

# 海格通信 (002465.SZ) 其他通信设备行业

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

邢开允

联系人  
(8621)61038223  
xingky@gjzq.com.cn

## 软件退税如期下发 看好下半年多点启动

### 事件

7 月 1 日, 海格通信公告收到国家规划布局内重点软件企业所得税退税 2011 年的退税款 875.31 万元, 将全部计入当期损益。

### 评论

**退税属预期内, 增强当期业绩增长的确定性:** 公司自 2002 年起连续 11 年被认定为国家规划布局内重点软件企业, 此次收到 2011 年退税款, 加上公司主营业务的稳健增长, 我们认为将大大增强公司当期业绩增长的确定性。

**公司近期利好频传, 业务扩张有所进展:** 公司 5 月先后公告中标某保密单位应急通信网项目及卫星通信专项补贴。其中, 某保密单位应急通信网将原有军工业务拓展到非军队执法力量市场中, 拓展了新的业务增长点; 而卫星通信专项补贴则有助于公司产品研发进展, 同时对当期业绩有提升作用;

**看好做加法的军工龙头:** 1、公司上市以来持续进行收购和投资, 先后拓展了北斗芯片、卫星通信、数字集群、电子对抗、频谱监测、军用模拟器、惯性导航等大量新兴领域。随着“十二五”进入第三年也即见成效的一年, 公司在新产品领域的诸项布局有望陆续进入定型、发货阶段, 外延式扩张到的结果将呈现出逐年上升的势头。我们预计今年下半年公司的北斗、卫星通信等业务将逐步释放业绩, 给全年业绩带来支撑; 2、中国军力崛起加强信息化的体系建设, 因此将不断开辟诸多新兴领域, 从而给体制更加灵活的军工企业带来机遇。同时军工不存在产能过剩的问题, 需求可预见性强、毛利率稳定、高壁垒保证了公司稳定的投资价值。

### 投资建议

- 我们略微调整公司 2013 年到 2015 年的盈利预测: 预计公司将分别实现净利润 3.75 亿、5.08 亿和 6.47 亿, 同比增长 36.68%、35.41%和 27.33%, 对应 EPS 分别为 1.129 元、1.529 元和 1.947 元;
- 给予公司目标价 39.87 元, 对应 2013 年 EPS 35 倍估值, 维持公司“买入”评级;

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 软件退税如期下发 看好下半年多点启动

### 事件

- 7月1日，海格通信公告收到国家规划布局内重点软件企业所得税退税 2011 年的退税款 875.31 万元，将全部计入当期损益。

### 评论

- 退税属预期内，增强当期业绩增长的确定性：**公司自 2002 年起连续 11 年被认定为国家规划布局内重点软件企业，此次收到 2011 年退税款，加上公司主营业务的稳健增长，我们认为将大大增强公司当期业绩增长的确定性。
- 公司近期利好频传，业务扩张有所进展：**公司 5 月先后公告中标某保密单位应急通信网项目及卫星通信专项补贴。其中，某保密单位应急通信网将原有军工业务拓展到非军队执法力量市场中，拓展了新的业务增长点；而卫星通信专项补贴则有助于公司产品研发进展，同时对当期业绩有提升作用；
- 看好做加法的军工龙头：**1、公司上市以来持续进行收购和投资，先后拓展了北斗芯片、卫星通信、数字集群、电子对抗、频谱监测、军用模拟器、惯性导航等大量新兴领域。随着“十二五”进入第三年也即见成效的一年，公司在新产品领域的诸项布局有望陆续进入定型、发货阶段，外延式扩张到的结果将呈现出逐年上升的势头。我们预计今年下半年公司的北斗、卫星通信等业务将逐步释放业绩，给全年业绩带来支撑；2、中国军力崛起加强信息化的体系建设，因此将不断开辟诸多新兴领域，从而给体制更加灵活的军工企业带来机遇。同时军工不存在产能过剩的问题，需求可预见性强、毛利率稳定、高壁垒保证了公司稳定的投资价值。

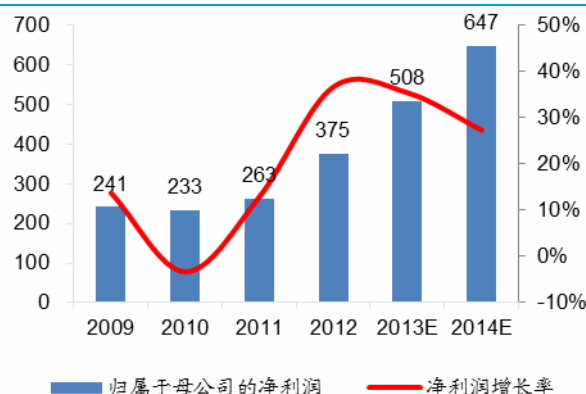
## 业绩预测和投资建议

- 我们略微调整公司 2013 年到 2015 年的盈利预测：预计公司将分别实现净利润 3.75 亿、5.08 亿和 6.47 亿，同比增长 36.68%、35.41%和 27.33%，对应 EPS 分别为 1.129 元、1.529 元和 1.947 元；
- 给予公司目标价 39.87 元，对应 2013 年 EPS 35 倍估值，维持公司“买入”评级；

图表1：海格通信收入及预测（单位：百万元）



图表2：海格通信净利润及预测（单位：百万元）



来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**图表3：海格通信收入模型（单位：百万元）**

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>通信产品</b>								
销售收入（百万元）	727.35	740.91	711.18	689.98	847.63	1,079.56	1,395.13	1,824.53
增长率（YOY）	#DIV/0!	1.86%	-4.01%	-2.98%	22.85%	27.36%	29.23%	30.78%
毛利率	56.30%	55.09%	54.77%	55.46%	55.62%	54.45%	53.91%	53.37%
销售成本（百万元）	317.82	332.71	321.66	307.30	376.18	491.74	643.08	850.85
增长率（YOY）	#DIV/0!	4.68%	-3.32%	-4.46%	22.41%	30.72%	30.78%	32.31%
毛利（百万元）	409.53	408.20	389.51	382.67	471.45	587.82	752.05	973.69
增长率（YOY）	#DIV/0!	-0.32%	-4.58%	-1.76%	23.20%	24.68%	27.94%	29.47%
占总销售额比重	80.09%	79.19%	75.45%	71.01%	71.27%	61.65%	61.03%	61.94%
占主营业务利润比重	88.88%	87.56%	85.22%	79.44%	75.41%	64.38%	63.52%	64.43%
<b>导航</b>								
销售收入（百万元）	30.67	27.70	44.93	40.76	141.46	242.56	344.12	436.50
增长率（YOY）	#DIV/0!	-9.67%	62.19%	-9.28%	247.02%	71.47%	41.87%	26.85%
毛利率	60.02%	57.32%	60.64%	61.34%	59.98%	59.50%	59.00%	58.50%
销售成本（百万元）	12.26	11.82	17.69	15.76	56.61	98.24	141.09	181.15
增长率（YOY）	#DIV/0!	-3.59%	49.60%	-10.91%	259.24%	73.53%	43.62%	28.39%
毛利（百万元）	18.41	15.88	27.25	25.00	84.85	144.33	203.03	255.35
增长率（YOY）	#DIV/0!	-13.72%	71.56%	-8.22%	239.32%	70.10%	40.67%	25.77%
占总销售额比重	3.38%	2.96%	4.77%	4.20%	11.89%	13.85%	15.05%	14.82%
占主营业务利润比重	3.99%	3.41%	5.96%	5.19%	13.57%	15.81%	17.15%	16.90%
<b>数字集群</b>								
销售收入（百万元）	0.00	0.00	69.15	86.93	14.56	17.47	22.71	29.53
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	25.72%	-83.25%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	0.00%	0.00%	11.59%	29.43%	56.20%	55.50%	55.00%	54.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	61.13	61.35	6.38	7.78	10.22	13.58
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.35%	-89.61%	21.92%	31.46%	32.89%
毛利（百万元）	0.00	0.00	8.01	25.58	8.18	9.70	12.49	15.94
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	219.26%	-68.02%	18.51%	28.83%	27.64%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	7.34%	8.95%	1.22%	1.00%	0.99%	1.00%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.75%	5.31%	1.31%	1.06%	1.06%	1.06%
<b>民用产品及其他</b>								
销售收入（百万元）	150.14	167.00	117.33	153.95	185.60	311.47	394.02	495.04
增长率（YOY）	#DIV/0!	11.23%	-29.74%	31.21%	20.56%	67.82%	26.50%	25.64%
毛利率	21.85%	25.20%	27.52%	31.48%	32.69%	32.50%	32.00%	31.50%
销售成本（百万元）	117.33	124.91	85.05	105.49	124.93	210.24	267.94	339.10
增长率（YOY）	#DIV/0!	6.46%	-31.91%	24.04%	18.42%	68.29%	27.44%	26.56%
毛利（百万元）	32.81	42.09	32.29	48.46	60.67	101.23	126.09	155.94
增长率（YOY）	#DIV/0!	28.27%	-23.29%	50.10%	25.20%	66.84%	24.56%	23.67%
占总销售额比重	16.53%	17.85%	12.45%	15.84%	15.61%	17.79%	17.24%	16.81%
占主营业务利润比重	7.12%	9.03%	7.06%	10.06%	9.71%	11.09%	10.65%	10.32%
<b>模拟器</b>								
销售收入（百万元）						100.00	130.00	160.00
增长率（YOY）							30.00%	23.08%
毛利率						70.00%	69.50%	69.00%
销售成本（百万元）						30.00	39.65	49.60
增长率（YOY）							32.17%	65.33%
毛利（百万元）						70.00	90.35	110.40
增长率（YOY）							29.07%	57.71%
占总销售额比重						5.71%	5.69%	5.43%
占主营业务利润比重						7.67%	7.63%	7.30%
销售总收入（百万元）	908.17	935.61	942.59	971.63	1189.25	1751.07	2285.98	2945.60
销售总成本（百万元）	447.42	469.44	485.53	489.90	564.10	838.00	1101.97	1434.27
毛利（百万元）	460.75	466.17	457.06	481.72	625.15	913.07	1184.01	1511.32
平均毛利率	50.73%	49.83%	48.49%	49.58%	52.57%	52.14%	51.79%	51.31%

来源：国金证券研究所

图表4: 海格通信报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	966	1,000	1,189	1,751	2,286	2,946
增长率	1.7%	3.5%	19.0%	47.2%	30.5%	28.9%
主营业务成本	-487	-501	-564	-838	-1,102	-1,434
%销售收入	50.4%	50.1%	47.4%	47.9%	48.2%	48.7%
毛利	479	498	625	913	1,184	1,511
%销售收入	49.6%	49.9%	52.6%	52.1%	51.8%	51.3%
营业税金及附加	-4	-3	-4	-5	-7	-9
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-60	-79	-108	-140	-181	-231
%销售收入	6.2%	7.9%	9.1%	8.0%	7.9%	7.8%
管理费用	-244	-295	-364	-482	-616	-778
%销售收入	25.3%	29.5%	30.6%	27.5%	27.0%	26.4%
息税前利润 (EBIT)	171	121	150	286	380	494
%销售收入	17.7%	12.1%	12.6%	16.3%	16.6%	16.8%
财务费用	0	58	55	74	68	66
%销售收入	0.0%	-5.8%	-4.6%	-4.2%	-3.0%	-2.3%
资产减值损失	-1	-4	-4	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	40	23	12	52	67
%税前利润	17.6%	14.7%	8.2%	2.6%	8.8%	9.0%
营业利润	217	215	225	370	498	625
营业利润率	22.5%	21.5%	18.9%	21.1%	21.8%	21.2%
营业外收支	46	57	59	77	92	120
税前利润	262	272	284	447	590	745
利润率	27.2%	27.2%	23.9%	25.5%	25.8%	25.3%
所得税	-20	-35	-23	-45	-59	-75
所得税率	7.5%	12.9%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	243	237	261	402	531	671
少数股东损益	2	3	1	23	28	33
归属于母公司的净	241	233	259	379	503	637
净利率	25.0%	23.3%	21.8%	21.6%	22.0%	21.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	243	237	261	402	531	671
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	36	58	73	90	106
非经营收益	-36	-36	-83	-89	-144	-187
营运资金变动	-135	-236	164	-266	-225	-274
经营活动现金净流	104	0	399	120	252	316
资本开支	-32	-38	-644	-278	-258	-225
投资	0	-118	-13	0	0	0
其他	0	6	23	12	52	67
投资活动现金净流	-32	-151	-633	-266	-206	-158
股权募资	3,145	0	0	0	0	0
债权募资	-252	21	-143	-2	0	1
其他	-64	-205	-1	-77	-88	-101
筹资活动现金净流	2,829	-184	-145	-79	-88	-100
现金净流量	2,900	-334	-379	-225	-42	58

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金	3,221	2,886	2,507	2,282	2,240	2,298
应收款项	325	403	432	634	826	1,070
存货	561	679	618	872	1,090	1,348
其他流动资产	13	63	13	17	20	25
流动资产	4,119	4,031	3,570	3,806	4,175	4,740
%总资产	87.1%	84.1%	71.5%	69.1%	68.0%	68.2%
长期投资	101	141	154	154	154	154
固定资产	471	485	893	1,178	1,442	1,684
%总资产	10.0%	10.1%	17.9%	21.4%	23.5%	24.2%
无形资产	29	133	371	370	369	369
非流动资产	609	762	1,420	1,704	1,967	2,208
%总资产	12.9%	15.9%	28.5%	30.9%	32.0%	31.8%
资产总计	4,728	4,794	4,991	5,510	6,142	6,948
短期借款	25	44	0	0	0	0
应付款项	316	299	394	583	765	992
其他流动负债	16	25	91	110	130	153
流动负债	357	369	486	693	895	1,145
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	73	104	0	0	0	0
负债	430	473	486	693	896	1,148
普通股股东权益	4,250	4,275	4,458	4,749	5,151	5,672
少数股东权益	49	46	47	70	98	132
负债股东权益合计	4,728	4,794	4,991	5,512	6,145	6,952

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.725	0.701	0.780	1.139	1.513	1.916
每股净资产	12.780	12.858	13.408	14.283	15.491	17.058
每股经营现金净流	0.312	0.000	1.200	0.361	0.758	0.950
每股股利	0.600	0.600	0.230	0.265	0.304	0.350
回报率						
净资产收益率	5.67%	5.45%	5.82%	7.98%	9.76%	11.23%
总资产收益率	5.10%	4.86%	5.20%	6.87%	8.19%	9.17%
投入资本收益率	3.67%	2.41%	3.06%	5.34%	6.51%	7.65%
增长率						
主营业务收入增长率	1.74%	3.50%	18.97%	44.58%	30.55%	28.85%
EBIT增长率	-14.29%	-29.33%	23.76%	90.96%	32.79%	29.88%
净利润增长率	13.77%	-3.29%	11.25%	43.89%	32.79%	26.69%
总资产增长率	201.84%	1.39%	4.11%	10.41%	11.47%	13.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.2	121.1	120.0	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	364.6	451.5	400.0	380.0	361.0	343.0
应付账款周转天数	129.7	155.8	150.0	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	155.3	176.3	211.9	182.5	165.8	146.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.35%	-65.77%	-55.65%	-47.35%	-42.65%	-39.54%
EBIT利息保障倍数	-445.6	-2.1	-2.7	-3.9	-5.6	-7.4
资产负债率	9.09%	9.86%	9.73%	12.57%	14.57%	16.52%

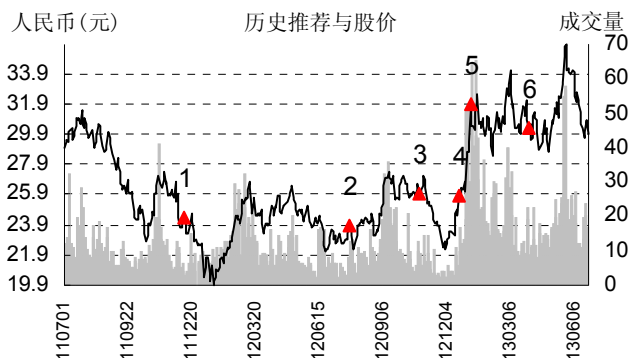
来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

### 历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-12-08	增持	24.34	N/A
2	2012-07-25	增持	23.90	25.20 ~ 26.19
3	2012-10-30	增持	25.94	30.88
4	2012-12-19	买入	25.79	31.30
5	2013-01-08	买入	31.89	34.50
6	2013-03-31	买入	30.35	35.00 ~ 35.00

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

### 投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
 增持: 预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%;  
 中性: 预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%;  
 减持: 预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	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: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net