

军品业务初步恢复，民品业务进展良好

——2018 年年报点评

事件：

近期公司发布 2018 年年报及 2019 年一季度业绩预告，2018 年公司实现营业收入总收入 40.70 亿元，同比去年增长 21.41%，净利润为 4.3 亿元，同比去年增长 46.68%。2019 年一季度实现净利润约 2936.60 万元~3470.52 万元，增长 10%~30%。

点评：

● 军改影响逐渐消除，带动公司业绩反弹。

近三年来，公司首次实现收入和利润的同步增长，核心原因是军改影响逐渐消除，以无线通信和北斗导航为主的军品业务开始恢复，同时费用率显著改善的影响。2018 年公司实现新签合同 48.03 亿元，同比增长 16.26%，其中军品新签合同 21.52 亿元，同比增长 51.26%，军品业绩的大幅上扬，将增厚公司后期的利润。费用方面，销售费用 2.01 亿元，同比减少 7.98%，管理费用 3.04 亿元，同比减少 15.19%，财务费用 651.95 万元，同比减少 86.56%，研发费用 6.44 亿元，同比增加 1.6%。同时由于军改逐步到位，回款有所改善，实现经营性现金流 6.29 亿元，同比大增 257.54%。

● 细分业务普遍增长，订单交付延迟导致泛航空业务下滑。

细分来看，无线通信业务实现收入 17.02 亿，yoy 27.82%，占收入比重为 41.87%，对应毛利率 49.92% (+2.38pct)；北斗业务实现收入 3.15 亿，yoy 19.15%，占收入比重为 7.74%，对应毛利率 61.74% (-7.29pct)；泛航空业务实现收入 1.7 亿，yoy -30.79%，占收入比重为 4.18%，对应毛利率 58.32% (+6.56pct)，下滑原因为客户订货计划延期，致使相关数据未达预期；软件与信息服务实现收入 18.66 亿，yoy 16.68%，占收入比重为 45.86%，对应毛利率 20.41% (-7.33pct)。

● 军品业务：稳定存量市场，积极开拓增量市场

军品业务方面，公司继续巩固传统业务的存量市场，同时积极开拓新业务新市场。无线通信方面，短波电台、卫星通信等产品陆续开拓新市场，同时多个研发重点项目取得突破。北斗导航领域，持续巩固军用市场的行业地位，加大北斗三代核心技术研制，确保未来市场竞争优势。目前北斗三代高精度射频、基带芯片完成流片，初步测试良好。航空航天领域，模拟仿真业务，继续拓展军用训练模拟器的市场，同时积极布局民用领域，中标多个订单；飞机零部件制造方面，持续开拓军民机配套市场，拓展取得郑飞集团、沈飞民机、中国商飞研究院等合格供应商资格，获取长线转包市场三年意向合同，交付能力和品质获得波音、空客国际飞机厂商认可。

● 民品业务：北斗业务开拓顺利，通信服务迎 5G 浪潮

民用北斗方面，北斗高精度服务平台快速推进，完成国内主要核心省、市室外高精度定位网络的覆盖，完成珠三角核心城市的高精度地图，与中国铁塔等达成合作，目前正进行运营推广，预计 2019 年完成全国布网，市场前景十分广阔；智慧城市和智能交通方面，中标珠三角卫星导航应用示范系统工程南沙新区北斗城市应用示范项目，推广北斗在共享单车监管、

买入|维持

当前价/目标价：10.25 元/12.5 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：11.24 / 7.27

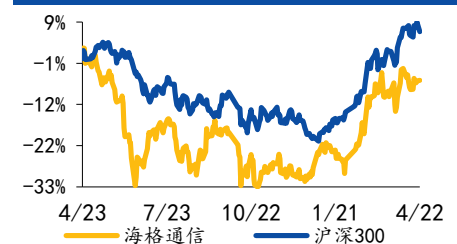
A 股流通股（百万股）：2087.78

A 股总股本（百万股）：2306.94

流通市值（百万元）：21399.70

总市值（百万元）：23646.17

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《海格通信(002465)：业务逐步恢复，下半年增速有望提高》2018.08.25

《国元证券公司研究-海格通信(002465)：军改拖累业绩，长期趋势向好》2018.03.29

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020115080058

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

智慧养老、平安校园、港口位置服务等领域示范应用，未来有望形成可复制模式，向粤港澳大湾区乃至全国推广。软件与持续保持良好的发展势头，通信服务领域新签合同超 20 亿元，订单创历史新高，海格怡创全年实现收入 18.18 亿，净利润 1.91 亿，未来有望伴随 5G 浪潮，开启新的征程。

● 强化资本运作，优化配置资源。

公司继续聚焦主业，逐步剥离与主业相关性不高的业务，包括富康泉、爱尔达、康来士，明显改善现金流，增强资产流动性。长沙海格完成增资扩股，引入战略投资者，优化股权结构，同时完成北斗三号高精度导航芯片投入的科研资金需求；星奥科技完成第一轮融资，用于北斗高精度位置服务平台建设。

● 投资建议与盈利预测

军改影响逐渐消除，公司作为军工通信和北斗龙头，军品业务逐渐反弹。民用业务布局逐步完成，下游市场逐渐发力。我们看好军民融合背景下公司未来发展，预计 2019-2021 年实现收入 53.49 亿、68.39 亿、85.12 亿，净利润 5.71 亿、7.52 亿、9.68 亿，对应 EPS 0.25、0.33、0.42，对应 PE41、31、24 倍，给予公司“买入”评级，目标价 12.5 元。

● 风险提示：

软件与服务板块竞争加剧的风险、部分军品业务交货持续延后。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3352.07	4069.80	5349.45	6838.80	8512.26
收入同比 (%)	-18.6	21.4	31.4	27.8	24.5
归母净利润(百万元)	293.28	430.20	570.88	751.92	967.65
归母净利润同比 (%)	-44.7	46.7	32.7	31.7	28.7
ROE (%)	3.6	5.1	6.5	7.9	9.3
每股收益 (元)	0.13	0.19	0.25	0.33	0.42
市盈率(P/E)	75.43	41.83	41.42	31.45	24.44

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7298.23	7586.06	8699.19	9979.07	11591.21
现金	1598.47	1342.59	992.22	825.86	861.27
应收账款	2648.22	2699.01	3224.33	3990.86	4710.90
其他应收款	103.86	82.84	144.77	175.67	222.56
预付账款	103.54	137.98	174.20	225.10	277.86
存货	1850.50	1593.89	2433.92	3031.84	3788.88
其他流动资产	993.63	1729.75	1729.75	1729.75	1729.75
非流动资产	4536.34	3936.41	4119.47	4234.23	4346.13
长期投资	20.45	114.70	114.70	114.70	114.70
固定资产	1359.61	1190.27	1137.07	1076.77	1012.90
无形资产	600.78	566.91	603.18	639.96	676.57
其他非流动资产	2555.49	2064.52	2264.52	2402.80	2541.96
资产总计	11834.57	11522.46	12818.66	14213.30	15937.34
流动负债	2758.56	2106.39	3054.56	3632.95	4311.64
短期借款	792.14	455.00	644.72	519.89	520.28
应付账款	1050.39	884.57	1362.29	1797.85	2162.46
其他流动负债	916.03	766.82	1047.55	1315.21	1628.90
非流动负债	498.64	567.87	567.87	567.87	567.87
长期借款	245.50	245.00	245.00	245.00	245.00
其他非流动负债	253.14	322.87	322.87	322.87	322.87
负债合计	3257.20	2674.26	3622.42	4200.82	4879.50
少数股东权益	429.78	423.53	477.51	541.84	619.54
股本	2307.40	2306.94	2306.94	2306.94	2306.94
资本公积	3819.99	3851.93	3851.93	3851.93	3851.93
留存收益	2020.20	2265.81	2559.85	3311.77	4279.42
归属母公司股东权益	8147.59	8424.68	8718.72	9470.64	10438.29
负债和股东权益	11834.57	11522.46	12818.66	14213.30	15937.34

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	175.93	629.01	-188.08	-26.93	49.09
净利润	341.08	446.61	624.87	816.25	1045.36
折旧摊销	156.11	152.72	53.20	60.30	63.87
财务费用	57.38	35.64	15.90	16.55	15.30
投资损失	-242.99	-126.03	-150.00	-150.00	-150.00
营运资金变动	-216.30	-26.71	-688.52	-743.02	-898.44
其他经营现金流	80.65	146.78	-43.53	-27.00	-27.00
投资活动现金流	-526.06	-248.21	-59.26	1.94	1.23
资本支出	-259.45	-194.40	-209.26	-148.06	-148.77
长期投资	-424.12	-81.94	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	157.51	28.13	150.00	150.00	150.00
筹资活动现金流	162.61	-655.85	-103.02	-141.38	-14.91
短期借款	494.76	-337.14	189.72	-124.83	0.39
长期借款	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.00
普通股增加	161.64	-0.45	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1226.67	31.94	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1720.46	-349.70	-292.74	-16.55	-15.30
现金净增加额	-187.52	-275.06	-350.36	-166.37	35.41

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3352.07	4069.80	5349.45	6838.80	8512.26
营业成本	2011.27	2539.43	3263.16	4191.61	5184.33
营业税金及附加	32.42	28.50	42.01	53.84	65.73
营业费用	218.65	201.20	320.97	376.13	425.61
管理费用	358.20	303.79	576.12	660.22	822.37
财务费用	48.50	6.52	-40.27	-21.74	-19.78
资产减值损失	115.56	227.82	-16.53	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	242.99	126.03	150.00	150.00	150.00
营业利润	361.58	432.21	648.08	852.91	1099.72
营业外收入	12.15	49.01	30.00	30.00	30.00
营业外支出	4.57	2.29	3.00	3.00	3.00
利润总额	369.16	478.93	675.08	879.91	1126.72
所得税	28.08	32.31	50.21	63.67	81.37
净利润	341.08	446.61	624.87	816.25	1045.36
少数股东损益	47.80	16.42	53.99	64.33	77.70
归属母公司净利润	293.28	430.20	570.88	751.92	967.65
EBITDA	253.75	505.58	344.48	591.48	843.81
EPS (元)	0.13	0.19	0.25	0.33	0.42

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	-18.6	21.4	31.4	27.8	24.5
营业利润(%)	-28.0	19.5	49.9	31.6	28.9
归属母公司净利润(%)	-44.7	46.7	32.7	31.7	28.7
获利能力					
毛利率(%)	40.0	37.6	39.0	38.7	39.1
净利率(%)	8.7	10.6	10.7	11.0	11.4
ROE(%)	3.6	5.1	6.5	7.9	9.3
ROIC(%)	1.2	4.0	3.0	5.0	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	27.5	23.2	28.3	29.6	30.6
净负债比率(%)	8.8	6.1	6.9	5.4	4.8
流动比率	2.65	3.60	2.85	2.75	2.69
速动比率	1.94	2.78	1.99	1.85	1.75
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.35	0.44	0.51	0.56
应收账款周转率	1.29	1.52	1.81	1.90	1.96
应付账款周转率	1.79	2.62	2.90	2.65	1.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.19	0.25	0.33	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.27	-0.08	-0.01	0.02
每股净资产(最新摊薄)	3.53	3.65	3.78	4.11	4.52
估值比率					
P/E	75.43	41.83	41.42	31.45	24.44
P/B	2.72	2.14	2.71	2.50	2.27
EV/EBITDA	85.00	34.32	68.35	39.88	27.91

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188