

分析师：贾建虎

执业证书编号：S0730513030001

021-50585908

jiajh@ccnew.com

未来两年进入业绩释放期

——海格通信（002465）14年年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2015年4月2日

报告关键要素：

2014年公司营业收入同比增长75.43%，净利润同比增长40.04%。未来公司卫星通信和北斗导航业绩大幅增长将是大概率事件，且随着大股东增持和员工持股计划实施，未来两年将进入业绩释放期。预计公司15年、16年EPS分别为0.63元、0.81元，对应最新收盘价28.34元的PE分别为44倍、34倍，给予公司“增持”评级。

事件：

- 公司发布14年年报，营业收入29.54亿，同比增长75.43%，归属于母公司股东的扣非后净利润3.56亿，同比增长40.04%，EPS为0.44元。

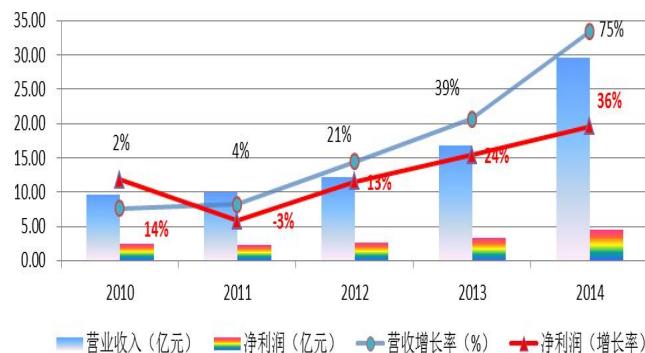
表1：公司主要财务指标

	2011	2012	2013	2014
营业收入同比	3.50	21.16	39.02	75.43
EBIT率	24.42	23.20	25.55	24.59
母公司股东净利润同比	-3.29	12.88	23.92	35.72
毛利率	49.85	52.50	53.18	44.37
净利率	-3.29	12.88	23.92	35.72
ROE	5.47	6.11	7.33	9.31

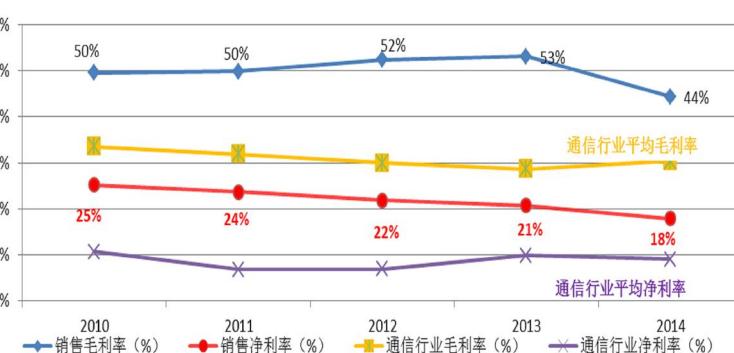
资料来源：公司公告、中原证券

点评：

- 公司2011年业绩拐点已显现，2014年北斗导航和卫星通信收入呈爆发式增长。14年新签军用通信、卫星及导航合同超过12亿元，其中，北斗导航和卫星通信收入分别增长108.21%和85.16%。外延方面，收购的怡创科技、海格承联直接贡献新增合同9亿元。收入格局更趋合理，工业和服务收入占比从13年99:1优化到14年的61:38。
- 公司毛利率虽然有所回落，但仍高于行业平均水平。2014年公司毛利率、净利率下滑主要是收购子公司及发行8亿中期票据，导致销售费用和财务费用有所增加，但是即便如此仍高于通信行业毛利率、净利率平均水平2.5和3.4倍。

图3：公司营业收入和净利润增长情况


资料来源：中原证券、Wind

图4：公司毛利率和净利率变化情况


资料来源：中原证券、Wind

- **2015年公司军品业绩仍有望保持快速增长。**军用通信领域受军事信息化建设影响，仍将保持较快增长。2014、2015年中国军费增长12%和10%，而军队信息化水平仍远落后于西方发达国家，未来C4ISR通信指挥系统开支将有望从2013年国防开支的6.5%增加到2015年的8%左右，将达711亿元，较13年增长50.40%。而公司在军用短波、超短波、中长波电台占市场份额的33-55%，2015年初公司已签订2笔1.25、1.27亿元大单。此外，新收购子公司将拓展军品产业链，未来在数字集群（已进入行业前三）、频谱管理、模拟仿真、气象雷达等领域加快布局。
- **卫星通信和北斗导航进入快车道已被验证，未来民用前景广阔。**2014年北斗导航仅军用转民用小规模推广，公司2014年北斗相关收入就增长108%。未来根据国家相关政策，《国家卫星导航产业中长期发展规划》，到2020年产业规模有望超过4000亿元，北斗贡献率达到60%（13年产业规模为1040亿），年均增长57%。此外，根据《关于组织开展北斗卫星导航产业重大应用示范发展专项的通知》，2016年北斗卫星导航产品应用总量突破3000万台套。未来确定性政府采购包括：1、2015年底客运、货运车辆北斗系统全覆盖；2、车联网及智慧城市项目；3、公安城市综合管理；4、农业部农业机械信息化等。随着采购量的增加，未来民用北斗导航芯片成本将大幅下降，也会加快民用领域北斗导航进入快速增长轨道。公司是仅有的两家具有北斗天线、芯片、终端、运营全产业链的北斗导航系统龙头企业，2013年北斗招标中4个项目3个排名第一、一个排名第三，未来直接受益于卫星通信和北斗导航产业增长，2015年公司相关业务有望继续保持50-80%的增长。
- **公司收购企业进入业绩释放期。**2015年公司收购的3家子公司业绩承诺将超过1.78亿元，有望增厚公司2015年每股收益0.18元左右。

表2：公司收购公司业绩承诺情况

	权益	3年业绩承诺 (亿元)	14年业绩 (万元)	15年业绩承诺 (万元)	实际业绩贡献 (万元)
海格承联	70%	0.99	2404	>3750	>2625
怡创科技	60%	4.70	14500	>16250	>9750
摩诘创新	90%	1.5	5023	>6000	>5400
海格承联	70%	0.99	2404	>3750	>2625

资料来源：公司公告、中原证券

- **公司资本运作外延式扩张仍将持续。**公司2013年至今完成11笔资本运作项目，未来在军工企业改制重组和在大股东支持下，仍有可能加快产业布局，外延扩张对公司估值提升也将较为明显（怡创科技收购PE仅为9.6倍）。
- **大股东及员工持股促进公司业绩释放。**2014年11月12日，公司以15.76元的价格，非公开发行7500万股，大股东4500万股、员工认购3000万股，锁定期36个月，募集资金11.82亿元，新增资金对公司未来业务开拓和外延式发展提供了有力的保障。
- **投资建议：**预计公司2015年、2016年EPS分别为0.63元、0.81元，对应最新收盘价28.34元的PE分别为44倍、34倍，给予公司“增持”评级。
- **公司对应市值仍存在低估。**公司2015年军工净利润预计1.19亿元、对应市值107亿元，卫星导航净利润预计1.98亿元、对应市值158亿元，其他通信产品和服务净利润3.13亿元、对应市值125亿元，相应总市值391亿元，目前市值283亿元。

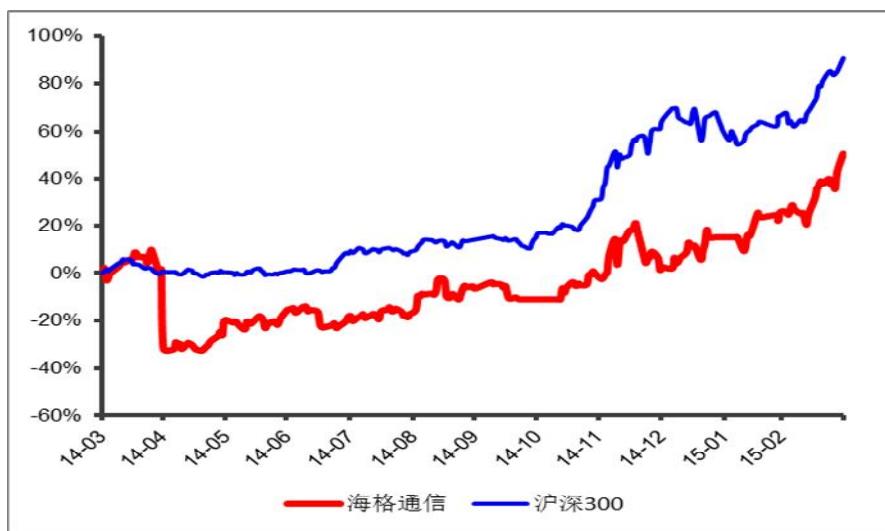
表3：公司相对市值测算情况

产品分类	15年预计净利润 (亿元)	行业平均PE (倍)	对应预估值 (倍)	对应市值 (亿元)
军 工	1.19	138	90	107
卫星导航	1.98	116	80	158
通信产品	3.13	65	40	125
合 计				391

资料来源：WIND、中原证券

- **风险提示：**1、军工订单增长不及预期；2、卫星通信及导航推广结果弱于市场预期；3、资本运作力度放缓。

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。