

# 军工明星，前景无限

买入 首次

## 投资要点：

- 打造通信、导航平台和“大海华”民用平台；
- 构筑电台通信，北斗导航，数字集群及卫星通信四大核心业务；
- 逐步培育仿真业务、频谱管理等新的业绩增长点

## 报告摘要：

- 海格通信主要从事通信设备、导航设备的研制、生产、销售和服务。截至2013年6月30日，公司总资产49.12亿元，所有者权益43.55亿元，总股本6.65亿。公司的实际控制人广州无线电集团有限公司，持有公司总股本18.25%。
- **科研、体制及资本优势助力公司发展：**公司前身为广州无线电厂，专注军工通信50年；科研投入逐年提高，体制、资本优势明显。
- **军队信息化建设及军工民用前景广阔：**我国严峻的政治地缘环境形势、与美国的军备差距以及信息化转型等因素推动国内应急通信网、数字化军队、北斗系统、卫星通信等建设；民品方面：专业无线通信数模转换带来市场机遇，政策引导北斗民用市场逐步释放，无线电频谱管理逐步提上日程。
- **公司军、民品平台战略清晰：**打造通信、导航平台和“大海华”民用平台，构筑电台通信，北斗导航，数字集群及卫星通信四大核心业务：
  - ✓ 电台通信稳定增长，并受数字化军队建设的拉动有提速；
  - ✓ 北斗导航布局“天线-芯片-模块-终端-系统-运营”的完整产业链，进入军工招标体系，逐步分享军工大市场，民品布局了公务车、两客一危、渔船等项目；
  - ✓ 卫星通信形成专装、通装两个系列产品，2013有小规模供货；
  - ✓ 收购了摩诘创新等公司，培育仿真业务、频谱管理等新的增长点。
- **风险提示：**军方采购慢于预期；民用市场竞争激烈；市场拓展不及预期。
- **盈利预测及评级：**我们预测公司2013-2015年的净利润分别为3.47亿元、4.24亿元和5.23亿元，对应当年的EPS分别为0.52、0.64和0.79元，首次给予评级为“买入”。

## 通信行业研究组

### 分析师：

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

2013北京通信展

2013-9-27

中天科技：光纤海缆持续发力，备战光伏产业

2013-9-8

烽火通信：宽带中国等投资驱动业绩增长

2013-8-27

东华软件：外延内生式增长推动公司成长

2013-8-23

中兴通讯：等待下半年的扭亏为盈

2013-8-22

“宽带中国”战略及实施方案点评

2013-8-20

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	999.60	1211.14	1679.74	2041.21	2423.13
增长率(%)	3.50	21.16	38.69%	21.52%	18.71%
归母净利润(百万)	233.21	263.24	347.06	424.49	523.23
增长率(%)	-3.29	12.88	31.85%	22.31%	23.26%
每股收益	0.70	0.79	0.522	0.638	0.787
市盈率	68.02	60.26	36.31	29.69	24.08

## 目录

<b>一、海格通信：军工通信明星企业.....</b>	<b>4</b>
(一) 公司前身广州无线电厂，专注军工通信 50 年 .....	4
(二) 公司是国内军工通信龙头企业，科研实力突出 .....	4
(三) 体制与资本优势助力公司跨越发展 .....	4
<b>二、军工通信为部队信息化建设提供保障.....</b>	<b>5</b>
(一) 信息化战争是 21 世纪的主要战争形态 .....	5
(二) 压力大、底子薄决定我国军费开支仍有大幅增长空间 .....	6
1、我国面临着严峻的领土纠纷 .....	6
2、我国军事实力仍与美国有较大差距 .....	6
3、军费支出保持指数增长，仍有较大增长潜力 .....	7
(三) 我国军队加速信息化转型 .....	8
1、数字化部队 .....	9
2、应急通信网建设 .....	9
3、自主北斗产业加快军用卫星导航产品国产化替代 .....	10
4、卫星通信产业发展迅速，地球站前景广阔 .....	11
<b>三、军工民用前景广阔 .....</b>	<b>12</b>
(一) 专业无线通信前景明朗，模数转化带来市场机遇 .....	12
(二) 北斗民用拉开大幕，替代 GPS 还需时日 .....	13
(三) 无线电频谱监测设备 .....	14
<b>四、海格通信军工、民用并行发展.....</b>	<b>14</b>
(一) 打造军用与民用两大平台 .....	14
(二) 构筑四大核心业务 .....	15
1、短波、超短波、中长波等领域 .....	15
2、卫星导航 .....	17
3、数字集群 .....	18
4、卫星通信 .....	18
(四) 培育一批新的利润增长点 .....	19
1、仿真业务 .....	19
2、频谱管理 .....	19
3、芯片 .....	19
4、船舶电子、雷达、天线等 .....	20
(五) 积极开拓国际市场 .....	21
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>21</b>
1、军品采购慢于预期 .....	21
2、民用市场竞争激烈，市场开拓不及预期 .....	21
3、大股东减持的风险 .....	21
<b>六、盈利预测及投资建议 .....</b>	<b>22</b>

## 插图

图 1: 研发投入逐年攀升.....	4
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 战争形态的演变.....	5
图 4: 我国周边领土纠纷.....	6
图 5: 中国历年军费支出 (1989 年至 2011 年, 2012 年为预算数据) .....	8
图 6: 2011 年世界主要国家军费开支情况 (亿元) .....	8
图 7: 2011 年世界主要国家军费占 GDP 比例.....	8
图 8: 应急通信网 (短波通信网) 示意图 .....	10
图 9: 美国最新一代 “先进极高频 (AEHF) ” 军事通信卫星.....	12
图 10: 俄罗斯 “子午线” 军事通信卫星.....	12
图 11: 中国 “烽火一号” 军事通信卫星.....	12
图 12: 广州 8316 辆公务车被北斗监控.....	14
图 13: 路畅科技的车载北斗 GPS 卫星导航 .....	14
图 14: 2011 年公司收入结构.....	15
图 15: Haris 公司营业收入 (单位: 百万美元) .....	17
图 16: 公司卫星导航产品.....	17
图 17: 天立通 SPD-2000 数字集群系统 .....	18
图 18: 天立通 NT88DS 全数字对讲机 .....	18
图 19: 广州润芯主要产品.....	20
图 20: Airda16000 型对流层顶风廓线雷达.....	21
图 21: Airda3000 型风廓线雷达系统.....	21

## 表格

表 1: 中美俄军力比较.....	7
表 2: 美英法德中数字化部队建设情况.....	9
表 3: 卫星导航系统一览.....	10
表 4: 北斗导航卫星发射情况.....	11
表 5: 卫星导航系统一览.....	12
表 6: 数字集群的标准及应用区域.....	13
表 7: 军民两大平台.....	15
表 8: 公司与军工相关的通信业务.....	16
表 9: 财务报表预测.....	23

## 一、海格通信：军工通信明星企业

### （一）公司前身广州无线电厂，专注军工通信 50 年

公司源于 1956 年始创的广州无线电厂，在无线通信产品的研发、制造方面拥有 50 多年的核心技术资源和人才优势，是国内第一台自适应无线通信电台和第一台跳频抗干扰无线通信电台的诞生地，是我国军用无线通信行业重要的技术装备研发基地，技术水平处于国内领先地位，部分产品达到甚至超过国际先进水平。

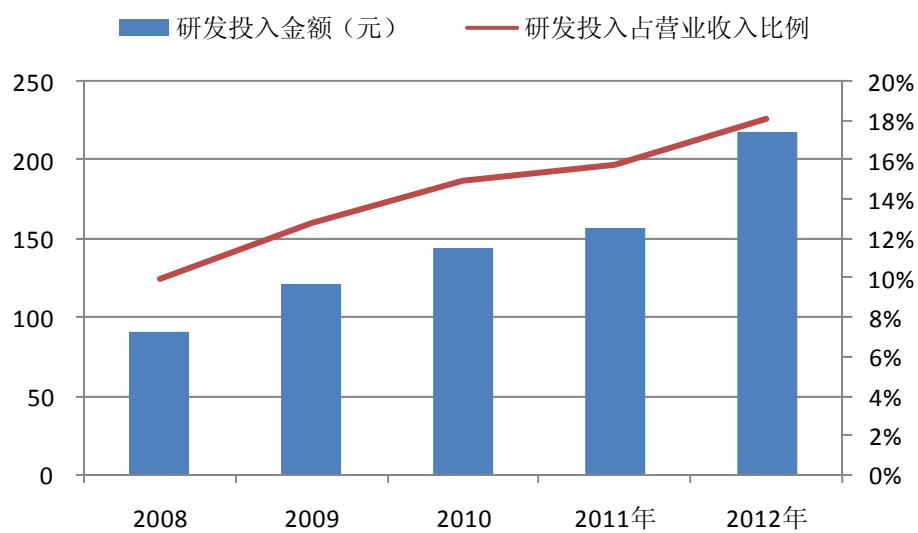
2010 年 8 月 31 日，公司在深交所 A 股挂牌上市，截至 2013 年 6 月 30 日，公司总资产 49.12 亿元，所有者权益 43.55 亿元，总股本 6.65 亿。公司的实际控制人广州无线电集团有限公司，持有公司总股本 18.25%。

### （二）公司是国内军工通信龙头企业，科研实力突出

公司主营业务属军工业务，主要为国内各军兵种提供通信设备和导航设备，是我国军用无线通信、导航领域最大的整机供应商；是行业内唯一一家同时拥有短波、超短波、中长波、系统集成、导航专业技术、成熟产品、成套工艺流程和众多产品的企业；是行业内通信整机厂家中唯一一家承担全天候覆盖我国疆土的军方大型通信科研项目的总体单位。

公司十分重视技术与新产品的研发工作，获得过国家科技进步二等奖。从 2009 年到 2012 年研发支出占营收比例不断攀升，2012 年达到 18.07%。大量的研发投入保证了公司产品在技术方面的领先性，也为今后发展打下坚实的基础。

图 1：研发投入逐年攀升



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

### （三）体制与资本优势助力公司跨越发展

公司前身海格公司在 2000 年成立之初，即在体制上进行创新，成立了多元投资主体的有限责任公司。2010 年发行上市，公司实际募集资金净额为 31.43 亿元，扣除募集资金

原承诺投资项目投资总额 14.958 亿元后，超募资金为 16.47 亿元。

公司上市后管理层持有相当数量的公司股份，占到总股本的 14.94%，激励充分，保持管理层与公司利益的一致性，为公司稳定人才队伍奠定了良好的基础，利于公司长期发展。另外，现任董监高中杨海洲、赵友永与王俊为广州无线电集团一致行动人，广电国资背景为公司带来了宝贵的政府和社会资源。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

充裕的资本优势以及国资加个人的良好股权结构，保证了公司做大做强所需的动力和能力。公司超募资金总额为 164,734.37 万元，截至 2013 年 6 月 30 日，超募资金有使用计划安排的为 10 亿元。公司的超募资金主要用于对于海华电子、广州海格机械、海格神舟通信、南京寰坤科技、南方海岸等公司的收购增资，以及新一代综合无线通信项目的研究等，为整合公司现有业务，战略布局新的利润增长点打下基础。

## 二、军工通信为部队信息化建设提供保障

### （一）信息化战争是 21 世纪的主要战争形态

信息化战争是一种战争形态，是指在信息时代核威慑条件下，交战双方以信息化军队为主要作战力量，在陆、海、空、天、电等全维空间展开的多军兵种一体化的战争，大量的运用具有信息技术，新材料技术，新能源技术，生物技术，航天技术，海洋技术等当代高新技术水平的常规的武器装备，并采取相应的作战方法，在局部地区进行的，目的手段规模均较有限的战争。

在人类战争史的发展过程中，从冷兵器战争到热兵器战争，经历了几千年，热兵器战争经历了几百年，机械化战争经历了 200 年，信息化战争形成可能仅需要几十年。可以预见，信息化战争将成为二十一世纪的主要战争状态。

图 3：战争形态的演变



资料来源：宏源证券研究所

数字化部队，是指以计算机为支撑，以数字技术信息链为纽带，使部队从单兵到各级指挥员，从各种战斗、战斗支援到战斗保障系统都具备战场信息的最快获取、传输及处理功能的新一代部队。它能够达到战场信息的最快获取、信息资源的共享、人和武器的最佳结合、指挥员对士兵的最佳指挥效益。

数字化部队是信息化战争的拳脚，而军事通信则是信息化战争的神经系统。军队的数字化、信息化建设离不开先进的军事通信系统。

## （二）压力大、底子薄决定我国军费开支仍有大幅增长空间

### 1、我国面临着严峻的领土纠纷

近年来，我国面临的安全形势日益复杂和不确定。首先，我国与周边多个国家之间的领土主权问题尚未解决，争议地区的局势随时有可能升级，领土完整需要强大国防的捍卫。其次，随着我国经济的发展，在能源、贸易等领域的利益已经拓展至全球范围，国家利益需要强大国防的维护。最后，虽然我国始终坚持和平发展道路，但一个大国的崛起势必会影响到现有的全球政治、军事与经济格局，触动部分国家的既得利益，和平崛起也需要强大国防的保证。

图 4：我国周边领土纠纷



资料来源：美国国防部《2011 中国军力报告》，宏源证券研究所

### 2、我国军事实力仍与美国有较大差距

经过几十年的发展，我国已经成为世界上的军事大国，但由于我军目前仍处在由数量规模型向质量效能型的转变阶段，所以我国还算不上的军事强国。比如说海军的作战实力较为有限，陆军和空军的信息化程度还比较低等。根据环球军力公布的 2011 年各国军力排名结果，我国军力排名排在美国、俄罗斯之后，位列世界第三。

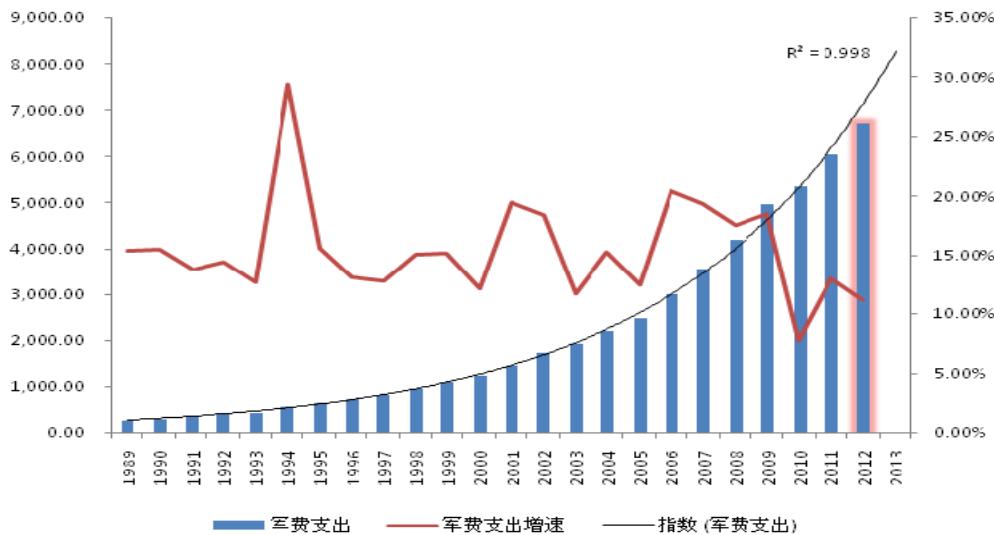
**表1：中美俄军力比较**

国家	美国	俄罗斯	中国
图片			
排名	1	2	3
总人口	313,232,044	138,739,892	1,336,718,015
军事人员	145,212,012	69,117,271	749,610,775
适合服兵役	120,022,084	46,812,553	618,588,627
每年达到兵役年龄	4,217,412	1,354,202	19,538,534
现役军事人员	1,477,896	1,200,000	2,285,000
现役军事储备	1,458,500	754,000	800,000
总飞机	18,234	2,749	4,092
总陆地武器	56,269	91,715	22,795
总海军单位	2,384	233	562
牵引炮	2,163	12,765	2,950
商船实力	418	1,097	2,010
主要港口和码头	21	7	8
航空母舰	11	1	1
驱逐舰	59	14	26
护卫舰	30	5	58
潜艇	75	48	55
巡逻舰	12	60	937
水雷作战舰	14	34	391
两栖作战舰	30	23	544
国防预算/支出	\$692,000,000,000	\$56,000,000,000	\$100,000,000,000
外汇储备	\$150,000,000,000	\$483,100,000,000	\$2,662,000,000,000
购买力	\$14,660,000,000,000	\$2,223,000,000,000	\$10,090,000,000,000
石油生产	9,056,000 桶	10,120,000 桶	3,991,000 桶
石油消耗	18,690,000 桶	2,740,000 桶	8,200,000 桶
已探明的石油储量	19,120,000,000 桶	74,200,000,000 桶	20,350,000,000 桶
总劳动力	154,900,000	75,550,000	780,000,000
巷道覆盖	6,506,204km	982,000km	3,860,800km
铁路覆盖	226,427km	87,157km	86,000km
航道覆盖	41,009km	102,000km	110,000km
海岸线覆盖	19,924km	37,653km	14,500km
主要使用的机场	15,097	1,213	502
土地面积	9,596,961k m <sup>2</sup>	17,098,242k m <sup>2</sup>	9,826,675k m <sup>2</sup>

资料来源: GlobalPower, 宏源证券研究所

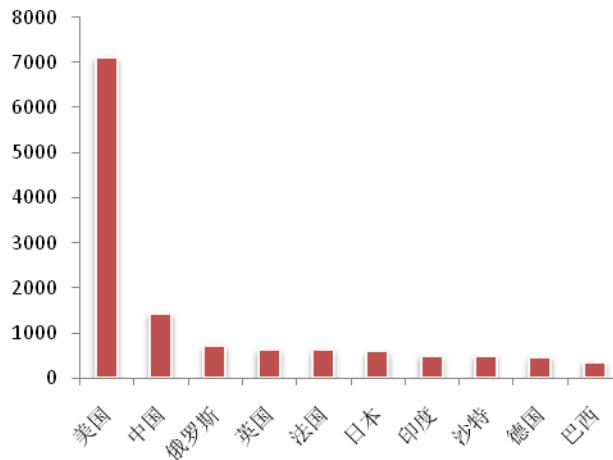
### 3、军费支出保持指数增长，仍有较大增长潜力

目前，我军正加速实施军队信息化建设，推进武器装备由机械化向信息化转变。自1989年以来，我国国防费用预算一直保持稳定的增长速度，2012年中国国防费用预算为6702.74亿元人民币，比上年预算执行数增加676.04亿元人民币，同比增长11.2%。

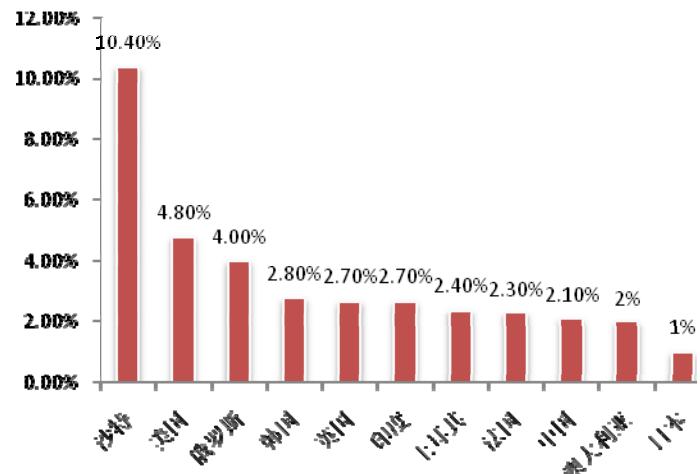
**图 5：中国历年军费支出（1989 年至 2011 年，2012 年为预算数据）**


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

从国防开支总量上来看，我国虽然已经成为了国防开支第二的国家，但是同第一名美国仍有很大的差距，并且军费占 GDP 的比例也处于较低的水平。我国军费占 GDP 的比例长期处于 1.5% 以下<sup>1</sup>，远低于美国(4.7%)、英国(2.5%)、俄罗斯(2.8%)等传统军事强国，也低于印度(2.5%)等新兴国家，仅高于二战后军费预算受国际约束的日本 (1%)。

**图 6：2011 年世界主要国家军费开支情况（亿元）**


资料来源: Strategy, 宏源证券

**图 7：2011 年世界主要国家军费占 GDP 比例**


资料来源: SIPRI, 宏源证券

### （三）我国军队加速信息化转型

中国国防和军队现代化建设实行“三步走”的发展战略，在 2010 年前打下坚实基础，2020 年前后有一个较大的发展，到 21 世纪中叶基本实现建设信息化军队、打赢信息化战

<sup>1</sup>斯德哥尔摩国际和平研究 (SIPRI) 所发布的中国军费为估计值，故其 2011 年占 GDP 比重 2.10% 也为估计值，高于中国政府发布的数据。

争的战略目标。目前，我国第一阶段的发展目标已经完成，第二步目标是在 2020 年之前“基本实现机械化并使信息化建设取得重大进展”，并形成以第三代为主体、第四代为骨干的武器装备体系。因此，当前正处于武器装备大规模升级换代的关键十年，需要稳定增长的国防预算来提供经费支持。

2011 年美国国防部投入了 176.5 亿美元用于购买和开发军用通信装备、电子装备、无线通信装备和情报技术装备，占美国当年国防开支的 2.48%。中国军用通信产品的装配情况远低于美国，因此保守估计 2012 年中国国防用于军工通信的支出达到 3%，则整个军工通信的市场容量可达 201.1 亿。

## 1、数字化部队

所谓数字化部队，是指使用各种数字化装备，以数字化信息为媒介，对兵力兵器实施指挥控制的部队。数字化部队与一般部队的根本区别就在于部队的兵力和兵器通过通信技术数字化、C4I<sup>2</sup>一体化、武器装备智能化、作战系统网络化等方式连接为一个整体，从而达到指挥实时化、侦察打击一体化，大大提高部队的战斗力。

我国军队的信息化建设始于 20 世纪 70 年代，我军正从机械化向信息化整体转型，我军加快数字化部队建设，采取渐进方式由下而上逐步扩大。装甲机械化部队先行，以坦克、装甲车、直升机为载体，从单车的数字化开始，向数字化团、师、集团军发展。各种新型无线电台也将陆续装备到部队。

**表 2：美英法德中数字化部队建设情况**

国家	国旗	数字化部队建设进展情况
美国		1994 年 3 月，世界上第一支数字化试验营在美国陆军诞生，其前身是美国陆军第四机械化步兵师。美军将陆军数字化列为军队现代化建设的一个首要目标，计划到 2010 年整个陆军实现数字化，然后再用 20—30 年的时间，与海军、空军一起，共同把整个美军建成一支信息化军队。
英国		1996 年颁发“陆军数字化总纲”
法国		陆军 2000 年试编了一个 6000 人的数字化旅，2002 年对该旅进行了“作战试验”。
德国		已于 1998 年组建一个标准数字化营，计划到 2003 年建成两个数字化师。
中国		2010 年国防白皮书中就强调“十二五”期间要加大部队数字化建设力度。从目前建设进度来看，2011 年已经有 1 个师进行列装数字化设备（数字化电台+北斗导航），2012 年将有 2 个师进行列装。

资料来源：宏源证券研究所

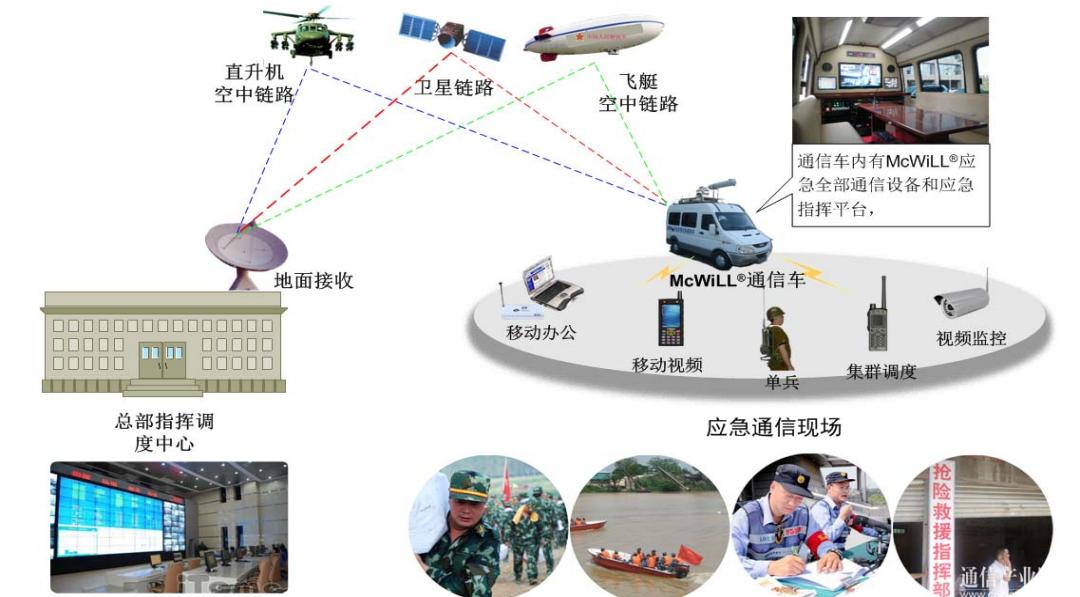
## 2、应急通信网建设

根据我军信息化建设需求，目前短波通信正从以往单机通信模式向网络化通信模式转变。未来几年我国将进行全国应急通信指挥网建设。该网络战时军用，平战结合，以我军短波通信装备科研和建设成果为基础，将建设成为我国继中国移动、中国联通和中国电信

<sup>2</sup>C4I：指挥、控制、通信、计算机与情报系统

之外的第四大无线移动通信网络，其将以机动、灵活和抗毁性强为特征，可以实现覆盖全国并具备全球化通信保障能力，为我军提供话音、数据等短波通信服务的同时，又可以作为反恐维稳、应急联动的通讯保障。完整建设该通信网需要数万台套各种短波通信设备。从时间进度来看，2011年是建设开局之年和立项之年，2012年将开始建设，这个应急通信网将在“十二五”期间完成。

**图 8：应急通信网（短波通信网）示意图**



资料来源：信威通信，宏源证券研究所

### 3、自主北斗产业加快军用卫星导航产品国产化替代

近年来导航产业发展迅速，世界主要大国出于经济和安全利益的原因，纷纷建设自己的卫星定位系统。除了美国的GPS、俄罗斯的GLONASS，中国的北斗卫星导航系统，欧洲正在建设伽利略卫星导航系统（我国也参与了伽利略的建设）。日本、印度也都宣布将建设各自的区域卫星导航系统。导航行业已逐步成为全球性的高新技术产业，目前在全球市场上总产值达400多亿美元。

**表 3：卫星导航系统一览**

状态	卫星导航系统
停用系统	 子午仪卫星定位系统 (TRANSIT)  测时导航系统 (Timation)  旋风卫星导航系统 (Циклон)
现存系统	 格洛纳斯系统 (ГЛОНАСС)  全球定位系统 (GPS)  朵丽丝系统 (DORIS)  北斗卫星导航系统 (Beidou)  北斗二号卫星导航系统 (COMPASS)
研发中	 准天顶卫星系统 (QZSS)  伽利略定位系统 (Galileo)  印度区域导航卫星系统 (IRNSS)

资料来源：宏源证券研究所

目前国内卫星导航应用的主流产品是美国的 GPS, 需要从国外进口大量的软件、芯片、模块乃至整机, 国内产业界绝大多数在从事 GPS 的二次开发和系统集成, 利润增值少, 技术水平低。GPS 系统应用的不安全性也限制了卫星导航的应用推广。美国有明确规定, 美国可以随时停止对有关地区的 GPS 服务, 而中国北斗卫星导航系统项目的正式开展, 使我国卫星定位系统具备了扩展到全球应用的潜力, 并最终将成为与 GPS、GLONASS、伽利略等并驾齐驱的全球卫星导航定位系统, 是未来中国参与国际竞争的重要手段, 无论是在我国国防, 还是在民用等方面都将成为今后导航定位领域应用的主导方向。发展中国自主的北斗导航系统对国家具有战略意义。

考虑到国家安全, 军事应用将是北斗导航的最主要应用, 随着 2012 年我国北斗导航系统完成对亚太区域的覆盖, 军用导航市场有望快速增长, 从舰载、车载向弹载, 乃至单兵配置延伸。

**表 4: 北斗导航卫星发射情况**

日期	卫星	使用状况	系统世代
2000.10.31	北斗-1A	停止工作	北斗一号
2000.12.21	北斗-1B	停止工作	
2003.5.25	北斗-1C	正常	
2007.2.3	北斗-1D	失效	
2007.4.14	北斗-M1	正常, 测试星	
2009.4.15	北斗-G2	失效	
2010.1.17	北斗-G1	正常	
2010.6.2	北斗-G3	正常	
2010.8.1	北斗-I1	正常	
2010.11.1	北斗-G4	正常	
2010.12.18	北斗-I2	正常	
2011.4.10	北斗-I3	正常	
2011.7.27	北斗-I4	正常	北斗二号
2011.12.2	北斗-I5	正常	
2012.2.25	北斗-G5	正常	
2012.4.30	北斗-M3	正常	
2012.4.30	北斗-M4	正常	
2012.8.	北斗-M2		
2012.8.	北斗-M5		
2012.10.	北斗-G		

资料来源: 宏源证券研究所

“北斗”卫星导航定位系统的军事功能与 GPS 类似, 如: 飞机、导弹、水面舰艇和潜艇的定位导航; 弹道导弹机动发射车、自行火炮与多管火箭发射车等武器载具发射位置的快速定位, 以缩短反应时间; 人员搜救、水上排雷定位等。随着北斗的发展, 其军事作用也会逐步显现, 届时基于北斗导航的军用终端设备将迎来广阔的空间。

#### 4. 卫星通信产业发展迅速, 地球站前景广阔

卫星通信简单地说就是地球上(包括地面和低层大气中)的无线电通信站间利用卫星作为中继而进行的通信。卫星通信系统由卫星和地球站两部分组成。卫星通信的特点是:

通信范围大；只要在卫星发射的电波所覆盖的范围内，从任何两点之间都可进行通信；不易受陆地灾害的影响（可靠性高）；只要设置地球站电路即可开通（开通电路迅速）；同时可在多处接收，能经济地实现广播、多址通信（多址特点）；电路设置非常灵活，可随时分散过于集中的话务量；同一信道可用于不同方向或不同区间（多址联接）。

在信息战中，军用通信卫星举足轻重，它在兵力部署、支援和指挥控制过程中有巨大的作用，是力量的倍增器，因此受到各军事大国的高度重视，都竞相发展。

“十二五”已确定为各种卫星通信系统的重点建设期，我国军用卫星通信需求巨大，预计2011年后每年可形成超过100亿的卫星通信市场。据美国媒体透露，2011年，俄罗斯全年航天发射36次，位居榜首，中国19次排行第二，美国18次位居第三。截止2011年，中国拥有60多颗在轨军用空间卫星，其中有近20颗军用通信卫星。

目前我国军事卫星通信的普及率还远低于美国，预计随着未来战争形态朝着信息化方向过渡，我国军用卫星通信的配套产品，尤其是地球站的需求拥有较大潜力。

**图 9：美国最新一代“先进极高频（AEHF）”军事通信卫星**    **图 10：俄罗斯“子午线”军事通信卫星**    **图 11：中国“烽火一号”军事通信卫星**



资料来源：宏源证券

### 三、军工民用前景广阔

#### （一）专业无线通信前景明朗，模数转化带来市场机遇

专业无线通信最早起源于军队，后逐渐被应用于政府与公共安全部门、公用事业部门，随着经济和社会的发展，以及通信技术的进步，专业无线通信产品在工商业用户中也得到越来越普及的应用。专业无线通信技术经历了从常规到集群、从模拟向数字的发展历程。

**表 5：卫星导航系统一览**

发展阶段	特点
模拟常规通信	模拟常规通信方式简单，终端与终端之间可以直接对讲，无需基站设备，但通信覆盖范围有限，用户通话容易相互干扰且私密性差。
模拟集群通信	其特点是系统联网、共享信道，从而有效地扩大了覆盖范围和用户容量，增强了指挥调度功能。
数字专业无线通信	具有更高的频谱利用率、更优质的通话质量、更快速的数据传输、更丰富的业务功能、更安全的通信保障等特点。

资料来源：网络公开资料、宏源证券研究所

中国工业和信息化部于 2009 年 12 月 12 日下发了《工业和信息化部关于 50MHz、400MHz 频段专用对讲机频率规划和使用管理有关事宜的通知》(工信部无[2009]666 号), 规定自 2011 年 1 月 1 日起, 停止对 136-167MHz、403-423.5MHz 频段内(不包含 409.75-409.9875MHz 公众对讲机频段、144-146MHz 业余业务专用频段)模拟对讲机设备的型号核准, 已取得型号核准证的模拟对讲机设备在型号核准证到期后不再予以办理延期手续; **且从 2010 年 1 月 1 日起, 6 年内完成模拟向数字的转换, PDT 系统迎来重大政策利好。**

根据汉鼎咨询预测, 随着中国经济的高速发展, 国家对专网的持续投入, 专业无线通信市场未来几年将持续高速增长, 到 2016 年市场规模预计达到 95.3 亿元人民币, 年复合增长率为 14.5%, 市场发展前景非常广阔, 并且数字集群将快速替代模拟集群。

**表 6: 数字集群的标准及应用区域**

标准名称	标准简介	主要应用领域	主要应用区域
TETRA	欧洲通信标准协会制订的开放性数字集群标准。TDMA 制式、四时隙、小区制、25kHz 频宽, 数据传输速率 28.8kps	政府与公共安全、公用事业	除北美 80 多个国家和地区, 以欧洲为主
P25	美国国际公共安全通信官员协会 (APCO), 国家电信管理者协会 (NASTD) 和联邦政府用户与电信工业协会 (TIA) 合作制定的数字集群标准。在 phaseII 阶段, TDMA 制式、双时隙, 大区制、12.5kHz 频宽, 数据传输速率上行 9.6kbps, 下行 12.5kbps	政府与公共安全	北美为主, 其它区域有少量应用, 主要在中东和澳大利亚
DMR	欧洲通信标准协会制订的开放性数字标准。TDMA 制式、双时隙, 大区制、12.5kHz 频宽, 数据传输速率 9.6kbps	公用事业、工商	近年来开始在发达国家及地区应用
PDT	PDT 联盟制定的具有中国自主知识产权的专业无线通数字集群标准。TDMA 制式、双时隙, 大区制、12.5kHz 频宽, 数据传输速率 9.6kbps	政府与公共安全、公用事业、高端工商业	主要目标市场为中国, 并计划在部分发展中国家推广
dPMR (DCR/NDR)	欧洲通信标准协会制定的低成本数字对讲机标准。基于该标准衍生出 DCR (日本无线电产业协会制定的日本商业对讲机标准)、NDR (中国数字对讲机标准联盟正在制定的对讲机标准) 等地方数字标准。FDMA 制式、大区制、6.25kHz 频宽, 数据传输速率 4.8kbps	工商业	dPMR: 欧洲 DCR: 日本 NDR: 中国
NXDN	NXDN 组织制定的数字集群标准。FDMA 制式、大区制、6.25kHz 频宽, 数据传输速率 4.8kbps	政府与公共安全、公用事业	目前主要在美国推广

资料来源: 网络公开资料、宏源证券研究所

## (二) 北斗民用拉开大幕, 替代 GPS 还需时日

2011 年 12 月 27 日, 中国北斗卫星导航系统正式向中国及周边地区提供连续的导航定位、授时试运行服务, 北斗产业“军用转民用”也拉开大幕。目前国内 95%以上的导航产业由美国的 GPS 系统垄断, 由于北斗系统的终端接收机(导航仪)仍然十分昂贵, 并且定位精度与 GPS 还有明显差距, 现阶段民用北斗还是主要依靠政府推广等专业市场。

交通运输行业将首先成为我国北斗卫星导航系统的重要应用领域。目前道路运输行业的营运车辆数量超千万, 加上校车、渣土车等专用领域, 假设未来有 500 万辆车安装北斗卫星导航系统, 每辆车安装系统的价格为 1000 元, 未来运输车辆北斗卫星导航系统的市场规模就可达到 50 亿元。

除了道路运输车辆，目前公务车上也开始使用北斗卫星导航系统。广州市政府为了更好地管理公务车，防止公车私用，在今年5月宣布采购北斗卫星导航车辆终端，安装在现有的1万辆公务车上，1年的租赁费用约为1660余万元。

另外，北斗导航系统还在水利监控、地质勘查、民航管理等其它民用领域有广泛的应用。比如，国土资源航空物探遥感中心已经成功将北斗卫星监控系统，应用于“全国矿产卫片遥感解译”西藏野外调查工作中。

图 12：广州 8316 辆公务车被北斗监控



资料来源：Strategy，宏源证券

图 13：路畅科技的车载北斗 GPS 卫星导航



资料来源：SIPRI，宏源证券

### （三）无线电频谱监测设备

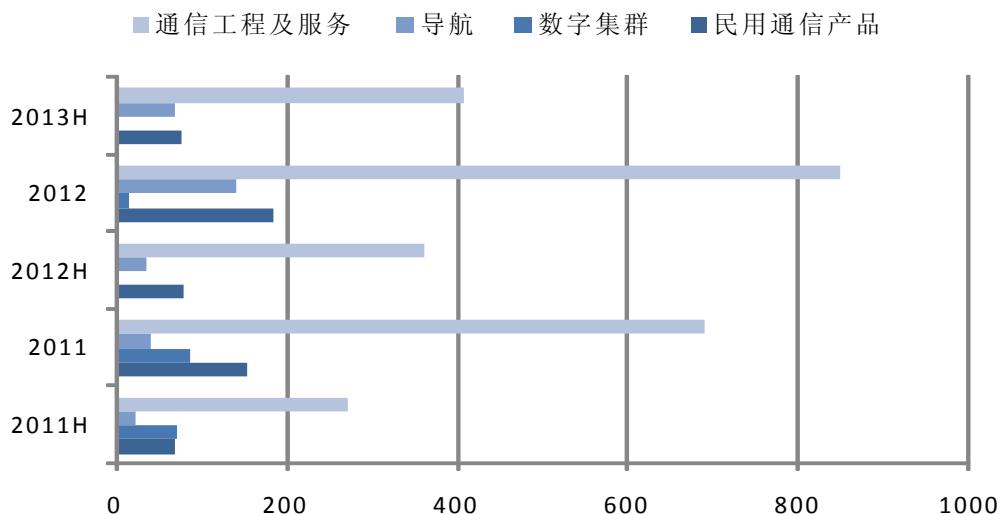
无线电监测是保证有效使用频谱资源的重要技术手段，随着我国无线电运用领域的不断加大，一些非法占用频段、信号干扰等无线电使用的现象开始出现，严重干扰了正常的无线电业务运行。因此，国家每年都投入大笔资金用于无线电监督，建立了大量监测站。截至“十一五”末，我国已建成超短波固定监测站1024个，覆盖约15%的县级以上城市，基本满足重要区域20-3000兆赫兹频段范围的监测需要。建成移动监测站420个，可搬移监测站333个，各类监测设备4335台，增强了移动应急处置能力。预计国家无线电管理在“十二五”期间总投入费用约100亿，频谱监测设备投入约50亿元。

## 四、海格通信军工、民用并行发展

### （一）打造军用与民用两大平台

公司主营业务为通信工程及服务、导航、数字集群、民用通信产品及其他，其中通信工程及服务收入不断提高，2013年上半年占到总收入的72.79%，公司形成了以通信工程及服务为主体，导航、数字集群和民用通信共同发展的业务格局<sup>3</sup>。

<sup>3</sup>通信工程及服务包括超短波、专用配套、系统集成、短波、中长波产品；民用通信产品及其他包括机械结构件、民用通信产品、软件评测、机场电源、雷达、天线、通信工程及服务产品。

**图 14: 公司收入结构**


资料来源：公司公告、宏源证券研究所

公司希冀战略打造两大平台：通信导航平台和“大海华”民用平台。通信导航产品是公司的核心业务，有良好的基础；“大海华”民用平台以全资子公司海华电子为基础，整合现有民品业务，重点拓展北斗民用产业，进一步提升公司经营规模，目前民用产业园正在进行规划设计。

**表 7: 军民两大平台**

平台	主要策略
通信导航平台	重点把握国家及军队信息化发展的契机，继续巩固和提升在传统业务领域的竞争优势地位，深耕细作，实现短波、超短波、中长波、系统集成等业务领域市场订货的持续增长。
“大海华”民用平台	加大民品领域的战略布局，以海华电子为平台，整合现有民品业务，将海格现有民品业务（海华、集群、导航、软测）迁入海格民用产业科技园；通过资本运作收购的导航、通信、物联网等产业的民品企业迁至科技园中，统一资源配置，优化管理。重点将以国民经济重要部门和行业用户为目标市场；以民用北斗导航、民用数字集群、高端船舶电子等为专业发展领域，进一步提升公司经营规模。

资料来源：宏源证券研究所

## (二) 构筑四大核心业务

### 1、短波、超短波、中长波等领域

与军工相关的通信业务是公司的主要盈利来源，核心产品是短波通信电台、超短波通信电台和中长波通信电台，主要客户为各军兵种。公司希望利用公司产品线较广、覆盖频段较宽的优势，致力于为用户提供一揽子系统解决方案，提高产品的价值和门槛，拓展市场空间，争取市场订货能继续保持快速增长。

公司在该细分市场中具备优势地位，其中：无线通信领域的短波通信电台处于显著的

优势地位；小功率中长波通信电台、基站控制台为独家供货；超短波通信产品和通信系统集成产品在为数不多的业内同行竞争中处于相对优势。公司的短波、超短波和中长波电台的国内市场占有率在 40%-50% 之间。

公司的短波和超短波通信产品的重要市场需求来自于部队。基于短波的应急通信网和基于超短波的陆军数字化部队建设将大幅提升军用无线通信装备的需求量，这将成为公司中期业绩增长的主要驱动力，预计因此而带来的短波、超短波电台年新增需求或超过万台/套，每年业绩增长有望维持在 5%-15%。

**表 8：公司与军工相关的通信业务**

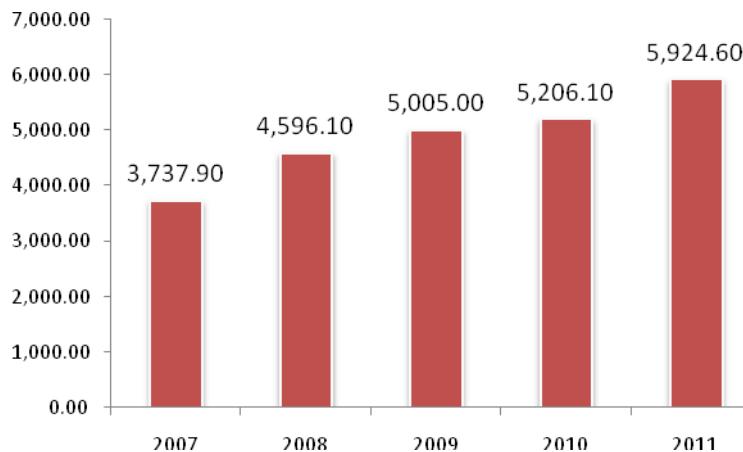
产品	利好因素	公司产品情况
超短波	陆军的数字化部队建设	公司超短波通信产品在为数不多的业内同行竞争中略处优势，市场占有率达到 1/3，未来几年将进一步拓展市场空间。公司新研制的多种新型超短波无线通信电台主要用于装甲车、坦克、通信车中，是我军信息化建设的重点通信装备之一。
短波	全军短波通信网（应急通信网）	公司是全军短波通信网的技术总体单位，承担其中的短波通信设备、网络管理设备、网络控制设备等核心产品的研制任务。2010~2012 年该项目将进行首期工程建设。公司在该建设项目中短波固定通信基础设施市场占有份额约 90%，短波机动通信系统市场占有份额超过 25%。
中长波	-	中小功率电台为本公司独家产品，占整个中长波通信产品市场的 55%。本公司目前正在研制大功率中长波通信电台，有望将市场占有率达到 70%。
系统集成	-	系统集成产品是公司新的产品领域，产品主要涵盖网络网系、系统集成以及指挥自动化等领域。目前市场占有率达到 20% 以上。

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

美国作为世界头号强国，其军事力量也是遥遥领先于其他国家，作为美国国内领先的军用通信设备制造企业，位于福罗里达州的 Haris 公司的发展对于海格通信来说拥有十分重要的借鉴意义。

尽管美国经济情况并不理想，但是 Haris 公司仍然有亮眼的业绩表现，2011 年公司实现销售收入 59 亿美元，同比增长 13.5%；公司 2011 年实现营业收入 10 亿元，仅占 Haris 公司的 2.69%。

图 15: Haris 公司营业收入 (单位: 百万美元)

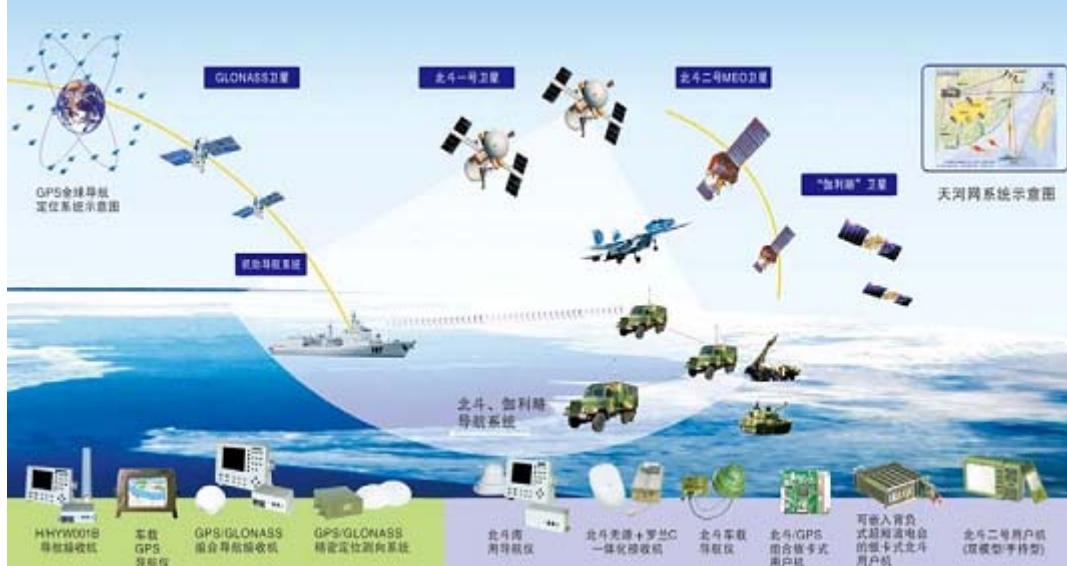


资料来源：Haris 年报、宏源证券研究所

## 2、卫星导航

公司秉承 50 多年的导航产业历史，通过自主创新，已布局“天线-芯片-模块-终端-系统-运营”的完整产业链，发展方向定位于附加值高的中高端市场。产品包括长河二号导航接收机、长河三号导航接收机、奥米加导航接收机、数字化罗兰 C 导航接收机、GPS 导航接收机、GLONASS 导航接收机、北斗一号伽利略用户机、北斗二号用户机和卫星无线电组合导航接收机等导航接收设备等。

图 16: 公司卫星导航产品



资料来源：宏源证券研究所

2011年5月，广州市公务用车使用管理信息系统建设服务项目，使得公司在北斗应用政府采购市场取得先发优势。同时，公司进一步加强新市场领域的拓展；在民用领域市场，利用广州公务车项目的先发优势，积极拓展交通运输、电力、电信、海洋等国民经济重要领域。目前公司也参与了交通部两客一危的北斗应用。

2012 年公司收购了南方海岸，属于北斗产业的一个应用项目，主要服务范围是辖区内通关船和渔船等方面的北斗应用和信息服务。

刚刚成立的广州海华交通科技有限公司，主要是针对北斗在智能交通和高速公路上的应用，会引入北斗技术，改进已有的高速公路收费模式，如果业务推进顺利，业务量会比较大。

2011年下半年海格通信在北斗军用型研项目订单均有斩获，随着进入批量列装时期，公司产品逐步覆盖海军及各军兵种，从舰载向车载、弹载乃至未来的单兵配置不断延伸，公司积极参与到国发展家重大专项和多个军兵种的招投标工作，并取得了良好的效果。2013年10月16日公司发布公告，收到国家某特种设备主管单位通知，公司在卫星导航定位用户设备研制5个项目评标中，公司参与了4个项目，并全部中标，其中3个型号排名第一，1个型号排名第三。

北斗导航的应用还有许多不确定因素，但公司已经凭借着完整的产业链和广东大力支持北斗产业的政策环境下有望在可能出现的北斗行情中获得丰厚收益。

### 3、数字集群

2009年6月，公司通过与摩托罗拉合作 Tetra 数字集群项目切入数字集群领域，为第16届广州亚运会、第10届亚残运会应急通信保障。但是公司与摩托罗拉的合作利润水平较低。2011年5月，公司投资3200万收购了深圳天立通51%的股权，深圳天立通是国内少数能够提供完整通讯系统的厂家之一，是公安 PDT 标准起草单位之一。产品覆盖公安、司法、铁路、军队、石油等各种行业，外销到海外多个国家。

2011年，公司数字集成业务贡献营业收入8693.35万元，同比增长29.43%，已经成为公司主要收入来源之一。但是，公司2012年收入大幅下降，销售大幅下降的原因是业务收入有较大波动性，广州亚运会800M项目已执行完毕。但是由模转数带来的市场前景依然十分乐观，并且公司通过掌握 PDT 核心技术，不再与摩托罗拉合作，该业务的毛利水平将有较大提高，前景仍然值得期待。公司开展集群业务并逐渐从原有的技术转向服务，提供一揽子的解决方案。

图 17：天立通 SPD-2000 数字集群系统



资料来源：宏源证券

图 18：天立通 NT88DS 全数字对讲机



资料来源：宏源证券

### 4、卫星通信

卫星通信是公司重点发展的领域，公司自2006年起开始投入卫星通信，目前十余种型号设备即将完成定型，应用空间巨大。2012年1月，公司收购南京寰坤科技发展有限

公司（简称“寰坤科技”），该公司是我国“十二·五”卫星通信重点型号项目的承研单位，对该公司的收购，丰富了公司卫星通信产品线，使公司成为该领域的主流供应商。

公司加快寰坤科技的整合工作，形成卫星通信专装、通装两个系列产品，部分产品已经定型，2013年有望获得小批量的规模化订货。

2013年6月，海格通信获得了“新一代宽带无线移动通信网”国家科技重大专项2013年课题立项及获得政府资助，获得中央财政经费资助2160万元，对推动公司卫星产业的规模化发展，将产生积极的作用。

#### （四）培育一批新的利润增长点

##### 1、仿真业务

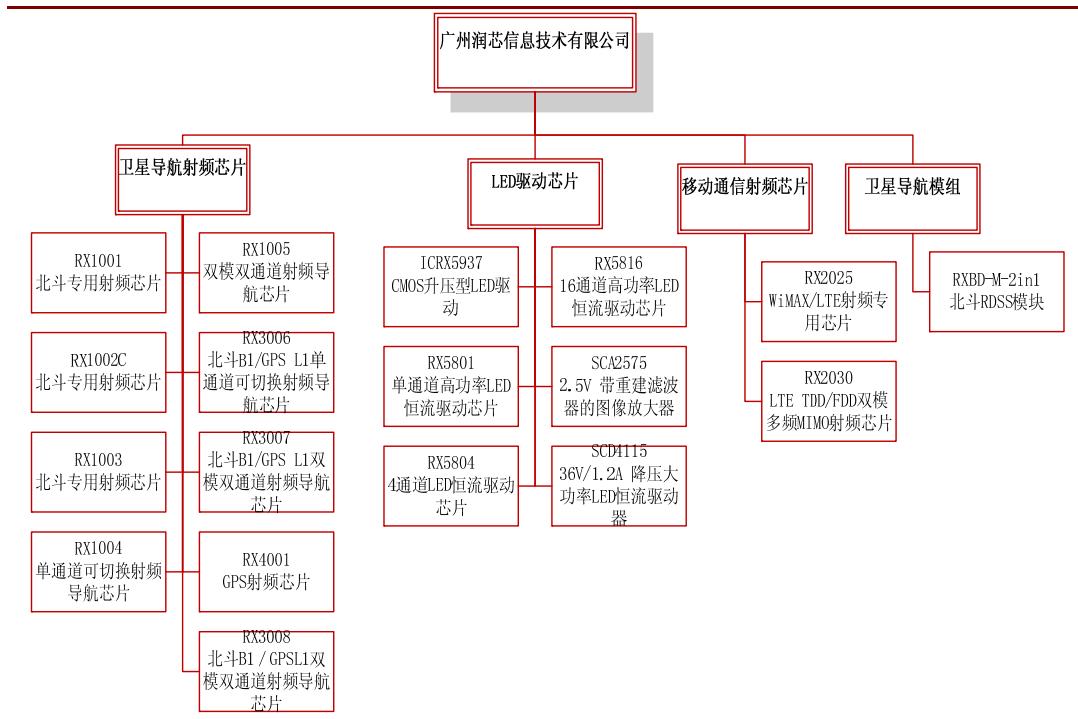
公司2012年收购了摩诘创新。摩诘创新主营业务是为军用及高端民用客户提供模拟仿真系统的相关产品与服务，主要产品包括飞行模拟器、电动运动平台、视景系统、飞行员程序训练系统、战术模拟训练系统等。主要客户为各军兵种、研究院所等。摩诘创新的产品交付集中在下半年，目前根据预期交付的订单情况来看，有望完成全年4000万元的利润目标。

##### 2、频谱管理

频谱监测系统的潜在市场空间在50亿左右。2011年4月13日，广州海格通信集团股份有限公司宽带多任务频谱监测接收设备研发及产业化项目通过备案。该项目总投资约6500万元人民币，位于广州科学城。2013年用1.8亿收购嵘兴实业、嵘兴通信、嵘兴无线电67%股权，推动公司在无线电频谱产业的发展，2013~2014年其利润目标分别定为2900万、3700万。另外，公司能将频谱管理业务和公司战略通信系列产品有机结合，进一步提高为客户提供一揽子的系统解决方案的能力。

##### 3、芯片

公司参股广州润芯，为公司卫星导航（“芯片→模块→天线→整机→系统→运营”）、数字集群（“芯片→终端→系统设备”）等领域提供技术支持。该公司从事射频芯片的设计与开发，前期主要从事北斗一号和北斗二号射频芯片的设计与开发。2010年8月芯片试推广应用阶段。2011年，广州润芯在市场拓展、产品开发等方面均取得了良好进展：芯片已规模量产，前期在政府公车监控示范项目中获得试应用，目前已成功在森林、电力、电信行业等行业推广应用。鉴于国家北斗卫星系统组网成功，北斗应用将迎来良好的发展机遇，润芯作为该领域主要供应商之一，市场前景广阔。

**图 19：广州润芯主要产品**


资料来源：宏源证券研究所

#### 4、船舶电子、雷达、天线等

2011 年公司通过收购全资控股海华电子企业（中国）有限公司，并向海华电子增资 6 亿元。海华电子以发展海事电子为长远战略目标，自主研制的电子海图信息系统、ARPA 雷达、船舶自动识别系统、航行气象告警接收机、气象传真接收机等海事电子产品，技术领先，生产的产品目前国内成为唯一能与国外产品抗衡的产品，奠定了公司在海事电子集成业务领域产品系列最全、范围最广的行业的龙头地位。

公司 2011 年 8 月收购北京爱尔达电子设备有限公司 51% 股权，实现公司在雷达产业链的延伸和扩张。爱尔达率先开发出我国第一部边界层相控阵风廓线雷达、具有国际先进水平的小型相控阵平板天线、车载风廓线雷达、船载风廓线雷达、探测大气风场廓线和光学湍流系数的雷达系统。公司雷达业务还未盈利，但是气象雷达可与旗下船舶电子及航海雷达业务实现技术和渠道资源共享，优势互补。

2011 年 4 月，公司与陕西海通天线有限责任公司 5 名自然人股东签订《股权转让合同》及《收购协议》，以现金 29,291,000.00 元为对价收购对方持有的 90.00% 的陕西海通天线有限责任公司股权。

图 20: Airda16000 型对流层顶风廓线雷达



资料来源：宏源证券

图 21: Airda3000 型风廓线雷达系统



资料来源：宏源证券

## （五）积极开拓国际市场

公司在上市之初就制定了向国外市场扩张的战略规划，实施“国际市场抢入”战略，成立国际事业部，其目标定位是：针对世界上很多国家都不具备完整的军工装备体系，但他们又都拥有装备力量及装备需求，而国内军工企业具有向国际市场拓展的天然优势。公司将根据不同国家的需求，从战略的高度，以相对成熟产品为基础，开发、改进出满足外贸市场的有竞争力的产品，实现“国际市场抢入”，营造新的经济增长点，不断提升本公司的国际市场竞争力。

公司重点抢入的目标市场主要面向亚洲、非洲等发展中国家。

2012年9月6日，公司与保利科技有限公司签订采购合同，主要涉及产品为短波、超短波电台，合同总金额为1.12亿元人民币，占公司最近一个经审计会计年度营业总收入的11.22%。保利科技是中国保利集团的子公司，本次公司与保利合作，以系统解决方案带动产品推广，达到了“国际市场抢入”战略的目标。

## 五、风险提示

### 1、军品采购慢于预期

军品业务受军品招标的进展影响，有部分业务增速低于预期。同时，公司受军品业务特性影响，客户集中度高，面临着主要产品销售客户相对集中的风险。且公司的北斗导航业务受国家及地方政府的政策影响很大，未来收益存在一定不确定性。

### 2、民用市场竞争激烈，市场开拓不及预期

民用市场竞争激烈，公司在数字集成、船舶电子、天线等领域通过资本运作进入，作为新进入者，因为对行业的不熟悉，会给公司整体经营带来一定风险。

### 3、大股东减持的风险

2013年9月2日限售股解禁，公司会兼顾股东和公司利益，统筹安排考虑。公司积极与主要持股股东沟通，即使有减持，也是少部分用于改善生活，不会大规模减持。公司的经营管理团队有信心与公司共同成长，并与投资者共同享受成长所带来的收益。

## 六、盈利预测及投资建议

盈利预测前提假设：

- 1、我们预计公司通信工程及服务业务的收入增长 2013-2015 年均为 15%，而导航增速较快，分别为 40%、35%、35%，民用通信产品则均为 10%；
- 2、通信工程及服务的毛利率为 60%，而导航维持在 65%，数据集群和民用通信产品分别为 50%和 35%；
- 3、2013-2015 年的销售费用占收入比为 9.5%、9.3%和 9.1%；
- 4、2013-2015 年的管理费用占收入比分别为 30%、29%和 28%；

基于以上假设，我们预测公司 2013-2015 年的净利润分别为 3.47 亿元、4.24 亿元和 5.23 亿元，对应当年的 EPS 分别为 0.52、0.64 和 0.79 元，首次给予评级为“买入”。

**表 9：财务报表预测**

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1211.14	1679.74	2041.21	2423.13	经营性现金净流量	111.47	250.14	458.12	467.39
减：营业成本	575.35	756.55	923.45	1096.71	投资性现金净流量	-352.71	-92.17	13.80	18.40
营业税金附加	3.64	5.04	6.12	7.27	筹资性现金净流量	-247.31	8.91	10.08	11.84
营业费用	108.03	142.78	171.46	201.12	现金流量净额	-488.52	166.89	482.00	497.64
管理费用	363.62	503.92	591.95	678.48	财务指标汇总	2012A	2013E	2014E	2015E
财务费用	-53.03	-24.91	-20.08	-23.84	毛利率	0.52	0.55	0.55	0.55
资产减值损失	8.62	5.00	6.00	6.00	三费/销售收入	0.35	0.37	0.36	0.35
加：投资收益	23.38	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.19	0.21	0.22	0.23
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.23	0.27	0.26	0.26
其他经营损益	0.00	67.19	77.57	84.81	销售净利率	0.22	0.20	0.21	0.21
营业利润	228.30	358.55	439.88	542.21	ROE	0.06	0.07	0.08	0.09
加：其他非经	59.14	10.00	15.00	20.00	ROA	0.05	0.07	0.08	0.09
利润总额	287.44	368.55	454.88	562.21	ROIC	0.17	0.15	0.17	0.21
减：所得税	23.03	29.48	36.39	44.98	销售收入增长率	0.21	0.39	0.22	0.19
净利润	264.41	339.06	418.49	517.23	EBIT 增长率	0.11	0.53	0.24	0.24
减：少股损益	1.18	-8.00	-6.00	-6.00	EBITDA 增长率	0.15	0.61	0.19	0.19
归母公净利润	263.24	347.06	424.49	523.23	净利润增长率	0.12	0.28	0.23	0.24
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	总资产增长率	0.00	0.07	0.09	0.10
货币资金	2392.54	2559.43	3041.42	3539.06	股东权益增长率	0.01	0.08	0.09	0.10
应收预付款项	818.68	982.87	1094.86	1129.05	资产负债率	0.08	0.07	0.07	0.07
存货	579.28	681.64	637.57	733.32	投资资本/总资产	0.44	0.46	0.42	0.39
其他流动资产	12.40	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	154.49	154.49	154.49	154.49	流动比率	13.61	11.53	11.93	13.03
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	11.49	9.67	10.34	11.26
固资和在建	574.44	490.78	406.12	321.45	总资产周转率	0.25	0.33	0.37	0.40
无资产和开发	232.77	221.73	210.69	199.65	固定资产周转率	2.40	3.42	5.03	7.54
其他非流资产	3.78	1.89	0.00	0.00	应收账款周转率	2.03	2.18	2.55	2.60
资产总计	4768.37	5092.82	5545.15	6077.02	存货周转率	0.99	1.11	1.45	1.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	234.51	359.64	444.80	550.37
应付预收款项	279.45	366.21	400.04	414.68	EBITDA	280.94	451.22	536.39	640.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	163.55	321.66	395.42	487.94
其他负债	101.37	0.00	0.00	0.00	净利润	263.24	347.06	424.49	523.23
负债合计	380.82	366.21	400.04	414.68	EPS	0.40	0.52	0.64	0.79
股本	332.51	332.51	332.51	332.51	BPS	6.52	7.05	7.68	8.47
资本公积	3256.09	3256.09	3256.09	3256.09	PE	47.87	36.31	29.69	24.08
留存收益	750.45	1097.52	1522.01	2045.24	PEG	1.86	N/A	N/A	N/A
归属母公司	4339.05	4686.11	5110.60	5633.84	PB	2.90	2.69	2.47	2.24
少数股东权益	48.51	40.51	34.51	28.51	EV/EBIT	17.39	10.98	7.86	5.51
股东权益合计	4387.55	4726.62	5145.11	5662.34	EV/EBITDA	14.52	8.75	6.52	4.74
负债和权益合	4768.37	5092.82	5545.15	6077.02	ROIC-WACC	0.17	0.15	0.17	0.21

资料来源：宏源证券研究所

**分析师简介:**

**胡颖:** 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所, 2012 年获汤森路透 StarMine 全球卖方分析师评选“中国大陆及香港地区”软件及 IT 服务业“最佳行业选股”。

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。