

# 军工业务稳定，受益网优行业转暖

增持 首次

目标价格：暂无

## 事件：

2014年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入10.58亿元，同比增长89.41%。实现营业利润1.23亿元，同比增长53.39%。实现利润总额1.72亿元，同比增长55.24%。实现归属上市公司普通股股东的净利润1.34亿元，同比增长15.60%。

## 报告摘要：

- **军民业务协调发展。**公司前身属于军工通信，改制后，依托制度红利以及技术优势，保持与军队的合作关系，同时拓展民用业务，形成了军民业务协调发展的良好局面。半年报显示，军用通信保持稳定，毛利率达到61%，是公司收入主要来源；数字集群收入同比增长89%，频谱管理收入增长437%，民用通信产品同比增加7%。
- **网优业务受益行业转暖。**随着运营商对4G投资的加速，作为后期业务的网络优化设备和解决方案需求开始加速释放，带动网优行业整体转暖。公司收购收购广东怡创切入基站代维和网优业务，在电信最大市场广东市场代维项目份额第一，上半年实现销售收入3.77亿元，成为海格集团重要的业务板块。
- **布局北斗导航，分享行业高增长。**公司提早经营北斗导航业务，形成了“芯片->模块->天线->终端->应用和运营”全产业链的布局，还布局了卫星通信、模拟仿真、数字集群、雷达电子、高端信息服务等产业，发展势头良好。半年报显示：北斗导航业务收入增加53.97%，已经成为未来公司业绩新的增长点。
- **盈利预测。**我们预测2014/15/16年公司营业收入分别为27.37亿/36.46亿/45.94亿元，净利润分别为4.65亿/5.69亿/6.71亿，EPS分别为0.47元、0.57元、0.67元。
- **风险提示。**军工市场未能按预期释放需求；北斗导航业务竞争激烈。

## 通信研究组

### 分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

### 研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

## 市场表现



## 行情数据

当前股价	15.80
总股本(百万股)	997.52
总市值(百万)	15,760.81
流通市值(百万)	14,287.83
12个月最高价	39.1
12个月最低价	12.72

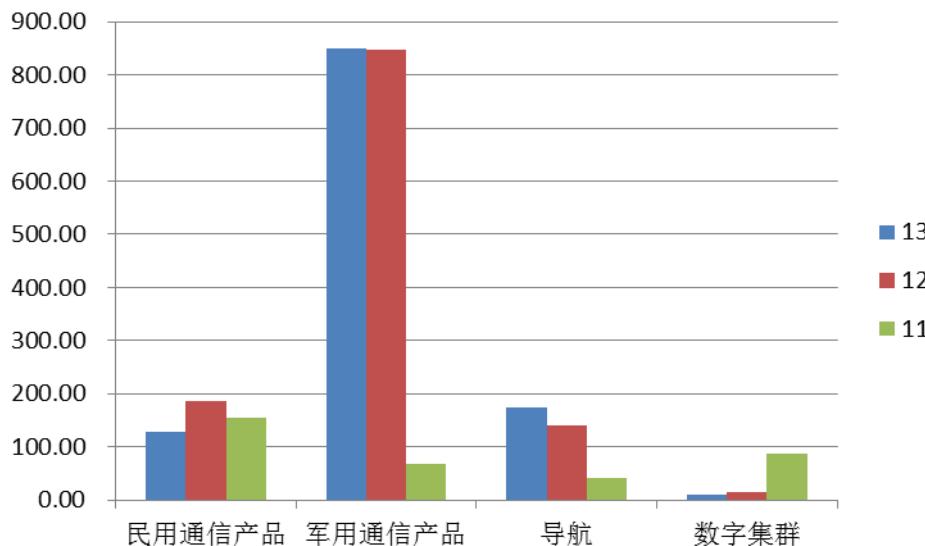
## 相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,211.14	1,683.76	2,737.41	3,645.58	4,594.24
增长率(%)	21.16	39.02	62.58	33.18	26.02
归母净利润(百万)	263.24	326.20	464.75	568.95	670.84
增长率(%)	89.59	23.92	42.47	22.42	17.91
每股收益	0.79	0.49	0.47	0.57	0.67
市盈率	19.96	32.21	33.91	27.70	23.49

## (一) 军用通信业务稳扎稳打

军用通信是公司传统业务，也是收入的大头，从近年来公司收入的结构可以看出，军用通信工程依然是公司收入的主要来源。同时民用通信一直保持稳定的收入，也是构成收入的很大一部分。

图 1：公司主要收入结构



资料来源：公司年报，宏源证券

## (二) 北斗导航全产业链的布局。

公司通过并购整合及对外合作完善了“芯片->模块->天线->终端->应用和运营”的北斗导航全产业链布局，芯片（广州润芯）、天线（海通天线）、军民导航终端、导航运营服务，在北斗导航领域实现很大的发展，2013 年收入达 1.74 亿。另外公司利用利用资本平台迅速布局相关产业，凝聚产业集群与产业链优势。还布局了卫星通信、模拟仿真、数字集群、雷达电子、高端信息服务等产业，发展势头良好。

## (三) 业务目标

公司将围绕“以全球的视野，将海格通信建设成为电子信息领域军民融合规模发展的高科技创新型企业”这一新的战略目标，加强业务整合，努力将每一块业务都打造成强势的、有竞争力的、行业领先的业务板块，推动公司良性的可持续发展。坚持“产业+资本”双轮驱动，抓住北斗、卫星、集群等业务发展机遇，寻求新的市场空间；依托资本平台，持续开展资本运作，优化资本结构、支撑长久性收益增长。以各经营责任主体为主开展技术与市场拓展工作，进一步提升各经营责任主体的独立经营能力。巩固传统市场，加强拓展增量市场，提升新业务竞争力（北斗、卫星、频谱、数字集群等）。

## (四) 盈利预测：

我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 27.37 亿/36.46 亿/45.94 亿元，净利润分

别为 4.65 亿/5.69 亿/6.71 亿, EPS 分别为 0.47 元、0.57 元、0.67 元。

**图 2: 财务三张表预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,000	1,211	1,684	2,737.41	3,645.58	4,594.24
增长率	21.2%	39.0%	62.6%	33.2%	26.0%	
主营业务成本	-501	-575	-788	-1,381	-1,819	-2,305
% 销售收入	50.1%	47.5%	46.8%	49.7%	49.9%	50.2%
毛利	498	636	895	1,377	1,827	2,289
% 销售收入	49.9%	52.5%	53.2%	50.3%	50.1%	49.8%
营业税金及附加	-3	-4	-8	-15	-19	-24
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-79	-108	-129	-192	-255	-322
% 销售收入	7.9%	8.9%	7.7%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-295	-364	-478	-712	-948	-1,195
% 销售收入	29.5%	30.0%	28.4%	26.0%	26.0%	26.0%
总收入前利润 (EBIT)	121	161	280	459	605	749
% 销售收入	12.1%	13.3%	16.6%	16.8%	16.6%	16.3%
财务费用	58	53	21	69	35	20
% 销售收入	-5.8%	-4.4%	-1.2%	-2.5%	-1.0%	-0.4%
资产减值损失	-4	-9	-2	-21	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	40	23	28	15	15	15
% 总净利润	14.7%	8.1%	6.7%	2.6%	2.1%	1.8%
营业利润	215	228	325	522	648	776
营业利润率	21.5%	18.9%	19.3%	19.1%	17.8%	16.9%
营业外收支	57	59	60	60	60	60
税前利润	272	287	384	582	708	836
利润率	27.2%	23.7%	22.8%	21.3%	19.4%	18.2%
所得税	-35	-23	-36	-49	-59	-71
所得税率	12.9%	8.0%	9.5%	8.4%	8.3%	8.4%
净利润	237	264	348	533	649	766
少数股东权益	3	1	22	68	80	95
归属于母公司的净利润	233	263	326	465	569	671
净利润率	23.3%	21.7%	19.4%	17.0%	15.6%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	237	264	348	533	649	766
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	55	89	111	87	80
非经营收益	-36	-24	-29	-75	-75	-75
营运资金变动	-236	-181	14	-220	-444	-487
经营活期现金净流	0	114	401	350	216	303
资本开支	-38	-192	-346	-25	30	30
投资	-118	-179	548	-151	-14	0
其他	6	18	0	15	15	15
投资活期现金净流	-151	-353	202	-162	31	45
股权投资	0	0	5	0	0	0
债权投资	21	-44	-4	0	0	0
其他	-205	-203	-116	0	0	0
筹资活期现金净流	-184	-247	-115	0	0	0
现金净流量	-334	-486	488	188	247	348

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,888	2,404	1,502	1,890	981	787
应收账款	403	606	1,016	1,125	1,499	1,889
存货	679	579	861	1,230	1,644	2,084
其他流动资产	35	236	485	165	220	279
流动资产	4,004	3,826	3,865	4,210	4,324	5,018
% 总资产	84.0%	79.8%	64.0%	63.0%	63.9%	67.7%
长期股权投资	141	154	159	151	166	166
固定资产	485	574	1,087	1,546	1,524	1,500
% 总资产	10.2%	12.0%	18.6%	23.1%	22.5%	20.2%
无形资产	133	237	820	780	752	732
非流动资产	782	971	2,057	2,477	2,441	2,398
% 总资产	16.0%	20.2%	36.0%	37.0%	36.1%	32.3%
总资产总计	4,766	4,797	5,722	6,687	6,765	7,417
短期借款	44	0	0	0	0	0
应付账款	299	279	709	998	1,333	1,688
其他流动负债	25	26	87	275	345	548
流动负债	389	305	776	1,273	1,678	2,235
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	104	104	208	0	0	0
负债	473	409	985	1,273	1,678	2,235
普通股股东权益	4,275	4,339	4,565	5,259	5,828	6,369
少数股东权益	46	49	172	436	516	611
负债股东权益合计	4,794	4,797	5,722	6,967	8,021	9,215

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.701	0.792	0.491	0.486	0.570	0.673
每股净资产	12.858	13.050	6.865	5.272	5.842	6.385
每股经营现金净流	0.000	0.336	0.804	0.351	0.217	0.304
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	5.45%	6.07%	7.14%	8.84%	9.76%	10.53%
总资产收益率	4.86%	5.49%	5.70%	6.67%	7.09%	7.28%
投入资本收益率	2.41%	3.36%	5.33%	7.38%	8.74%	9.82%
增长率						
主营业务收入增长率	3.50%	21.18%	39.02%	55.30%	33.18%	26.02%
EBIT增长率	-29.33%	32.55%	74.45%	39.79%	31.76%	23.82%
净利润增长率	-3.29%	12.88%	23.92%	42.47%	22.42%	17.91%
总资产增长率	0.84%	19.30%	16.88%	1.16%	9.64%	
资产管理能力						
应收账款周转天数	137.7	172.6	208.3	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	494.7	387.5	308.1	330.0	330.0	330.0
应付账款周转天数	159.1	115.0	152.0	180.0	180.0	180.0
固定资产周转天数	178.3	152.1	123.1	73.0	52.6	39.9
偿债能力						
资产负债率	-85.77%	-54.79%	-31.70%	-29.67%	-15.14%	-10.99%
EBIT利息保障倍数	-2.1	-3.0	-13.6	-6.6	-17.3	-37.7
资产负债率	9.88%	8.53%	17.21%	18.27%	20.92%	24.26%

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**易欢欢:** 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

**顾海波:** 宏源证券研究所通信行业分析师, 毕业于华中科技大学, 计算机软件与理论博士学位; 在国内IT领军企业神州数码工作多年, 任职技术总监兼售前总监, 为国内金融、电信行业客户提供IT系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

**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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
		李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		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
	机构	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

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。