

质地优良的军用通信设备企业

海格通信
002465

近期我们调研了海格通信，与公司高管进行了交流：

海格通信是我国主要的军用通信设备企业，在军用电台占有领先优势，短波、超短波、中长波电台占市场份额的40-50%，军用系统集成产品也有较好的增长，另外卫星通信、卫星导航都将是公司新的增长点。

电台产品优势稳固。公司客户已经从60多家增加到100多家，客户分散于总参、海军、陆军等各军方部分，短波电台市占率超过40%，超短波占1/3市场份额，中长波电台占据55%的市场。产品价格稳定，电台定型列装后价格保持稳定。业务的增长点在于全国应急通信指挥网和数字化装备师项目，分别拉动短波、超短波电台的需求，有望实现高速增长。由于2010年是十二五规划的第一年，军队项目尚处在规划阶段，需求量小，另外军队采购分散，季节性拿单现象已经不存在，很难反映大单的贡献。

系统集成将实现较快增长。该业务为公司的新产品领域，主要为网络网系、指挥自动化的基站控制台、综合通信系统等，市占率为20%。军用通信正从单机向系统及综合解决方案过渡，指挥系统的批量化、多业务指挥通信系统的定型、投产将带动该业务保持30%以上的增长速度。

卫星通信短期无动作，导航产品存机遇。卫星通信占我国军队通信系统的比例很低，而国外比例可达85%，上升空间大，但由于产品规划在十二五后期，因此市场短期规模启动的可能性不大。我国北斗系统逐渐完成对亚太区的覆盖，将直接推动军用及民用终端产品的发展，而军品可能首先发展。公司参股广州润芯，该公司已研发出支持北斗1、2代的射频芯片，并完成3次流片，可以批量生产，为今后供给海格导航产品提供保障。

盈利预测及投资建议。随着十二五期间军队装备投入逐渐增加，存在高速增长的预期，但时点难把握。预计公司2010-2012年每股收益分别为0.72/0.95/1.17元，对应动态市盈率分别为51x/39x/31x。公司质地优良，同时36.85元的股价已破发，安全边际高，因此给予公司“增持”评级。

主要财务指标					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	913.6	949.3	967.0	1,163.2	1,356.5
增长率（%）	1.9%	3.9%	1.9%	20.3%	16.6%
净利润（百万元）	217.8	211.9	239.1	316.3	389.8
增长率（%）	-10.4%	-2.7%	12.8%	32.3%	23.2%
每股收益（元）	0.655	0.637	0.719	0.951	1.172
每股净资产（元）	2.26	2.60	3.32	4.27	5.45
PE (X)	56.3	57.8	51.2	38.7	31.4
PB (X)	16.3	14.2	11.1	8.6	6.8
ROE (%)	31.7%	26.2%	24.3%	25.1%	24.1%

首次

增持

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

E-Mail：

kzy@longone.com.cn

日期

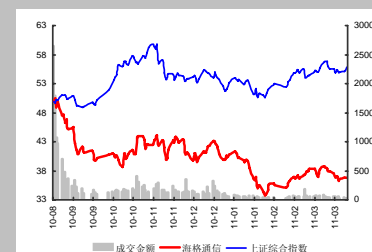
分析：2011年03月23日

价格

当前市价：36.85元

半年目标：47.50元

股价表现



相关研究报告

100818	成长路径清晰的军队通信设备企业	无评级
--------	-----------------	-----

表 1 海格通信盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	896.3	913.6	949.3	967.0	1,163.2	1,356.5	1.9%	3.9%	1.9%	20.3%	16.6%
增长率		1.9%	3.9%	1.9%	20.3%	16.6%	1.9%	2.0%	-2.0%	18.4%	-3.7%
军品	783.3	758.0	768.6	789.1	968.4	1,143.2	-3.2%	1.4%	2.7%	22.7%	18.1%
民品	105.6	150.1	172.0	177.9	194.8	213.3	42.1%	14.6%	3.4%	9.5%	9.5%
综合毛利率	55.8%	51.0%	49.9%	50.3%	49.8%	50.2%	-4.8%	-1.1%	0.4%	-0.5%	0.3%
营业成本	396.4	447.7	475.8	480.3	583.5	675.9	12.9%	6.3%	1.0%	21.5%	15.8%
营业税金及附加	1.3	1.3	2.0	1.9	2.3	2.7	1.4%	52.5%	-3.5%	20.3%	16.6%
期间费用率	28.5%	28.1%	29.7%	29.0%	25.3%	23.4%	-0.4%	1.6%	-0.7%	-3.7%	-1.9%
销售费用	55.7	60.8	61.0	61.9	69.8	74.6	9.0%	0.4%	1.4%	12.8%	6.9%
销售费用率	6.2%	6.7%	6.4%	6.4%	6.0%	5.5%	0.4%	-0.2%	0.0%	-0.4%	-0.5%
管理费用	193.2	188.5	210.6	213.7	232.6	244.2	-2.4%	11.7%	1.5%	8.9%	5.0%
管理费用率	21.6%	20.6%	22.2%	22.1%	20.0%	18.0%	-0.9%	1.6%	-0.1%	-2.1%	-2.0%
财务费用	6.6	7.4	10.2	4.8	(8.1)	(1.4)	12.3%	36.9%	-52.6%	-268.4%	-83.3%
财务费用率	0.7%	0.8%	1.1%	0.5%	-0.7%	-0.1%	0.1%	0.3%	-0.6%	-1.2%	0.6%
资产减值损失	0.4	0.3	1.4	1.0	1.2	1.4	-28%	446%	-33%	20%	17%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	(3.9)	6.2	12.0	19.0	19.0	NA	-260.4%	92.5%	58.3%	0.0%
营业利润	242.7	203.8	194.5	215.3	300.9	378.1	-16.0%	-4.5%	10.7%	39.7%	25.7%
增长率		-16.0%	-4.5%	10.7%	39.7%	25.7%	-16.0%	11.5%	15.2%	29.0%	-14.1%
营业利润率	27.1%	22.3%	20.5%	22.3%	25.9%	27.9%	-4.8%	-1.8%	1.8%	3.6%	2.0%
加: 营业外收入	28.2	38.9	43.0	51.0	53.0	58.0	37.7%	10.6%	18.6%	3.9%	9.4%
减: 营业外支出	0.4	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
利润总额	270.5	241.9	237.2	266.3	353.9	436.1	-10.6%	-1.9%	12.3%	32.9%	23.2%
减: 所得税	25.0	19.6	20.1	21.6	30.1	37.1	NA	NA	NA	NA	NA
实际所得税率	9.3%	8.1%	8.5%	8.1%	8.5%	8.5%	-1.2%	0.4%	-0.4%	0.4%	0.0%
净利润	245.5	222.3	217.2	244.8	323.8	399.0	-9.4%	-2.3%	12.7%	32.3%	23.2%
减: 少数股东损益	2.4	4.5	5.2	5.6	7.4	9.2	90.3%	15.4%	7.8%	32.3%	23.2%
归属于母公司所有者的净利润	243.1	217.8	211.9	239.1	316.3	389.8	-10.4%	-2.7%	12.8%	32.3%	23.2%
增长率		-10.4%	-2.7%	12.8%	32.3%	23.2%	-10.4%	7.7%	15.5%	19.5%	-9.1%
净利润率	27.1%	23.8%	22.3%	24.7%	27.2%	28.7%	-3.3%	-1.5%	2.4%	2.5%	1.5%
每股收益(元)	0.73	0.65	0.64	0.72	0.95	1.17	-10.4%	-2.7%	12.8%	32.3%	23.2%

资料来源: 东海证券研究所

表 2 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	市净率
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,225.2	1,225.2	5.78	0.15	0.06	0.19	39.1x	92.0x	30.4x	13.3%	6.9x	1.7x
平均值									39.1x	92.0x	30.4x	13.3%		1.7x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	897.6	712.4	31.31	0.86	1.13	1.46	36.5x	27.6x	21.5x	30.5%	0.9x	4.2x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	79.9	35.8	14.37	0.61	0.70	0.87	23.4x	20.6x	16.6x	18.8%	1.1x	4.0x
大富科技	300134.SZ	买入	102.4	25.6	64.03	0.87	1.57	2.12	73.4x	40.8x	30.2x	55.8%	0.7x	4.2x
盛路通信	002446.SZ	-	28.6	7.3	27.99	0.41	0.43	0.75	68.7x	65.8x	37.1x	36.2%	1.8x	4.5x
平均值									50.5x	38.7x	26.3x	35.3%	1.1x	4.2x
光通信														
烽火通信	600498.SH	买入	159.8	159.8	36.17	0.59	0.79	1.17	61.0x	45.7x	31.0x	40.2%	1.1x	4.7x
光迅科技	002281.SZ	买入	67.5	34.6	42.20	0.65	0.79	1.05	64.8x	53.2x	40.2x	27.0%	2.0x	6.7x
亨通光电	600487.SH	增持	71.0	57.0	34.30	0.89	0.79	1.24	38.6x	43.6x	27.7x	18.1%	2.4x	5.0x
中天科技	600522.SH	增持	89.5	89.5	27.90	1.04	1.26	1.55	26.7x	22.1x	18.0x	21.9%	1.0x	4.8x
通鼎光电	002491.SZ	-	51.3	12.8	19.17	0.31	0.51	0.69	61.0x	37.8x	28.0x	47.7%	0.8x	10.9x
平均值									50.4x	40.5x	29.0x	31.0%	1.5x	6.4x
配线、机柜														
日海通讯	002313.SZ	买入	52.7	13.2	52.70	0.73	1.11	1.42	72.6x	47.6x	37.1x	40.0%	1.2x	5.9x
新海宜	002089.SZ	-	54.1	34.0	23.00	0.35	0.55	0.83	65.9x	41.8x	27.6x	54.4%	0.8x	6.3x
平均值									69.3x	44.7x	32.4x	47.2%	1.0x	6.1x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	37.2	27.8	17.35	0.36	0.50	0.61	48.1x	34.6x	28.6x	29.7%	1.2x	5.4x
奥维通信	002231.SZ	-	22.6	5.7	14.09	0.15	0.16	0.22	94.8x	89.9x	64.6x	21.1%	4.3x	5.8x
三元达	002417.SZ	-	36.2	9.0	30.15	0.41	0.56	0.68	73.0x	53.6x	44.4x	28.3%	1.9x	4.5x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	79.3	29.1	73.42	1.03	1.75	2.05	71.2x	41.9x	35.8x	41.0%	1.0x	5.4x
华星创业	300025.SZ	买入	25.2	11.9	31.50	0.33	0.50	0.91	95.6x	63.5x	34.5x	66.3%	1.0x	9.2x
中创信测	600485.SH	增持	27.0	27.0	19.50	0.19	0.34	0.52	102.6x	57.5x	37.5x	65.4%	0.9x	6.0x
国脉科技	002093.SZ	中性	70.9	54.9	16.40	0.22	0.27	0.34	76.2x	60.8x	48.8x	24.9%	2.4x	15.2x
平均值									80.2x	57.4x	42.0x	39.5%	1.4x	7.3x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	48.2	47.7	24.27	0.16	0.28	0.41	153.5x	85.5x	59.0x	61.4%	1.4x	7.2x
恒宝股份	002104.SZ	增持	76.5	47.9	17.35	0.21	0.26	0.39	81.5x	67.8x	44.6x	35.1%	1.9x	12.9x
大唐电信	600198.SH	增持	78.1	77.8	17.80	0.13	0.17	0.27	136.0x	106.9x	66.5x	42.9%	2.5x	14.7x
平均值									123.7x	86.7x	56.7x	46.5%	1.9x	11.6x
增值服务														
拓维信息	002261.SZ	买入	50.6	25.9	34.79	0.60	0.76	1.08	58.0x	45.9x	32.3x	34.1%	1.3x	7.4x
北纬通信	002148.SZ	增持	28.7	19.9	37.90	0.47	0.29	0.42	80.7x	129.5x	90.1x	-5.3%	NA	7.0x
平均值									69.4x	87.7x	61.2x	-5.3%	NA	7.2x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	73.7	73.7	13.09	0.15	0.21	0.29	89.5x	62.1x	44.5x	41.7%	1.5x	5.0x
动力源	600405.SH	-	27.5	26.3	12.61	0.18	0.26	0.00	69.2x	48.3x	#DIV/0!	-100.0%	NA	6.1x
键桥通讯	002316.SZ	-	26.9	14.6	17.25	0.27	0.35	0.59	63.3x	48.9x	29.3x	47.2%	1.0x	3.4x
高新兴	300098.SZ	-	23.1	5.8	33.73	0.86	1.09	1.43	39.3x	31.0x	23.6x	29.0%	1.1x	3.0x
海格通信	002465.SZ	增持	122.5	31.3	36.85	0.64	0.72	0.95	57.8x	51.2x	38.7x	22.2%	2.3x	3.0x
平均值									63.8x	48.3x	34.0x	8.0%	1.1x	4.1x
板块均值									69.7x	55.8x	38.2x	30.6%	0.7x	6.3x

资料来源：东海证券研究所

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒业研究；毕业于吉林大学，经济学硕士；3年证券研究经验；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897