

海格通信 (002465.SZ) 通信系统设备行业

新股研究

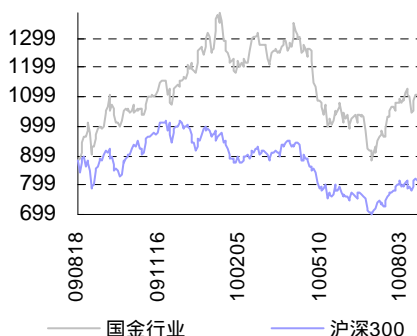
上市定价 (人民币) : 47.00-49.96 元

军工通信信息化领先企业

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	38.00
发行 A 股数量(百万股)	85.00
总股本(百万股)	247.51
国金通信系统设备指数	1108.67
沪深 300 指数	2937.36
中小板指数	6400.19



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.880	0.856	0.748	0.952	1.244
每股净资产(元)	3.03	3.50	12.36	12.87	13.81
每股经营性现金流(元)	0.24	0.43	0.97	1.03	1.25
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	30.61	48.43	48.43	48.43	48.43
净利润增长率(%)	-10.42%	-2.68%	17.29%	27.40%	30.63%
净资产收益率(%)	28.99%	24.49%	6.05%	7.40%	9.01%
总股本(百万股)	247.51	247.51	332.51	332.51	332.51

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **我军通信信息化最大的整机装备供应商**：海格通信是国内军队通信信息化市场的领先者，在无线通信产品的研发、制造方面拥有 50 多年的核心技术和人才优势，是我军通信信息化最大的整机装备供应商，在国内短波、超短波和中长波电台市场份额分别达到 44%、40%和 55%；
- **公司在军工领域具有很强的竞争优势**：公司长期从事军工通信产品的生产经营，不仅在众多产品市场占据了较大份额，更关键的是已经完全渗透进入军品更新换代的研发体系，具备极强的市场规模、在位优势、技术积累及人才优势；
- **军队信息化建设高峰提供未来增长动力**：我军信息化水平与国际先进水平差距较大，信息化建设现正处于全面发展的起始阶段，未来几年市场需求将高速增长，为公司业绩带来增长动力：
 - **全军应急通信网**：我国将建设全军短波通信网，该网络将成为继移动、联通、电信之外的第四大无线移动通信网络。预计未来 5 年市场规模 30 亿，按市占率 40%计算可每年贡献 2.4 亿收入；
 - **陆军数字化装备计划**：我军未来将加快数字化部队建设步伐，从目前数字化营试验向数字化师推广。预计此市场成熟规模 10 亿元，按照 30%市占率可贡献收入 3 个亿；
 - **卫星通信和北斗导航**：公司在卫星通信和导航领域具有深厚的历史和技术积累，并在国家已进行的招标中占据相当份额，未来将培育这两项业务成为公司新的利润增长点。
- **业绩预测**：预计 2010-12 年公司实现收入 9.97 亿、11.29 亿和 13.88 亿，增长 5.02%、13.23%和 22.96%，实现 EPS 为 0.748 元、0.952 元和 1.244 元，增长 17.29%、27.40%和 30.63%，三年净利润复合增速为 24.98%；
- **相对估值**：公司业务属于通信及军工板块，我们选取中小板及创业板近期相近 9 家上市公司估值水平作为参考，预计海格上市后合理价格为 47.00-49.96 元，对应市盈率为 10 年 66.79 倍及 11 年 49.37 倍；
- **风险提示**：公司运营中的风险主要集中在公司对于军队客户依赖程度较高以及我国军队信息化建设进程和军费开支的不确定性。

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

李哲人 联系人
(8621)61357580
lizheren@gjzq.com.cn

内容目录

海格通信：军工通信信息化领先企业	3
我军通信信息化最大的整机装备供应商	3
公司产品及业务情况	3
公司在军工领域具有很强的核心竞争优势	5
军工市场规模及在位优势	5
通信导航领域的技术优势	5
人才优势	6
军队信息化建设高峰为公司成长增添动力	6
军队信息化建设迎来高峰	6
未来业绩主要驱动因素分析	7
业绩预测及投资建议	8
业绩预测	8
相对估值	10
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1：公司产品横向覆盖众多频段	3
图表 2：公司通信类主要产品	4
图表 3：公司导航类主要产品	4
图表 4：公司发行前后股权结构	4
图表 5：公司收入规模（百万元）	5
图表 6：公司净利润规模（百万元）	5
图表 7：2009 年世界军费开支对比（亿美元）	7
图表 8：我国军费开支状况（亿元）	7
图表 9：公司主要产品销量预测（台）	8
图表 10：公司业务收入情况预测	9
图表 11：业务毛利率水平预测	10
图表 12：三项费用率预测	10
图表 13：公司营业收入预测（百万元）	10
图表 14：公司 EPS 预测（元）	10
图表 15：可比公司上市估值情况	11

海格通信：军工通信信息化领先企业

我军通信信息化最大的整机装备供应商

- 海格通信源于 1956 年始创的广州无线电厂，2000 年 7 月由广电集团下属军工总公司转制成立。公司在无线通信产品的研发、制造方面拥有 50 多年的核心技术资源和人才优势，现已由原来单一为海军提供舰用短波通信、导航的专装整机设备厂，发展成为总参、海军、空军、装甲、二炮、武警等全军各军兵种提供通信、导航及系统集成设备并集研究开发、设计、制造于一体的国家级高新技术企业，行业地位不断得到提升，并主要表现在：
 - 我国军用无线通信、导航装备最大的整机供应商；
 - 行业内第一家通过军方装备承制单位资格审核的通信整机厂家；
 - 行业内通信整机厂家中唯一一家承担全天候覆盖我国疆土的军方大型通信科研项目的总体单位；
 - 行业内唯一一家同时拥有短波、超短波、中长波、系统集成、导航专业技术、成熟产品、成套工艺流程和众多产品的企业；
 - 行业内通信整机厂家中唯一一家拥有技术开发人员和博士最多并具有独立的通信研究所和整机装备制造的企业；
 - 行业内唯一的连续 8 年国家规划布局内重点软件企业；
 - 广东软件行业协会会长单位、中国软件产业最大规模前 100 家企业；
 - 国家认定的企业技术中心、博士后科研工作站的依托单位和广东省高新技术企业。

公司产品及业务情况

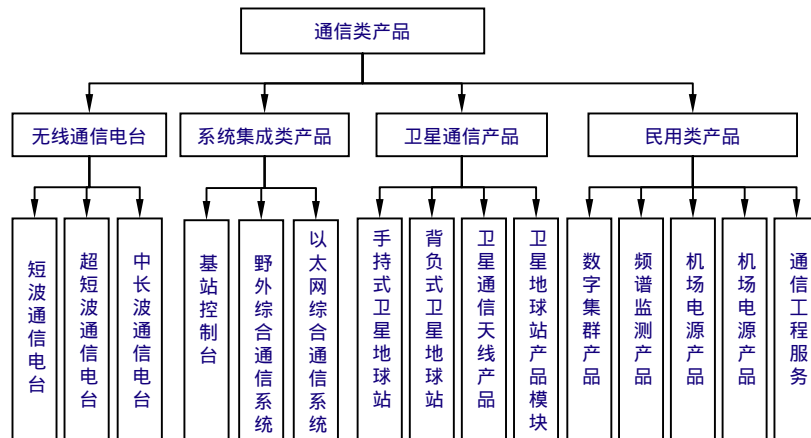
- 公司的核心业务属于军工领域，自设立以来，一直从事军事通信设备和导航设备的研发、生产和销售。公司是我军通信信息化最大的整机装备供应商，在国内短波、超短波和中长波电台市场份额分别达到 44%、40%和 55%：
 - 通信类产品是公司的主导业务，核心产品是短波、超短波和中长波通信电台，此外还培育了卫星通信、导航及民用作为后续潜力产品；

图表1：公司产品横向覆盖众多频段



来源：公司资料，国金证券研究所

图表2：公司通信类主要产品



来源：公司资料，国金证券研究所

图表3：公司导航类主要产品



来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司是 2007 年 7 月由海格有限原股东广州无线电集团及杨海洲等 47 名自然人发起设立。控股股东广电集团发行前持有公司 27.95% 的股份，与 5 名一致行动人合并持有公司 42.43% 的股份；

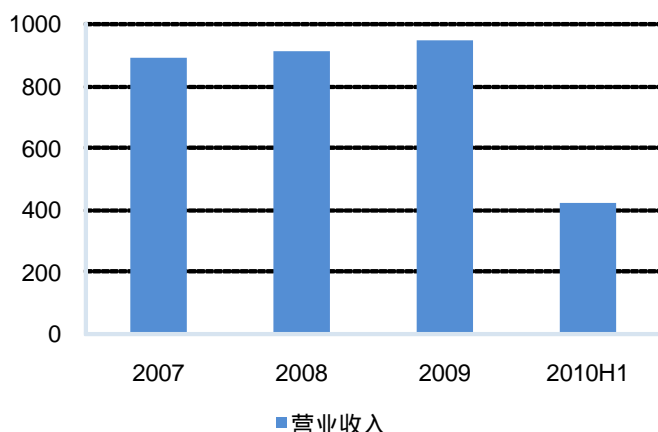
图表4：公司发行前后股权结构

	发行前		发行后	
	股份数量	股份比例	股份数量	股份比例
广电集团	69,186,510	27.95%	60,686,510	18.25%
杨海洲等47名自然人	178,320,000	72.05%	178,320,000	53.63%
全国社保基金理事会			8,500,000	2.56%
社会公众股			85,000,000	25.56%
合计	247,506,510	100.00%	332,506,510	100.00%

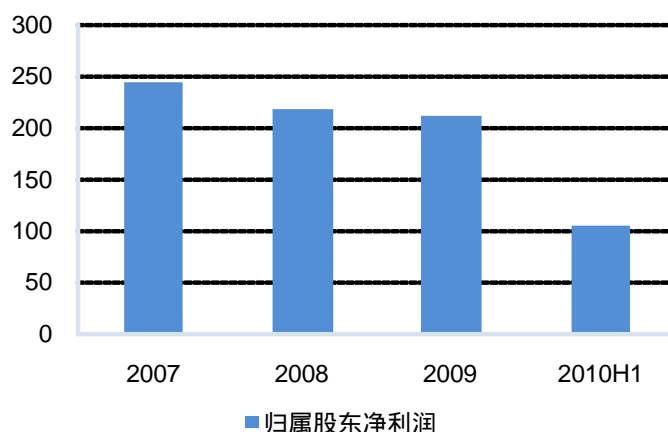
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 2007-09 年是国家军队信息化建设的平台期，公司分别实现收入 8.96 亿、9.14 亿和 9.49 亿，实现净利润 2.43 亿、2.18 亿和 2.12 亿，业绩基本保持平稳态势。

图表5：公司收入规模（百万元）



图表6：公司净利润规模（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司在军工领域具有很强的核心竞争优势

军工市场规模及在位优势

- 公司长期从事军工通信产品的生产经营，不仅在众多产品市场占据了较大的市场份额，更关键的是已经完全渗透进入军品更新换代的研发体系，具备极强的在位优势，后来者很难切入这一市场：
 - **领先的市场份额**：公司拥有 50 余年核心技术资源、产品和市场沉淀，拥有海陆空、二炮等一批长期稳定的军方客户。公司在细分市场具备优势地位，其中短波通信电台市场份额 44%，超短波通信产品份额 40%，中长波份额 55%，其中小功率中长波通信电台、基站控制台为独家供货，通信系统集成产品市场份额也达到 20%，导航产品则在我军中高端导航市场中占有较高份额；
 - **严格的资质门槛**：军工业务涉及国防安全和保密，所有参与军品生产的企业必须获得“三证”，即武器装备科研生产许可证、国家保密体系二级以上（含二级）资格认证及军工产品质量体系认证（GJB9001A-2001）；
 - **产品研制与使用周期长，预研参与程度决定市场份额**：军事通信装备全新创新型产品的研制周期一般是 2 至 5 年，在已有基础上升级换代型产品的研制周期一般是 1 至 3 年。其拥有一套完整的“预研-型研-定型”的较长研发过程，这就决定了只有像海格这样与军队具有长期合作关系、能最及时了解客户需求的在位厂商，在军品的更新换代中占据了不可比拟的优势；

通信导航领域的技术优势

- 经历军工领域多年的经营与拓展，公司在主营的各项业务领域，均树立起了具有自主知识产权的核心技术体系，多项技术和产品均处于行业领先地位，较竞争对手拥有很强的技术积累优势：
 - 公司是国内第一台自适应无线通信电台和第一台跳频抗干扰无线通信电台的诞生地，是我国军用无线通信行业重要的技术装备研发基地，技术水平处于国内领先地位，部分产品达到甚至超过国际先进水平。“十·五”、“十一·五”期间，公司是行业内唯一一家参与全部无线通信电台与导航类科研项目竞标并入围的企业；
 - 在短波产品领域公司是我军的技术总承单位，中长波产品方面，主要竞争对手北广电子擅长大功率，公司则在中小功率产品的关键技术独

家掌握。在卫星通信和导航领域，公司已有一个卫星产品型号研制项目，2009 年又获得国家 12 个标中 2 种卫星产品及 5 种卫星产品模块的承研资格；导航领域，公司是国内八家军用北斗二号用户机承担研制单位之一。

人才优势

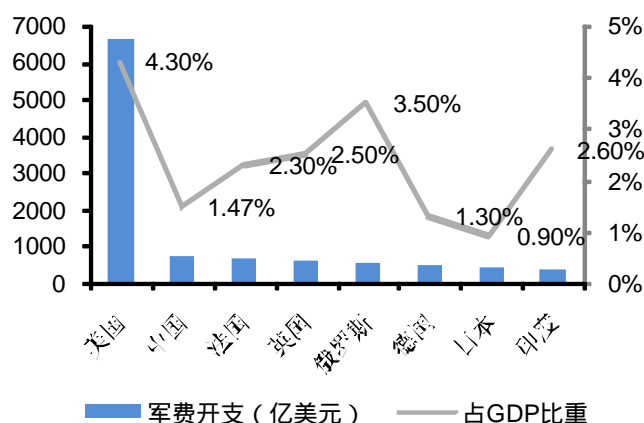
- 公司是国内第一台自适应无线通信电台和第一台跳频抗干扰无线通信电台的诞生地，是我国军用无线通信行业重要的技术装备研发基地，技术水平处于国内领先地位，部分产品达到甚至超过国际先进水平：
- 公司是行业内通信整机厂家中唯一一家具有独立的通信研究所和整机装备制造的企业，拥有最多的技术开发人员和博士，并拥有博士后科研工作站。现有研发人员 513 人，其中：博士 19 人、硕士 310 人，研发人员占员工总数的 34.71%。自成立以来，共有 76 人次获得的国家、省部级和市级奖项；
- 公司是行业内唯一一家国家规划布局内重点软件企业（连续 8 年通过认定）、广东省高新技术企业、中国软件业务收入前百家企业（连续 6 年入选“中国软件百强企业”）。

军队信息化建设高峰为公司成长增添动力

军队信息化建设迎来高峰

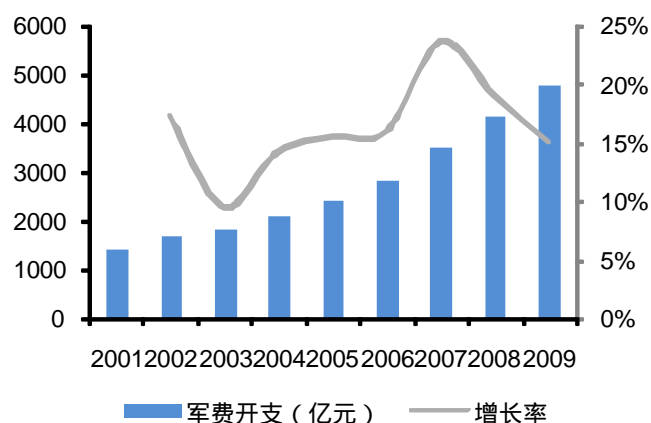
- 随着近年来我国综合国力的不断增强和周边地缘政治局势的发展变化，国防任务日益繁重，军费支出逐年增加。为迎接新的军事变革，满足军队信息化升级建设的需要，大规模的装备升级在未来几年内会持续展开，军事通信设备的需求将进入另一次建设高峰：
- **我军信息化水平与先进水平差距较大：**与发达国家尤其美国相比，我国军费开支在绝对数额和占国民生产总值比重方面都处于较低水平。2009 年中国军费开支占 GDP 的比重为 1.43%，远低于美国的 4.3% 和俄罗斯的 3.5%。仅从地面战术电台来看，美国现役地面战术电台规模 110 万台，重置价值 150 亿美元，而海格作为国内军用电台市场份额领先企业，2009 年军事电台的销售量仅 5793 太，收入仅 7.69 亿人民币；
- **行业正处于信息化全面发展的起始阶段：**《2008 年中国的国防》白皮书对我军信息化建设的发展阶段定位为：人民解放军的信息化建设，开始于 20 世纪 70 年代的指挥自动化建设，现已从分领域建设为主转为跨领域综合集成为主，总体上正处于信息化全面发展的起始阶段；
- **未来几年信息化需求将高速增长：**根据英国简氏信息集团 2010 年 7 月最新调查报告称，中国在未来四年内的军费增幅将达到 56%，位列全球之最，如假设中国军事通信开支占军费比例达到美国 4.76% 的水平，则中国军事通信领域的市场规模 2014 年将达到 356.95 亿元。

图表7：2009 年世界军费开支对比（亿美元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表8：我国军费开支状况（亿元）



未来业绩主要驱动因素分析

- **业绩驱动因素一：全军应急通信网。**公司短波通信产品未来几年的重点市场需求之一是全军短波通信网。根据我军信息化建设需求，目前短波通信正从以往单机通信模式向网络化通信模式转变。未来几年我国将进行全军短波通信网建设，该网络将建设由短波固定通信设施和短波机动通信系统等组成的全军共用的短波通信网络，该短波通信网络将成为我国继中国移动、中国联通、中国电信之外的第四大无线移动通信网络，可以实现覆盖全国并具备全球化通信保障能力的全天候短波通信网，为我军提供话音、数据等短波通信服务。完整建设该通信网需要数万台套各种短波通信设备。预计此通信网未来 5 年市场空间在 30 亿左右，按照公司市占率 40% 计算可每年贡献 2.4 亿收入：
 - 公司是全军短波通信网的技术总体单位，承担其中的短波通信设备、网络管理设备、网络控制设备等核心产品的研制任务。2010~2012 年该项目将进行首期工程建设。公司在该建设项目中短波固定通信基础设施市场占有率约 90%，短波机动通信系统市场占有率超过 25%。该项目于 2009 年 7 月 31 日完成系统及分设备部级技术鉴定审查，并于 2009 年完成首批设备的生产与交付。根据用户研制节点计划，拟于 2010 年 6 月完成设计定型。
- **业绩驱动因素二：陆军数字化师装备计划。**超短波通信产品未来几年的重点市场之一是我军陆军的数字化部队建设。我军目前正在进行数字化部队建设，基于数字化部队战术通信网科研成果及前期“数字化营”、“数字化团”建设试点，基本上解决了数字化部队建设的难题。未来几年将进一步加快数字化部队建设步伐，目前装备方式已基本确定，各种新型无线电台将陆续批量装备到部队。预计此市场成熟规模 10 亿元，按照公司 30% 市占率可贡献收入 3 个亿以上：
 - 超短波通信与短波通信相比较，其优点是：频段宽，通信容量较大；视距以外的不同网路设备可用相同频率工作，不会相互干扰；受昼夜和季节变化的影响小，通信较稳定，通信质量比短波好。所以尤其适合陆军平原作战部队配备；
 - 参考美军编制与装备情况，通常建设一个数字化机步师需要各类无线电台 5,000 余部，其中约 90% 为超短波类无线通信电台。保守估计，按平均每年建设 2 个数字化机步师的速度，则每年有超过 10,000 台套超短波电台的市场空间。
- **业绩驱动因素三：卫星通信。**卫星通信是海格通信新拓展的产品领域，公司已有一个卫星产品型号研制项目，2009 年通过项目竞标又获得 2 种卫

星产品及 5 种卫星产品模块的承研资格（国家一共拿出 12 个标），在未来 3~5 年内，卫星通信产品有望成为公司又一个新的利润增长点：

- 1991 年海湾战争期间，美国和北约的军事卫星承担 85% 的通信量，据预测，到 2010 年，美国军方的通信量将增长 5~6 倍（资料来源：互联网《军用通信卫星——美军的命根子》）。与美国和北约相比，我国军用卫星通信的普及率和使用率还很低，各种卫星通信系统建设任务十分迫切，目前在现有军用卫星通信不能满足我军通信需求的情况下，我国的军用卫星通信需求仍然在不断增长，预计十二五后期每年可形成超过 100 亿元的卫星通信市场，因此该市场领域具有广阔的发展空间和良好的发展前景。
- **业绩驱动因素四：北斗导航。**随着我国北斗导航定位系统的建设日趋成熟，军用导航装备也将迎来换装高峰，预计 2012 年以后全军卫星导航装备市场每年的订货总额将超过 10 亿元。海格通信在导航领域有 50 多年的技术积累，研制的系列导航产品在军用导航装备市场中占有较高份额，“十二·五”期间将通过北斗导航芯片、高动态/抗干扰导航接收机、多制式卫星导航接收系统等进一步构筑产品竞争优势，扩大军用导航市场份额：
 - 公司是国内八家军用北斗二号用户机承担研制单位之一；
 - 公司参股广州润芯 35% 股权，该公司主要从事射频芯片的设计与开发，前期主要从事北斗一号和二号射频芯片的设计与开发，2009 年 1 月已完成第一次流片，2009 年 10 月完成第二次流片，目前正在对产品进行测试，预计未来将能够在国内北斗芯片市场占据一定市场份额。

业绩预测及投资建议

业绩预测

- **收入预测：**我们预计公司通信电台产品尤其是短波及超短波产品未来三年销量将是一个逐步提速过程，而卫星通信和导航产品的业绩体现则在 12 年左右。总体来看，我们预计公司 2010-2012 年收入复合增速约 14%，三年呈现较明显的前低后高趋势：
 - 公司主营的通信电台方面，全军应急通信网今年处于启动阶段，公司订单约几千万，而数字化工作则仍处于营一级的试验阶段，预计 11 年将会向师一级推广，同时考虑到公司募投之后才能将产能从 5500 台提高到 11500 台，产能的释放是一个逐步过程，我们预计通信电台类产品 2010-2012 年收入增速分别为 9.81%、16.32% 和 22.67%。

图表9：公司主要产品销量预测（台）

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
短波电台	1,534	2,511	2,926	3,000	3,250	3,700	5,600	7,500
YoY		63.69%	16.53%	2.53%	8.33%	13.85%	51.35%	33.93%
超短波电台	1,561	1,590	2,064	2,600	3,200	3,800	5,600	6,900
YoY		1.86%	29.81%	25.97%	23.08%	18.75%	47.37%	23.21%
中长波电台	448	257	130	200	330	650	800	950
YoY		-42.63%	-49.42%	53.85%	65.00%	96.97%	23.08%	18.75%
卫星通信产品						20	200	500
YoY							900.00%	150.00%
合计	3,543	4,358	5,120	5,800	6,780	8,170	12,200	15,850

来源：国金证券研究所

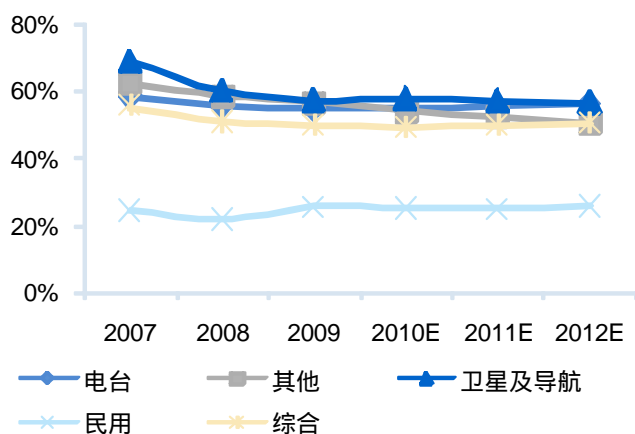
图表10：公司业务收入情况预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
通信电台							
销售收入（百万元）	564.24	554.09	556.87	261.62	611.49	711.28	872.52
增长率（YOY）	#DIV/0!	-1.80%	0.50%	#DIV/0!	9.81%	16.32%	22.67%
毛利率	58.19%	55.56%	54.51%	56.00%	54.61%	55.38%	56.01%
销售成本（百万元）	235.89	246.23	253.31	115.11	277.57	317.36	383.84
增长率（YOY）	#DIV/0!	4.38%	2.88%	#DIV/0!	9.58%	14.33%	20.95%
毛利（百万元）	328.35	307.87	303.56	146.51	333.92	393.92	488.68
增长率（YOY）	#DIV/0!	-6.24%	-1.40%	#DIV/0!	10.00%	17.97%	24.06%
占总销售额比重	63.47%	61.01%	59.20%	61.64%	61.34%	63.01%	62.86%
占主营业务利润比重	66.55%	66.82%	64.90%	64.76%	68.16%	70.49%	70.20%
其他通信							
销售收入（百万元）	184.73	173.26	184.04	81.56	160.43	166.37	191.33
增长率（YOY）	#DIV/0!	-6.20%	6.22%	#DIV/0!	-12.83%	3.70%	15.00%
毛利率	62.61%	58.66%	56.85%	54.72%	54.26%	52.50%	50.75%
销售成本（百万元）	69.08	71.62	79.40	36.93	73.38	79.03	94.23
增长率（YOY）	#DIV/0!	3.68%	10.87%	#DIV/0!	-7.58%	7.69%	19.24%
毛利（百万元）	115.65	101.64	104.63	44.63	87.05	87.35	97.10
增长率（YOY）	#DIV/0!	-12.11%	2.94%	#DIV/0!	-16.80%	0.34%	11.17%
占总销售额比重	20.78%	19.08%	19.57%	19.22%	16.09%	14.74%	13.78%
占主营业务利润比重	23.44%	22.06%	22.37%	19.73%	17.77%	15.63%	13.95%
卫星通信及导航							
销售收入（百万元）	34.33	30.67	27.70	28.38	38.79	47.00	86.45
增长率（YOY）	#DIV/0!	-10.68%	-9.67%	#DIV/0!	40.00%	21.19%	83.91%
毛利率	68.80%	60.02%	57.32%	59.77%	57.80%	57.08%	56.67%
销售成本（百万元）	10.71	12.26	11.82	11.42	16.37	20.17	37.46
增长率（YOY）	#DIV/0!	14.46%	-3.57%	#DIV/0!	38.43%	23.25%	85.68%
毛利（百万元）	23.62	18.41	15.88	16.96	22.42	26.83	48.99
增长率（YOY）	#DIV/0!	-22.07%	-13.73%	#DIV/0!	41.17%	19.68%	82.58%
占总销售额比重	3.86%	3.38%	2.95%	6.69%	3.89%	4.16%	6.23%
占主营业务利润比重	4.79%	4.00%	3.39%	7.50%	4.58%	4.80%	7.04%
民用产品							
销售收入（百万元）	105.64	150.14	172.00	52.86	186.23	204.16	237.75
增长率（YOY）	#DIV/0!	42.13%	14.56%	#DIV/0!	8.27%	9.63%	16.45%
毛利率	24.39%	21.85%	25.40%	34.29%	24.99%	24.86%	25.83%
销售成本（百万元）	79.87	117.33	128.31	34.74	139.68	153.40	176.35
增长率（YOY）	#DIV/0!	46.89%	9.36%	#DIV/0!	8.86%	9.82%	14.96%
毛利（百万元）	25.77	32.81	43.69	18.13	46.55	50.76	61.40
增长率（YOY）	#DIV/0!	27.34%	33.15%	#DIV/0!	6.54%	9.05%	20.97%
占总销售额比重	11.88%	16.53%	18.29%	12.46%	18.68%	18.09%	17.13%
占主营业务利润比重	5.22%	7.12%	9.34%	8.01%	9.50%	9.08%	8.82%
销售总收入（百万元）	888.94	908.17	940.61	424.42	996.94	1128.82	1388.05
销售总成本（百万元）	395.55	447.44	472.85	198.19	507.00	569.96	691.88
毛利（百万元）	493.38	460.73	467.76	226.23	489.93	558.86	696.17
平均毛利率	55.50%	50.73%	49.73%	53.30%	49.14%	49.51%	50.15%

来源：国金证券研究所

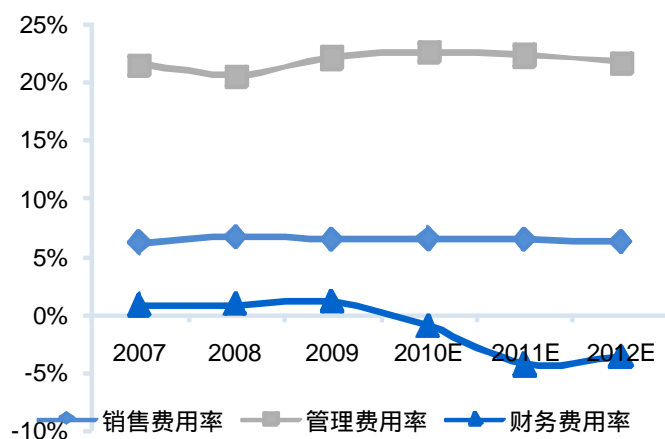
- **毛利及费用率预测：**军品由于具有很高市场门槛，价格水平变化较小，随着公司产能和销量的逐步释放以及新品的推出，预计公司主营的通信电台毛利率将逐步提升，而其他产品如民用等则略有下降，总体来看公司毛利率水平稳中有升。费用率方面，由于收入增长较慢以及员工待遇提高，10年销售费用率和管理费用率将较09年有所上升，但后续两年将随着销售规模的上升而逐步下降，财务费用率则由于上市超募资金将大幅下降。

图表11：业务毛利率水平预测



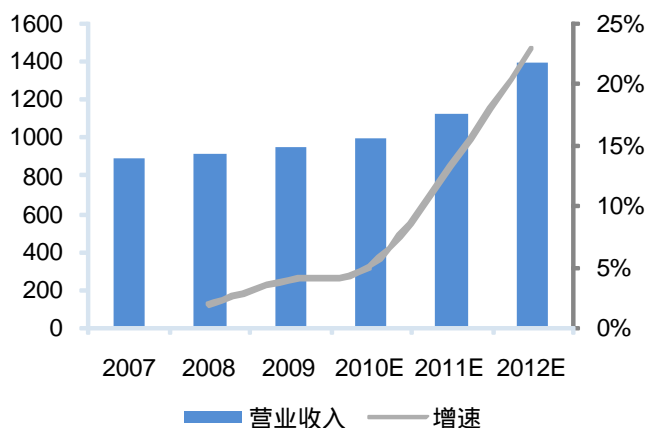
来源：国金证券研究所

图表12：三项费用率预测



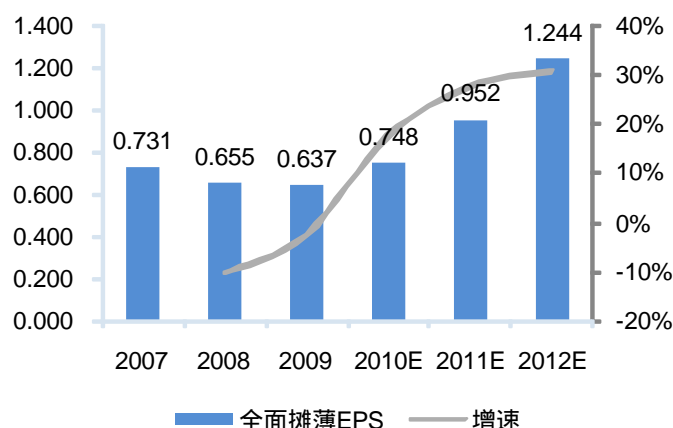
- **业绩预测：**我们预计 2010-2012 年公司将分别实现收入 9.97 亿、11.29 亿和 13.88 亿，同比分别增长 5.02%、13.23%和 22.96%，实现 EPS 分别为 0.748 元、0.952 元和 1.244 元，分别同比增长 17.29%、27.40%和 30.63%，三年净利润复合增速为 24.98%。

图表13：公司营业收入预测（百万元）



来源：国金证券研究所

图表14：公司 EPS 预测（元）



相对估值

- 公司业务属于通信以及军工板块，我们选取了中小板以及创业板近期相近行业的 9 家上市公司的上市首日估值水平作为参考，由此预计海格通信上市后合理价格为 47.00-49.96 元，对应市盈率为 10 年 66.79 倍及 11 年 49.37 倍。

图表15：可比公司上市估值情况

证券代码	证券简称	首发价格	首日开盘价	首日收盘价	PE预测			首发价PE			上市首日开盘价PE			上市首日收盘价PE		
					2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
300044.SZ	赛为智能	22	30.1	28.4	0.4465	0.656	0.9484	49.27	33.54	23.20	67.41	45.88	31.74	63.61	43.29	29.95
300045.SZ	华力创通	30.7	43	38.99	0.7399	1.0143	1.7313	41.49	30.27	17.73	58.12	42.39	24.84	52.70	38.44	22.52
002383.SZ	合众思壮	37	85.01	91.5	0.8779	1.1195	1.471	42.15	33.05	25.15	96.83	75.94	57.79	104.23	81.73	62.20
300074.SZ	华平股份	72	106	102.61	1.4958	2.0985	2.9069	48.13	34.31	24.77	70.87	50.51	36.46	68.60	48.90	35.30
300077.SZ	国民技术	87.5	161	157.31	1.6489	2.3527	3.2389	53.07	37.19	27.02	97.64	68.43	49.71	95.40	66.86	48.57
002417.SZ	三元达	20	27	25.01	0.5349	0.6762	0.8624	37.39	29.58	23.19	50.48	39.93	31.31	46.76	36.99	29.00
002446.SZ	盛路通信	17.82	21	20.95	0.5137	0.6481	0.778	34.69	27.50	22.90	40.88	32.40	26.99	40.78	32.33	26.93
002414.SZ	高德红外	26	25	25.47	0.6295	0.7891	0.9986	41.30	32.95	26.04	39.71	31.68	25.04	40.46	32.28	25.51
300101.SZ	国腾电子	32	63	69.91	0.7956	1.1028	1.4868	40.22	29.02	21.52	79.19	57.13	42.37	87.87	63.39	47.02
平均								43.08	31.93	23.50	66.79	49.37	36.25	66.71	49.36	36.33

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 公司运营中的风险主要集中在公司对于军队客户依赖程度较高以及我国军队信息化建设进程和军费开支的不确定性。针对这两个风险因素，公司也在客户拓展以及产品向民用延伸两个方面进行努力，从而尽可能减轻其负面影响：
 - 公司近年主动致力于客户覆盖面的扩张，客户数从 2007 年的 66 家增加到 2009 年的 99 家，前五名客户销售占比从 2007 年的 71.10%减少到 2009 年的 54.47%，客户相对集中的风险逐步缓解；
 - 同时，随着 2008 年 10 月控股海华电子作为公司发展民品业务的平台，公司民品业务快速发展，民品收入占主营业务收入的比例从 2007 年的 10.06%增加到 2009 年的 16.57%。未来公司将充分利用在通信领域领先的技术成果，争取快速发展民品业务，成为公司新的利润增长点。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	896	914	949	997	1,129	1,388
增长率		1.9%	3.9%	5.0%	13.2%	23.0%
主营业务成本	-396	-448	-476	-507	-570	-692
% 销售收入	44.2%	49.0%	50.1%	50.9%	50.5%	49.8%
毛利	500	466	474	490	559	696
% 销售收入	55.8%	51.0%	49.9%	49.1%	49.5%	50.2%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-3	-3
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-56	-61	-61	-65	-73	-87
% 销售收入	6.2%	6.7%	6.4%	6.5%	6.4%	6.2%
管理费用	-193	-188	-211	-226	-253	-302
% 销售收入	21.6%	20.6%	22.2%	22.6%	22.4%	21.7%
息税前利润 (EBIT)	250	215	200	197	231	305
% 销售收入	27.9%	23.6%	21.1%	19.8%	20.4%	21.9%
财务费用	-7	-7	-10	11	50	52
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.1%	-1.1%	-4.4%	-3.8%
资产减值损失	0	0	-1	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-4	6	25	30	48
% 税前利润	0.0%	n.a	2.6%	9.0%	8.4%	10.3%
营业利润	243	204	195	231	310	404
营业利润率	27.1%	22.3%	20.5%	23.2%	27.5%	29.1%
营业外收支	28	38	43	46	48	63
税前利润	271	242	237	277	358	467
利润率	30.2%	26.5%	25.0%	27.8%	31.7%	33.7%
所得税	-25	-20	-20	-23	-30	-40
所得税率	9.3%	8.1%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润	245	222	217	254	328	428
少数股东损益	2	5	5	5	11	14
归属于母公司的净利润	243	218	212	249	317	414
净利率	27.1%	23.8%	22.3%	24.9%	28.1%	29.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	245	222	217	254	328	428
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	27	34	50	81	101
非经营收益	7	12	4	-51	-72	-105
营运资金变动	-27	-201	-148	68	6	-8
经营活动现金净流	248	60	107	321	342	416
资本开支	-130	-93	-34	-565	-561	203
投资	-5	0	0	-13	0	0
其他	0	0	0	25	30	48
投资活动现金净流	-135	-93	-34	-553	-531	251
股权募资	12	0	0	3,073	-60	0
债权募资	134	46	14	-270	0	1
其他	-181	-102	-67	-61	-82	-94
筹资活动现金净流	-35	-56	-53	2,741	-142	-93
现金净流量	78	-88	20	2,510	-330	574

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	388	300	320	2,830	2,499	3,074
应收款项	134	181	261	227	250	294
存货	599	500	411	417	429	474
其他流动资产	19	9	8	12	12	13
流动资产	1,140	989	1,000	3,486	3,191	3,855
% 总资产	70.6%	63.6%	63.9%	75.5%	65.8%	73.1%
长期投资	46	47	55	67	66	66
固定资产	399	489	478	1,035	1,559	1,314
% 总资产	24.7%	31.4%	30.5%	22.4%	32.1%	24.9%
无形资产	24	23	24	27	32	36
非流动资产	475	566	566	1,132	1,660	1,419
% 总资产	29.4%	36.4%	36.1%	24.5%	34.2%	26.9%
资产总计	1,615	1,555	1,566	4,618	4,851	5,274
短期借款	216	182	196	0	0	0
应付款项	612	430	247	279	319	398
其他流动负债	61	-5	49	89	102	118
流动负债	890	607	492	368	421	517
长期贷款	0	80	80	80	80	81
其他长期负债	55	67	74	0	0	0
负债	945	754	646	448	501	598
普通股股东权益	622	751	865	4,110	4,279	4,592
少数股东权益	48	50	55	60	71	85
负债股东权益合计	1,615	1,555	1,566	4,618	4,851	5,274

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.982	0.880	0.856	0.748	0.952	1.244
每股净资产	2.511	3.035	3.496	12.361	12.869	13.809
每股经营现金净流	1.003	0.244	0.432	0.966	1.030	1.251
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.230	0.265	0.304
回报率						
净资产收益率	39.11%	28.99%	24.49%	6.05%	7.40%	9.01%
总资产收益率	15.06%	14.01%	13.53%	5.38%	6.53%	7.84%
投入资本收益率	25.58%	18.62%	15.30%	4.25%	4.76%	5.86%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	1.93%	3.90%	5.02%	13.23%	22.96%
EBIT增长率	N/A	-13.74%	-7.16%	-1.42%	16.98%	32.06%
净利润增长率	N/A	-10.42%	-2.68%	17.29%	27.40%	30.63%
总资产增长率	N/A	-3.72%	0.76%	194.78%	5.05%	8.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.1	51.4	72.5	70.0	68.0	65.0
存货周转天数	275.7	447.7	349.4	300.0	275.0	250.0
应付账款周转天数	63.9	112.0	104.5	102.0	105.0	110.0
固定资产周转天数	87.5	182.6	166.5	288.8	392.2	307.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.74%	-4.74%	-4.79%	-65.95%	-55.62%	-64.00%
EBIT利息保障倍数	37.6	28.9	19.6	-18.2	-4.6	-5.8
资产负债率	58.53%	48.50%	41.27%	9.70%	10.33%	11.33%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室