

海能达 (002583)

国内领先的专网无线通信厂商

——海能达新股询价定价分析报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

公司是国内领先的专网无线通信厂商, 数字产品将推动公司快速发展。

投资要点:

- 海能达是中国领先的专网通信系统、终端、以及行业解决方案服务提供商。其主要产品可分为模拟和数字两个系列, 主要应用于公共安全、公用事业、以及工商业等细分领域。
- 公司在中国专网通信市场中市场占有率本土公司排名第一, 所有企业排名第二。2008-2010 年公司实现营业收入分别约计 5.94 亿元、7.13 亿元、9.79 亿元和 2.23 亿元, 保持快速增长态势。数字产品保持快速增长态势, 2009-2010 年分别实现销售收入 3784 万元和 12674 万元。
- 专网通信更强调性能, 是典型的技术导向型行业, 门槛较高, 与此同时, 专网通信业保持了数字化、宽带化的发展趋势。由此, 公司主营产品持续保持较高毛利率水平, 达到 50% 以上。
- 公司的竞争优势主要体现在技术领先、市场领先、以及渠道领先等方面。公司在数字通信标准方面, 多项提案被 ETSI 采纳并发布, 同时也是中国 PDT 联盟总体组组长单位, 并主导制定了具有自主知识产权的 PDT 数字通信标准, 未来将提升公司地位。初具规模的全球营销体系给公司以想象空间。
- 募投项目主要围绕主营业务展开, 瞄准的是产能扩展、相应的技术支撑、以及营销网络支撑上。
- 随着社会经济的不断发展, 专业无线通信市场将保持稳步增长。预计公司 2010-2012 年按发行后最新股本计算的每股收益分别为 0.67、1.17 和 1.54 元。如数字产品市场进展良好, 公司盈利将大增。
- 考虑公司核心技术方面优势, 应享受溢价, 给予公司 2011 年 32x-35x PE 估值区间, 对应公司发行价 21.44-23.45 元。鉴于近一个月新股上市首日表现, 预计公司上市首日定价区间在 24.65-26.97 元。

建议询价区间

21.44-23.45

上市首日定价区间

24.65-26.97

2011.05.16

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	20,800
本次拟发行量 (万股)	7,000
发行日期	2011.05.17
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.85
净资产收益率 (%)	30.2%
资产负债率 (%)	65.7%

主要股东和持股比例

财务摘要 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	718	994	1340	1740	2200
(+/-)%	-	38.4%	34.8%	29.8%	26.4%
经营利润 (EBIT)	55	99	192	345	464
(+/-)%	-	80.0%	93.9%	79.7%	34.5%
净利润	68	115	187	325	427
(+/-)%	-	69.1%	62.6%	73.8%	31.4%
每股净收益 (元)	0.24	0.41	0.67	1.17	1.54
每股股利 (元)	-	69.1%	62.6%	73.8%	31.4%

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

海能达是中国领先的专网通信系统、终端、以及行业解决方案服务提供商。其主要产品可分为模拟和数字两个系列，主要应用于公共安全、公用事业、以及工商业等细分领域。公司在中国专网通信市场中市场占有率本土公司排名第一，所有企业排名第二。海外销售保持稳步增长态势，已经超过国内收入。

表 1: 公司主营产品及业务一览

业务细分领域	主要产品
模拟	模拟系统设备 -
	模拟终端设备 常规终端、集群终端以及多模终端。
数字	TETRA
	PDT (中国公安行业)
	DMR

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2008-2010 年公司实现营业收入分别约计 5.94 亿元、7.13 亿元、9.79 亿元和 2.23 亿元，保持快速增长态势。其中模拟产品收入稳步增长，数字产品保持快速增长态势，2009-2010 年分别实现销售收入 3784 万元和 12674 万元。公司主营产品持续保持较高毛利率水平。公司不断扩展的 OEM 业务拉低了公司毛利率水平。

表 2: 2008-2010 年主要产品销售收入与毛利率情况

产品	2008 年		2009 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
模拟终端	50745	51.85%	50992	50.51%	54386	52.26%
模拟系统	7406	55.95%	8707	64.42%	15787	54.85%
数字终端	-	-	1422	40.08%	6269	50.50%
数字系统	-	-	2362	18.59%	6405	23.24%
OEM	1220	14.88%	7859	12.04%	15060	11.84%
合计	59380	51.61%	71342	46.71%	97908	44.45%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券销售交易总部

2. 公司主营业务市场前景与竞争格局分析

2.1. 专网通信技术导向，市场需求持续提升

2.1.1. 专网通信是技术导向型行业

专网无线通信网络区别于公众移动通信网络通信，除了传统的语音通信之外，根据行业需求，同时将集成指挥调度、数据、图文、视频等应用于一体，可广泛应用于水利、电力、能源、公安、司法、消防、

机场、港口、应急救援、军队、市政等多个领域。

在公网通信日益发达的今天，专业无线通信的技术导向性愈加明显，强调通信管理、可靠性、低时延、高效、安全等特性。在终端发展方面，与公网终端产品消费电子化不同，专网终端则更强调特定环境适应性、可靠性等技术指标，如防水、防尘、防爆、防震等。总的来说，专网通信更强调性能，是典型的技术导向型行业，门槛较高，与此同时，专网通信业保持了数字化、宽带化的发展趋势。

2.1.2. 社会经济发展推动市场空间增长

社会经济发展对市场空间的推动主要表现在以下几个方面：

首先，近年来，自然灾害、恐怖事件为代表的公共安全事件频发，各国政府及各部门对专业无线通信需求不断提升，全球各主要国家不同程度商加大了公共安全部门的专网建设投资。

其次，大型活动举办、基础设施建设等均需要配套的专业无线通信网络，如大型活动安保，机场、火车站场等调度需求等。

总体来说，随着社会经济的不断发展，专业无线通信市场将保持稳步增长。

2.2. 公司为国内专网通信龙头公司，竞争优势突出

2.2.1. 公司技术标准处于领先水平

公司十几年专注专业无线通信领域，并始终保持较高的研发投入水平，近三年研发投入始终保持在 10% 以上的水准。

表 3: 2008-2010 年公司研发投入水平

	2008 年	2009 年	2010 年
研发经费	7020.28	8591.30	10726.12
营业收入	60526.51	71771.55	99436.17
占比	11.60%	11.97%	10.79%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

公司在长期技术积累下，标准话语权不断提升。在数字通信标准方面，多项提案被 ETSI 采纳并发布，同时也是中国 PDT 联盟总体组组长单位，并主导制定了具有自主知识产权的 PDT 数字通信标准。

2.2.2. 公司市场占有率较高

在保证技术水平的前提下，公司利用低成本优势，以具备较高性价比的产品不断提升市场份额。

在国内，公司超越了建伍等公司，2009 年国内专业无线通信市场份额达

到 10.80%，仅次于摩托罗拉，在本土品牌中排名第一。PDT 等数字集群产品已经开通实验局并验收，代表公司地位的进一步提升。

在全球市场，公司模拟终端出货量已经获得了 9.4% 的市场占有率，仅次于摩托罗拉和建伍。需要注意的是，凭借在模拟市场的领先，公司 DMR 产品发展迅速，并为后续 Tetra 及 TEDS 产品发展奠定了基础。

2.2.3. 公司全球化营销网络初步形成

公司在国内设立了成都分公司、贵阳办事处、西安办事处、长春办事处、新疆办事处，并与全国 300 家经销商建立合作伙伴关系。公司海外营收已超过国内。这得益于公司初具规模的营销网络。目前公司在海外已经设立多家子公司，并与 200 多家海外经销商建立了合作关系，销售渠道覆盖全球 80 多个国家与地区。

需要注意的是，公司目前已经开始逐步介入 TurnKey 项目，标志着公司向高端领域进一步延伸。公司全球化的营销网络将充分支持公司这一发展趋势。

2.3. 公司数字产品将获得迅速成长，实现快速增长

目前模拟产品仍占据公司营业收入与利润的主要部分。然而，随着公司数字产品的研发和生产，公司将实现快速发展。

首先，模拟产品总的市场规模尽管保持萎缩状态，但公司模拟产品定位高端，过去三年保持较好增长态势，且毛利率水平稳定。另一方面，公司在数字产品领域的突破已成定局，即将开始从中受益。需要注意的是，公司进入整体解决方案领域，这将是公司获得营收增长的重要内容。

3. 募投项目分析

公司拟发行 7000 万股，用于建设以下项目：

表 4: 募投项目简介 (万元)

序号	项目	募集资金
1	专业无线通信数字终端产业化	22451
2	基于 PDT 标准的数字集群系统产业化	10547
3	专业数字终端开发平台	4934
4	数字集群研发中心	3938
5	海外营销和客户服务网络建设	3648
合计		45518

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

项目主要围绕主营业务展开，瞄准的是产能扩展、相应的技术支撑、以及营销网络支撑上。

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

公司数字产品的发展直接决定未来发展，预计公司 2010-2012 年按发行后最新股本计算的每股收益分别为 0.67、1.17 和 1.54 元。如数字产品市场进展良好，公司盈利将大增。

表 5: 公司简明利润表

百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2012E
主营业务收入	718.00	994.00	1340.00	1740.00	2200.00
减：主营成本	383.00	549.00	708.00	912.00	1150.00
减：营业税金及附加	3.00	4.00	5.00	7.00	8.00
主营业务利润	332.00	441.00	627.00	821.00	1042.00
减：营业费用	91.00	121.00	164.00	169.00	211.00
减：管理费用	166.00	191.00	263.00	320.00	380.00
减：财务费用	15.00	22.00	-2.00	-23.00	-23.00
减：资产减值损失	5.00	8.00	10.00	10.00	10.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	55.00	99.00	192.00	345.00	464.00
加：营业外收入	20.00	30.00	20.00	20.00	20.00
减：营业外支出	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
利润总额	75.00	128.00	211.00	364.00	483.00
减：所得税	7.00	13.00	24.00	39.00	56.00
净利润	68.00	115.00	187.00	325.00	427.00
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	68.00	115.00	187.00	325.00	427.00
每股收益	0.24	0.41	0.67	1.17	1.54

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

4.2. 估值

通信行业中小板公司 2011 年平均 PE 在 25-30 倍之间，考虑公司核心技术方面优势，给予一定溢价，综合考虑给予公司 2011 年 32x-35x PE 估值区间，对应公司发行价 21.44-23.45 元。鉴于近一个月新股上市首日表现，预计公司上市首日定价区间在 24.65-26.97 元。

作者简介:**余周军（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110158

电话：010-59312728

邮箱：yuzhoujun008983@gtjas.com

余周军，北京邮电大学通信工程专业博士。2006-2010 年供职于中国电子信息产业发展研究院，专注于通信产业研究。

康凯:

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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，保证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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		