

希德电子：军用信息化系统的民营 制造商

2017年09月12日

新三板	商业模式
-----	------

——新三板公司商业模式研究之一百三十三

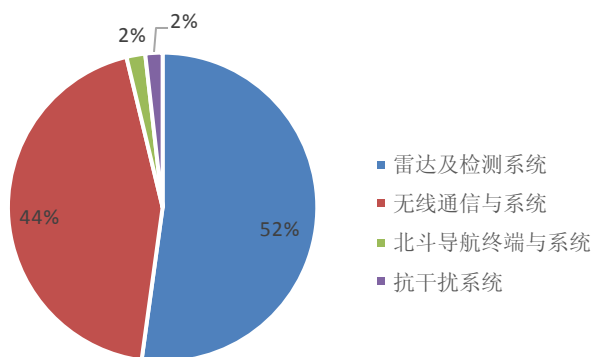
杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001
	hongyi@dxzq.net.cn	010-66554046
张卓琦	研究助理	
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	010-66554018
韩宇	研究助理	
	hanyu@dxzq.net.cn	

1. 公司情况

1.1 主营业务

西安希德电子信息技术股份有限公司（以下简称“公司”）立足于国防军工电子信息产业，围绕“器部件-终端-系统”产业链以及“技术芯片化、功能模块化、应用一体化”的综合性解决方案两条主线，从事导航、通信、雷达、抗干扰及光通信等军用电子设备与系统的研发、生产和销售。产品服务于兵器、航天、航空及船舶等国防军工领域。

图 1：2016 年公司主营业务构成

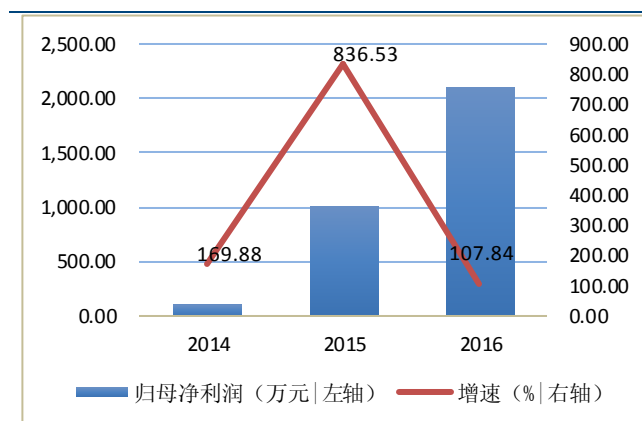
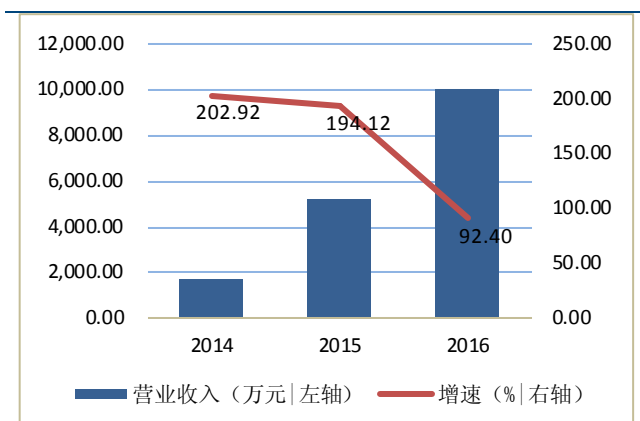


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 业绩表现

图 2：公司营业收入及增速（单位：万元）

图 3：归母净利润及增速（单位：万元）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.1 运营模式

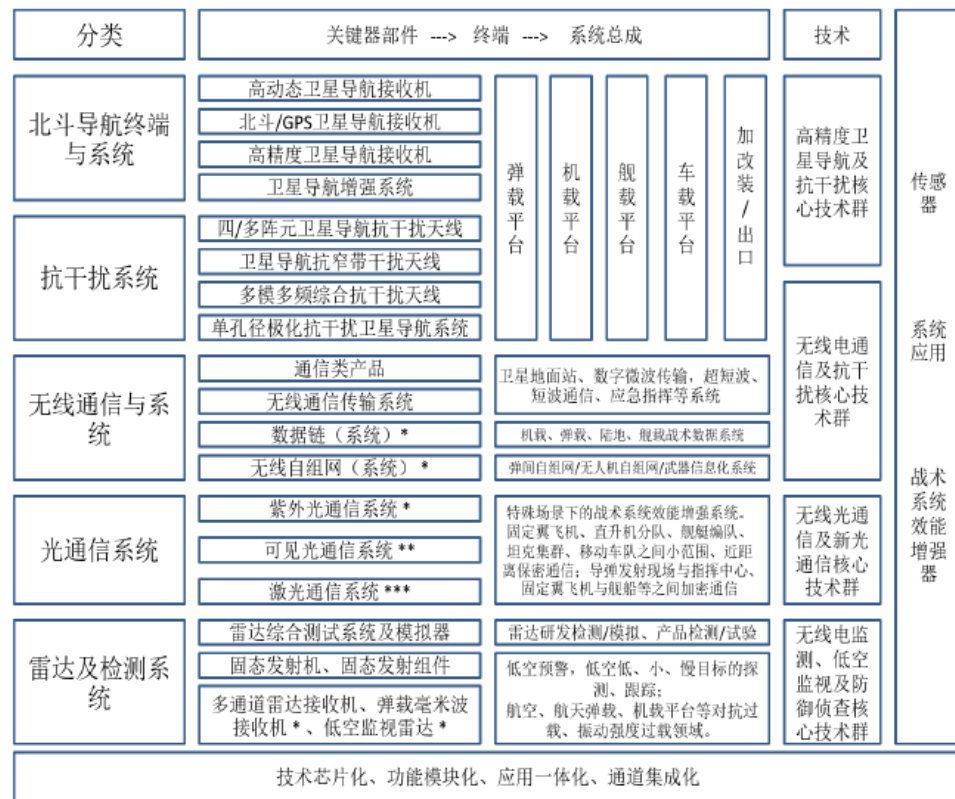
1. 定位于高精尖端产品，典型的科研生产一体化公司

公司已形成了高精度卫星导航及抗干扰技术，无线电通信及抗干扰技术，无线光通信及新光通信技术，无线电监测、低空监视及防御侦察技术等四大核心高精尖端技术群。

围绕技术群，形成产品簇，并成功应用于国防项目中：

- ◆ 在雷达领域基于“低小慢目标探测技术”研发的超低空监视雷达、探鸟雷达，填补了我国低空监视领域5公里探测的空白；
- ◆ 在北斗导航领域形成了自主知识产权的北斗抗干扰终端及芯片，目前已成功中标特殊机构多个型号项目；
- ◆ 在光电领域基于自主知识产权“图像处理及点云成像技术”开发的三维激光成像雷达已在铁路领域试装运行，效果良好，目前是唯一一家提供该产品的国内厂商；
- ◆ 在通信领域目前已承担2项下一代通信技术预研项目，承研的多个综合航电产品、通信产品已陆续列装部队。

图 4：2015 年公司产品类型



注：图中标记“***”产品为储备品种，标记“**”产品为正在进行原理设计的产品，标记“*”产品为正在进行工程化或型号沟通的产品。

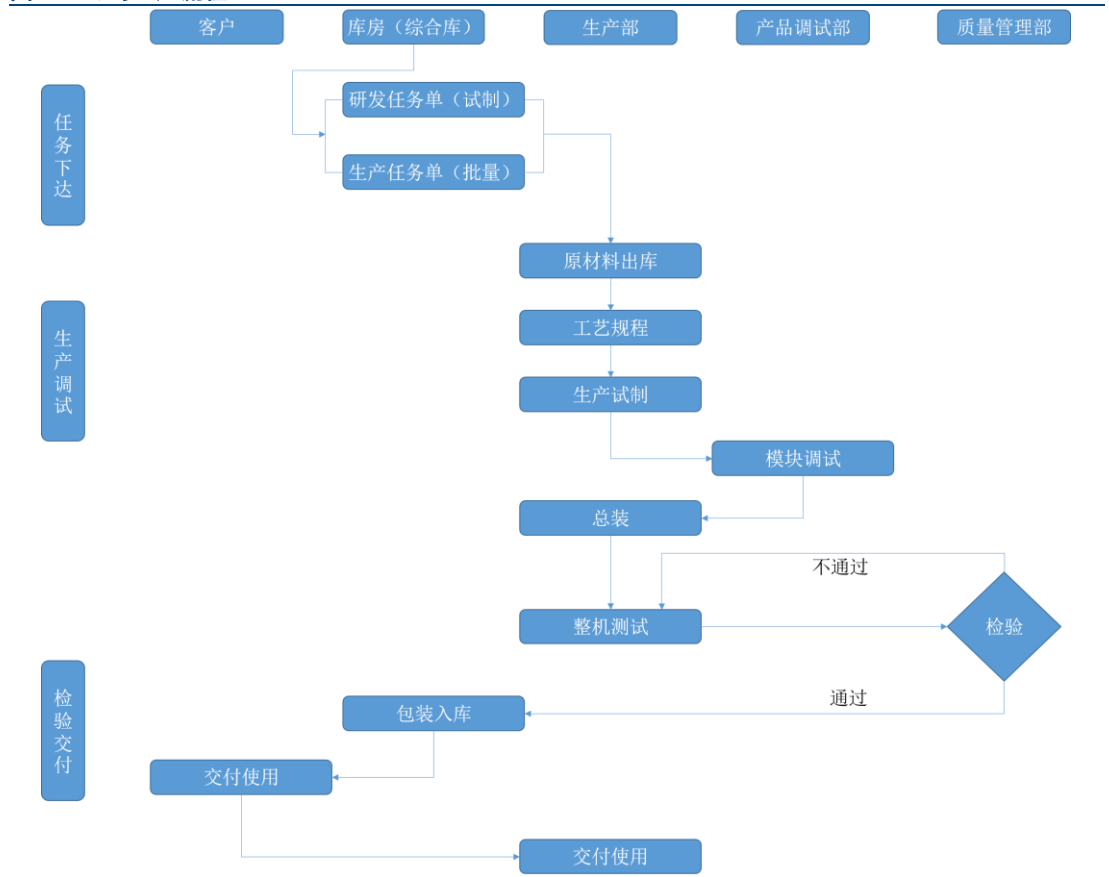
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 公司业务体系完善，业务流程规范

业务流程包括研发、采购、生产、销售四个环节：

- ◆ 研发：公司2015年研发人员总数已占到总人数的65%，并不断引进国内技术专家，同时完善研发制度建设，制定《研发项目管理制度》，公司项目研发管理流程化，分为四个阶段，前期立项、方案论证、样品评审、设计定型；
- ◆ 采购：制度化管理，制定《采购管理制度》与《合同审批管理制度》，并形成供应商选择机制，建立清晰的采购流程，包括采购申请、合同签订以及检验入库；
- ◆ 生产：以组装调试为主，大部分零部件外协，注重对外协品质控制以及成品系统测试；生产流程分为三个阶段，任务下达、生产调试、交付反馈；
- ◆ 销售：针对重点客户构建覆盖全国的营销和服务体系，销售也有清晰的流程，包括订单签订、研发测试、交付及售后。

图 5：公司生产流程



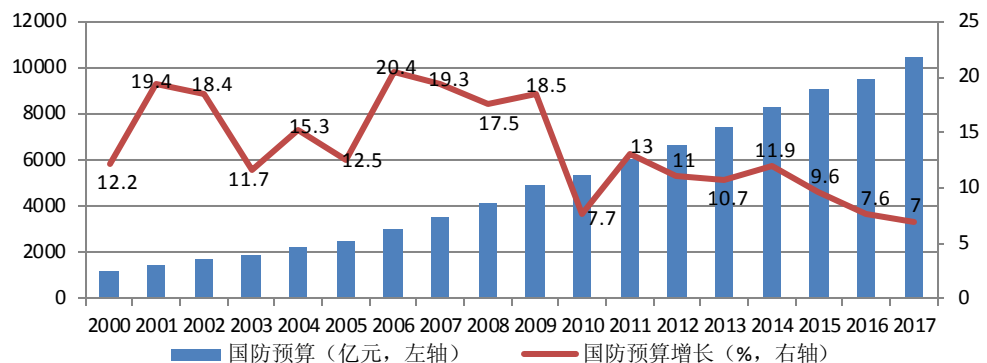
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 市场情况

国防信息化产业主要包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信与军工电子等五大领域。公司的主要产业属于国防信息化领域。

我国国防预算稳定增长是国防信息化建设的前提。进入21世纪以来，我国国防预算很多年份都处于2位数的高速增长，2017年增速有所放缓，降至7%，但在总量上超过万亿元。国防预算的不断增长有利于国防装备的快速更新，特别是随着对国防装备的智能化和信息化建设，将会涌现出新一代满足陆海空天一体化作战要求的信息化装备。

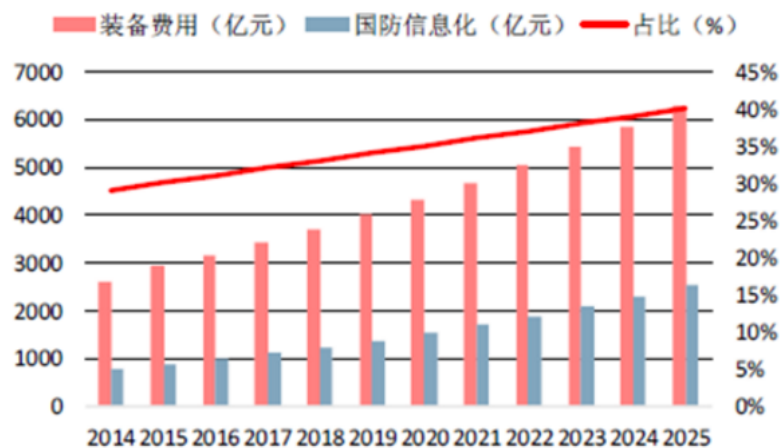
图 6：2000 年-2017 年中国国防预算



资料来源：中国统计年鉴，东兴证券研究所

中国国防信息化建设持续加速，未来10年市场总规模有望达到1.66万亿元。2015年国防装备总支出约2927亿元，其中国防信息化开支约878亿元，同比增长17%，占比为30%。据预测，2025年中国国防信息化开支将增长至2513亿元，年复合增长率11.6%，占2025年国防装备费用（6284亿元）比例达到40%。未来10年国防信息化总规模有望达到1.66万亿元。

图 7：2016-2025 年中国国防装备费用及国防信息化占比预测



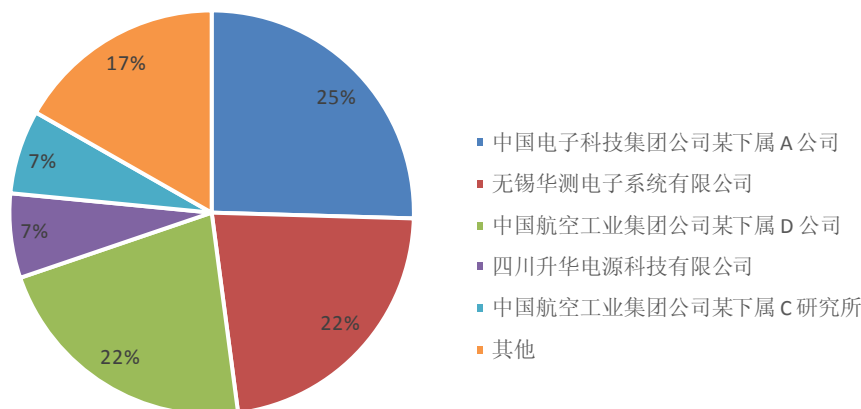
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

2.3 市场渠道

公司客户大部分属于军工科研单位。公司的主要销售模式为上门面谈，此外还有招投标销售模式。

公司2016年度对前五名客户的销售金额达到全年销售金额的83.25%，对大客户依赖性较强。

图 8：2016 年公司销售金额占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司的客户关系特点：

- ◆ 客户角度：主要需求方为各大国有航空航天企业以及研究所，涉及各项技术研究开发合作项目，定型周期长，但需求明确且合作关系稳定；
- ◆ 公司角度：研发能力领先，技术水平突出，能够满足客户不断变化的合作需要，公司对大客户的依赖性一定程度上源自于需求方的市场化选择。

2.4 技术壁垒

公司重点服务于国防军工领域，并逐步拓展到民航空管、公安、消防等民用领域。公司形成了高精度卫星导航及抗干扰技术，无线电通信及抗干扰技术，无线光通信及新光通信技术，无线电监测、低空监视及防御侦察技术等四大核心技术群。

公司作为从事军工产业信息化产品研发、生产和销售的民营军工企业，产品应用到航天、武器和船舶等重要军事化领域，拥有齐全的军工科研生产资质。

3. 同行业标的对比

上市公司海格通信（002465.SZ）是一家专业从事通信和导航设备研发、生产、销售的现代高科技企业集团，主要为国内各军兵种提供通信设备和导航设备，与公司业务存在一定交叉，因而选择海格通信作为公司的同行业标的。

表 1：公司与同行业相关标的对比

	海格通信（002465.SZ）	希德电子（833477.OC）
一、财务指标		
2014-2016 年营收（百万元）	2953.83 / 3806.58 / 4118.73	17.71 / 52.09 / 100.23
2014-2016 年增长率（%）	75.43% / 28.87% / 8.20%	202.92 / 194.12% / 92.40%
2014-2016 年净利润（百万元）	526.90 / 654.31 / 607.86	1.08 / 10.15 / 20.35
2014-2016 年增长率（%）	51.44% / 24.18% / -7.10%	169.88% / 836.53% / 100.58%

净资产收益率 (%)	8.06%	53.70%
每股收益(元)	0.2500	2.0500
PE	55.44	26.20
PB	3.20	9.62
二、业务特点		
主要业务	无线通信、北斗导航、泛航空、软件与信息服务以及其他业务。	北斗导航终端与系统、抗干扰系统、雷达及检测系统、无线通信与系统。
面向领域	军用业务紧跟行业发展趋势和用户需求，民用业务也保持良好发展势头。	产品服务于兵器、航天、航空及船舶等国防军工领域。
三、业务布局新方向		
业务发展方向	围绕“高端高科技制造业、高端现代服务业”和“军民布局”两大定位，强化“无线通信、北斗导航、泛航空、软件与信息服务”四大业务布局和协调发展。	继续深化五大产品线布局，包括北斗导航终端与系统，抗干扰方案，雷达及检测系统，无线通信与系统，光通信系统。 重点加大光通信技术研发，加快技术转化，形成稳定业务收入。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为5分，总计25分，公司总得分为14.5分，具有一定竞争力。

表 2：公司波特五力模型分析

希德电子（833477）：波特五力模型分析	
潜在进入者（4）	公司所在行业具有技术壁垒、市场准入壁垒和人才壁垒，进入壁垒较高。
买方议价能力（2）	军工产品的国内市场呈现买方垄断格局，公司对买方的议价能力较弱。
卖方议价能力（3）	大部分国产零部件不存在采购与生产障碍，但主芯片采购难度较大，除客户指定厂家和型号使用国产芯片外，大部分通过进口芯片商的中国代理商处采购；射频连接器能够达到军品级的不多，国内能够完成采购。公司对卖方议价能力一般。
替代品的威胁（3.5）	国内军用技术，尤其是军工通信技术，存在封闭性和保密性特定，技术成熟度还不够高，仍在边摸索边前进的阶段，技术不断升级带来的新型产品的威胁值得关注。
同业竞争程度（2）	在国防信息化领域，公司面对的竞争对手很多也很强，例如中国电科14所、10所、20所、38所，兵器206所，航天二院，以及海格通信、华力创通、合众思壮、国腾电子、天奥科技等单位，行业竞争非常激烈。
总分（14.5）	企业具有一定竞争力。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 风险因素

核心技术人员流失的风险。

公司已经形成了高精度卫星导航及抗干扰技术，无线电通信及抗干扰技术，无线光通信及新光通信技术，无线电监测、低空监视及防御侦查技术等四大核心技术群。目前较为依赖核心技术人员对公司技术贡献，如果相关核心技术人员流失，将使公司面临两方面的风险：一是公司相关技术或产品的研发进程会受到较大影响，并进而影响到公司的技术领先地位和客户关系；二是相关技术可能面临泄密风险，竞争对手可能利用公司的研发成果并对公司造成更大的威胁。

军方列装延迟或提前的风险。

根据军方的采购规定和习惯，正式列装前提前1至2年向企业下达定型通知，并下达任务书或备产协议，以给予公司充裕的准备时间。一般而言，军方按照规定计划进行方案实施，严格执行任务。与此同时，由于目前日益严峻的国防形势，有可能会出现紧急采购和提前采购的现象，将会给公司供货能力带来挑战。

4. 总体结论

公司立足于国防军工电子信息产业，从事导航、通信、雷达、抗干扰及光通信等军用电子设备与系统的研发、生产和销售。在军民融合重大战略机遇条件下，公司不断完善研发、生产、采购、销售流程，形成了自身的产品优势、技术优势、人才优势和机制体制资质优势。公司已经取得了二级保密资格，并具备向军工企业提供武器装备科研生产服务的资质。随着研发投入的持续，各项技术研发和市场拓展稳步实施，公司未来的业务还将不断扩展。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究所报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。