

方正证券研究所

资深行业分析师：盛近松

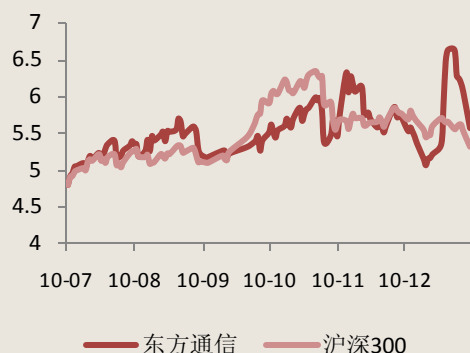
SAC 执业证书编号：S1220511010001

联系人：徐力（通信行业）

电话：(010) 68584874

电邮：xuli@foundersc.com

历史表现



股票数据

总市值(亿元)	69.96
总股本(亿股)	12.56
流通A股(亿股)	9.56
大股东名称	普天东方通信集团有限公司

相关报告

凤凰涅槃 向着专网综合设备服务商前进

东方通信（600776）深度研究报告

公司研究 研究报告
2011.01.17 买入
当前股价： 5.57

通信行业

投资要点

有别于市场的观点

公司主营收入于 2006 年达到 200 亿后，收入逐年大幅度下降，经过初期的利润的下降，业绩逐步走稳并有上扬的趋势。原因在于经过 2006—2010 的转型，公司已经度过最困难的时期，战略已经转向专网综合设备服务提供商，主营由毛利率 1—2% 通信制造转向毛利率为 35—55% 的电子金融和通信工程，战略产品数字无线集群正在跑马圈地，站在商用的起跑线上，涅槃重生近在眼前。目前，管理拐点、业务拐点和政府支持支撑公司高速增长，有业绩爆发的可能。

※10%—30%的净利润奖励给管理层，激发公司的士气

公司制定“阶梯式”激励机制，主要的内容为：制定 2010 年的业绩目标，如果达到目标，奖励各级管理人员净利润的 10%，超额部分，根据部门和超额比例，奖励 10—30% 不等。2010 年激励机制的实施取得了良好的效果，同时也为 2011 年更为完善的激励机制的出台提供了基础，2011 年激励机制可能升级。

※业务结构发生质变，向着专网综合设备服务商的战略目标前进

损害公司价值的通信制造可能逐步淡出公司主业。电子金融是近期高速增长的发动机，ATM 机已入围工商银行等 20 多家银行，并形成批量销售，预计在 2011 年会市场突破其他国有大银行，出钞模块将在 2011 年大规模量产，金融 IT 运维有望在 2011 年形成规模效应。通信工程是现阶段的取款机，占据技术门槛最高环节，保持 45—55% 的毛利率。数字无线集群是公司未来的战略产品，面对超过 3420 亿人民币的市场，具有无限想象空间，目前公司是唯一一家已获得 350M 和 800M 频段牌照，并已在杭州进行预商用。公司已中标杭州地铁近 5000 万项目，作为国内能够提供商用系统的唯一厂商（800M 产品和 350M 产品已通过工信部型号核准），前景无限。2011 年 1 月 1 号，全国范围内模拟集群设备停止生产，意味着数字集群替代模拟集群将会加速。

※国家政策和地方政府的支持是公司业绩爆发的催化剂

信息技术位于“十二五规划”支持产业的首位，其细分行业一专网信息化也会得到同等的待遇。作为浙江省信息行业排头兵的东信集团，获得省政府的全力支持，例如公司的电子金融、通信工程和数字无线集群都已列入省政府的重点发展项目。

※目标价 12.6，给予公司“买入”评级

我们预计，公司 2010—2012 年的 EPS 分别为 0.11，0.22 和 0.42，以 2012 年 30 倍市盈率计算，目标价为 12.6 元，首次给予公司“买入”评级。

※风险提示

通信制造业务何时淡出公司主业存在一定的不确定性。
数字无线集群业务受国家政策影响较大，存在一定的不确定性。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

目 录

一	公司处在向上的拐点, 加速的趋势明显.....	4
1	财务报表显示公司处在向上的拐点	4
2	管理拐点, 业务拐点和政策支持促使公司积极向好	4
二	管理层更换和激励机制催生管理拐点	5
1	现任管理层经验丰富, 决策明智	5
2	激励机制助力公司华丽转身	6
三	专网综合设备服务提供商的战略定位触发业务拐点	6
1	通信制造可能逐步淡出主业	6
2	电子金融是高速增长的发动机	7
2.1	ATM 机的市场依然是中国公司的蓝海	7
2.2	电子金融走“贸—工—技—替代—综合服务”的发展路径	8
2.3	自主研发的出钞模块已经规模商用表明核心技术的突破	8
2.4	工商银行的入围代表市场的突破	8
2.5	ATM 运营已成规模, 运维有望 2011 年产生规模效应, 目标直指银行 IT 系统综合服务商	8
3	通信工程是现阶段的提款机	9
3.1	媒体平台占据个性化市场的 30% 市场份额	9
3.2	网规网优服务占据技术门槛最高环节	10
3.3	新型信令路测设备已经完成样机	10
4	数字无线集群是成就伟大公司的战略产品	11
4.1	数字无线集群是专网数字通信系统, 它的市场将长期存在	11
4.2	世界范围集群通信由模拟走向数字, TETRA 制式居于主导地位	12
4.3	中国的数字无线集群建设刚刚起步, TETRA 制式居于垄断地位	12
4.4	东方通信是产品商用的唯一国内厂商, 面对超过 3420 亿的市场	13
4.5	东方通信领跑国内厂商, 中标杭州地铁近五千万的项目, 正式商用在起跑线上	13
4.6	模拟集群设备在 2011 年 1 月 1 号停止生产, 数字集群对模拟集群的替代加速	14
四	国家政策和地方政府支持给予公司爆发成长的催化剂	14
1	经济结构调整的国家政策表明国家投资倾向新兴产业	14
2	浙江省政府全力支持东方通信的发展	15
五	收入成本预测和估值	15
1	收入成本预测	15
2	估值	15
六	风险提示	16
七	财务预测	16

图表目录

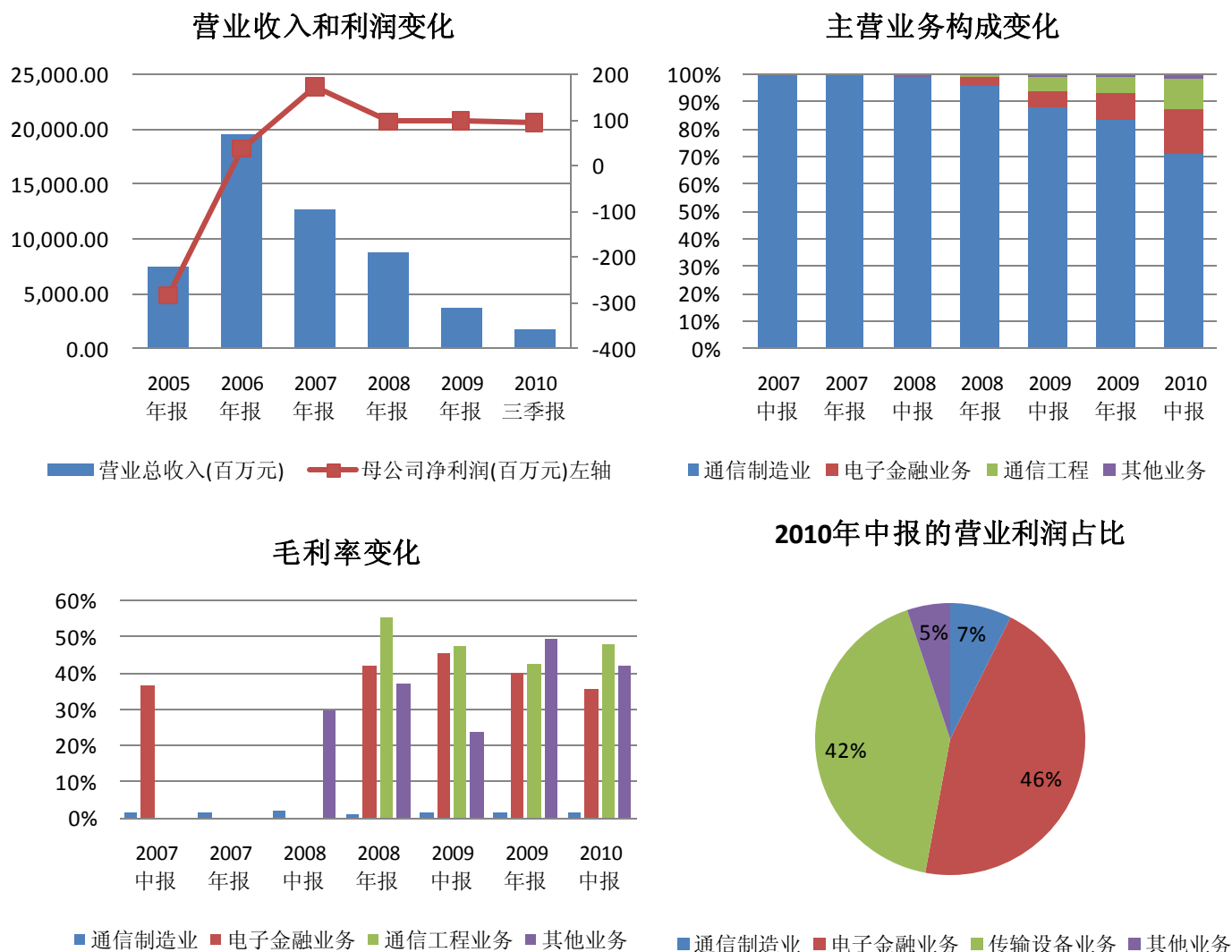
图表 1 公司的财务近况表明处在向上的拐点	4
图表 2 经验丰富的管理层	5
图表 3 中国使用的 ATM 机还是以国外产品为主，人均占有量偏低.....	7
图表 4 公司电子金融的目标和实施步骤	9
图表 5 网规网优步骤显示公司占据网规网优的核心环节.....	10
图表 6 中国无线网络测试设备和网规网优服务的市场规模增长喜人	10
图表 7 世界范围和中国范围公网与专网的基站数量.....	11
图表 8 世界范围内专网各种基站数量和占比	12
图表 9 中国范围内专网各种基站数量和占比	12
图表 10 集群通信系统竞争态势.....	13
图表 11 杭州地铁长期规划.....	14
图表 12 公司收入成本预测.....	15
图表 13 重要财务数据.....	15
图表 14 财务预测.....	16

一 公司处在向上的拐点，加速的趋势明显

1 财务报表显示公司处在向上的拐点

根据近几年的财务报表显示，通过公司的主营收入、净利润和收入结构的分析，公司的整体状况处在向上的拐点中。

图表 1 公司的财务近况表明处在向上的拐点



数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 管理拐点，业务拐点和政策支持促使公司积极向好

东方通信是一家老牌的通信企业，上世纪 90 年代后期和本世纪前期曾辉煌一时，但随着通信行业的激烈竞争和中兴华为的崛起，公司进入了蛰伏期。2006 年后，随着管理层的变更，东方通信以壮士断腕的气魄，在 2006 年—2007 年进行了产业转型，处置大量不良资产，回收 20 亿的现金，为今后的发展存储了宝贵的“血液”。同时产品由公网设备转向专网设备，并向专网综合设备服务提供商

转型。总体而言，公司已经度过最困难的时期，处在业绩由下降转向上升的拐点期，如果管理层措施得力，未来存在爆发的可能性。

公司目前存在三大有利因素支持公司转型成功，其中内因为管理拐点和业务拐点，外因为政策支持。经过几年的蛰伏，公司转型的思路已深入人心，同时产业的调整逐步完成，管理、市场、技术储备已经开始显现明显的效果，公司向上的加速趋势明显。

二 管理层更换和激励机制催生管理拐点

1 现任管理层经验丰富，决策明智

图表 2 经验丰富的管理层

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	个人简历
张泽熙	法定代表人	2006-3-31	大学	1955	1955 年出生，大学学历，高级工程师。现任普天东方通信集团有限公司总裁、东方通信股份有限公司董事长、全国政协常委、浙江省政协常委等职务。曾任邮电部杭州通信设备厂生产处处长、经营处处长，东方通信股份有限公司副总裁兼系统部总经理、执行副总裁，普天东方通信集团有限公司副总裁等职务。
王忠雄	总裁	2010-8-13	硕士	1953	(曾用名：王中雄)：1953 年出生，获高级管理人员工商管理硕士学位，高级经济师。现任东方通信股份有限公司副总裁、财务总监，并于 2010 年 4 月 22 日起代理总裁职务。曾任邮电部杭州通信设备厂厂长秘书、财务科副科长、财务处处长、副总会计师、东方通信股份有限公司副总裁兼财务总监等职务。
李海江	副总裁	2008-5-15	大学	1971	1971 年出生，大学本科，高级会计师。现任东方通信股份有限公司副总裁兼金融事业部总经理等职务。曾任普天东方通信集团有限公司财务部总经理、珠海东信和平智能卡股份有限公司监事会主席和珠海东信和平智能卡股份有限公司副总裁兼财务总监等职务。
虞永超	副总裁	2006-3-31	硕士	1970	1970 年出生，硕士研究生，高级工程师。现任东方通信股份有限公司副总裁兼交换网络事业部总经理等职务。曾任东方通信股份有限公司技术中心技术管理部主任，网络通信研究所所长助理、副所长、所长，东方通信股份有限公司总裁助理等职务。
俞芳红	副总裁	2003-8-26	硕士	1965	1965 年出生，硕士学位，高级工程师。现任东方通信股份有限公司副总裁兼人力资源部总经理等职务。曾任普天东方通信集团有限公司人力资源部主任、企业文化部主任、党委办公室主任、纪委书记、普天东方通信集团有限公司党委副书记等职务。
郭端端	副总裁	2003-8-26	大学	1971	1971 年出生，大学本科。现任东方通信股份有限公司副总裁、杭州东信移动电话有限公司和杭州摩托罗拉移动通信设备有限公司副总经理等职务。曾任浙江东方通信集团有限公司企管部主任、寻呼机制造部总经理，普天东方通信集团有限公司总裁助理、副总裁。
赵威	财务总监	2010-8-13			2006-3-31，财务副总监。
蔡祝平	董事会秘书	2003-8-26	硕士	1973	1973 年出生，硕士学位。现任东方通信股份有限公司董事会秘书兼董事长办公室主任等职务。曾任东方通信股份有限公司投资管理部副

书

总经理、董事长办公室副主任、投资管理部业务经理、证券事务代表等职务。

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2006 年后，管理层变更带来的公司产业和产品的转型，是公司重铸辉煌的起点。

2 激励机制助力公司华丽转身

完成公司的不良资产处理后，从 2008 年起，公司开始试图实行股权激励计划，但是由于各种原因，未能实施。

2009 年后期，公司开始制定“阶梯式”激励机制，其主要的内容为：制定 2010 年的业绩目标，如果达到目标，奖励各级管理人员净利润的 10%，超额部分，根据部门和超额比例，奖励 10%—30% 不等。我们预计，公司的各级管理人员在 2010 年将会得到一个大“红包”。

对于盈利尚未实现收支平衡的部门，特别是符合公司业务转型需求的部门，设定阶段成果奖励。在此基础上，自主产品相对于合作的产品，将会获得更大的制度支持。其核心思想是鼓励各个部门加强对公司价值的创造，并加大对自主品牌产品的研发、制造和销售，充分把握“进口替代”的政策导向。

2010 年激励机制的实施取得了良好的效果，这也为 2011 年更为完善的管理层激励机制的出台提供基础，即 2011 年现有奖励机制有可能升级，这保证了管理人员的积极性，能动性和创造性得到最充分的发挥。

三 专网综合设备服务提供商的战略定位触发业务拐点

目前管理层将公司定位于服务于行业应用专业网络的综合设备服务提供商，包括设备研发制造、专用设备的维护和专业网络的运营。公司有四块业务：通信制造，电子金融，通信工程和数字无线集群，根据公司的定位，它们今后的发展前景各不相同，主业结构调整已经触发了公司的业务拐点。

1 通信制造可能逐步淡出主业

通信制造原来是公司的一个事业部，通过一系列的资产重组，现在是一个独立核算的子公司—杭州东信移动电话有限公司，东方通信占有其 51% 的股份。

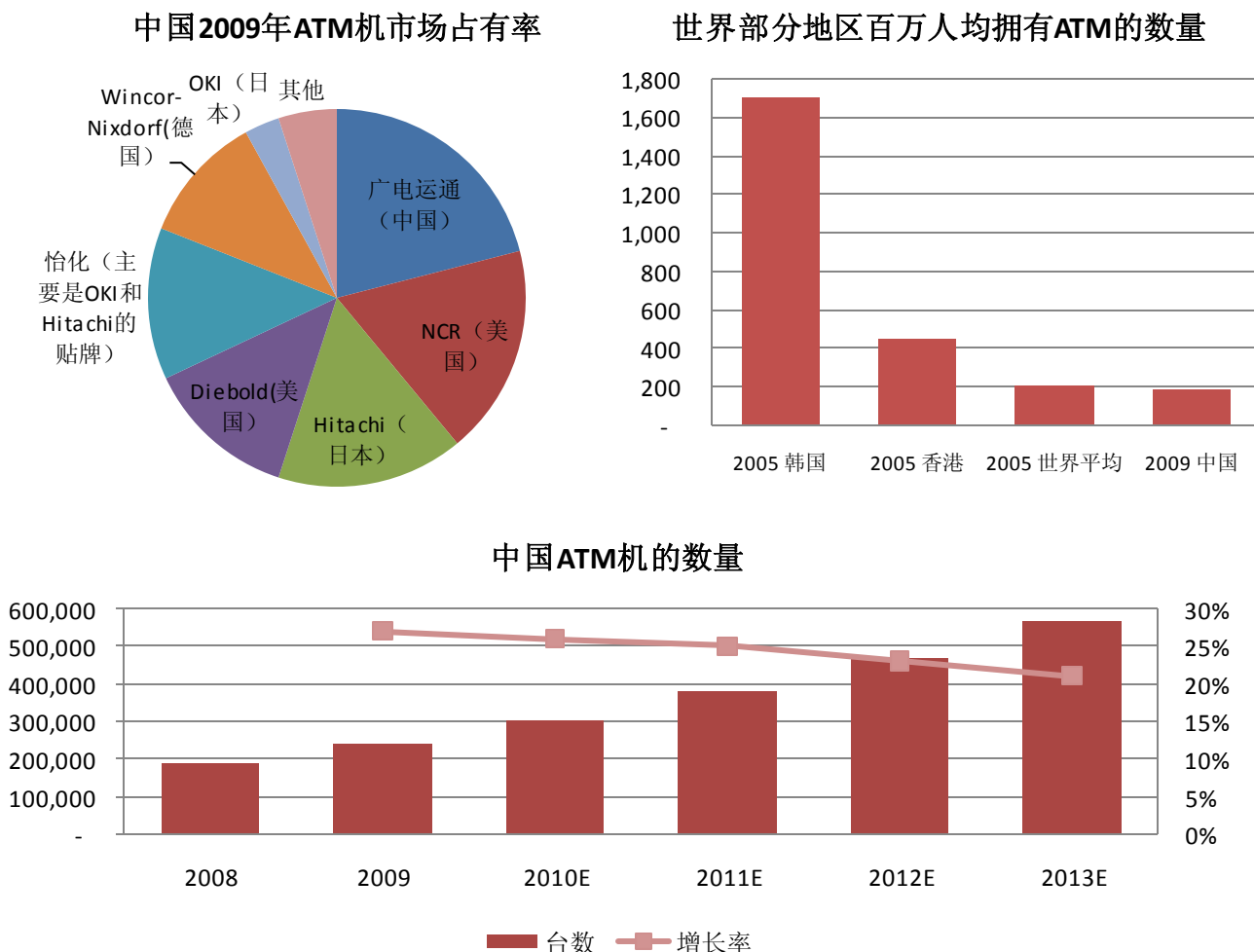
此块业务目前主要是代工和小部分的自主产品的制造，毛利率为 1%—2%。由于摩托罗拉的沉沦，这部分收入下降很快，只能保证略有盈余，同时可以承担一部分的折旧成本。

我们预计，公司将会进一步的进行资产整合，此块业务将逐步淡出公司的主业。

2 电子金融是高速增长的发动机

2.1 ATM 机的市场依然是中国公司的蓝海

图表 3 中国使用的 ATM 机还是以国外产品为主，人均占有量偏低



数据来源：RBR，金融时报，方正证券研究所

中国市场 80%左右的 ATM 机由国外厂家占据，由于银行数据涉及国家金融安全的特性，进口替代是必然之路，正如国内的通信设备逐步国产化一样。

其次，中国 ATM 机每百万人拥有 ATM 机的数量为 183 台，不仅仅远低于临近的韩国和中国香港 2005 年的水平，也低于世界平均水平。

同时，我们银行行业分析师指出，中国银行业已有削减营业部数量以降低成本的趋势，例如工商银行已在 2009—2010 年削减为数不少的营业部。可以判断，自助型的金融设备将会逐步替代人工操作。

我们预测，在可预见的将来，中国的 ATM 机的年复合增长率将会不低于 20%，该市场前景广阔。

2.2 电子金融走“贸—工—技—替代—综合服务”的发展路径

公司代理 wincor-nixdorf ATM 机始于 1996 年，目前工商银行、中国银行、农业银行、交通银行和建设银行国有 5 大行由 wincor-nixdorf 自行运作，其余的由公司代理。

公司自 2006 年转型后，加大了对 ATM 机研发的投入，逐步由代理、贴牌、生产转向自主研发，同时走向多品牌 ATM 机的运维和 ATM 机运营。公司代理品牌和自有品牌的 ATM 机在 2010 年占有 12% 的市场份额，采用“贸—工—技—替代—综合服务”的发展路径，自有品牌的产品可平滑替代进口产品。并且基于 ATM 机的技术，公司进入轨道交通自动售检票系统（AFC）领域，在各个方面已经取得了市场突破。

2.3 自主研发的出钞模块已经规模商用表明核心技术的突破

出钞模块的研发始于 2007 年公司收购长春一家光电所作为研发中心，该原型完成于 2009 年，经过多轮测试和完善，现已出口 200 台在国外商用，将于 2011 年全面量产。根据中国行业龙头广电运通的经验，此举将极大的提高公司自有产品的毛利率，并有助于公司在竞争中处于优势地位。目前公司一体机机芯的研发正在紧锣密鼓的进程中，我们预计会在近年内取得突破。

2.4 工商银行的入围代表市场的突破

管理层非常重视市场拓展，董事长亲自挂帅银行总行拓展部，重点突破各个总行，目前拓展部公关团队规模接近 20 名，大部分在行业内丰富的人脉和营销经验。公司于 2009 年底，成功入围工商银行，是入围 5 大厂家中唯一的国内厂家，已经形成 1000 多台自主产品的批量销售。

形成批量销售的其他中小银行超过 20 家，例如招商、光大、中信、邮政储蓄等。

公司新的激励制度和年度目标正在制定中，我们预计 2011 年极可能再突破 1—2 家大银行，例如中国银行、农业银行、建设银行、交通银行等。

2.5 ATM 运营已成规模，运维有望 2011 年产生规模效应，目标直指银行 IT 系统综合服务商

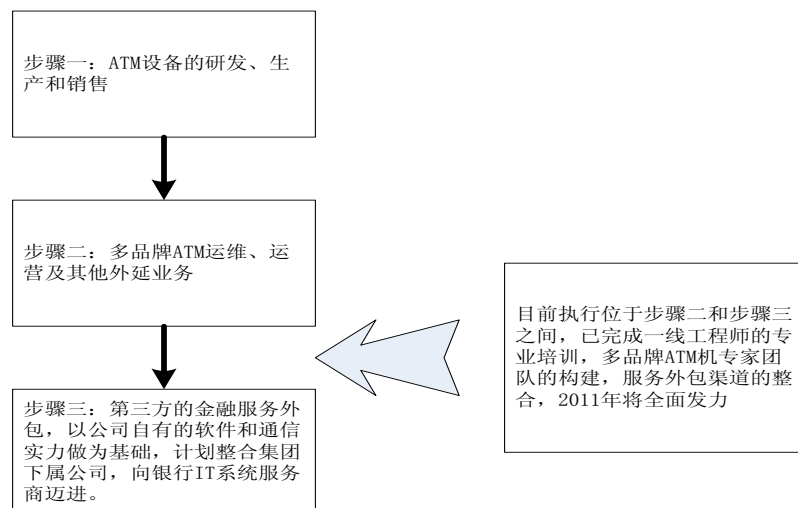
公司目前独立运营的 ATM 机累计超过 2000 台，主要针对中小银行。近年来公司加强了对 ATM 机布点的重视，以营利为目标，其推广过程十分稳健，现在公司初步进入的陕西和贵州两个市场均已实现盈利。ATM 机运营的外延业务也发展迅速，例如对光大银行采取总包的方式，涵盖融资租赁、运钞和清钞等业务。

随着进口替代的逐步实现，大量国外品牌 ATM 机处于维护困难的状态，公司已经通过内部培训和外来人才引进的方式，构建多品

牌的 ATM 运维专家团队，通过专家团队控制服务外包渠道的服务质量，该项业务有望在 2011 年产生规模效应。

公司将 2011 年定位于“服务全面转型”，向银行，特别是中小银行提供一站式的整体解决方案，计划在 2—3 年内全面实现银行 IT 系统综合服务商的转变。

图表 4 公司电子金融的目标和实施步骤



数据来源：方正证券研究所

3 通信工程是现阶段的提款机

通信工程主要是网规网优服务和部分的媒体平台，在公司所有的业务中，毛利率最高，约为 45%—55%。

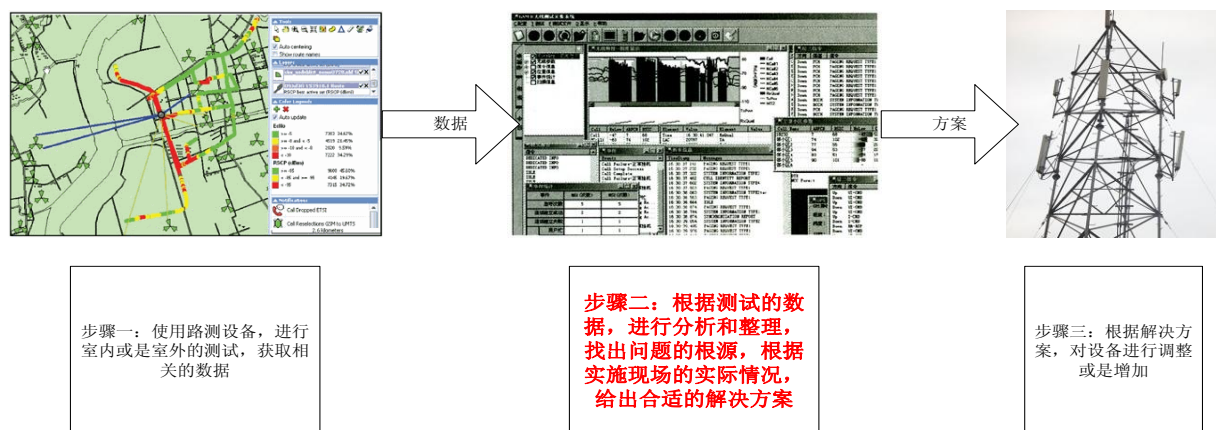
3.1 媒体平台占据个性化市场的 30%市场份额

媒体平台是电信级的产品，在标准化产品的市场，华为中兴占据主导地位。在个性化市场，公司占据 30%的市场份额，主要的竞争对手为国外的厂商。

同时，公司正在进行应用方面的运营尝试，随着中国移动互联网的发展，公司有望在个性化产品方面获得机会。

3.2 网规网优服务占据技术门槛最高环节

图表 5 网规网优步骤显示公司占据网规网优的核心环节



数据来源：方正证券研究所

毫无疑问，步骤二的技术含金量最高，目前只有中兴华为没有障碍，其余大多没有无线通信设备研发和制造经验的厂商，由于技术门槛很高，难以短期内跨越。随着运营商对网络要求的逐步提高和网络的日益复杂，步骤二的要求会逐步提高。

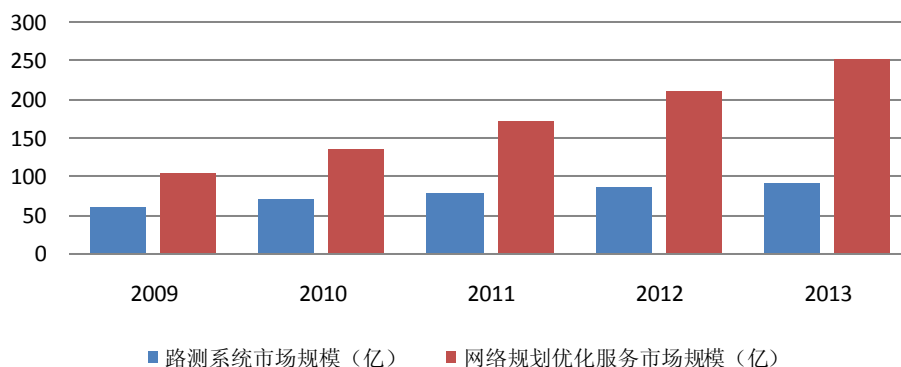
同时随着中国电信行业的竞争进一步加剧，低成本的要求无论对运营商还是主设备供应商都是挑战，无线运维外包已经成为趋势，整个产业链正在重新整合，对有一定技术实力的厂商而言，是一个转型和获益的机会。

东方通信拥有多年的通信行业，通过与摩托罗拉的合作，积累了大量的实施经验，获得长期而稳定订单的机会极大。

3.3 新型信令路测设备已经完成样机

公司已经开始涉足网优网规产业链的上游，新型的、包含无线信令测试设备已完成样机。随着自干扰系统的 3G(WCDMA、CDMA2000、TD-SCDMA) 在国内的全面商用，无线链路参数的调整将会极大的影响网络的覆盖和质量，此设备配合公司的网规网优服务，将有广阔的市场空间。

图表 6 中国无线网络测试设备和网规网优服务的市场规模增长喜人



数据来源：运营商公告整理，方正证券研究所

4 数字无线集群是成就伟大公司的战略产品

由于目前处于投入期，该项目 2009 年亏损 3000 万，2010 年亏损约为 5000 万。数字无线集群是公司的战略投资方向，已经在杭州市内铺了完整的网络，并已预商用。现在公司已成功中标杭州地铁集群通信项目（4880 万），值得关注的是东方通信是国内唯一一家能够自主研发 TETRA 制式系统设备的厂商（800M 的产品在 2011 年 1 月通过工信部型号核准，350M 的产品在 2010 年 4 月通过工信部型号核准）和唯一一家获得 350M 和 800M 频段牌照的厂家。

4.1 数字无线集群是专网数字通信系统，它的市场将长期存在

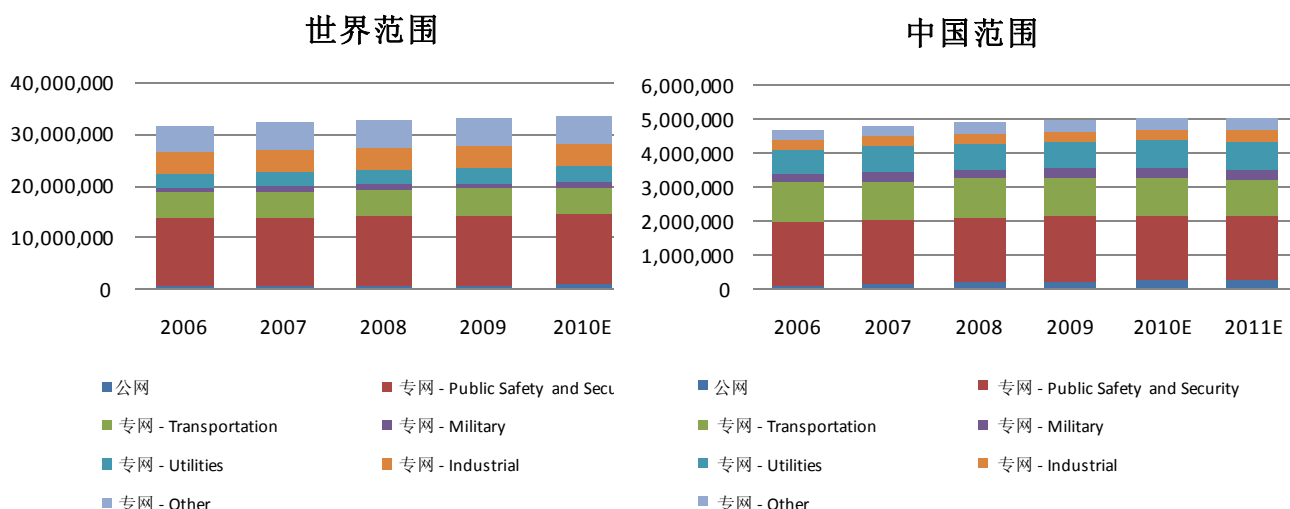
数字集群通信网是二十世纪末兴起的新型移动通信系统，它除了具备公众移动通信网（GSM、CDMA）所能提供的个人移动通信服务外，还能实现个人与群体间的任意通信，并可进行自主编控，是集对讲机、GSM、CDMA 和图像传输于一体的智能化通信网。

数字集群通信在技术上的特点和优势决定了它不仅具备个人通信的全部功能，而且它能控制与实现个人与群体间任意通讯，保密性高，功能丰富，真正全面实现了通讯的智能化。

数字集群通信网主要应用于政府管理部门、工商企业、公安、铁路、交通、水利、能源、工商、税务、证券等企业内部联络和指挥控制。同时，某些特殊场合对它也有极大的需求，如大型演习和防汛抗洪斗争，有了数字无线集群网，调动千军万马从此无需千呼万唤；警察执勤巡逻，也可以利用手机即时与其专用数据中心查证。

由于公众移动网技术原理和硬件原因，第二代公众移动网（GSM）无法具备群体调度功能，在第三代公众网（CDMA）和第四代公众网的标准中也无法包括组呼、群呼等集群通讯特有的功能，所以在可预见的未来公众移动通讯不可能替代数字集群网，两者互为补充。

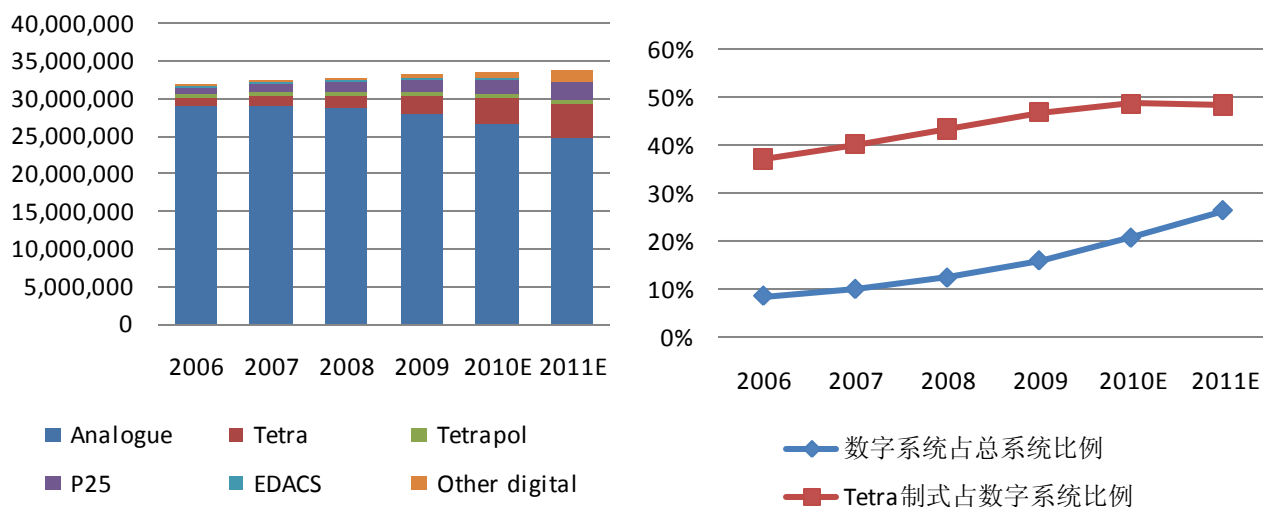
图表 7 世界范围和中国范围公网与专网的基站数量



数据来源：IMS，方正证券研究所

4.2 世界范围集群通信由模拟走向数字，TETRA 制式居于主导地位

图表 8 世界范围内专网各种基站数量和占比



数据来源：IMS，方正证券研究所

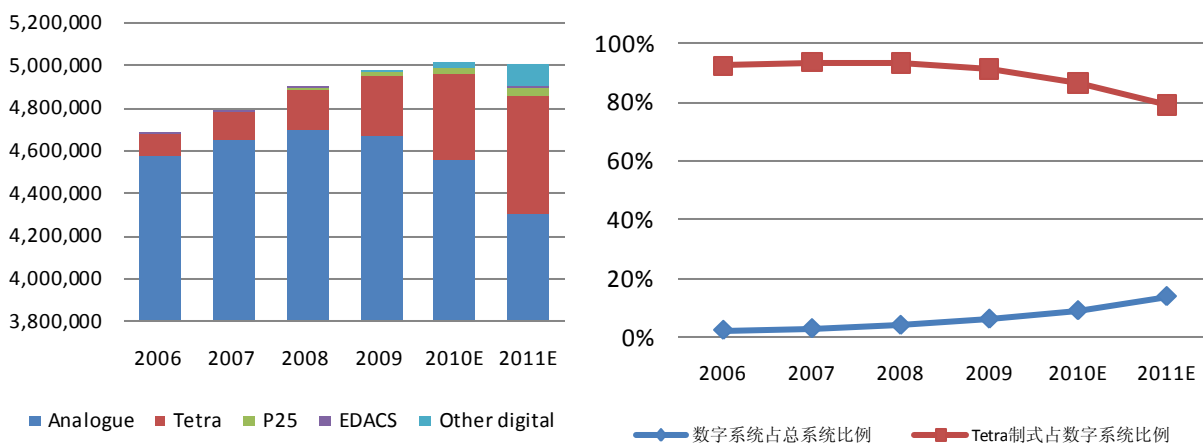
从世界范围内看，模拟无线集群依然居于主导地位，我们预计，在 2011 年，数字系统将占总系统的 27%，数字系统将逐步替代模拟系统。

另一方面，TETRA 系统 2011 年将占整个数字系统的 50%左右，居于主导地位。

东方通信选择 TETRA 制式无疑是选择了优势的产业链。

4.3 中国的数字无线集群建设刚刚起步，TETRA 制式居于垄断地位

图表 9 中国范围内专网各种基站数量和占比



数据来源：IMS，方正证券研究所

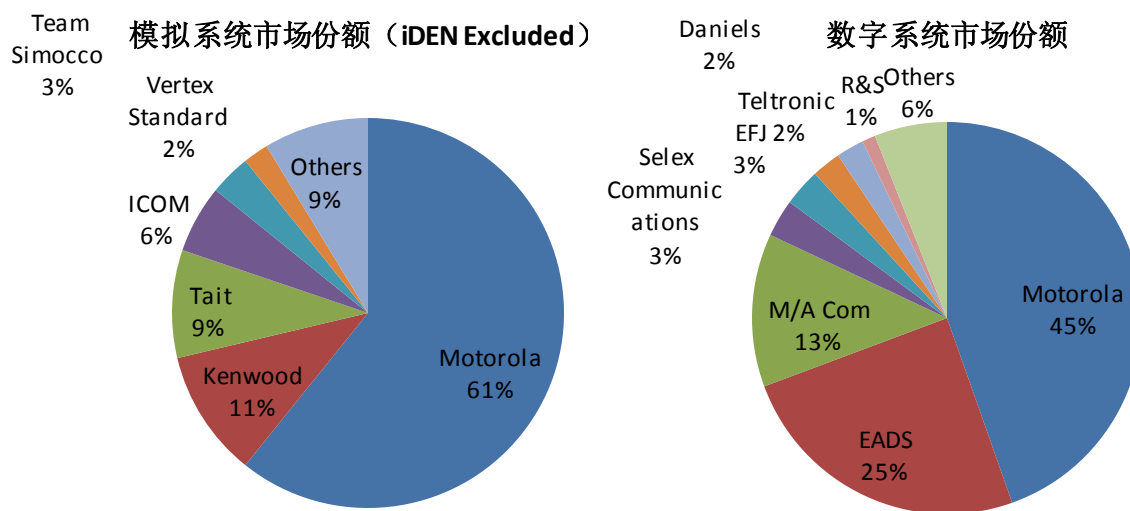
我们判断，2010 年，国内共有专网基站 500 万个，其中超过 90%为模拟基站，有极大的升级潜力。可以说是尚未开发的处女地。

同时，TETRA 制式在国内居于垄断地位，目前在北京、上海等核心城市形成规模商用，例如在北京已建成基于 TETRA 制式、亚洲最大的无线政务网。

4.4 东方通信是产品商用的唯一国内厂商，面对超过 3420 亿的市场

总体而言，世界范围内，集群通信系统的领导者是国外厂商。对模拟系统而言，摩托罗拉一家独大，对数字系统而言，摩托罗拉和欧洲宇航两雄争霸。

图表 10 集群通信系统竞争态势



数据来源：IMS，方正证券研究所

说明：数据基于 2007 年数据统计，IMS 2008 和 2009 年都没有发布新的报告，2010 年报告在 2011 年 3 月发布，我们预测整体市场不会有太大变化

东方通信是产品预商用的唯一国内厂商，通过进口替代，政策支持和自身的努力，公司将会面对一个超过 3420 亿人民币的蛋糕。正如华为中兴在公共网络中取得的成就，东方通信给人以无限的想象空间。

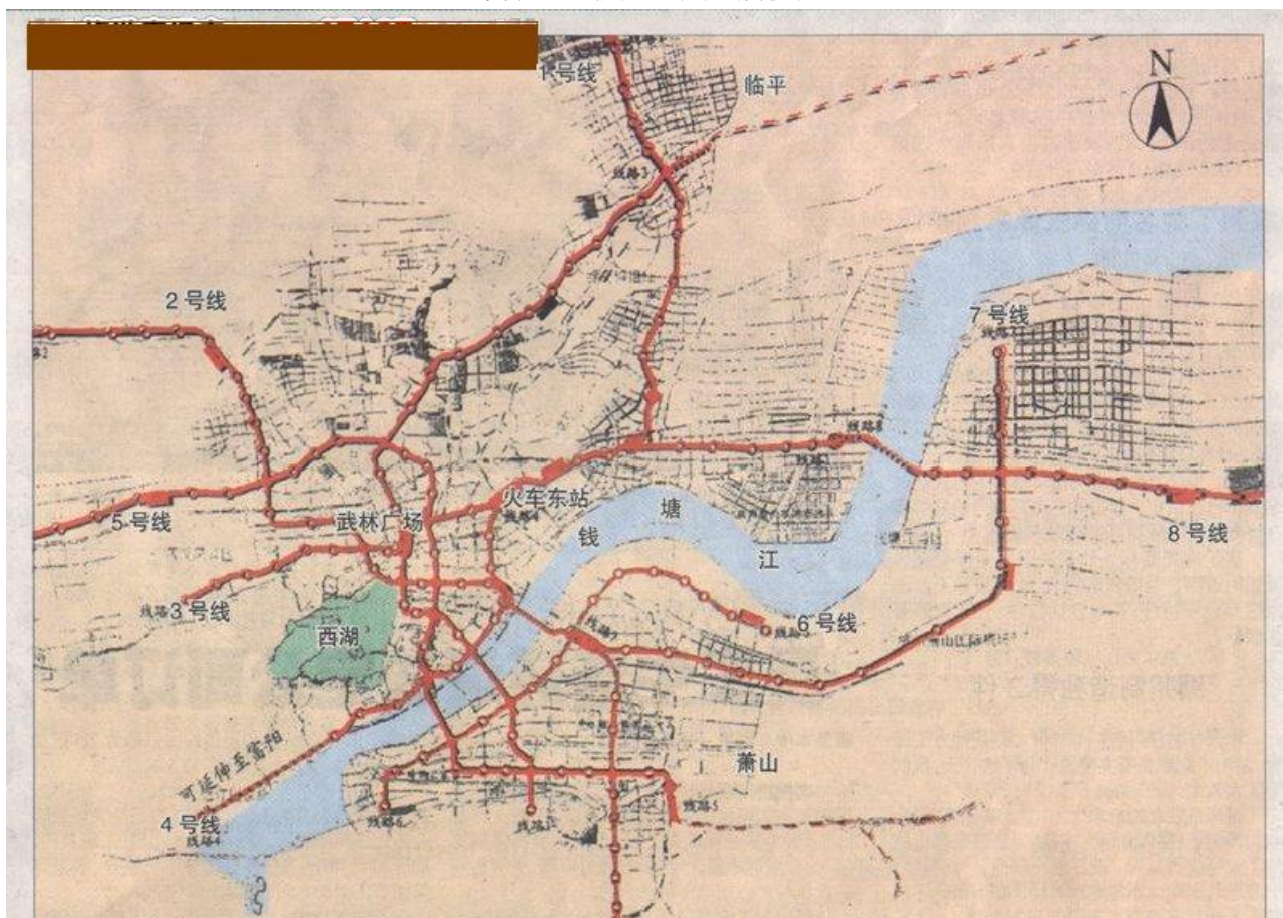
说明：我们预计，截止 2010 年，国内共有 4,563,324 个模拟系统基站，按照每个基站 3 个载频，每个载频 2.5 万人民币（目前市场价为 25 万人民币/载频），如果将其全部替换，将是一个超过 3420 亿人民币的市场。

4.5 东方通信领跑国内厂商，中标杭州地铁近五千万的项目，正式商用在起跑线上

东方通信是唯一一家获得 350M 和 800M 的频率牌照和唯一一家产品通过工信部型号核准的国内厂商（800M 的产品在 2011 年 1 月通过工信部型号核准，350M 的产品在 2010 年 4 月通过工信部型号核准）。在杭州市内已经完成全市的覆盖，和公安、城管等部门形成良好的沟通，起跑正式商用的发令枪已经打响。而且，对数字无线集群的终端设备的研发也在筹划中，这又是一个数千亿的市场。

公司已经中标杭州地铁集群通信的项目，合同值 4880 万，收入预计在 2012 年确认，随着杭州地铁的建设，增扩容将会是稳定的收入来源。

图表 11 杭州地铁长期规划



数据来源：baidu，方正证券研究所

4.6 模拟集群设备在 2011 年 1 月 1 号停止生产，数字集群对模拟集群的替代加速

我们预计，随着模拟集群设备在 2011 年 1 月 1 日全面禁止生产，在“十二五规划”期间，数字集群替代模拟集群的速度将会加快，东方通信恰逢其时。

四 国家政策和地方政府支持给予公司爆发成长的催化剂

1 经济结构调整的国家政策表明国家投资倾向新兴产业

在 $GDP=C+I+G+X$ 的四驾马车中，消费和民间投资偏小，政府投资和出口的比重偏大。我国经济结构调整的目标为四驾马车协调

发展。从长期看，国家投资占整个 GDP 的比重会逐步缩小，但是从中短期看，国家投资的比例不会变小，甚至还会增大。主要的原因在于有利于产业升级、消费升级和结构调整的行业将会得到国家从资金和政策的全力支持，作为信息技术的细分行业—专网信息化会得到同等的待遇。

另外，从国家信息安全和进口替代的角度出发，国家也会对其做出大力的支持，例如公司 350M 和 800M 频段牌照抢先获取。

2 浙江省政府全力支持东方通信的发展

作为浙江省信息行业排头兵的东信集团，获得省政府的全力支持，例如公司的电子金融、通信工程和数字无线集群都已列入省政府的重点发展项目。

五 收入成本预测和估值

1 收入成本预测

图表 12 公司收入成本预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,688.71	2,370.71	2,781.48	2,034.10
营业成本	3,375.25	2,047.63	2,278.85	1,203.01
利润表主要比率				
营业收入增长率(%)	-58.04%	-35.73%	17.33%	-26.87%
营业成本的收入百分比(%)	91.50%	86.37%	81.93%	59.14%
收入和成本及预测				
营业收入	2009	2010E	2011E	2012E
通信工程	213.14	255.77	306.92	368.30
金融电子设备	353.60	548.08	849.53	1316.77
其他业务	29.09	58.17	116.34	349.03
通信制造	3017.38	1508.69	1508.69	0.00
营业成本	2009	2010E	2011E	2012E
通信工程	122.07	153.46	184.15	220.98
金融电子设备	211.41	383.66	552.19	790.06
其他业务	14.66	31.99	63.99	191.96
通信制造	2,976.10	1,478.52	1,478.52	0.00

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 估值

图表 13 重要财务数据

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3688.71	2370.71	2781.48	2034.10	
同比(%)	-58.04%	-35.73%	17.33%	-26.87%	
归属母公司净利润	98.55	136.81	272.01	531.84	
同比(%)	1.68%	38.82%	98.83%	95.52%	
毛利率(%)	8.50%	13.63%	18.07%	40.86%	
ROE(%)	4.06%	5.48%	9.67%	15.93%	
每股收益(元)	0.08	0.11	0.22	0.42	
P/E	184.55	51.14	25.72	13.15	
P/B	7.67	2.79	2.52	2.11	
EV/EBITDA	60.09	18.21	12.20	5.82	

数据来源：公司公告，方正证券研究所

综上所述，以 2012 年动态 PE X 30 倍计算，则目标价为 12.6 元，给予公司买入评级。

六 风险提示

通信制造业务何时淡出公司主业存在一定的不确定性。

数字无线集群业务受国家政策影响较大，存在一定的不确定性。

两者同时利空的可能性较小。

七 财务预测

图表 14 财务预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2086.95	2313.55	2847.35	3118.53	营业收入	3688.71	2370.71	2781.48	2034.10
现金	1347.71	2153.70	1961.05	3069.04	营业成本	3375.25	2047.63	2278.85	1203.01
应收账款	407.77	106.65	581.40	0.00	营业税金及附加	18.88	6.49	9.10	7.55
其它应收款	23.18	0.00	28.55	0.00	营业费用	72.15	106.68	83.44	203.41
预付账款	3.22	1.71	4.04	0.13	管理费用	209.69	189.66	222.52	142.39
存货	229.09	0.00	201.96	0.00	财务费用	-23.42	-8.95	-12.45	-9.90
其他	75.98	51.48	70.34	49.35	资产减值损失	3.46	3.61	4.44	2.75
非流动资产	1222.23	974.14	938.60	748.33	公允价值变动收益	-0.35	-1.53	-6.88	-2.92
长期投资	435.03	472.30	507.99	541.53	投资净收益	52.44	98.43	77.12	76.00
固定资产	461.76	235.80	148.33	-54.94	营业利润	84.79	122.49	265.82	557.97
无形资产	44.19	29.33	26.86	14.20	营业外收入	38.02	43.74	41.98	41.25
其他	281.25	236.71	255.42	247.55	营业外支出	14.01	13.62	12.46	13.36
资产总计	3309.18	3287.69	3785.95	3866.86	利润总额	108.81	152.61	295.34	585.86
流动负债	690.51	520.86	725.22	232.46	所得税	3.93	2.59	2.55	12.06
短期借款	0.00	1.15	0.38	0.51	净利润	104.87	150.01	292.79	573.79

应付账款	300.94	302.14	416.36	0.00	少数股东损益	6.33	13.21	20.78	41.95
其他	389.57	217.56	308.47	231.95	归属母公司净利润	98.55	136.81	272.01	531.84
非流动负债	32.69	30.84	31.95	31.82	EBITDA	283.71	277.36	431.36	721.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.08	0.11	0.22	0.42
其他	32.69	30.84	31.95	31.82					
负债合计	723.20	551.70	757.16	264.29	主要财务比率				
少数股东权益	215.08	228.29	249.07	291.02	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	2370.90	2507.70	2779.71	3311.56	成长能力				
负债和股东权益	3309.18	3287.69	3785.95	3866.86	营业收入	-58.04%	-35.73%	17.33%	-26.87%
					营业利润	27.65%	44.46%	117.02%	109.91%
现金流量表	单位:百万元				归属于母公司净利润	1.68%	38.82%	98.83%	95.52%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	获利能力				
经营活动现金流	-21.02	588.44	-175.90	968.22	毛利率	8.50%	13.63%	18.07%	40.86%
净利润	104.87	150.01	292.79	573.79	净利率	2.84%	6.33%	10.53%	28.21%
折旧摊销	174.90	124.76	136.02	136.02	ROE	4.06%	5.48%	9.67%	15.93%
财务费用	-23.42	-8.95	-12.45	-9.90	ROIC	4.36%	5.91%	10.41%	17.16%
投资损失	-52.44	-98.43	-77.12	-76.00	偿债能力				
营运资金变动	-231.03	419.00	-519.76	340.05	资产负债率	21.85%	16.78%	20.00%	6.83%
其它	6.09	2.05	4.63	4.26	净负债比率	0.26%	0.21%	0.05%	0.19%
投资活动现金流	36.96	212.17	-30.17	129.96	流动比率	3.02	4.44	3.93	13.42
资本支出	-188.41	-247.09	-93.28	-221.86	速动比率	2.69	4.44	3.65	13.42
长期投资	-34.17	-37.27	-35.69	-33.54	营运能力				
其他	-185.62	-72.20	-159.14	-125.43	总资产周转率	0.99	0.72	0.79	0.53
筹资活动现金流	-62.17	5.39	13.42	9.81	应收账款周转率	5.78	9.22	8.09	7.69
短期借款	0.00	1.15	-0.77	0.13	应付账款周转率	4.78	6.79	6.34	5.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	-62.17	4.24	14.19	9.69	每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.11	0.22	0.42
现金净增加额	-46.23	806.00	-192.65	1107.99	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.02	0.47	-0.14	0.77
					每股净资产 (最新摊薄)	1.89	2.00	2.21	2.64
					估值比率				
重要财务指标	单位:百万元				P/E	184.55	51.14	25.72	13.15
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	P/B	7.67	2.79	2.52	2.11
营业收入	3688.71	2370.71	2781.48	2034.10	EV/EBITDA	60.09	18.21	12.20	5.82

同比(%)	-58.04%	-35.73%	17.33%	-26.87%				
归属母公司净利润	98.55	136.81	272.01	531.84	永续增长率	3.00%	WACC	10.47%
同比(%)	1.68%	38.82%	98.83%	95.52%	终值	12946.70	Ke	10.60%
毛利率(%)	8.50%	13.63%	18.07%	40.86%	企业价值	14742.87	Kd	0.00%
ROE(%)	4.06%	5.48%	9.67%	15.93%	非核心资产价值	2874.27	t	1.70%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.22	0.42	债务价值	31.02	Rf	4.00%
P/E	184.55	51.14	25.72	13.15	股权价值	17357.83	Rm	10.00%
P/B	7.67	2.79	2.52	2.11	股本	1256.00	Rm-Rf	6.00%
EV/EBITDA	60.09	18.21	12.20	5.82	每股价值	13.82	Beta	1.10

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com