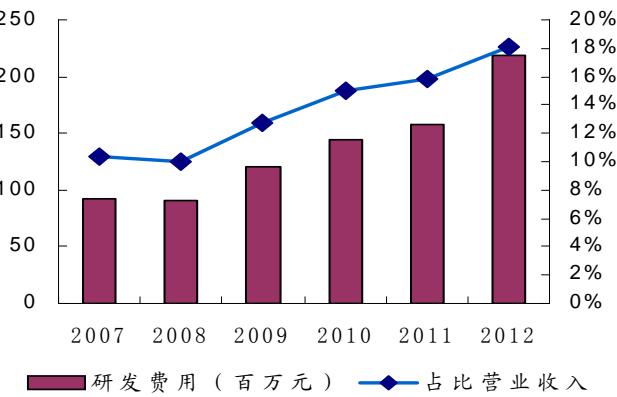
资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 5: 公司 2007-2012 年费用情况



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 6: 公司研发费用及其占收入比重的变化情况



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **研发费用提升，利好公司长期发展。**2012年公司销售费用率、管理费用率分别为8.92%和30.02%，较上年同期增长了1.04个和0.07个百分点。2011年以来公司通过兼并收购开展了大量的新业务，在加强新市场拓展的同时销售费用增长较快。研发费用的增长是管理费用增长的主要原因，2012年公司研发费用占收入比重为18.1%，较上年增长2.3个百分点。考虑到公司业务以军品为主，军品业务提前3-5年进入产品的预研期，公司进行新产品的研发，后续订单也相应锁定，因此我们认为

为研发费用增速可以作为公司军品收入增速的领先指标，公司研发费用的增长显示业务向好迹象。

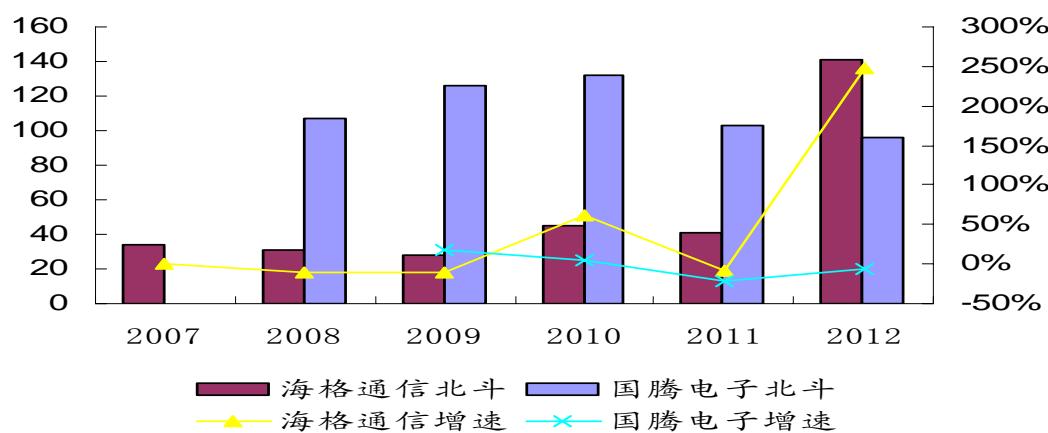
- **海格嘉航、海格北斗的成立使得公司北斗业务布局进一步完善。**海格嘉航主要从事惯性导航和组合导航产品的设计制造，这一业务将成为北斗配套产品的重要组成部分。考虑到未来惯性导航和卫星导航的整合是一个趋势，公司紧跟华力创通和国腾电子等北斗系上市公司在这个领域进行了布局。

海格北斗主要从事北斗基带芯片、OEM模块、测试系统等产品北斗的核心产品的研发制造。海格北斗落户长沙，将能更好地利用公司前期与国防科技大合作的资源优势。

结合前期收购的润芯（北斗射频芯片）、南方海岸（北斗信息服务），公司目前进一步完善了在北斗领域的布局。

- **2012年北斗业务的增长彰显出公司的竞争实力。**2012年公司在北斗业务上收入14146万元，增速高达247.02%，而有北斗军事领域先发优势的国腾电子收入仅有9642万元，增速-6.06%。公司彰显出的后发优势从一个侧面反映出了公司突出的技术实力和军方关系背景。随着北斗产业的爆发性增长，公司将在北斗军事和行业应用领域成为一个实力强劲的竞争者。

图7：海格通信与国腾电子北斗业务对比



资料来源：公司公告、中原证券

- **公司战略布局已经成型，长远发展可期。**在国防信息化建设和国家大力发展北斗产业的良好契机下，公司通过一系列的收购兼并活动，基本形成了一个良好的产业布局。公司在无线通信业务市场上不断深耕，将业务扩展到了配套产品、数字集群、导航通信、频谱管理等新领域。与此同时，公司全面布局了北斗导航业务领域，进军模拟仿真领域，创造了新的业务增长点。此外，公司利用其在军品业务上的优势，大力开展民品业务，取得了显著的成效。公司在军事无线通信领域里多年的技术与客户关系积累将给新业务的扩展带来协同效应，未来业绩持续增长值得期待。

表1：公司上市后的资本运作及业务扩展情况

公司	股权	业务	上市后投入 (亿元)		事件
			募集资金	自有资金	
海格神舟	100%	电子对抗（军）	1		2011年12月增资
海华电子	100%	船舶电子，民用导航+集群	0.45+6		2011年7月增加49%股权，12月增资6亿

海格机械	80.59%	专用配套	0.06		2011年7月8月增加30.493%股权
润芯	35%	北斗射频芯片		0.06	2011年7月增资
爱尔达电子	51%	雷达(军)		0.51	2011年9月收购
海通天线	90%	天线		0.29	2011年5月收购
天立通	51%	数字集群		0.32	2011年8月增资扩股
寰坤科技	65%	导航通信	0.91		2012年1月收购并增资扩股
资产管理公司	100%	资产管理		2	2012年11月出资成立
南方海岸	55%	口岸服务	0.3905		2012年12月收购
嵘兴实业、嵘兴通信、嵘兴无线电	60%	频谱监测与管理		1.88	2013年1月收购
摩诘创新科技	90%	模拟仿真		4.662	2013年1月收购
海格北斗	51%	北斗基带芯片		0.1785	2013年3月成立
海格嘉航	61%	惯导产品		0.1220	2013年3月成立

资料来源：中原证券研究所、公司公告

- 盈利预测与投资建议：**预测13-14年公司EPS为1.13元和1.40元，按3月27日收盘价32.51元计算，对应PE为28.74倍和23.24倍。考虑到北斗产业化将给行业带来的爆发性增长，上调公司投资评级至“买入”。
- 风险提示：**北斗二号采购进度低于预期，13年9月大非解禁。

盈利预测

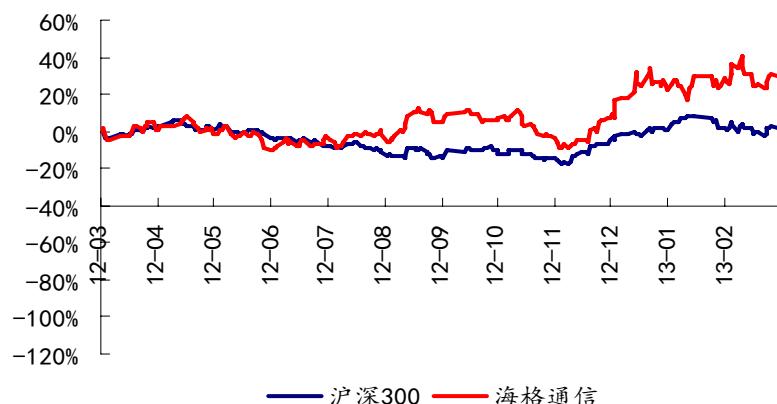
	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(亿元)	10.00	12.11	21.10	27.36
增长比率(%)	3.50%	21.16%	74.23%	29.67%
净利润(亿元)	2.33	2.63	3.76	4.65
增长比率(%)	-3.29%	12.88%	42.87%	23.69%
每股收益(元)	0.70	0.79	1.13	1.40
市盈率(倍)	46.35	41.06	28.74	23.24

市场数据(2013年3月27日)

基础数据(2012年12月31日)

收盘价 (元)	32.51	每股净资产 (元)	13.05
一年内最高/最低 (元)	34.76/21.73	每股经营现金流 (元)	0.34
沪深300指数	2583.53	毛利率 (%)	52.50
市净率 (倍)	2.49	净资产收益率 (%)	6.11
流通市值 (亿元)	27.63	资产负债率 (%)	8.53
		总股本/流通股 (万股)	33251/8500
		B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有,未经公司书面授权,任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。