

非公开发行融合大股东增持与股权激励，内生+并购保障高成长

投资要点：

1. 事件

海格通信 11 月 11 日公布非公开发行预案，该方案本质上融合大股东增持与关键员工股权激励两个方面。在停牌期间，11 月 6 日公司公布三季报。

2. 我们的分析

1)、非公开发行预案：融合大股东增持+关键人员股权激励，提振信心与完善公司激励机制并举

从海格通信发展历程来说，公司早前的 MBO 为后来的上市及依托并购的跳跃式发展打下了很好的基础，但随着上市后公司经营规模、业务领域、人员规模的快速扩大，同时大股东广州无线电集团仅持股 18.25%，如何平衡新老梯队的激励、新老股东的利益是影响公司长远发展的一个重要问题。通过此次非公开发行，大股东和管理层、全体关键员工三方的认购，同时锁定三年，有效解决了这个问题，实现利益的深度捆绑，对内、对资本市场均提振信心。

2)、内生+并购保障高成长

2011 年以来，并购是推动公司加快自身业务和新业务布局的关键。年内，2 月份完成了广州怡创科技的收购并表、三季度末完成了四川承联的收购，以及披露签署投资框架协议、预期年内完成的深圳科立迅并购。我们预期未来公司仍将继续延续“内生+并购”的发展模式，完成产业布局和增强竞争力。

3. 投资建议

基于三季报，我们对利润预期略做修订（暂不考虑待证监会批复的非公开发行预案）；持续看好公司中长期的行业前景和“内生+并购”并举的成长性。我们预计公司 2014~2016 年的收入分别为 31.91 亿（+89.53%）、44.64 亿（+39.91%）、56.88 亿（+27.40%），归属母公司股东的净利润分别为 4.65 亿（+42.64%）、6.52 亿（+40.21%）、8.71 亿（+33.60%），2014~2016 年每股 EPS 分别为 0.47、0.65、0.87 元。

参考行业及公司历史估值水平，给予公司对应 15 年 35 倍 PE 的中期合理估值 22.90 元，维持“推荐”评级。

海格通信 (002465.SZ)

推荐 维持评级

分析师

朱劲松

■：(8610) 8357 4072

✉：zhujingsong@chinastock.com

执业证书编号：S0130513050004

特此鸣谢

夏庐生：(8610) 8357 4072

xialusheng@chinastock.com.cn

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间	2014.11.11
A 股收盘价（元）		16.74
A 股一年内最高价（元）*		18.49
A 股一年内最低价（元）*		10.46
上证指数		2469.67
市净率		3.57
总股本（万股）		99,752
实际流通 A 股（万股）		90,429
限售的流通 A 股（万股）		9,322
流通 A 股市值（亿元）		151.0

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《海格通讯 (002465.SZ)半年报点评：业绩符合预期，北斗、卫星通信等新兴业务发展迅猛》
2014.8.21
- 2、《海格通信点评：公告军用北斗重大合同，受益北斗步入爆发增长期！》2014.6.16
- 3、《行业跟踪研究：北斗步入市占率快速提升期，配置更待何时》2014.6.5
- 4、《行业周报（总第 120 期）：北斗导航应用提速，军民用新政即将实施》2014.6.2
- 5、《海格通信 13 年年报点评：“产业+资本”双轮战略成效显著，打造军用信息化系统解决方案领先提供商》2014.3.25

一、事件

海格通信 11 月 11 日公布非公开发行预案，该方案本质上融合大股东增持与关键员工股权激励两个方面。

在停牌期间，11 月 6 日公司公布三季报，前三季度收入 16.21 亿（同比增 84.35%），归上市公司股东净利 1.78 亿(同比增 10.60%)，同时预告全年归属上市公司股东净利润增幅 20%~50%，在 3.9~4.9 亿区间。

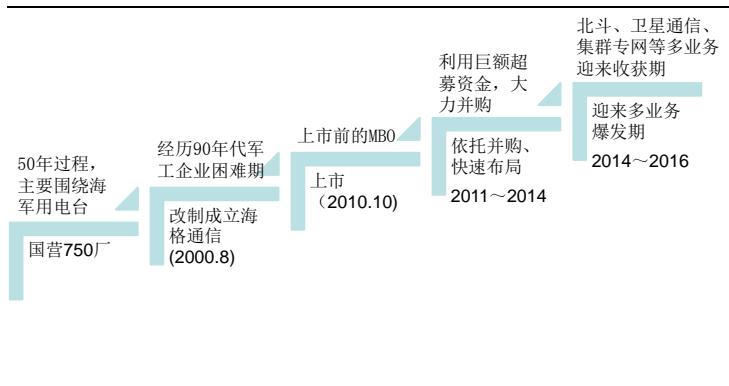
二、我们的分析

1、非公开发行预案：融合大股东增持+关键人员股权激励，提振信心与完善公司激励机制并举

根据预案，此次非公开发行股票数量为不超过 7500 万股，按停牌前二十个交易日均价的 90%、15.76 元/股，其中由母公司广州无线电集团认购 4500 万股，针对高管激励的添富-定增 35 号认购不超过 355 万股，针对公司全体关键员工激励的添富-定增 36 号认购不超过 2645 万股。发行募集资金总额（含发行费用）不超过 11.82 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于偿还银行贷款和补充流动资金，其中 6.2 亿元用于偿还银行贷款（扣税后相当于新增净利润约 3348 万元），其余用于补充流动资金。

同时，广州无线电集团、添富-定增 35 号、添富-定增 36 号所认购的本次发行的股票自本次发行结束之日起 36 个月内不得转让。

从海格通信发展历程来说，公司早前的 MBO 为后来的上市及依托并购的跳跃式发展打下了很好的基础，但随着上市后公司经营规模、业务领域、人员规模的快速扩大，同时大股东广州无线电集团仅持股 18.25%，如何平衡新老梯队的激励、新老股东的利益是影响公司长远发展的一个重要问题。通过此次非公开发行，大股东和管理层、全体关键员工三方的认购，同时锁定三年，有效解决了这个问题，实现利益的深度捆绑，对内、对资本市场均提振信心。

表 1：海格通信主要控/参股子公司 13/14 年半年度比较


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、内生+并购保障高成长

公司前三季度，传统军用电台业务保持平稳、系统总成/北斗/卫星通信等新军品领域发展迅速，订单跟踪同比翻番，从预付帐款、存货等财务指标看也基本如此。伴随国家未来几年将分别大量发射通信卫星（高轨，约 20 颗）、导航卫星（约 30 颗），将推动公司军用卫星通信、北斗以及更复杂军事网络总成项目的快速增长。同时，作为最基本军事通信保障的军用电台，也伴随陆军数字化的新增及产品更替升级需求。

2011 年以来，并购是推动公司加快自身业务和新业务布局的关键。年内，2 月份完成了广州怡创科技的收购并表、三季度末完成了四川承联的收购，以及披露签署投资框架协议、预期年内完成的深圳科立迅并购。我们预期未来公司仍将继续延续“内生+并购”的发展模式，完成产业布局和增强竞争力。

三、投资建议

基于三季报，我们对利润预期略做修订（暂不考虑待证监会批复的非公开发行预案）；持续看好公司中长期的行业前景和“内生+并购”并举的成长性。我们预计公司 2014~2016 年的收入分别为 31.91 亿（+89.53%）、44.64 亿（+39.91%）、56.88 亿（+27.40%），归属母公司股东的净利润分别为 4.65 亿（+42.64%）、6.52 亿（+40.21%）、8.71 亿（+33.60%），2014~2016 年每股 EPS 分别为 0.47、0.65、0.87 元。

参考行业及公司历史估值水平，给予公司对应 15 年 35 倍 PE 的中期合理估值 22.90 元，维持“推荐”评级。

四、风险提示

军品招标进程波动对业绩的影响

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。

朱劲松，通信行业证券分析师。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：中国联通（600050.SH）、中兴通讯（000063.SZ）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、东方通信（600776.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、海兰信（300065.SZ）、海能达（002583.SZ）、高新兴（300098.SZ）、烽火通信（600498.SH）、科华恒盛（002335.SZ）、信威集团（600485.SH）、宜通世纪（300310.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中天科技（600522.SH）、北纬通信（002148.SZ）、二六三（002467.SZ）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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn