



买入

65% ↑

目标价格:人民币 19.20

002465.CH

价格:人民币 11.65

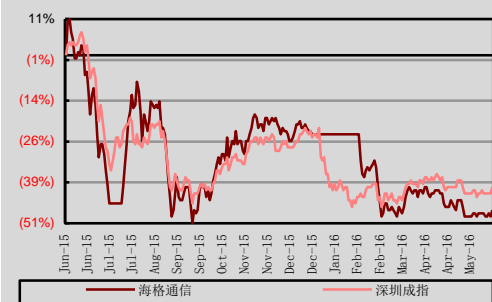
目标价格基础: 53 倍 16 年市盈率

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 公司军工通信龙头地位稳固, 有望重点受益国防信息化建设。
- 公司围绕通信技术优势积极布局新业务, 协同效应显著并有望受“军民融合”政策加码。
- 产业与资本双轮驱动实现跨越式发展, 员工持股、子公司挂牌新三板有效提升公司核心竞争力。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(30.2)	(0.9)	4.0	(43.9)
相对深证成指	(7.4)	(1.1)	(7.7)	(7.0)

发行股数(百万)	2,146
流通股(%)	86
流通股市值(人民币百万)	21,400
3 个月日均交易额(人民币百万)	329
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
广州无线电集团有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 5 月 31 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

吴友文*

(8621) 2032 8313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*吴彤为本报告重要贡献者

海格通信

引领国防信息化进程, 受益军民融合发展

海格通信秉承近 60 年悠久军工产业历史, 紧抓无线通信主业, 积极拓展北斗导航、卫星通信、数字集群等国防信息化重点建设领域, 且逐渐成长为行业龙头。公司凭借上市公司平台优势, 围绕通信技术, 通过一系列收并购全面布局民用通信、气象雷达、模拟仿真等极具潜力并与现有业务形成较强协同业务。我们预计公司将重点受益国防信息化建设, 且有望受益“军民融合、军技民用”政策加码, 首次覆盖给予买入评级, 12 个月目标价格 19.20 元。

支撑评级的要点

- 巩固军工通信龙头地位, 有望重点受益国防信息化建设: 公司作为军工通信领军企业, 凭借着多年的技术积累推出的产品覆盖多军种多用途。公司紧抓国防信息化建设重点, 大力发展卫星导航、卫星通信、数字集群等国防信息化建设重点并建立领先优势, 未来有望重点受益。
- 围绕通信技术优势积极布局新业务, 协同效应显著: 公司有效利用上市公司平台优势, 通过内生外延等一系列措施围绕通信主题快速布局通信服务、气象雷达、模拟仿真等业务。公司新业务布局显著提升公司整体业绩, 且与原有业务产生较好协同效应, 有望持续提升公司盈利能力及核心竞争力。同时, 民用业务布局契合“军民融合”战略将受益相关政策加码。
- 员工持股、子公司挂牌新三板有效提升公司核心竞争力: 公司作为广州市属国有企业首家实施员工持股计划, 在充实公司资本的同时极大地健全长期激励约束机制, 并进一步提高员工的凝聚力、竞争力。公司积极推进有条件子公司挂牌新三板也将进一步完善子公司法人治理结构, 有效拓宽融资渠道完善激励机制, 稳定和吸引优秀人才, 从而巩固核心竞争力。

评级面临的主要风险

- 北斗导航、卫星通信等技术推进或不达预期, 市场竞争加剧; 民用通信业务受运营商资本开支影响, 外延并购或不达预期。

估值

- 预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.36 元、0.47 元、0.60 元, 参考可比公司 2016 年市盈率估值水平, 考虑到公司军工通信龙头的发展预期给予公司 53 倍的市盈率估值, 对应 12 个月目标价为 19.20 元, 2017、2018 年相应市盈率为 41 倍、32 倍。首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	2,953.83	3,806.58	4,914.38	6,304.98	8,003.40
变动(%)		28.87	29.10	28.30	26.94
净利润(人民币百万)	442.73	579.59	775.36	1,008.42	1,278.09
全面摊薄每股收益(人民币)	0.44	0.27	0.36	0.47	0.60
变动(%)		(39.14)	33.78	30.06	26.74
全面摊薄市盈率(倍)	26.25	43.13	53.13	40.85	32.23
价格/每股账面价值(倍)	(0.09)	0.36	0.29	0.38	0.63
每股现金流量(人民币)	(134.85)	32.81	39.50	30.90	18.51
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.43	43.45	22.72	16.07	12.22
每股股息(人民币)	0.20	0.15	0.14	0.19	0.24
股息率(%)	37.86	1.14	0.67	0.87	1.10

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司概况：系出名门，扬帆再起	3
核心通信导航业务将充分受益国防信息化建设	6
多业务拓展有效提升公司盈利能力，多方布局切合军民融合政策	14
盈利预测及投资建议	23
风险提示	26
研究报告中所提及的有关上市公司	28

公司概况：系出名门，扬帆再起

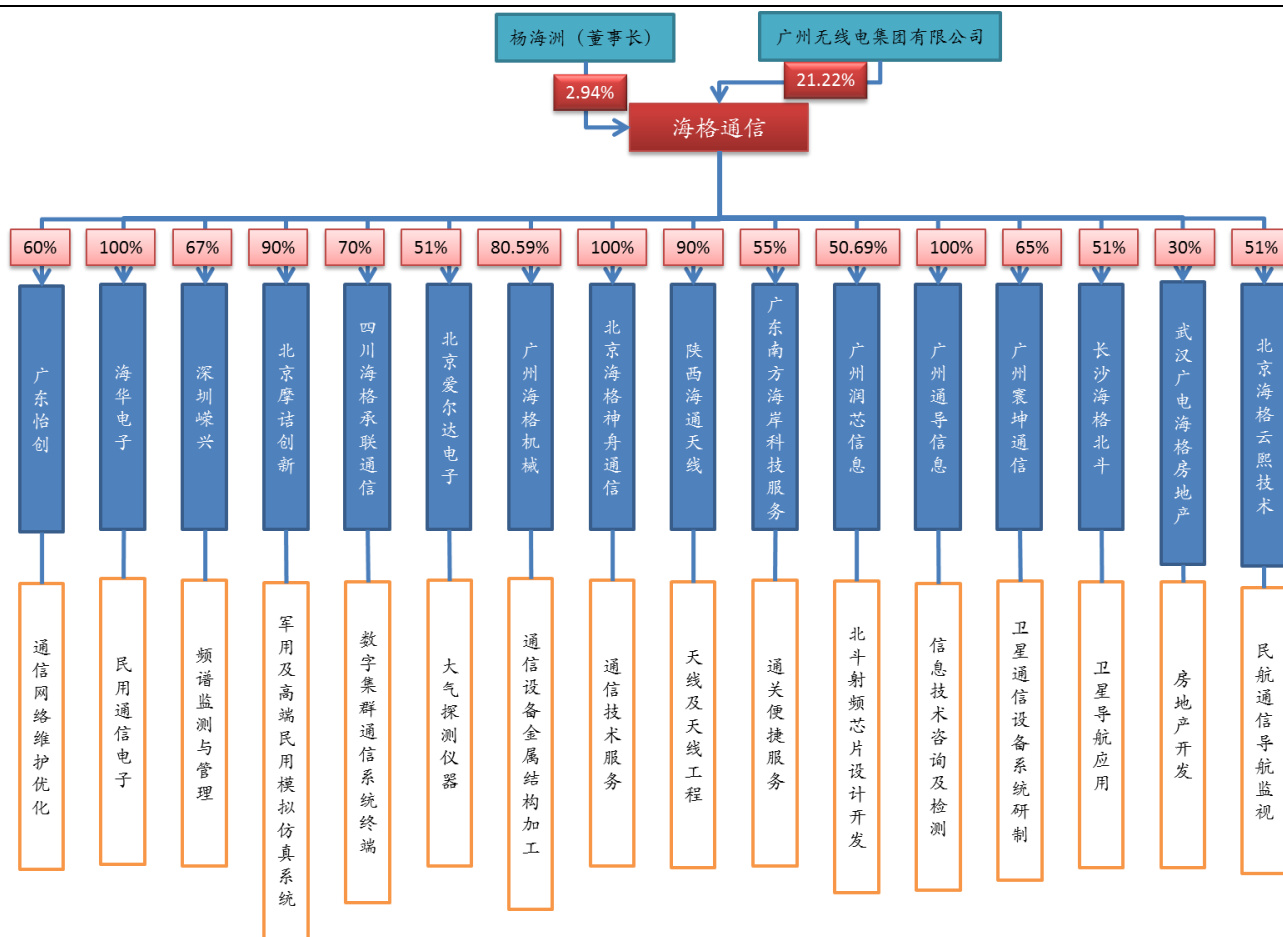
海格通信是国家创新型企业、全国电子信息百强企业之一的广州无线电集团的主要成员企业。公司前身源于 1956 年始创的国营第七五〇厂，秉承了其近 60 年的悠久军工产业历史并发扬光大。

产业与资本双轮驱动，内生外延实现跨越式发展

公司于 2010 年 8 月 31 日作为行业内军工通信企业首家实现在深交所 IPO 上市。上市后，公司紧密围绕建设电子信息领域军民融合、规模发展的高科技创新型企业的战略目标，以产业与资本双轮驱动，迅速实现了跨越式发展。

公司现拥有 4 家全资子公司、14 家控股子公司、1 家参股子公司。

图表 1. 公司大股东及主要参股/控股公司简介



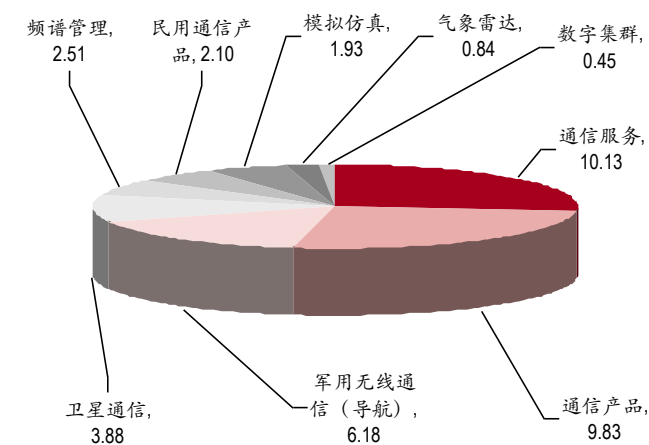
资料来源：公司公告，中银证券

公司主营军用通信、导航业务市场发展良好，公司经过多年深耕细作，在传统通信产品（短波/超短波/系统集成）、卫通通信、北斗导航等核心业务领域，具有产品线较广、覆盖频段宽的优势，并能够紧跟新一代核心产品研发并为用户提供一揽子系统解决方案。自 2000 年体制创新以来，公司已由原来单一为海军提供舰用短波通信、导航的整机设备厂，发展成为陆、海、空、二炮等全军各军兵种及政府、公安、武警、消防、交通等国民经济重要部门提供通信、导航信息化装备与服务的军民融合的大型高科技企业集团。

从上图公司架构中，我们发现公司充分利用资本平台优势，积极响应“军技民用、军民融合”的号召，在自身过硬的军工通信基础之上通过内生外延迅速布局相关产业，已经形成包括无线通信、北斗导航、卫星通信、数字集群、芯片设计、海事电子、模拟仿真、雷达探测、频谱管理及信息服务在内的 10 大产品线。其中，近两年布局的频谱管理、模拟仿真、数字集群和通信服务等产业发展势头良好，行业竞争力凸显。

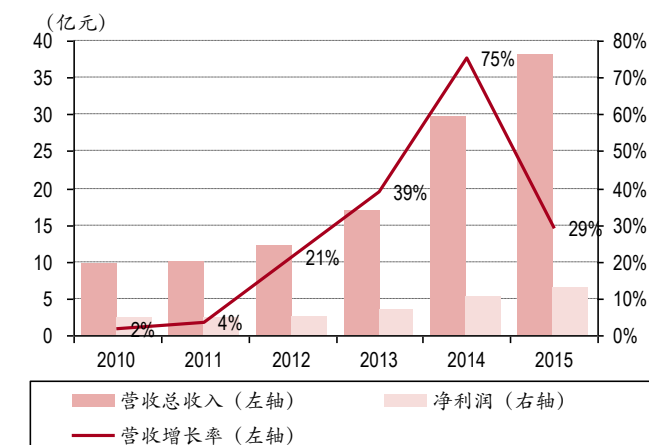
另外，公司自成立以来持续保持稳健的发展态势，尤其是 2012 年以来公司产销利年均保持 20% 以上的高度增长。2014 年受益国防信息化建设加速以及北斗二代运营带动的北斗终端放量，营收增长率达到 75%。2015 年，公司继续巩固在北斗、卫星通信以及模拟仿真上面的优势，并紧抓行业发展机遇、拓宽产品线并拓展新用户，从而依然保持近 30% 的营收增长率。

图表 2. 公司 2015 营业收入及分布 (亿元)



资料来源：公司 2015 年年报，中银证券

图表 3. 公司 2010~2015 营收及净利润



资料来源：公司公告，中银证券

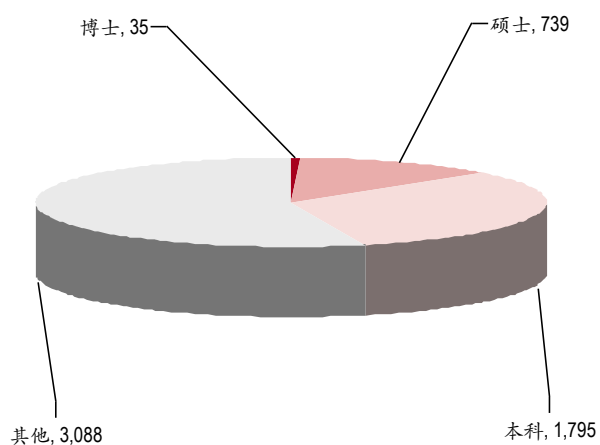
高素质队伍建设+有效激励机制实施，提升员工凝聚力+公司竞争力

公司拥有国家认定的企业技术中心，以及博士后科研工作站的核心分部。经过多年的人才建设，公司集结了一支高素质、稳定的人才队伍。目前，集团员工近 5,000 名，其中博士、硕士约占员工总数的 17.02%，经理人、专家及各类专业技术人才占员工总数的 75% 以上。作为以技术为主的公司，公司深谙技术领先的重要性，因此公司始终坚持技术与市场紧密融合的创新战略，每年研发投入接近或超过销售收入的 10%。高投入为公司技术带来了极大提升，公司先后 80 项产品荣获国家、省部级奖项，多项自主开发核心技术处于国内领先地位，部分产品已达国际先进水平。

我们认为，高素质稳定的人才队伍建设以及研发的大力投入将为公司未来的长远更好更快发展打下了坚实基础，也将为公司未来业绩提供长期有力支撑。

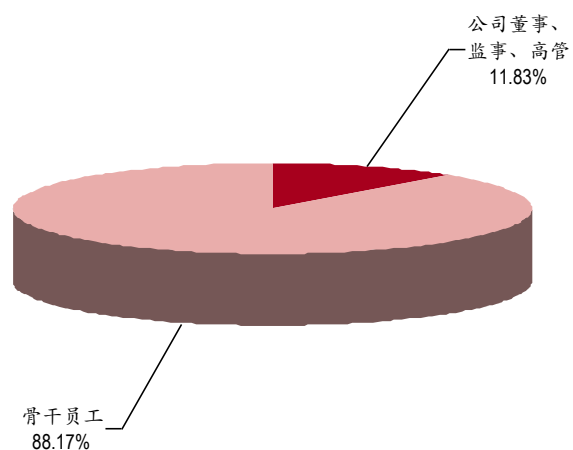
为了更好的激发员工的积极性、创造性，公司非公开发行暨员工持股计划已于 2015 年 8 月 26 日顺利完成非公开发行暨员工持股计划工作。公司此次非公开发行不超过 75,356,297 股新股，募集资金总额不超过 11.73 亿元。此次员工持股计划锁定期 3 年凸显公司对未来发展的信心。我们认为，此次员工持股计划的有效实施将有利于健全公司长期、有效的激励约束机制，进一步提高员工的凝聚力和公司竞争力，有效调动员工的积极性和创造性，有效释放公司各业务板块业绩发展潜力，从而促进公司长期、持续、稳定、健康发展。

图表 4. 公司员工构成 (截至 2015.12.31)



资料来源：公司公告，万得数据，中银证券

图表 5. 公司 2015 年员工股权激励结构



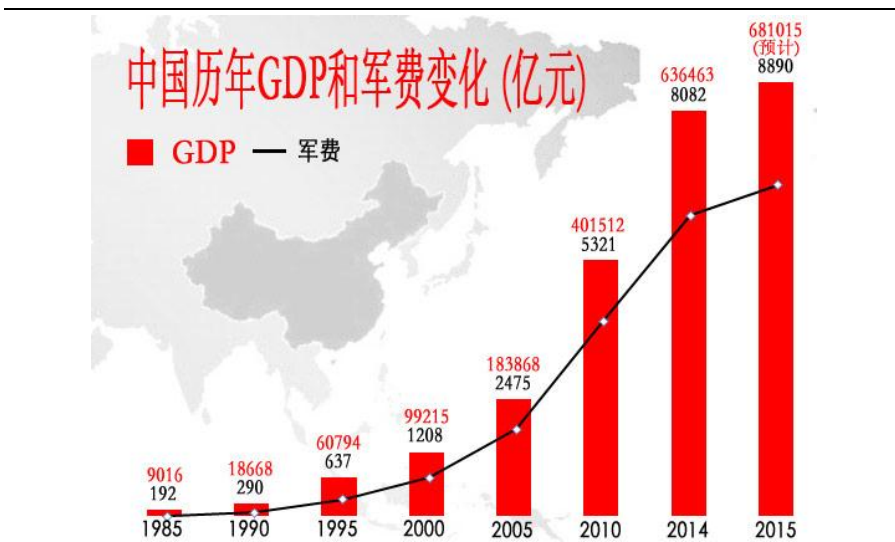
资料来源：公司公告，万得数据，中银证券

核心通信导航业务将充分受益国防信息化建设

国防信息化建设进一步打开公司市场空间

在我们享受信息化、网络化带来的各种便利的同时，信息技术的爆炸性发展也极大的改变了现代战争的形式和格局，信息化战争作为一种全新的战争形态已经逐渐成型。在安全局势日益复杂和国防战略更趋积极主动的背景下，“落后就会挨打”的真理也鞭策我们国家持续加强国防与军队建设，特别是对国防信息化大力投入。我国国防和军队现代化着眼 2020 年基本实现机械化并使信息化建设取得重大进展的目标，坚持以机械化为基础，以信息化为主导，广泛运用信息技术成果，推进机械化信息化复合发展和有机融合。

图表 6. 中国历年 GDP 和军费变化



资料来源：凤凰网，中银证券

美军作为国防信息化建设的先驱，其已趋成熟的“C4ISR”现代化军队指挥自动化系统将是我国国防信息化发展的方向。C4ISR 是现代军队的指挥自动化系统，由指挥、控制、通信、计算机、情报及监视与侦察英文单词的缩写构成，即 Command、Control、Communications、Computers、Intelligence、Surveillance、Reconnaissance。据美国国防战略情报 (SDI) 网站最近一份预测报告称，美国 C4ISR 在 2014 年的预算为 650 亿美元，估计未来将以 1.34% 的复合年增长率增加。美军 2014 年军费预算为 5,521 亿美元，因此美军在 C4ISR 上面投入占总军费的 11.78%。由于我军在 C4ISR 建设上面落后美军，因此保守估计我军在 C4ISR 建设上面投入占比达到 14%，合计 2015 年我国对 C4ISR 建设投入达到 1,244.6 亿元。通信导航系统作为整个 C4ISR 系统的核心，将成为建设重点也就意味着很大的市场空间。2016 年国防预算 9,543 亿元，同比增长 7.6%，增速下降的主要原因是国家裁军 30 万人，并且裁军重点在于非战斗人员，实际上用于战斗人员队伍建设以及装备建设的经费更加集中。信息化装备市场规模仍将稳步增长，部分热点行业将迎来快速发展机遇。预计 2020 年我国国防信息化市场有望突破 2,000 亿元，五年间复合增速超过 15%。

图表 7. C4ISR 现代军队的指挥自动化系统



资料来源：中银证券

公司作为军工通信老牌厂商，无论是技术还是在军用市场中认可度都处于绝对领先地位，同时公司军用北斗导航、无线通信、卫星移动通信等核心技术切中国防信息化建设重点。因此，我们认为公司将高确定性受益我国 C4ISR 发展。

北斗导航：全产业链优势助力公司引领北斗市场增长

北斗导航是我国发展自主可控卫星全球定位系统并摆脱对美国 GPS 系统的过度依赖的建设重点，因此近年来我国一直将其建设摆在国家战略的高度。结合我国国情以及北斗卫星发展状况，我国早在上世纪 80~90 年代就提出了“北斗”卫星导航系统建设的“三步走”规划。我国在 2000 年建成北斗卫星导航实验系统完成“第一步”，北斗建设“第二步”即完成亚太覆盖并开始区域性运营已于 2012 年底完成。2015 年以来，我国发送了近六颗北斗新一代卫星，加速拉开“北斗”第三步也就是最后一步建设的序幕，并计划在 2020 年完成全球覆盖。

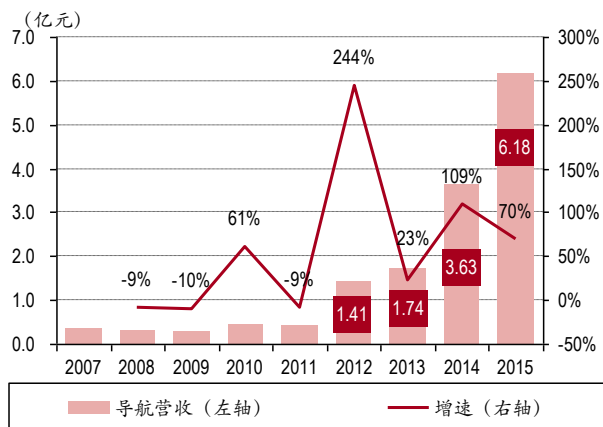
北斗导航市场空间巨大：据《中国卫星导航产业白皮书》（2014 年）估算，2014 年全年中国卫星导航产业市场达 1,314 亿元。国务院 2013 年出台的《国家卫星导航产业中长期发展规划》指出到 2020 年，我国卫星导航产业创新发展格局基本形成，产业应用规模和国际化水平大幅提升，产业规模超过 4,000 亿元，北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济重要行业和关键领域得到广泛应用，在大众消费市场逐步推广普及，对国内卫星导航应用市场的贡献率达到 60%，重要应用领域达到 80% 以上，在全球市场具有较强的国际竞争力。

图表 8. “北斗”导航系统建设三步走计划



资料来源：中网资讯中心

图表 9. 海格通信 2007-2015 导航营收及增长率



资料来源：公司公告，中银证券

在北斗完成亚太覆盖之后，北斗技术的推广应用带动了整个北斗终端的放量，尤其是在国防安全上面的应用。公司是目前 A 股上市公司中在北斗导航领域少数拥有“芯片→模块→天线→整机→系统→运营服务”全产业链的大型高科技企业，公司自主研制的各种应用形式的导航产品和信息系统，已广泛应用于国防及国民经济重要领域等，在车辆监管、船舶导航、口岸通关、抢险救灾等行业应用领域发挥了显著效益。目前公司北斗行业应用主要在公务车及后续的运营服务、南方海岸的海关通关系统服务、“两客一危”等行业应用，也在考虑地基增强系统项目建设、高精度应用、北斗核心器件研制。公司将将军用北斗和民用北斗板块进一步整合，建立北斗产业集群，形成协同效用。在民用和行业市场拓展方面，公司紧抓北斗导航系统快速应用推广契机于 2015 年投资 1,020 万元，占 51% 股权，合资设立河南海格经纬信息技术有限公司，定位于民用北斗、智慧城市等领域的发展。

图表 10. 海格通信全产业链布局



资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 公司北斗应用布局



资料来源：公司公告，中银证券

公司行业领先优势明显，全产业链优势市场领先，因此也将重点受益北斗终端以及相关产业放量。我们从图表 9 中能明显看出，公司导航业务 2012 年营收随着北斗亚太组网完成并试运营实现了近 250% 的飞跃式增长。另外，公司 2014 年完成了 10 多个重点项目的研制，并通过内部优化与产能提升，完成大批量产品生产和交付，全年获得超过 4 亿元北斗导航订货，实现收入 3.63 亿元。2015 年，公司北斗导航业务收入同比增长 109% 实现 6.18 亿元营收，公告新签北斗相关重大合同 3.92 亿元。未来，随着公司自主研制的各种应用形式的导航产品和信息系统在国防及国民经济等重要领域的广泛应用，后续将会随着北斗全球化的发展持续获得较大金额的合同订单。

公司目前国防订单充足稳固北斗龙头：国防安全的考量是世界各国发展自有卫星导航的第一推动力，摆脱对美国 GPS 的依赖，发展自有卫星定位、授时、导航、通信等系统是我国国防、安全生产等多领域的迫切需求。北斗二代的亚太组网主要需求来源于军工和国家安全方面的应用需求，国内主要的军用订单均已呈现快速上量趋势。随着北斗在定位精度等技术指标的不断提升，预计军工北斗在未来 2-3 年仍将是北斗导航的主要需求所在，有望保持持续高速增长。我们认为海格通信作为军工通信龙头，将凭借其长期耕耘军工市场积累下来的经验、关系等优势资源同时结合不俗的软硬件研发实力，将会牢牢占据军工北斗龙头地位。

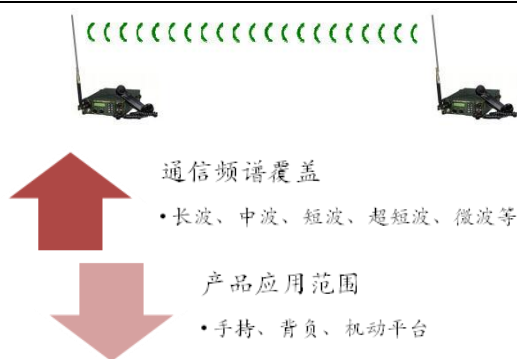
另外，随着“一带一路”战略的提出，北斗也将在“一带一路”上发挥重要作用并随着“一带一路”走出国门。2015 年 10 月 19 号，中国与伊朗签约将在伊朗建造北斗地面接收站并向其输出北斗导航技术。我们认为，北斗全球化的建设将扩大北斗在全球的覆盖范围，类似的海外北斗需求会逐步增加。因此，我们判断公司作为国内领军北斗厂商未来将有望受益北斗未来海外北斗特殊应用订单的增加。

民用市场强式布局，投资首款 40nm 基带一体化芯片：公司控股子公司广州润芯参股上海北伽，占股 10%。2015 年，上海北伽发布“航芯一号”芯片，是国内首颗 40nm 制程的北斗多模射频基带一体化芯片。之前，我国主流民用北斗芯片都采用 130nm 和 65nm 制程，且基带和射频芯片不统一。从这个方面来看，“航芯一号”极大地提高了我国北斗芯片技术水平，在市场上也将备受欢迎。“航芯一号”将首先在中兴手机上开展百万级示范应用，预计 2016 年将全面铺货，相关收入也将快速增加。

无线通信：军用需求继续稳定增长，公司稳占市场龙头

军用无线通信积累深厚：公司从成立开始一直从事无线军用电台的研制拥有近 60 年的无线通信专业经验，是国内频段覆盖范围最广、设备制式最全的无线通信设备企业，拥有完善的科研、生产、工程建设及售后保障服务体系，产品和在国内外各类行业用户中广泛应用。公司具备为用户提供专用无线通信系统解决方案能力，目前主要业务军用无线电台产品覆盖多军种、多用途。目前，公司是我国军用无线通信最大的整机供应商，公司也是行业内唯一承担全天候覆盖我国疆土的军方大型通信科研项目总体单位。

图表 12. 公司无线通信产品特点



资料来源：公司官网，中银证券

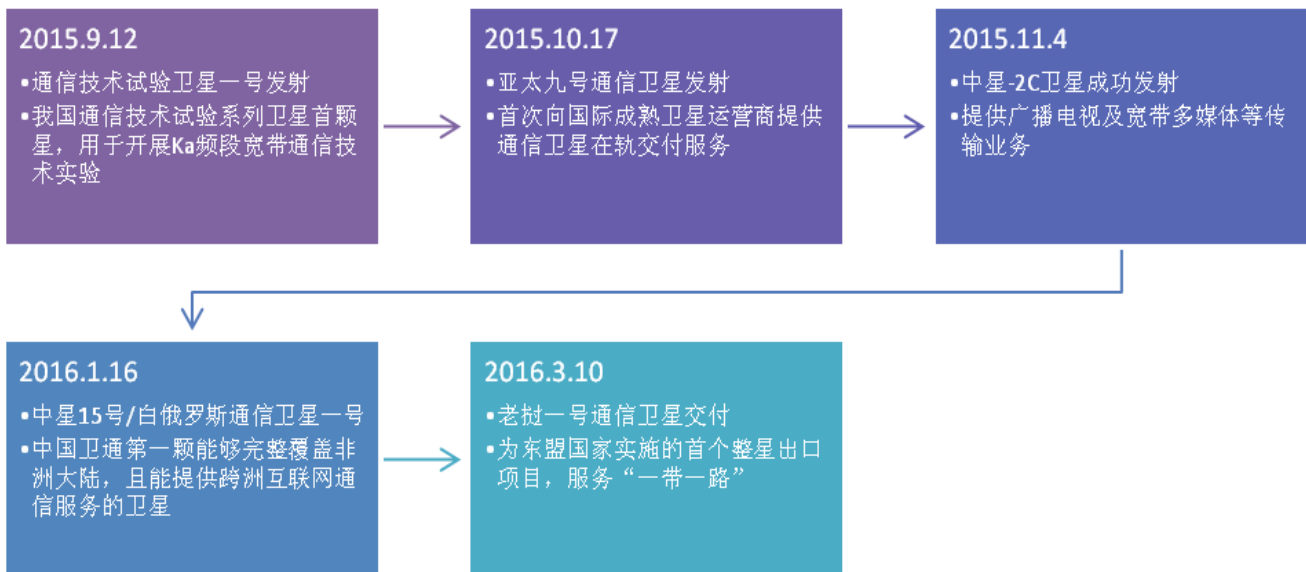
无线技术发展紧跟军用技术需求：公司无线产品和技术紧跟国防信息化数字化建设需求，相关产品采用数字化、自适应、调频等新技术，可支持数据传输、数字语音、图像传输等数字化业务，具备组网能力。

公司在无线通信方面研发实力雄厚、技术突出，公司现有主导产品保持强劲的竞争力和稳健的发展，2015 年公司继续保持了特殊机构市场的领先地位，同时紧跟国家自主可控的趋势，积极发展民航、交通部、海警等民用行业应用市场，年度实现 10 亿元订货。我们认为，公司在军用市场上占有率也领先其他厂商，其无线通信产品在军用市场占比在 30% 左右。未来，随着军用通信数字化建设以及老旧设备的更新换代，我们认为公司无线通信业务还将继续保持 15% 左右的平稳增长。

卫星通信：乘卫星通信发展东风，高增长态势有望维持

类似于北斗导航，卫星通信在我国国防和民生上面正起着越来越重要的作用。尤其是在国防上，因此国家也开始愈加重视军事卫星通信建设。卫星通信在“十二五”规划中作为国家战略来建设。我国卫星通信的基础设施建设近年来也实现了飞跃式发展，中国卫星通信服务开始走向全球。在“十三五”期间，卫星通信广播系统将重点发展固定通信广播、移动通信广播和数据中继三个卫星系列，逐步覆盖全球主要地区，并与地面通信网络融合。建设天基骨干传输网、天基移动宽带接入网和地面节点网，开发商用应用终端，形成网络互连、全球覆盖、宽带服务和移动保障的卫星通信系统，与地面宽带网络、第五代移动通信系统等互联融合，形成我国自主的空天地一体化网络。

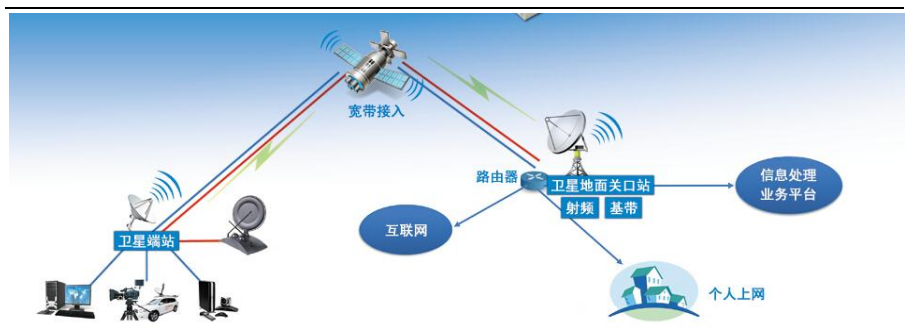
图表 13. 近期我国通信卫星发射情况



资料来源：中银证券

特别是在过去的 2015 年间，我国不仅成功发射了 Ka 频段的试验星更实现了对欧洲以及东南亚国家的整星出口任务，可独立于现有国际商用通信卫星体系之外向世界各国提供通讯服务。未来中国可能还将以打包出售整颗卫星及全套服务方式，向第三世界国家出售通信卫星服务。其中，Ka 频段、Ka 宽带卫星采用点波束和频率复用技术，具有大容量、大带宽、高速双向传输等特点，通信容量是传统 C、Ku 卫星的几十倍，单终端率可达 20Mbps~150Mbps，通信成本大幅降低。Ka 宽带卫星广泛应用于机载、船载、铁路等移动体的互联网接入，可实现偏远地区的移动通信基站接入及其他行业应用，满足“宽带中国”战略的互联网接入需求。预计中国卫通即将发射的中星 16 和中星 18 号 Ka 宽带卫星可覆盖中国、东亚、南亚等地区。

图表 14. Ka 频段卫星通信应用

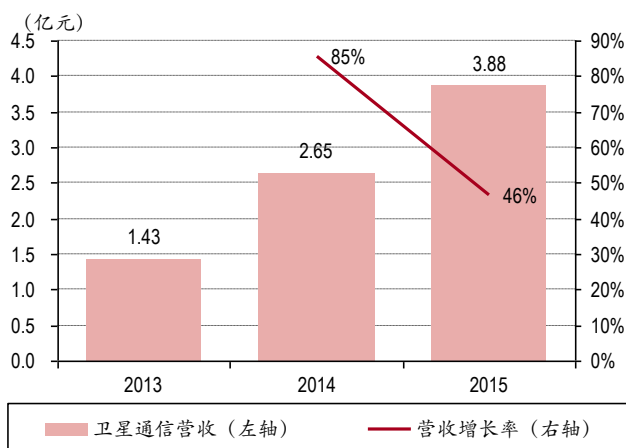


资料来源：互联网，中银证券

我们认为，正在飞速发展的民用通信卫星将成为长期建设重点，中国近期发布计划称将在 2025 年前后完成民用空间基础设施的 88 颗卫星布局，包括：遥感卫星、通信卫星、导航卫星。与北斗导航系统被接纳为 GNSS 全球导航系统一样，我国自主的卫星移动通信系统未来也将加入国际卫星电话（原海事卫星）、依星、亚星全球公众服务卫星移动通信系统。其中，随着国家利益的全球化特别是“一带一路”的发展推进，构建我国自主的全球卫星移动通信系统已十分迫切。更具工信部牵头组织的是对 18 个部委以及国民经济各主要应用行业的调查统计，我国全球卫星移动通信系统的潜在用户数量达到 1,300 万户，公众用户产品年市场容量 110 亿元，通信服务市场营业收入年增长率可到 10%~15%。面对如此庞大的市场空间，公司在已建立的军用卫星天线坚实基础之上拓展民用市场将有望凭借先发优势获得更大发展空间。2016 年 3 月，公司公告拟收购寰坤通信少数股东股权，符合公司“军民融合”、“两个高端”（高端装备制造业、高端信息服务）的战略布局，同时有利于打造公司卫星通信领域技术开发的核心平台。

在卫星通信这一领域，公司早在 2006 年就开始研制相关产品，并承担了“卫星移动通信系统射频芯片研究”、“船载动中通卫星通信系统”、“兼容型北斗导航终端及其组件的研发与产业化”等国家战略性新兴产业发展和国家 863 重大项目。多年的研发经验帮助公司在国家“一二五”卫星通信大规模建设中脱颖而出，一跃成为国防卫星通信产品主流供应商。公司主流卫星通信产品在国防机构用户市场已实现规模订货及量产，并且订货规模正在进一步扩大。在 2012 年，国家卫星通信产业正式开始大规模建设之后，我们也可以看到公司卫星通信营收从 13 年开始放量，同时开始快速增长，在 14 年实现了同比 85.3% 的高增长，15 年保持快速增长势头实现同比 46% 的增长。

图表 15. 2013-2015 卫星通信营收



资料来源：公司年报，中银证券

图表 16. 公司卫星产品产业链及应用范围



资料来源：公司年报，中银证券

未来，卫星通信领域随着天通 S 移动通信系统的建设以及二代星的推广应用，市场容量将大幅增长。2015 年，卫星通信通信业务收入同比增长 46%，获得新签合同订单 3.03 亿元，为 2016 年卫星通信业务的高速发展提高较强保障。公司卫星通信领域用户已涵盖国防、政府、海洋运输、海洋管理、气象监测等部门。同时，公司在卫星通信方面的整体技术竞争力近年来获得快速提升，综合实力保持行业前三名，掌握了射频模块、动中通天线、民用多媒体卫星通信系统、卫星通信设备等重要产品技术，突破 FDMA/FDMA 船载动中通卫星通信系统的技术体制。

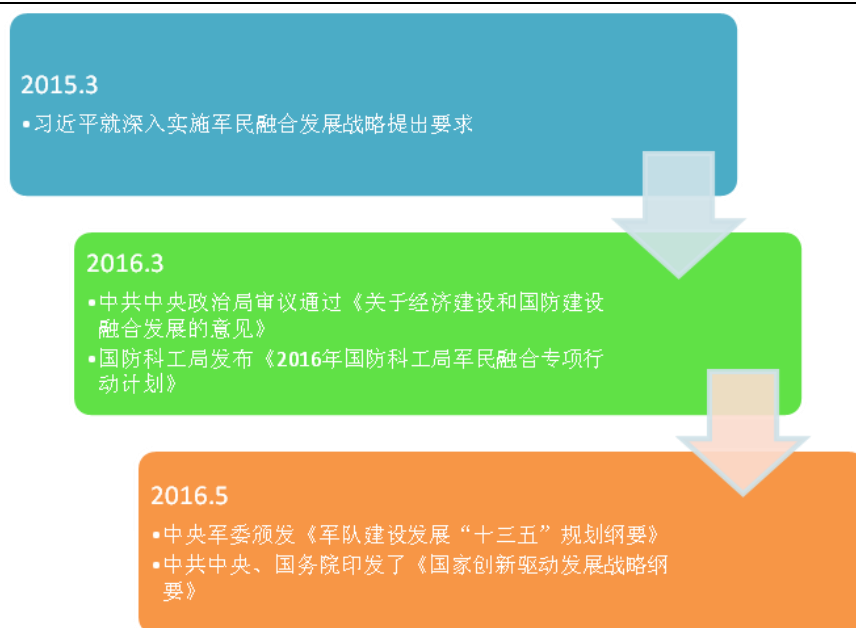
我们认为，公司卫星通信业务与北斗业务在市场以及应用上有一定的相似性，未来卫星通信有望发展成公司继北斗之后的又一强势主营。同时，我们认为基于卫星导航、卫星通信两个业务的相关性，未来两大业务将形成强烈的协同作用。公司将有望提供通导一体化解决方案，我们预计公司 3~5 年内，随着国防卫星通信建设的投入加大，公司卫星通信营收将有望突破 10 亿元。

多业务拓展有效提升公司盈利能力，多方布局 切合军民融合政策

军民融合上升为国家战略，公司发展契合战略发展有望多重受益

2015年3月12日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席十二届全国人大三次会议解放军代表团全体会议。习近平重点就深入实施军民融合发展战略提出要求指出，要坚持问题牵引，拿出思路举措，以强烈的责任担当推动问题的解决，正确把握和处理经济建设和国防建设的关系，使两者协调发展、平衡发展、兼容发展。2016年3月25日，中共中央政治局审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，指出：把军民融合发展上升为国家战略，是党中央从国家安全和发展战略全局出发作出的重大决策，是在全面建成小康社会进程中实现富国和强军相统一的必由之路。同月，国防科工局发布《2016年国防科工局军民融合专项行动计划》，旨在加快推进国防科技工业军民融合深度发展，在更好支撑国防和军队建设、保障武器装备科研生产的同时，发挥军工优势推动国家科技进步和服务经济社会发展。2016年5月12日，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》，强调将更加注重军民融合。2016年5月12日，中共中央、国务院印发了《国家创新驱动发展战略纲要》，强调深化军民融合促进创新互动，形成多要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展新格局。

图表 17. 2015~2016 主要军民融合政策一览



资料来源:中银证券

军民融合深度发展将是保障我国实现伟大复兴的必经之路的重要发展战略已经得到广泛认同，一方面，实现军民深度融合才能加快转变战斗力生成模式、有效破解强军难题；另一方面，军民深度融合才能最大限度地发挥国防和军队建设在促进转型、增加就业、孵化高新技术等方面的重要作用。其中，信息化以及网络技术作为军民两用关键技术，因此在整个进程中占有关键性地位。推动网络安全以及信息化军民融合，就是将军队网络安全和信息化发展体系纳入国家网络安全和信息化之中，实现军民一体、良性互动、协同发展。其中，既有优势民用技术实现民参军帮助军队实现快速飞跃式发展，更有军用技术实现军技民用更好的服务社会和民生。因此，结合公司作为有着 60 余年军工通信企业的背景以及公司在无线通信、北斗导航、卫星通信三大极具军民双向应用潜力主业务上的龙头优势，公司在军民融合的信息化上面将具有得天独厚的技术及布局双重优势，未来将有望重度受益军民融合相关政策。

同时，公司在稳固无线通信、北斗导航、卫星通信三大主业龙头地位之余，通过一系列内生外延的方式发展了一批通讯相关配套业务，包括：模拟仿真、数字集群、频谱管理、信息服务、气象雷达、船舶电子等。这些配套业务有效的提升了公司的核心竞争力以及盈利能力，同多项业务深度切合国家“军民融合、军技民用”号召，未来有望获得政策加码多方面受益。

模拟仿真：收购摩诘创新布局模拟仿真，协同效应已显

公司在 2013 年以自有资金 4.66 亿元收购北京摩诘创新科技有限公司 90% 的股权，从而进入模拟仿真以及军用、通用航空等领域。摩诘创新主营的主营业务是为军用及高端民用客户提供飞行模拟仿真系统的相关产品与服务。主要产品包括模拟器、多自由度电动运动平台、视景系统、操纵负荷系统、动感座椅和单兵训练系统等。其中大负载六自由度电动运动平台的研制成功填补了国内空白，达到了国际先进水平。目前，摩诘创新是飞行模拟仿真领域的细分龙头，目前用户主要是国防单位以及科研院所等。

图表 18. 六自由度电动平台



资料来源：公司网站，中银证券

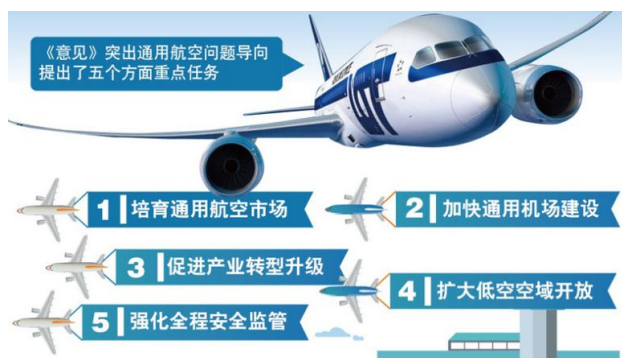
图表 19. 飞行模拟器



资料来源：公司网站，中银证券

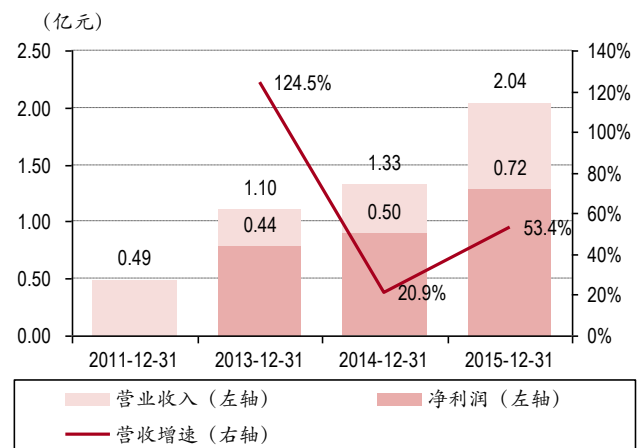
在市场需求方面，当前，中国空军的装备建设已进入了跨越式发展的新阶段，同时对于飞行模拟器的需求也产生了强大的市场需求推动作用。从国内行业的发展来看，低空开放及其相关联的通航市场将提供超万亿的市场商机，中国通航市场的低起点使该领域具有爆发式的增长潜力。2016年5月，国务院办公厅印发《关于促进通用航空业发展的指导意见》提出，到2020年，建成500个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产区、主要林区、50%以上的5A级旅游景区。通用航空器达到5,000架以上，年飞行量200万小时以上，培育一批具有市场竞争力的通用航空企业。通用航空器研发制造水平和自主化率有较大提升，国产通用航空器在通用航空机队中的比例明显提高。我们认为，随着未来国防训练需求的增加以及低空飞行及其相关通航市场的逐渐放开，飞行模拟器需求量会进一步增大。

图表 20. 国务院《关于促进通用航空业发展的指导意见》



资料来源：新华社，中银证券

图表 21. 摩诃创新 2012-2015 营收和净利润



资料来源：公司年报，中银证券

公司并购协议中，摩诃创新承诺 2013~2015 年净利润不低于 4,000 万、5,000 万和 6,000 万；或 2013~2015 年三年累计扣非净利润不低于 1.5 亿元且每年净利润不低于 3,000 万元。我们认为，摩诃创新业绩承诺为母公司提供了业绩保证，2015 年超额 20% 完成业绩更是对自身竞争力和未来市场具有信心表现。

另外，鉴于公司的仿真模拟业务面向客户主要来自军工国防市场，因此我们认为子公司与母公司在市场拓展上将具有较强协同作用。2015 年 11 月份，公司公告摩诃创新收到特殊机构客户总金额 1.5 亿元人民币的重大合同。考虑到摩诃创新 2015 年总营收 2.04 亿元，同比 2014 年增长 53.4%，我们认为子公司与母公司的协同效应已经开始凸显，有望随着技术的成熟以及市场认同度的上升保持高速增长。

最后，虚拟现实技术本质上是一种借助计算机仿真系统创建一个可供使用者体验的虚拟世界，具体来讲它利用计算机生成一种模拟环境，是一种多源信息融合的交互式的三维动态视景和实体行为的系统仿真，使用户沉浸到该环境中。因此，计算机仿真是虚拟现实技术的核心技术基础。我们认为摩诃创新在计算机仿真多年的技术积累为其进入虚拟现实行业提供了较大优势。公司未来也将基于已有的技术优势，探索更为大众的游戏、动漫等类 VR 市场以及高铁、精密加工，将创造新的经济增长点。

模拟仿真业务正成长为公司增长最快业务，公司已经充分利用上市公司优势在 2016 年初推动子公司摩诘创新成功挂牌新三板，以期帮助子公司获得更好的融资渠道及更多市场资源。此次成功挂牌将帮助公司总结经验，未来将继续推进有条件的公司挂牌新三板。我们判断，摩诘创新挂牌新三板将有利于其提升品牌影响力，同时通过更为完善的激励机制稳定和吸引优秀人才有效增强核心竞争力。另外，子公司挂牌新三板有利于提升公司资产流动性以及公司资产价值从而实现公司利益最大化。

数字集群：紧抓“模转数”机遇，收购四川承联来补强技术实力

公司在 2010 年联合 MOTO 为广州亚运会提供数字集群服务，以此为契机调研分析了专网市场，并开展数字集群产品的研发工作，是目前少数掌握主流数字集群协议的系统方案提供商。2012 年，通过收购天立通引入相关的技术团队，从而正式进入数字集群领域。2014 年，通过收购四川承联，实现强强联合，资源互补，进一步增强了公司在专网通信方面整体竞争力。

图表 22. 数字集群产品



资料来源：公司网站，中银证券

公司目前在该业务板块已具有国防、警用 PDT 和 DMR 等标准产品，TETRA、DMR、PDT 等多制式数字集群产品，已形成完整数字集群产品系列，包括：交换机、基站、手持台、车载台等。随着我国经济的高速发展以及“模转数”之后带来的良好机遇，我们认为，专业无线通信市场未来几年将持续高速增长，市场发展前景非常广阔。

基于多年的军工通信研发制造经验，公司早于 2011 年获得军用集群通信装备型研资格并于 2014 年 3 月完成承研产品设计定型。我们预计军用市场在 2015 年开始装备数字机器设备，公司未来有望获得国防机构的大量专网订单。目前，军用专网也正开展“模转数”建设，按照之前模拟专网亿级市场，我们认为数字专网的市场规模将得以维持。另外，公安集群行业“十二五”规划的建设尚未完成也将增加“十三五”的建设规模，预计在未来 5 年的市场容量预超 200 亿元。我们认为，公司也有望凭借市场和技术双重优势收获较大市场份额。

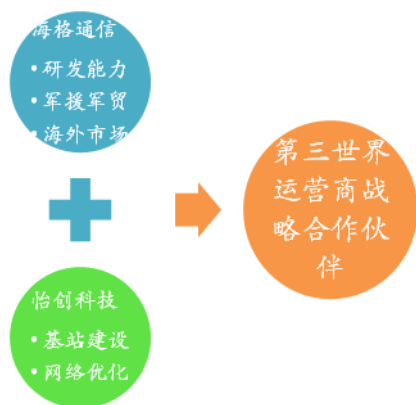
通信服务：军技民用提升怡创科技核心竞争力

公司 2014 年以自有 8.4 亿元收购广东怡创科技股份有限公司 60% 股权（含广州有华信息科技有限公司 100% 股权），借此快速布局了通信服务业务，同时较大幅度提升了公司整体经营业绩。怡创科技主营业务是通信网络建设、通信网络维护和通信网络规划与优化，主要为移动通信运营商提供包括通信网络建设、网络维护与优化的一体化通信技术外包服务。随着移动通信行业的竞争加剧，运营商为了降低成本、提高效率，而逐步剥离这部分非核心业务，从而形成通信技术服务行业。

怡创科技是公网通信服务领域内的优质企业，通过将其业务与海格通信现有的信息服务业务实现资源整合，将有望打造高端制造与高端服务板块。双方在通信服务领域的合作，怡创科技可利用海格通信在通信与导航行业内积累的技术实力并迅速形成技术协同，从而为国内运营商提供从设备、系统到服务的一揽子解决计划。另外，此次收购也是公司从专网转入公网的一次稳健拓展，符合公司扩展通信服务领域的需要。

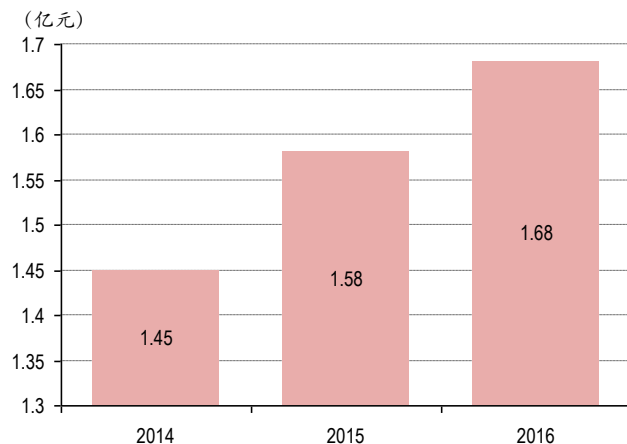
双方合作的另外一个目的是希望成为第三世界运营商战略合作伙伴为第三世界移动公网提供运营服务。近年来，亚非拉等地区的发展中国家正处在通信网络建设高峰期，通信技术服务的需求呈现出快速增长的趋势。通过此次合作将整合上市公司的研发能力及军工通信领域的军援军贸和海外市场资源，以及怡创科技在公网方面的基站建设、网络优化方面经验。

图表 23. 公司并购怡创科技愿景



资料来源：中银证券

图表 24. 怡创科技承诺业绩



资料来源：公司公告，中银证券

公司后 4G 时代订单依旧饱满，竞争力凸显：随着中国移动 4G 覆盖接近饱和，虽然中国联通、中国电信依然在建设 4G 网络，但是中国运营商已进入后 4G 时代，4G 建设开始放缓。但是，2015 年怡创科技依然收获了来自运营商的大量订单。2015 年，怡创科技新签合同超过 10 亿元。同年 11 月份，怡创科技又成为中国移动 2016 年至 2017 年通信设备安装工程施工服务集中采购（广西项目）中标单位之一，中标施工费预算金额 1.24 亿元（折扣前），这是怡创科技自 2015 年以来成功中标中国移动相关项目之后的又一个大订单。2016 年 5 月，公司公告怡创科技正式成为中国移动《中国移动 2016-2018 年网络综合代维服务采购项目》中 9 个省（广西、河北、黑龙江、湖南、江苏、内蒙古、青海、陕西、四川）的中标单位之一，其中大部分中选排名靠前。其中，青海、陕西为怡创科技拓展的两个新省份，一方面凸显怡创科技在移动通信服务领域的领先地位，另一方面也表明怡创科技在全国通信服务业务布局与拓展进展顺利。近期中标的项目服务周期在三年左右，将保障怡创科技未来稳健发展也将有效促进公司业绩增长。

图表 25. 怡创科技-中国移动 2016-2018 年网络综合代维集采项目-中选情况

移动省公司	服务周期	中选排名/总供应商数量	中选份额(%)
广西	2016.8.1- 2019.3.31	4/8	13
河北	2016.4.1- 2019.3.31	3/6	18
黑龙江	2016.4.1- 2019.3.31	3/6	17
湖南	2016.4.1- 2019.3.31	3/10	13.9
江苏	2016.4.1- 2019.3.31	1/12	15
内蒙古	2016.5.1- 2019.3.31	5/6	13
青海 (新增)	2016.4.1- 2019.3.31	1/5	25
陕西 (新增)	2016.4.1- 2019.3.31	2/4	28
四川	2016.7.1- 2019.3.31	2/10	14.76

资料来源：公司公告，中银证券

在市场前景方面，“十三五”期间电信业总体投资规模预计将达 2.6 万亿元，运营商服务外包比例加大、支持民营企业进入通信服务行业，怡创科技未来发展前景持续向好。

承诺业绩凸显信心：怡创科技 2014 年~2016 年的业绩承诺分别为 1.45 亿元、1.58 亿元、1.68 亿元，凸显其对未来市场以及自身竞争力的自信。怡创科技在 2014、2015 年实现净利润 1.46 亿元、1.58 亿元，分别占海格通信净利润的 19.7%、24.16%，进一步凸显了此次成功收购以及坚持“军民融合”发展的战略意义。

频谱管理：并购频谱检测市占率第一深圳嵘兴布局无线新市场

频谱资源已经成为促进社会经济发展和国防建设的关键要素，重要性和稀缺性日益凸显。“十二五”时期，随着社会经济的发展，对无线电频谱资源的需求将快速增长，从而为频谱监测领域的发展创造了新的机会。频谱管理核心设备 2003 年之前以从国外引进为主，国内企业经过近十年的发展，接收机和测向系统由国外设备垄断的局面已经打破，国产设备的份额正在逐渐增加。

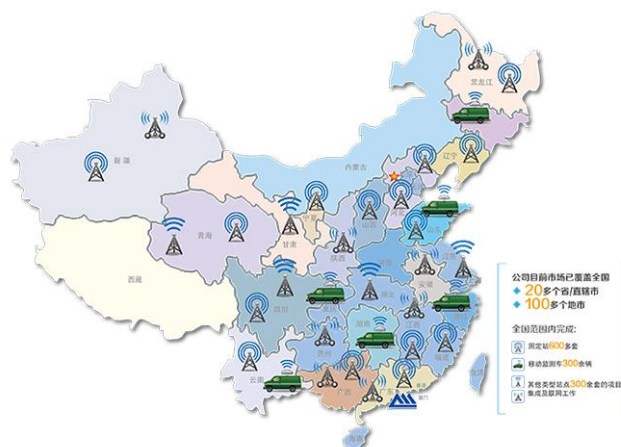
- 在民品领域，国家无线电管理机构“十二五”期间计划投入 100 亿元用于频谱管理，约 70 亿元用于采购设备和设备运维等技术设施建设；民航、高铁、安全、环保等行业也分别对无线电频谱监测和管理的产品提出需求。
- 在军品领域，用于频谱管理设备和系统建设的投资呈明显上升趋势，随着我国周边安全态势的变化，国防用户对与制电磁权有关的频谱监测和管理相关业务的重视程度大幅度提升。

图表 26. 公司频谱检测应用



资料来源：公司网站，中银证券

图表 27. 海格通信产品市场分布图

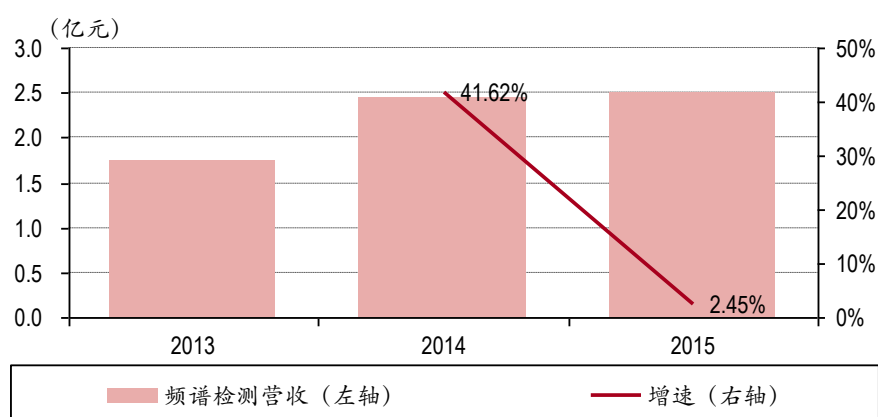


资料来源：深圳海格官网，中银证券

公司频谱管理紧跟国际无线电监测技术发展动向，研发先进的无线电监测设备和系统，能为客户提供一揽子的系统解决方案，满足无线电管理部门需求。主要产品包括无线电监测接收机、测向系统及频谱管理软件等。频段覆盖短波、超短波、微波及Ku频段。产品已经进入无委、广电、铁路、海监等多个领域。

公司2013年以1.8亿元收购深圳海格67%股权，进一步促进了频谱管理业务和通信系列产品的有机结合，军民融合发展，增强频谱业务的竞争力，成为行业龙头企业。2013年，深圳海格为国家以及各省无线电委员会提供频谱监测与管理的软硬件产品和系统集成服务，在频谱检测领域国内市场占有率第一。

图表 28. 2013-2015 频谱检测营业收入



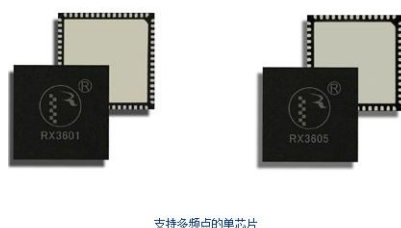
资料来源：公司公告，中银证券

公司频谱检测业务在2013~2014年间实现了41.6%的较大增长，虽然2015年同比只实现略微增长，我们认为随着物联网、移动互联网等网络互联技术的飞速发展，市场上对频谱监测的需求会与日俱增，而公司的频谱监测营收会凭借其行业领先性有望持续增长。

芯片设计：全面有效提升公司核心竞争力

作为一家电子通信龙头企业，公司深知芯片设计对于公司整体核心竞争力的提升和维系起着至关重要的作用。因此，公司也一直大力投入研发并通过收购来进行核心芯片设计能力的提升。公司在北斗射频和基带芯片上面已经积累了丰富的研发经验，相关实力业内领先。2012年10月底，公司在中国卫星导航系统管理办公室组织的“多模导航型射频芯片”全国测评中，在10余家参评单位中摘得桂冠。

图表 29. 公司芯片产品



资料来源：公司网站，中银证券

图表 30. 芯片对于公司整体竞争力重要性



资料来源：中银证券

公司 2015 年上半年联合旗下 4 家北斗业务子公司——广州润芯信息技术有限公司、广东南方海岸科技服务有限公司、陕西海通天线有限责任公司、长沙海格北斗信息技术有限公司，参与“第六届中国卫星导航”并重点发布与国防科大联合研制的首款高性能多频多模导航基带 SOC 芯片。海格通信子公司润芯公司专业从事射频模拟集成电路设计和射频模块研发、生产和销售，在 2012、2013 年国内北斗民用射频芯片比试中成绩排名第一。目前在相关市场已占据不错的市场份额，多家国内主要基带厂家生产的导航定位模块均有使用，其模块主要应用在车载、船载导航终端以及手机平板电脑等产品上。长沙海格的基带芯片和国防科大合作，高精度，抗干扰能力强，稳定性好，主要供给国防用户。

随着通信市场的竞争加剧，我们认为过硬的芯片设计能力将是公司核心竞争力的表现也是未来巩固无线通信、卫星通信、卫星导航等市场领先地位的重要保证。随着国防军工信息化建设的深入，我们认为未来军工通信市场将可能从终端采购转为模块化定制采购的方式，届时领先的芯片技术将可能是决定公司能否完成设计任务拿到国防订单的必要条件。

气象雷达+海事电子：推进战略新兴产业布局，继续整合公司资源

公司基于领先通信技术实力，响应国家“军民融合、军技民用”政策，公司继续推进战略新兴产业布局并进一步有效整合公司资源。在新兴业务布局上，公司布局的业务和公司原有业务在市场或者技术上具有较好协同作用，其中公司外延扩展的气象雷达业务和内生的海事电子业务近年来继续保持稳健发展，未来市场较为稳定。

气象雷达: 公司 2011 年以 5,500 万元收购爱尔达 51% 股权, 开始布局气象雷达领域。爱尔达的产品 (包括风廓线雷达、探测定位系统、测风雷达等) 广泛应用于我国气象预报、城市应急保障、海洋测量、卫星发射及国防等领域, 预计该领域将有广阔的市场前景。同时, 这次合作也进一步补足了公司在雷达监测上面的技术实力并有效整合雷达领域的市场。由于, 气象雷达目前面向的客户还主要是国防用户, 我们认为公司在市场上可以与控股子公司爱尔达形成较好协同。

图表 31. 气象雷达产品



资料来源: 公司网站, 中银证券

图表 32. 海事电子产品示意图



资料来源: 公司网站, 中银证券

海事电子: 公司 2011 年使用 4,535.92 万元竞拍收购海华电子 49% 股权, 将其变为全资控股子公司。同年, 公司向海华电子增资 6 亿元收购广州创泰电子科技有限公司并据此投资建设民用产业园, 规划将现有数字集群、北斗产业中的民用部分注入海华电子, 系统化布局民用产业, 将借助国家战略性新兴产业规划政策及下一代信息技术应用带来的发展基于, 促进船舶电子、数字集群、北斗导航、物联网、现代服务等领域大发展。

公司自上市之后, 通过内生外延的方式从最初的军工通信厂商一步步发展成为现在多层次全面布局的军民通信设备及服务的龙头。公司积极响应“军民融合”的号召, 在稳固军工通信领先地位的同时发展多业务布局, 一系列举措帮助公司继续有效拓展经济增长点, 同时公司将凭借其过硬的军工通信技术基础拓展更为庞大的民用市场。我们认为, 公司未来会继续围绕“军民布局”来拓展通信市场。公司也将充分利用平台优势继续围绕通信主业进行收购策略, 预计公司有望优先在北斗导航运营、卫星通信、模拟仿真、雷达以及数字集群等电子信息领域开展收购。

盈利预测及投资建议

盈利预测

海格通信多年来紧抓军工无线通信主业，并通过不断创新保持军工通信龙头地位。凭借公司在军工通信领域的巨大领先优势，公司紧抓时代发展机遇拓展北斗导航、卫星通信等发展较快领域，并逐渐成长为行业龙头。另外，公司近年来围绕通信主业进行了一系列成功的收并购，内生外延全面布局军民通信领域。虽然，公司子公司众多，但是公司的发展都是围绕通信布局，未来有望形成较强协同，我们将通过对公司各主业的营收和毛利率来进行盈利预测。

重点假设：

- 1) 通信服务：2015 年怡创科技新签合同已经超过 10 亿元，预计 2016 年保持 30% 较快增速，2017~2018 随着体量的放大以及周边省份的辐射将维持 25%，20% 的营收增长。产品毛利率由于集采竞争的加剧会有所下降，预计为 24%，23.5%，23%。
- 2) 通信产品：鉴于通信产品近年比较平稳的发展，预计 2016~2018 营收随着国防信息化的稳步推进将维持每年 15%、15%、13% 的平稳增长，毛利率预计维持在 55%。
- 3) 军用无线通信（北斗）：军用无线通信主要为北斗产业链相关，我们预计北斗导航在 2016~2018 年随着北斗全球化加速推进、“一带一路”的发展以及国防信息化的建设将维持较高增长，预计 2016~2018 年的增长率分别为 50%，45%，40%；毛利率预计维持稳定且随着技术的成熟而获得较小增长，预计 2016~2018 的毛利率保持在 62% 左右。
- 4) 卫星通信：随着我国卫星通信建设加速以及民用卫星通信的普及，预计公司卫星通信业务营收呈现减速增长，2016~2018 同比增长分别为 45%，50%，50%；毛利率保持稳定，未来可能由于技术成熟、市场占有率较高而略微增长，预计 2016~2018 毛利率为 30%，35%，35%。
- 5) 频谱管理：随着物联网、移动互联网等网络互联技术的飞速发展、国防用户对电磁管制相关的频谱管理、监测业务的愈加重视，我们认为公司凭借军民融合的产业结构以及领先的市场份额及技术，2016~2018 的营收增长维持在 20% 左右；毛利率由于市场占有率第一以及客户将为单一，预计保持现有水平 43%。
- 6) 民用通信产品：民用通信方面，我们认为民用北斗近年依然会受制 GPS 强大的市场垄断力并因全球化未完成而发展缓慢；船舶电子以及民用通信等预计将稳步缓慢发展，预计 2016~2018 年营收同比增长为 15%、10%、10%，毛利率维持在 35% 左右。
- 7) 模拟仿真：2015 年 11 月模拟仿真的订单已经超过去年总营收达 1.5 亿元，我们预计随着低空飞行放开以及空军发展，模拟仿真业务 2016 年保持 35% 的高增长，未来随着 VR 产品的普及，公司有望依靠模拟仿真上面的积累布局 VR 获得更长远发展，预计营收同比增长在 30% 左右。随着公司技术的进一步成熟，预计产品毛利率三年略微增长，分别为 55%，60%，60%。
- 8) 气象雷达：公司与爱尔达协同效应已显，随着爱尔达开始拓展航空领域，预计将保持 20% 的稳定增长；毛利率将维持在 50%。

- 9) 数字集群：公司将凭借领先技术以及多年军用国防市场拓展经验把握“模转数”的历史机遇，2016~2018 预计获得 15%，20%，25% 的营收同比增长；毛利率将会随着竞争的加剧而有所下降，预计保持为 53% 左右。
- 10) 其它：假设公司来自其他业务营收基本维持 2015 年的水平。

主营业务预测：

图表 33. 海格通信主营业务分拆预测

(百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入：分产品							
通信服务			785.18	1,012.65	1,316.44	1,645.55	1,974.67
通信产品	847.63	849.47	828.10	982.74	1,130.16	1,299.68	1,468.64
军用无线通信（北斗）	141.46	174.13	362.57	617.82	926.73	1,343.75	1,881.25
卫星通信		143.31	265.35	388.46	563.26	844.89	1,267.34
频谱管理		173.25	245.34	251.06	301.27	361.52	433.83
民用通信产品	185.60	129.28	162.45	209.71	241.17	265.29	291.81
模拟仿真		110.27	132.92	193.48	261.20	339.57	441.44
气象雷达		73.09	72.35	83.67	100.40	120.48	144.58
数字集群	14.56	9.52	77.79	45.33	52.13	62.55	78.19
其他	21.90	21.43	21.78	21.66	21.62	21.69	21.66
毛利率：分产品(%)							
通信服务			26.78	25.15	24.00	23.50	23.00
通信产品	55.62	58.04	57.45	55.92	55.00	55.00	55.00
军用无线通信（北斗）	59.98	56.85	62.65	62.60	62.60	63.00	62.00
卫星通信		32.74	31.86	27.98	30.00	35.00	35.00
频谱管理		46.80	36.80	42.30	43.00	43.00	43.00
民用通信产品	32.69	34.15	35.31	36.32	36.00	36.00	36.00
模拟仿真		63.17	60.46	48.78	55.00	60.00	60.00
气象雷达		55.64	51.80	47.50	50.00	50.00	50.00
数字集群	56.20	28.62	47.24	54.87	53.00	52.00	53.00

资料来源：万得，公司公告，中银证券

相对估值与投资建议：

海格通信作为军工通信龙头，目前已基于领先的通信技术全面布局民用通信，在拓展更大的民用通信的同时公司也收获新的经济增长点。在军用通信领域，公司紧抓机遇勇于创新，目前在北斗导航、卫星通信以及数字集群等军用通信及国防信息化重点建设领域建立显著领先优势以及全产业链的布局，将有望重点受益。另外，公司在外延业务布局上，选择都是能和主业在市场或者技术上形成强协同作用的新兴业务，如模拟仿真、气象雷达等。同时，公司民用通信业务占比近年来一直在快步提升，我们认为公司领先的军用通信技术基础将为其民用业务提供强支撑。最后，随着民用业务营收占比进一步增加，我们认为公司布局切合“军民融合、军技民用”政策，有望获政策加码。

图表 34. 海格通信可比主题类公司估值分析

代码	公司名称	收盘价 (元)	当前市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600990.CH	四创电子	76.07	103.99	1.30	1.68	2.13	59	45	36
600498.CH	烽火通信	24.03	251.52	0.88	1.10	1.42	27	22	17
300101.CH	振芯科技	21.33	118.59	0.28	0.42	0.45	77	51	47
600118.CH	中国卫星	31.83	376.39	0.38	0.45	0.50	84	70	63
300045.CH	华力创通	17.11	94.98	0.13	0.21	0.26	134	81	67
600522.CH	中天科技	22.71	237.16	1.15	1.47	1.91	20	15	12
000547.CH	航天发展	15.40	220.16	0.29	0.37	0.44	52	41	35
300136.CH	信维通信	17.89	171.28	0.57	0.85	1.14	32	21	16
600485.CH	信威集团	17.75	518.96	0.97	1.24	1.71	18	14	10
000063.CH	中兴通讯	13.78	572.35	1.01	1.18	1.34	14	12	10
002151.CH	北斗星通	29.32	129.17	0.31	0.46	0.63	94	64	47
300177.CH	中海达	13.08	57.15	0.12	0.20	0.00	106	65	0
002583.CH	海能达	10.44	160.55	0.27	0.39	0.52	39	27	20
中位值							52	41	20
平均							55	40	28
002465.CH	海格通信	11.65	249.98	0.36	0.47	0.60	53	41	32

资料来源：万得一致预期（截至2016年5月31日），中银证券

因此，对比国内通信、导航以及卫星通信等上市公司估值水平，结合公司全面领先的布局以及较强技术实力，我们给予公司2016年动态市盈率53倍的合理估值，对应12个月目标价为19.20元，2017、2018年相应市盈率分别为41倍、32倍。首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

- 一、 军品订单存在不确定性，存在波动性订单。
- 二、 北斗导航行业竞争加剧，技术发展、市场推广或不达预期。
- 三、 卫星通信建设不达预期，技术推进存在风险。
- 四、 外延并购存在不确定性，民用通信服务受运营商资本开支影响。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,954	3,807	4,914	6,305	8,003
销售成本	(1,665)	(2,183)	(2,818)	(3,613)	(4,508)
经营费用	(800)	(1,004)	(1,242)	(1,462)	(1,857)
息税折旧前利润	585	749	1,051	1,430	1,839
折旧及摊销	106	118	175	262	333
经营利润(息税前利润)	479	632	876	1,168	1,506
净利息收入/(费用)	(33)	(65)	(39)	(124)	(198)
其他收益/(损失)	120	174	157	160	0
税前利润	576	728	973	1,265	1,603
所得税	(49)	(74)	(97)	(126)	(160)
少数股东权益	84	75	100	130	165
净利润	443	580	775	1,008	1,278
核心净利润	443	580	775	1,008	1,278
每股收益(人民币)	0.444	0.270	0.361	0.470	0.596
核心每股收益(人民币)	0.444	0.270	0.361	0.470	0.596
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.145	0.188	0.238
收入增长(%)	75.4	28.9	29.1	28.3	26.9
息税前利润增长(%)	n.a.	31.8	38.7	33.4	29.0
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	28.1	40.3	36.0	28.6
每股收益增长(%)	n.a.	(39.1)	33.8	30.1	26.7
核心每股收益增长(%)	n.a.	(39.1)	33.8	30.1	26.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	576	728	973	1,265	1,603
折旧与摊销	106	118	175	262	333
净利息费用	(33)	(65)	(39)	(124)	(198)
运营资本变动	(432)	147	(135)	11	(198)
税金	(35)	(1)	97	126	160
其他经营现金流	(381)	(219)	(261)	(663)	(358)
经营活动产生的现金流	(86)	762	633	809	1,351
购买固定资产净值	467	3	423	426	437
投资减少/增加	(662)	29	60	63	67
其他投资现金流	(1,494)	(469)	(835)	(847)	(874)
投资活动产生的现金流	(1,689)	(436)	(352)	(358)	(370)
净增权益	(200)	(322)	(310)	(403)	(511)
净增债务	716	(666)	485	413	373
支付股息	200	322	310	403	511
其他融资现金流	655	789	(398)	(657)	(906)
融资活动产生的现金流	(115)	1,403	187	125	(119)
现金变动	(372)	513	407	332	645
期初现金	1,502	1,117	1,657	2,064	2,396
公司自由现金流	(1,776)	326	281	451	981
权益自由现金流	(1,027)	(276)	805	989	1,552

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,117	1,657	2,064	2,396	3,041
应收帐款	1,751	1,972	2,602	3,116	3,939
库存	1,370	1,549	1,847	2,548	2,934
其他流动资产	3,813	4,785	5,738	6,608	8,081
流动资产总计	5,183	6,335	7,585	9,157	11,015
固定资产	871	1,204	1,421	1,638	1,703
无形资产	629	632	644	671	710
其他长期资产	1,806	1,724	1,727	1,642	1,624
长期资产总计	3,306	3,560	3,792	3,950	4,037
总资产	8,489	9,895	11,377	13,107	15,052
应付帐款	795	1,015	1,378	1,691	2,136
短期债务	716	24	446	947	1,320
其他流动负债	575	784	911	1,177	1,362
流动负债总计	2,086	1,823	2,734	3,816	4,819
长期借款	0	26	88	0	0
其他长期负债	1,017	1,116	1,133	1,051	1,062
股本	998	2,146	2,146	2,146	2,146
储备	3,944	4,337	4,791	5,391	6,157
股东权益	4,942	6,483	6,936	7,536	8,303
少数股东权益	444	474	574	704	868
总负债及权益	8,489	9,895	11,377	13,107	15,052
每股帐面价值(人民币)	4.95	3.02	3.23	3.51	3.87
每股有形资产(人民币)	2.99	2.10	2.31	2.58	2.92
每股净负债/(现金)(人民币)	0.36	(0.50)	(0.36)	(0.27)	(0.30)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.1	19.4	21.0	23.7	24.6
息税前利润率(%)	16.5	16.3	17.4	19.5	20.5
税前利润率(%)	19.5	19.1	19.8	20.1	20.0
净利率(%)	20.7	19.2	19.8	20.1	20.1
流动性					
流动比率(倍)	2.5	3.5	2.8	2.4	2.3
利息覆盖率(倍)	15.0	9.5	22.1	9.9	8.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	2.6	2.1	1.7	1.7
估值					
市盈率(倍)	26.2	43.1	53.1	40.9	32.2
核心业务市盈率(倍)	26.2	43.1	53.1	40.9	32.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	43.3	71.1	53.1	40.9	32.2
市净率(倍)	5.1	3.9	3.6	3.3	3.0
价格/现金流(倍)	(134.9)	32.8	39.5	30.9	18.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.4	43.5	22.7	16.1	12.2
周转率					
存货周转天数	169.3	148.5	137.2	147.5	133.8
应收帐款周转天数	216.3	189.1	193.3	180.4	179.7
应付帐款周转天数	174.2	169.8	178.4	170.9	173.0
回报率					
股息支付率(%)	37.9	49.2	35.4	35.4	35.4
净资产收益率(%)	9.8	9.4	11.7	13.8	15.7
资产收益率(%)	5.2	5.9	6.8	7.7	8.5
已运用资本收益率(%)	5.2	5.8	7.1	9.1	10.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

四创电子(600990.CH/人民币 76.07, 未有评级)

烽火通信(600498.CH/人民币 24.03, 未有评级)

振芯科技(300101.CH/人民币 21.33, 未有评级)

中国卫星(600118.CH/人民币 31.83, 未有评级)

华力创通(300045.CH/人民币 17.11, 未有评级)

中天科技(600522.CH/人民币 22.71, 未有评级)

航天发展(000547.CH/人民币 15.40, 未有评级)

信维通信(300136.CH/人民币 17.89, 未有评级)

信威集团(600485.CH/人民币 17.75, 未有评级)

中兴通讯(000063.CH/人民币 13.78, 未有评级)

海能达(002583.CH/人民币 10.44, 未有评级)

中海达(002151.CH/人民币 13.08, 未有评级)

北斗星通(300177.CH/人民币 29.32, 未有评级)

以 2016 年 5 月 31 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371