

海格通信 (002465)

证券研究报告

2017 年 08 月 31 日

民品快速增长，展望军品业务回暖

事件：8 月 27 日，公司公告上半年营收 16.67 亿元，同比增长 4%，归母净利润 1.38 亿元，同比下滑 29%。

1、民品保持快速增长，军品受军改影响依旧承压。

1) 民品：软件与信息服务，收入营收 8.26 亿元，同比增长 30.67%，毛利率 29.47%，提升 1.44pp；2) 军品：无线通信事业部营收 6 亿元，同比下滑 15.9%，毛利率 47.23%，下降 4.86pp；北斗导航营收 2.06 亿元，同比下滑 14.25%，毛利率 67.38%，微增 0.67pp；泛航空营收 0.27 亿元，同比大涨 346.47%，毛利率 56.24%，提升 5.27pp；3) 管理费用 4.54 亿元，同比增长 22%，主要是加大了研发投入，同比增长 36%；4) 财务费用 0.26 亿元，同比增长 78%，主要由于短期借款较 1H16 增加 4.74 亿元、长期借款增加 1.72 亿元，带来的利息支持增加。

2、各项业务稳步推进，展望军品业务回暖。

1H17，公司在天通一号卫星移动通信终端竞标中，其中车载、便携、普通手持三种终端以及车载动中通天线共 4 个项目入围，在众多参研单位中入围项目最多；北斗导航领域在保持车载、舰载基础上，争取弹载、机载平台上装机会；海格怡创连续中标 5 个大额项目合计金额近 20 亿元；新设立合资公司海格亚华（占股 45%）主营无人机防控业务；设立海格天腾发展文化传媒平台。以民品为首的各项业务开展顺利，军工通信、北斗导航业务受军队体制编制改革、行业周期性等因素影响，展望下半年回暖。

3、大股东增持及管理层变革奠定信心，并购完成继续整合提升业绩。

3 月底，完成对总经理、副总总经理、总工程师等管理层的换届；完成组织架构调整，设置无线通信、北斗导航、泛航空、软件与信息服务等四大事业部；7 月初，控股股东广州无线电集团公告拟在未来 6 个月内增持公司股份。一系列组织和管理架构调整，反映出公司已经奏响振翅高飞的前奏，同时大股东增持也奠定了对公司未来的信心。

此外，上半年完成收购怡创科技剩余的 40% 股权以及海通天线剩余 10% 股权，同时新增并购武汉嘉瑞科技 51% 股权以及西安驰达飞机 53.125% 股权。整合天线及相关无线配件，提升公司综合竞争力并增厚业绩。

4、盈利预测及投资建议：当前市场普遍看到受军工订单延迟的影响，对公司前景过于悲观。而我们认为，公司业已完成管理层的更新换代以及架构调整，同时下半年将会进入军工订单渐次释放阶段，公司有望重启增长的新阶段，边际改善明显。综合嘉瑞科技与西安驰达并表，以及军品订单的落地，我们调整公司 17-19 年 EPS 为 0.24 元、0.32 元、0.43 元，对应当前股价 PE 分别为 46、35、26 倍，维持“增持”评级。

风险提示：北斗导航、卫星及通信业务不达预期；国防信息化进展缓慢。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,806.58	4,118.73	5,079.38	6,604.44	8,570.32
增长率(%)	28.87	8.20	23.32	30.02	29.77
EBITDA(百万元)	814.27	670.00	844.12	1,267.33	1,764.75
净利润(百万元)	579.59	530.15	564.00	741.27	981.13
增长率(%)	30.91	(8.53)	6.39	31.43	32.36
EPS(元/股)	0.25	0.23	0.24	0.32	0.43
市盈率(P/E)	44.83	49.01	46.06	35.05	26.48
市净率(P/B)	4.01	3.89	3.56	3.29	3.00
市销率(P/S)	6.83	6.31	5.11	3.93	3.03
EV/EBITDA	43.45	36.49	29.93	20.96	14.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	11.26 元
目标价格	13 元
上次目标价	13 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,307.40
流通 A 股股本(百万股)	1,853.91
A 股总市值(百万元)	25,981.28
流通 A 股市值(百万元)	20,875.04
每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	29.31
一年内最高/最低(元)	13.68/10.29

作者

唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
容志能	联系人
rongzhineng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《海格通信-年报点评报告:大股东增持+并购完成+北斗导航发力，新阶段将至》 2017-07-17
- 2 《海格通信-年报点评报告:产业长久布局静待军改推进，国防信息化龙头渐显现》 2017-04-01
- 3 《海格通信-首次覆盖报告:核心主业受益于 C4ISR 建设，“1+N”战略显成效》 2017-03-12



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,657.40	1,777.20	2,031.75	2,641.77	3,428.13
应收账款	1,842.01	2,580.04	2,317.64	4,196.09	4,443.19
预付账款	93.67	102.15	124.60	160.93	227.44
存货	1,549.22	1,694.43	2,148.53	2,970.98	3,681.79
其他	1,192.29	443.06	955.47	1,005.91	1,056.25
流动资产合计	6,334.60	6,596.88	7,577.99	10,975.69	12,836.79
长期股权投资	192.83	221.43	221.43	221.43	221.43
固定资产	1,204.20	1,282.29	1,410.26	1,469.25	1,547.68
在建工程	84.60	207.61	107.04	66.82	0.00
无形资产	632.46	624.84	582.53	540.22	497.91
其他	1,446.39	1,977.09	1,950.23	1,933.54	1,937.13
非流动资产合计	3,560.47	4,313.27	4,271.50	4,231.26	4,204.15
资产总计	9,895.06	10,910.14	11,849.50	15,206.95	17,040.94
短期借款	24.00	297.38	1,204.34	2,757.65	3,247.78
应付账款	1,154.53	1,404.54	1,434.92	2,420.03	2,638.34
其他	644.53	1,254.89	854.70	693.33	1,190.96
流动负债合计	1,823.06	2,956.81	3,493.96	5,871.01	7,077.08
长期借款	25.50	245.50	133.06	396.90	100.00
应付债券	814.41	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	275.88	502.48	327.41	368.59	399.50
非流动负债合计	1,115.79	747.98	460.47	765.49	499.50
负债合计	2,938.85	3,704.79	3,954.43	6,636.50	7,576.58
少数股东权益	473.56	524.79	601.70	684.06	793.08
股本	2,145.75	2,145.75	2,307.35	2,307.35	2,307.35
资本公积	2,603.69	2,593.32	2,593.32	2,593.32	2,593.32
留存收益	4,336.90	4,534.81	4,986.01	5,579.03	6,363.94
其他	(2,603.69)	(2,593.32)	(2,593.32)	(2,593.32)	(2,593.32)
股东权益合计	6,956.21	7,205.35	7,895.06	8,570.45	9,464.36
负债和股东权益总	9,895.06	10,910.14	11,849.50	15,206.95	17,040.94

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	654.31	607.86	564.00	741.27	981.13
折旧摊销	126.32	144.83	145.91	158.55	173.69
财务费用	79.74	48.12	140.36	349.69	508.45
投资损失	(77.09)	(66.81)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(17.43)	(187.67)	(429.19)	(1,906.06)	(331.50)
其它	(3.91)	(875.45)	76.91	82.36	109.01
经营活动现金流	761.95	(329.12)	418.00	(654.18)	1,360.80
资本支出	301.39	114.68	306.07	93.82	112.10
长期投资	46.80	28.60	0.00	0.00	0.00
其他	(784.62)	(234.88)	(357.07)	(148.82)	(175.10)
投资活动现金流	(436.42)	(91.60)	(51.00)	(55.00)	(63.00)
债权融资	863.91	1,358.56	1,337.40	3,154.54	3,347.78
股权融资	1,096.43	(47.48)	21.74	(349.19)	(507.95)
其他	(1,772.98)	(777.87)	(1,471.58)	(1,486.15)	(3,351.27)
筹资活动现金流	187.35	533.21	(112.44)	1,319.20	(511.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	512.88	112.49	254.55	610.02	786.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,806.58	4,118.73	5,079.38	6,604.44	8,570.32
营业成本	2,152.61	2,459.43	2,947.83	3,860.30	5,054.38
营业税金及附加	30.28	27.88	40.64	44.25	56.56
营业费用	199.82	237.69	309.84	330.22	385.66
管理费用	784.68	858.87	1,142.86	1,320.89	1,542.66
财务费用	65.11	37.33	140.36	349.69	508.45
资产减值损失	19.63	63.96	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.09	66.81	80.00	80.00	80.00
其他	(154.18)	(133.62)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	631.54	500.39	557.85	759.09	1,082.60
营业外收入	99.75	171.71	150.00	150.00	120.00
营业外支出	3.11	2.83	2.00	2.00	2.00
利润总额	728.18	669.27	705.85	907.09	1,200.60
所得税	73.87	61.41	64.94	83.45	110.46
净利润	654.31	607.86	640.91	823.64	1,090.14
少数股东损益	74.73	77.71	76.91	82.36	109.01
归属于母公司净利润	579.59	530.15	564.00	741.27	981.13
每股收益（元）	0.25	0.23	0.24	0.32	0.43

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.87%	8.20%	23.32%	30.02%	29.77%
营业利润	31.84%	-20.77%	11.48%	36.07%	42.62%
归属于母公司净利润	30.91%	-8.53%	6.39%	31.43%	32.36%
获利能力					
毛利率	43.45%	40.29%	41.96%	41.55%	41.02%
净利率	15.23%	12.87%	11.10%	11.22%	11.45%
ROE	8.94%	7.94%	7.73%	9.40%	11.31%
ROIC	11.01%	8.07%	10.34%	15.32%	17.05%
偿债能力					
资产负债率	29.70%	33.96%	33.37%	43.64%	44.46%
净负债率	6.57%	5.79%	7.21%	6.83%	8.88%
流动比率	3.47	2.23	2.17	1.87	1.81
速动比率	2.62	1.66	1.55	1.36	1.29
营运能力					
应收账款周转率	2.17	1.86	2.07	2.03	1.98
存货周转率	2.61	2.54	2.64	2.58	2.58
总资产周转率	0.41	0.40	0.45	0.49	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.25	0.23	0.24	0.32	0.43
每股经营现金流	0.33	-0.14	0.18	-0.28	0.59
每股净资产	2.81	2.90	3.16	3.42	3.76
估值比率					
市盈率	44.83	49.01	46.06	35.05	26.48
市净率	4.01	3.89	3.56	3.29	3.00
EV/EBITDA	43.45	36.49	29.93	20.96	14.78
EV/EBIT	50.79	45.47	36.18	23.96	16.39

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com