

海能达(002583.sz)

小市值大行业，2012年数字产品有望大规模放量

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010003

盈利预测与估值评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.74、1.29 与 2.01 元,未来 3 年收入 CAGR 达到 41.2%,净利润 CAGR 达到 68.8%,我们维持“买入”评级,未来 6 个月目标价格 32.25 元,对应 2012 年 25 倍 PE。

关键假设

公司未来的收入将呈现“三七”,即国内业务占 30%,海外业务占 70%;模拟产品技术成熟、价格低廉,未来 2-3 年仍将保持 10%的稳定增长;DMR 和 PDT 产品将在 2012 年实现大规模放量;收购德国 PMR 后,数字系统的毛利率会有显著提升;公司费用控制能力逐步提升,销售费用和财务费用有望大幅降低。

核心投资逻辑

专网通讯背后蕴含巨大的市场:国内市场 09 年至 16 年数字产品 CAGR 将达到 35%以上,单价较低的数字终端和系统 CAGR 将达到 60%以上,DMR 和 PDT 在未来几年将会成为中国乃至发展中国家的主流。公司是 PDT 数字集群标准的制定者,12 年公安大规模建网将成为放量的催化剂,同时已经成为全球第二家能提供 DMR 产品的公司,其它公司短期内还看不到成熟产品;收购 PMR 完善了 TETRA 产品线,使公司能提供 TETRA 整体行业解决方案。公司现在的规模和未来前景很像 07 年的海康,剔除 OEM,毛利率稳定在 50%以上,净利润仅 11.7%,国内销售和研发大规模铺人的时期已经过去,未来有望大幅提升。

风险提示

流动性风险;汇率风险;市场竞争风险;行业政策变化风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	717.72	994.36	1454.31	2080.88	2800.60
增长率(%)	18.58%	38.55%	46.26%	43.08%	34.59%
EBITDA(百万元)	107.81	173.99	238.97	398.64	618.00
净利润(百万元)	67.33	116.19	204.63	358.97	559.03
增长率(%)	52.69%	72.58%	76.11%	75.42%	55.73%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.74	1.29	2.01
市盈率	0.00	0.00	29.18	16.64	10.68
市净率	0.00	0.00	3.18	2.67	2.13
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.47	11.01	6.37

数据来源:海能达通信股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	21.48
目标价格(元)	32.24
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.21%	24.84%	24.84%
沪深 300	7.66%	-6.09%	12.90%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

278.00/56.00

主要股东:

陈清州

主要股东持股比例

59.51%

财务比率

ROE	30.23%
ROA	15.84%
资产负债率	65.73%
每股净资产(元)	1.85

2010 年报数据

目录索引

一、公司主营业务介绍.....	4
二、行业分析——不仅仅是对讲机，背后蕴含巨大市场.....	5
三、政策是最大的催化剂.....	11
四、产品布局完成，2012 年数字产品有望大规模放量.....	13
（一）PDT 产品介绍.....	16
（二）DMR 产品介绍.....	19
（三）TERTA 产品介绍.....	20
五、竞争对手分析：MOTO 不出，谁与争锋？.....	22
六、盈利预测与估值.....	25
七、风险提示.....	27

图表索引

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 专网通信的发展历程	5
图 3: 贵州省全省 IP 联网	6
图 4: 2008 年-2016 年中国专业无线通信市场规模	7
图 5: 公安专业无线通信系统建设情况	8
图 6: 2009 年全球专业无线通信行业细分市场	10
图 7: 2009 年国内专业无线通信行业细分市场	10
图 8: 2008 - 2013 全球专业无线通信市场规模	10
图 9: 2008 - 2013 国内专业无线通信市场规模	10
图 10: 行业壁垒	11
图 11: 未来市场空间广阔	13
图 12: 公司历史	14
图 13: 公司产品线	14
图 14: PDT 联盟组织结构	16
图 15: 中国需要什么样的数字集群	17
图 16: 中国 PDT 终端市场规模	18
图 17: 全球 DMR 终端厂家	19
图 18: 2008 年-2013 年全球 DMR 终端市场规模	20
图 19: 2008 年-2013 年全球 TETRA 终端市场规模	21
图 20: 专网竞争格局	22
图 21: 08 年全球专业无线通信持牌模拟终端市场份额	23
图 22: 09 年国内专业无线通信市场份额	23
图 23: 波特五力分析模型	23
表 1: 公司主营业务	4
表 2: 专网和公网对比	5
表 3: 全球专业无线通信产业进程	6
表 4: 专业无线通信产业主流标准	9
表 5: 产业政策	12
表 6: 公司模拟中低端产品主要应用领域	15
表 7: 公司模拟中高端产品主要应用领域	15
表 8: TETRA 在中国市场应用存在的问题	17
表 9: PDT 主要应用领域	18
表 10: 国内三大轨道交通专网通信集成商项目分布	20
表 11: 公司在全球竞争优势	24
表 12: 公司土地使用权	24
表 13: 国内海外收入比重	25
表 14: 研发费用占营业收入比例	25
表 15: 盈利预测	26
表 16: 行业公司财务数据对比	26

一、公司主营业务介绍

公司主要从事对讲机终端、集群系统等专业无线通信设备的研发、生产、销售和服务，并提供整体解决方案，是国内专业无线通信行业的龙头企业，也是全球领先的专业无线通信设备供应商。公司的产品与解决方案广泛应用于政府公共安全部门、公用事业以及工商业的应急通信、指挥调度和日常工作通信等领域。

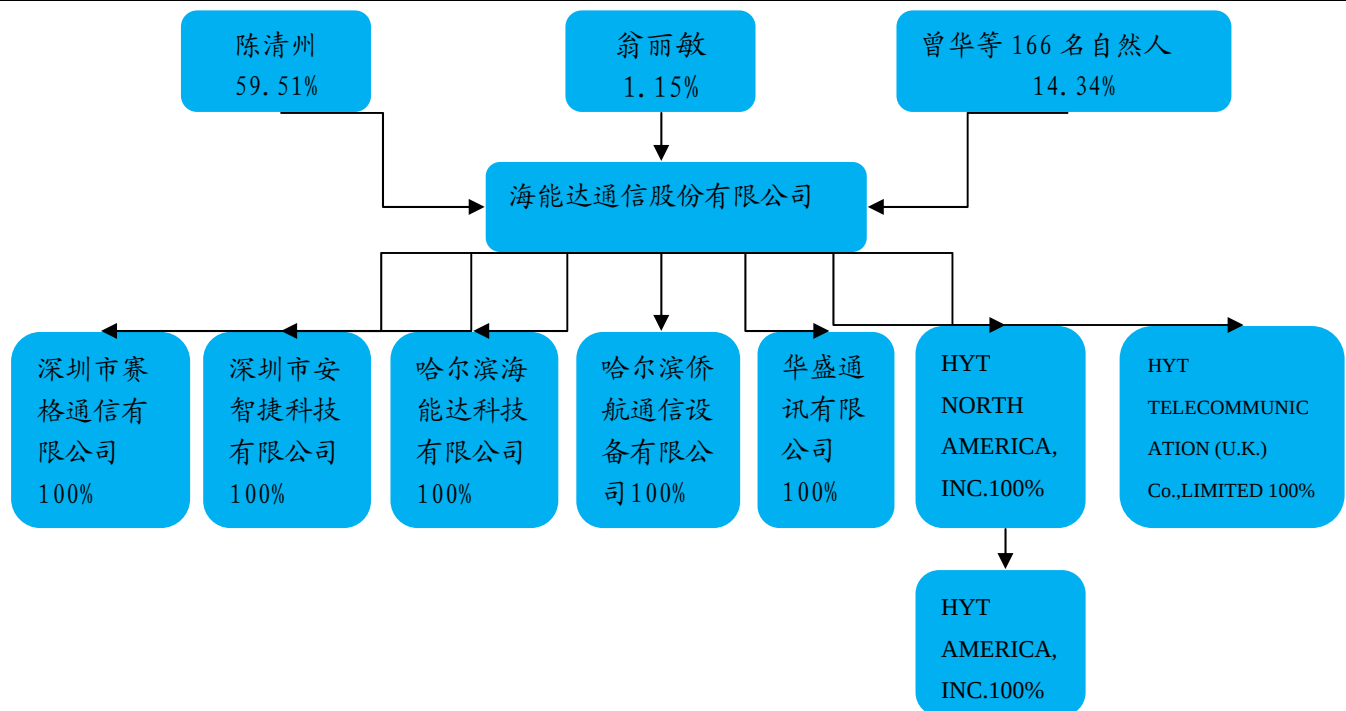
表 1：公司主营业务

产品名称		2008年		2009年		2010年	
		收入	比重	收入	比重	收入	比重
终端	模拟	50,754.32	83.85%	50,991.87	71.05%	54,386.44	54.69%
	数字	-	-	1,421.73	1.98%	6,269.12	6.30%
系统	模拟	7,405.94	12.24%	8,705.95	12.13%	15,787.06	15.88%
	数字	-	-	2,362.35	3.29%	6,404.58	6.44%
OEM(数字)		1,219.70	2.02%	7,859.39	10.95%	15,060.46	15.15%
其他		1,146.53	1.89%	430.26	0.60%	1,528.52	1.54%
合计		60,526.51	100.00%	71,771.55	100.00%	99,436.17	100.00%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

股权激励全面充分：2010年3月25日，公司新增4,800万股由公司实际控制人、员工及董事等以现金的方式进行认购，价格为1.21元/股，增资扩股后总股本由16,000万股增至20,800万股，166名参与者均为公司骨干员工，其中多数为核心技术人员。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

公网主要为社会公众用户提供个人通信服务，网络运营通常以经济效益为主要目的；专网服务于特定部门或群体的通信网络，主要为政府与公共安全、公用事业、工商业领域行业用户提供应急通信、指挥调度、日常工作通信等通信服务，主要强调社会效益，两者具有本质区别，主要有以下几个方面：

表 2：专网和公网对比

	专网	公网
服务用户	主要为政府与公共安全、公用事业、工商业领域行业用户提供应急通信、指挥调度、日常工作通信等通信服务，主要强调社会效益	主要为社会公众用户提供个人通信服务，网络运营通常以经济效益为主要目的
系统要求	系统更加关注通信管理、可靠性、高效、安全等特性(例如个呼、组呼、全呼、多优先级、紧急呼叫、故障弱化、VPN、双向鉴权、空中加密、端到端加密、入网接续时间小于0.5s等)	系统更加关注个人用户的通信体验，（例如通信覆盖率、语音质量、数据速率、增值服务等）对优先级管理、入网接续时间等特性不关注。（例如呼叫建立时间一般大于5s）
终端要求	作为工作工具，为适应特定环境，用户更强调终端可靠性，例如具备防水、防尘、防震、防爆等特性	作为个人消费品，用户更注重终端的娱乐功能和时尚外观
运营管理	一般由用户自行出资建设，并进行网络维护和用户管理	由运营商统一进行网络建设、运营维护和用户管理

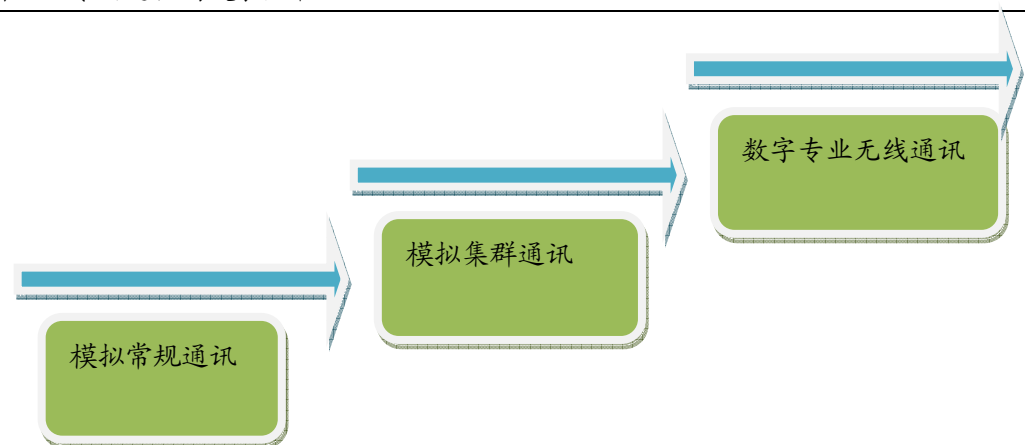
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

专网通讯不仅仅是对讲机，背后蕴含巨大的市场。从市场规模来看，未来几年专网数字产品市场将迎来爆发式增长期，我们预计全球2009年至2013年数字产品CAGR将达到20%以上，国内2009年至2016年数字产品CAGR将达到35%以上，市场前景非常广阔。未来2-3年公司在保持模拟产品稳定增长的基础上，将重点抓住专网数字化升级的机遇。目前公司已经推出PDT、DMR、TETRA终端产品，在今年推出单基站PDT集群系统、多基站PDT集群系统，使其成为公司新的利润增长点。

二、行业分析——不仅仅是对讲机，背后蕴含巨大市场

专网通信最早应用于军队，后来逐渐应用到政府与公共安全部门、公用事业和工商业，随着经济的高速发展和通信技术的进步，在各行业的普及率越来越高。专网通信经历了模拟常规通讯、模拟集群通讯和数字专业无线通讯三个阶段：

图 2：专网通信的发展历程



数据来源：广发证券发展研究中心

模拟常规通信：泛指终端与终端之间直接对讲，无需基站设备。模拟常规通信的优势在于技术成熟稳定、性价比高的优势，未来2-3年还将保持稳定规模；劣势在于通信覆盖范围较小，用户通话容易相互干扰且保密性较差。

模拟集群通信：泛指多用户或多部门共用无线信道，并动态管理和使用这些信道的专用移动通信系统，从而有效地扩大了覆盖范围和用户容量，增强了指挥调度功能。主要是为了解决常规通信距离短、频率利用率低的问题。公司的模拟系统主要包括MPT1327模拟集群系统和模拟同播系统，目前国内公安系统采用的模拟集群通信标准为MPT1327，可以实现覆盖全省的省市县三级联网。

图 3：贵州省全省IP联网



数据来源：公司资料

数字专业无线通信：相对于模拟通信具有更高的频谱利用率、更优质的通话质量、更快速的数据传输、更丰富的业务功能、更安全的通信保障等。数字专网通信的等效频谱带宽一般为6.25kHz。目前国际上主流的专网通信数字标准有TETRA、P25、DMR等。

表 3：全球专业无线通信产业进程

	发达国家	发展中国家	中国
政府与公共安全	(1) 基本采用数字产品，主要集群通信网络已建设完成；(2) 欧洲以TETRA标准为主，北美以P25标准为主；(3) 开始向新一代数字集群技术演进，但尚未商用；	(1) 多数国家专业通信仍以常规应用为主，只有少数中心城市建有局部的集群通信网络，部分新建网络开始应用数字技术；(2) 数字产品主要以TETRA为主，个别采用P25技术(3) 由于投资预算紧张，普遍需要低成本数字集群产品；	(1) 已建成覆盖大部分城市的警用集群网络，采用MPT1327模拟集群标准，个别大城市已建成或正在建设TETRA网络；(2) 在公安部的牵头下，制定了PDT数字集群标准，以升级现有MPT1327模拟集群系统；(2) 公安以外的其它政府和公共安全部门建网需求明确

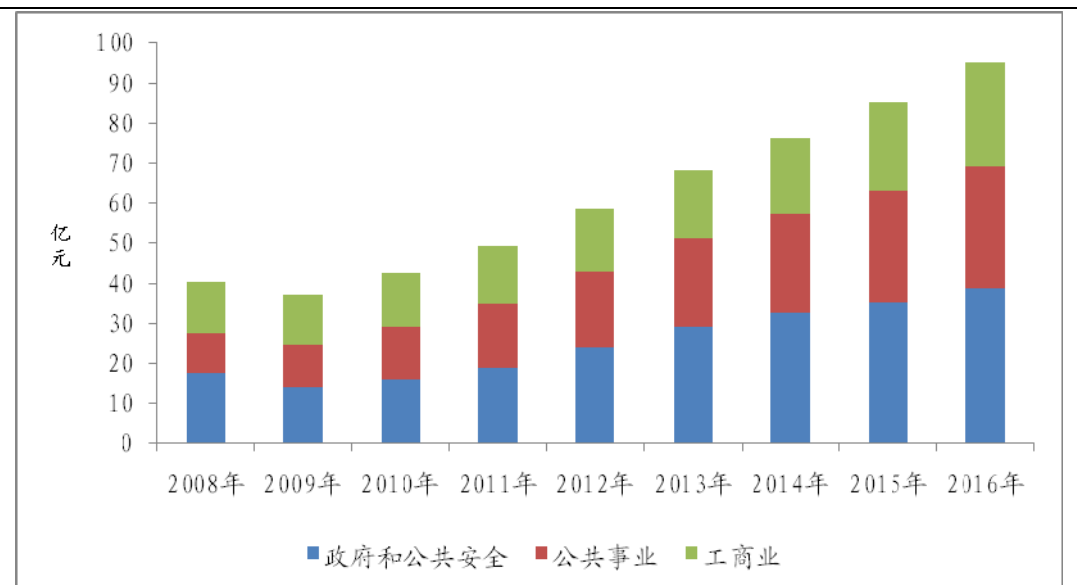
公用事业	(1) 高端用户已开始大规模使用数字集群产品，欧洲以TETRA为主，北美以P25为主，部分用户开始选用NXDN；(2) 中低端用户仍以常规模拟产品为主；(3) 部分高端用户开始使用DMR 数字产品，预计未来发展速度较快	(1) 主要使用模拟常规产品，集群产品较少，部分行业例如地铁应用数字标准；(2) 市场需求在相当长时间内仍主要为模拟产品，且快速增长，行业内的领导厂商开始推广DMR、NXDN等数字产品	(1) 处于基础设施大规模建设期，地铁、大型机场新建项目大多选用TETRA 集群标准；(2) 铁路平调、港口、石油石化、林业等用户仍以常规模拟产品为主，其中的高端用户开始建设小规模集群网，或使用DMR/PDT 数字产品；(3) 由于政府政策推动，数字产品应用趋势明显
工商业	(1) 主要使用常规模拟产品，少数高端用户已使用数字产品；(2) 目前已应用的数字产品中，欧洲主要以DMR、dPMR数字标准为主，北美采用DMR、NXDN数字标准，日本使用DCR数字标准；	(1) 主要以常规模拟产品为主，极少数高端用户开始使用DMR 数字产品；(2) 市场需求在相当长时间内仍主要为模拟产品且保持高速增长	(1) 主要以模拟常规产品为主，少数高端用户开始尝试使用数字产品；(2) 有明确的模数转换期限要求，但考虑到用户对价格敏感性高，数字化进程主要集中在政府规定的临近期限。

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

客户：政府+公共事业+工商业

专网通讯的下游客户主要分为三大类：政府与公共安全部门、公用事业和工商业：政府与公共安全领域主要包括公安、消防、武警、司法、政府执法与应急指挥等政府与公共安全部门，也是规模最大和增长最快的领域，我们预计2009年至2016年市场规模CAGR将达到15.6%，目前公司该业务的收入占比20%，未来的业务增长主要来源于政府与公共安全部门，收入占比将达到30%；公用事业领域主要包括交通运输、石油石化、电力、林业、水利、矿山等行业，国内基础设施建设仍将处于大规模建设期，我们预计2009年到2016年市场规模CAGR将达到16.0%；工商业领域主要包括物业保安、服务业、建筑施工、物流及制造业等行业，我们预计2009年至2016年市场规模CAGR将达到11.3%。

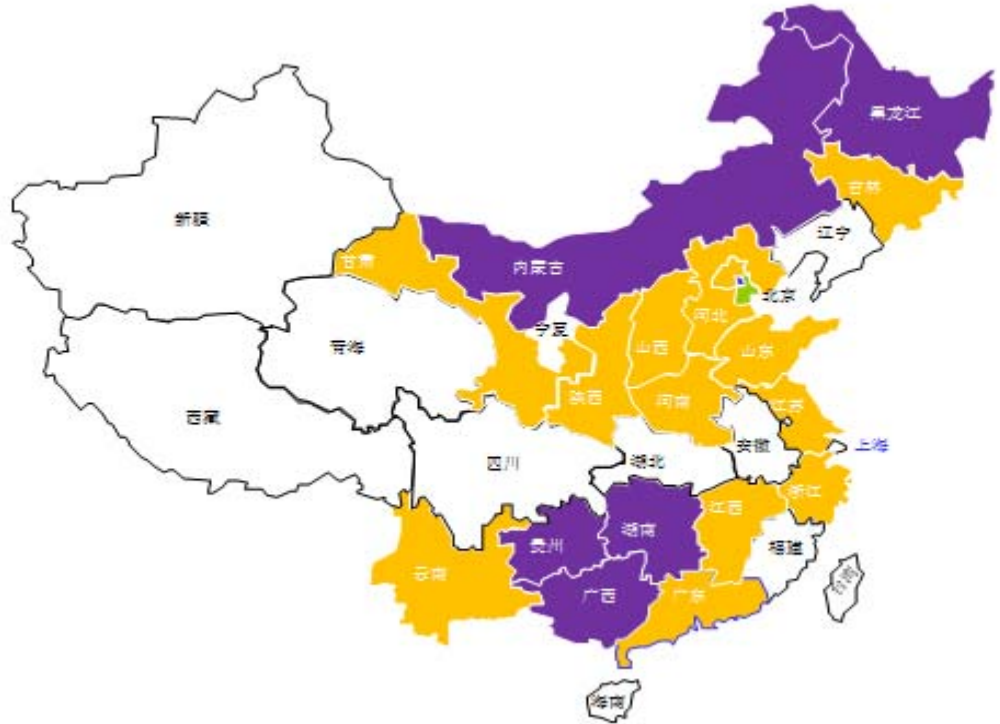
图 4：2008年-2016年中国专业无线通信市场规模



数据来源：汉鼎咨询

公安市场是政府与公共安全部门最重要的组成部分，09年公司国内公安模拟终端市场的占有率超过30%，仅次于Moto，处于行业第二位；国内公安模拟集群系统市场占有率超过35%，处于绝对领先地位。下图显示了全国省份、直辖市和自治区的公安系统建设情况，其中紫色代表该省份只有公司一家厂商，黄色代表多家，白色代表空白：

图 5：公安专业无线通信系统建设情况



数据来源：广发证券发展研究中心

行业主要数字通信标准

专网通信：为何走向数字化？

- 频谱枯竭：模拟技术已达瓶颈，无法提高频谱利用率
- 通信质量差：模拟语音无法有效抑制环境噪音，难以适应复杂的通信环境，易受干扰
- 无法加密：模拟通信难以实现加密，容易遭到非法窃听
- 集成数据应用：模拟技术难以支持更高速率传输，无法集成现有用户的应用需求

专网通信技术从模拟向数字升级是行业发展的主流趋势。数字技术在语音质量、通信安全、频谱效率、业务功能多样性等比模拟技术有以下优势：

- 数字技术每信道占有6.25kHz 等效频宽，是现有模拟技术频谱效率的4倍，能够有效地缓解频率资源紧张的问题；
- 数字语音及信道前向纠错保护技术，使用户获得更加清晰的语音音质；
- 数字产品能够应用高等级的加密技术，相对模拟语音的扰频技术，语音加密等级更高，且还具备系统鉴权、空口加密等安全手段，通信安全水平更高；
- 数字技术比模拟技术提供更多丰富的数据业务功能及应用，如短消息、数据传输、自动车辆定位、IP互联、网络数据查询等。

随着专业无线通信设备应用的普及，频率资源紧张的问题将更加突出，同时用户的需求也不断提升，行业的中高端客户将越来越倾向于使用数字产品。目前国际上主流的专业无线通信数字标准有TETRA、P25、DMR、dPMR等，我们将介绍公司涉及的数字标准TETRA、DMR和PDT，标准的优劣势和主要应用领域如下：

表 4：专业无线通信产业主流标准

标准名称	标准简介	标准优劣势	主要应用领域	主要应用区域
TETRA	欧洲通信标准协会制订的开放性数字集群标准。TDMA制式、四时隙、小区制、25kHz频宽，数据传输速率28.8kps	优势：①数据传输速率高；②支持更高的用户密度；③推广时间早，产品成熟稳定，已在世界范围内80多个国家和地区得到广泛应用；④支持全双工通话及复杂调度管理功能劣势：①系统建网、维护成本高，终端价格高；②高等级加密协议不开放给欧洲以外国家；③技术与专利门槛高，难以国产化，目前主要依赖进口；④没有确定统一的系统互联互通标准	政府与公共安全、公用事业	除北美外80多个国家和地区，以欧洲为主
DMR	欧洲通信标准协会制订的开放性数字标准。TDMA制式、双时隙，大区制、12.5kHz频宽，数据传输速率9.6kbps	优势：①产品可以兼容模拟常规；②终端价格较低；③技术门槛较低劣势：①集群功能没有另外两种标准完善，一般用于常规通信；②通信安全业务能力弱；③不能支持较高速率的数据业务及全双工通信	公用事业、工商业	近年来开始在发达国家及地区应用
PDT	PDT联盟制定的具有中国自主知识产权的专业无线通信数字集群标准。TDMA制式、双时隙，大区制、12.5kHz频宽，数据传输速率9.6kbps	优势：①建网及维护成本低，系统可扩展；②采用国产密码算法，安全性更高；③完善的系统间互联规范；④支持实现从MPT1327模拟系统向数字系统的平滑升级，保护现有投资；⑤集群业务完善劣势：①标准处于市场导入期，还需要市场的验证；②不能支持较高速率的数据业务及全双工通信	政府与公共安全、公用事业、高端工商业	主要目标市场为中国，并计划在部分发展中国家推广

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

从全球数字产品的销售规模来看，占专网通信的市场规模的约45%，而国内数字产品的销售规模占整个专网通信市场规模约29%，远远低于全球平均水平，主要归因于数字集群产品刚刚在市场推广且价格昂贵，而模拟产品技术成熟、价格低廉，未来2-3年仍将保持稳定增长。

图 6：2009 年全球专业无线通信行业细分市场

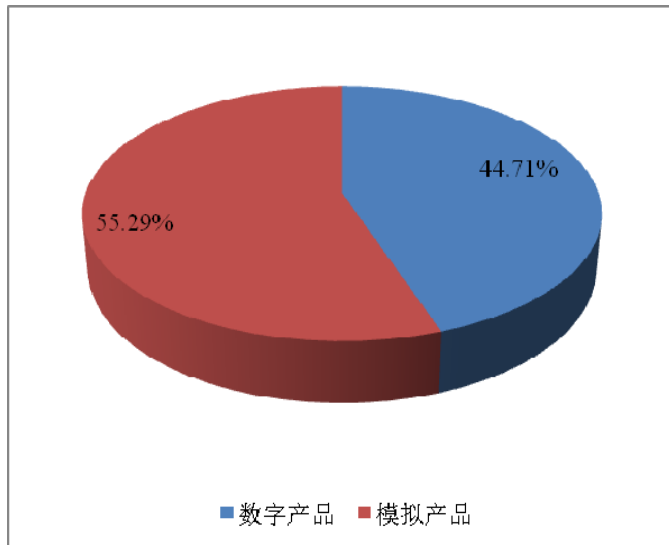
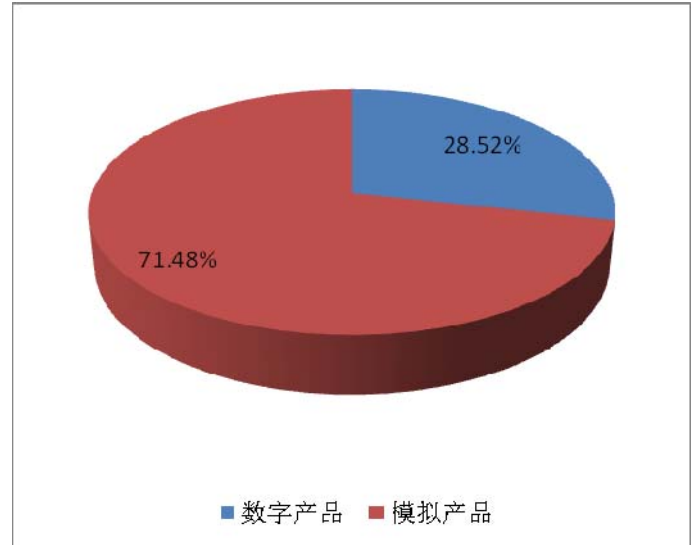


图 7：2009 年国内专业无线通信行业细分市场



数据来源：汉鼎咨询

随着专网通信应用的日益普及，市场将持续稳步发展，2009年全球市场规模达到624亿，我们预计到2013年将增长到830亿，CAGR达到7.4%，而数字产品从2009年市场规模279亿将增长至2013年584亿，CAGR达到20%，从行业整体上来看，专网通信市场呈现出数字产品市场快速增长，模拟产品市场缓慢下降的趋势。国内专网通信市场与发达国家相比整体规模偏小，2009年市场规模仅37亿，随着中国经济的高速发展以及政府对专网的持续投入，我们预计到2016年国内专网市场规模将达到95.3亿，CAGR将达到14.5%。随着专网通信技术的发展和一些国家产业政策的推动，数字产品需求增长强劲CAGR将达到35%以上，未来市场前景非常广阔。

图 8：2008 - 2013 全球专业无线通信市场规模

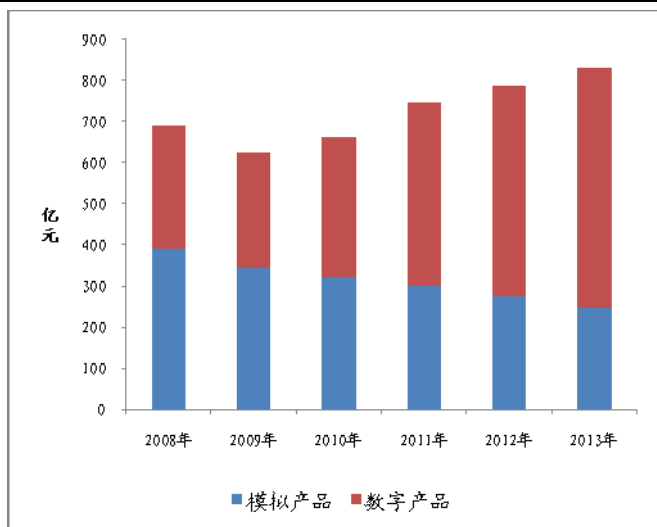
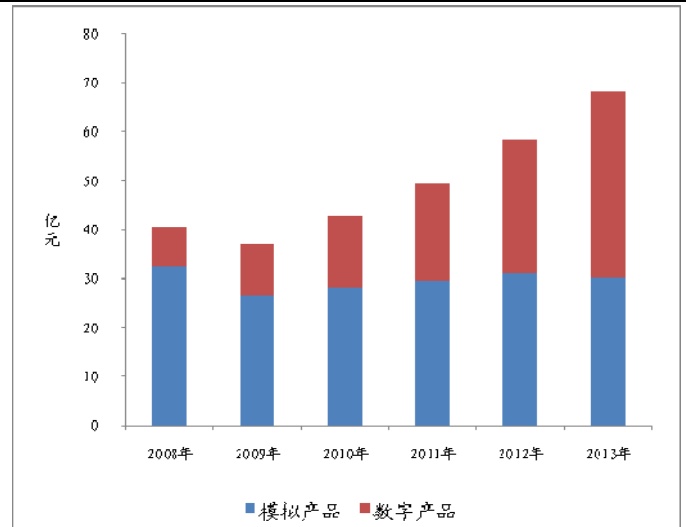
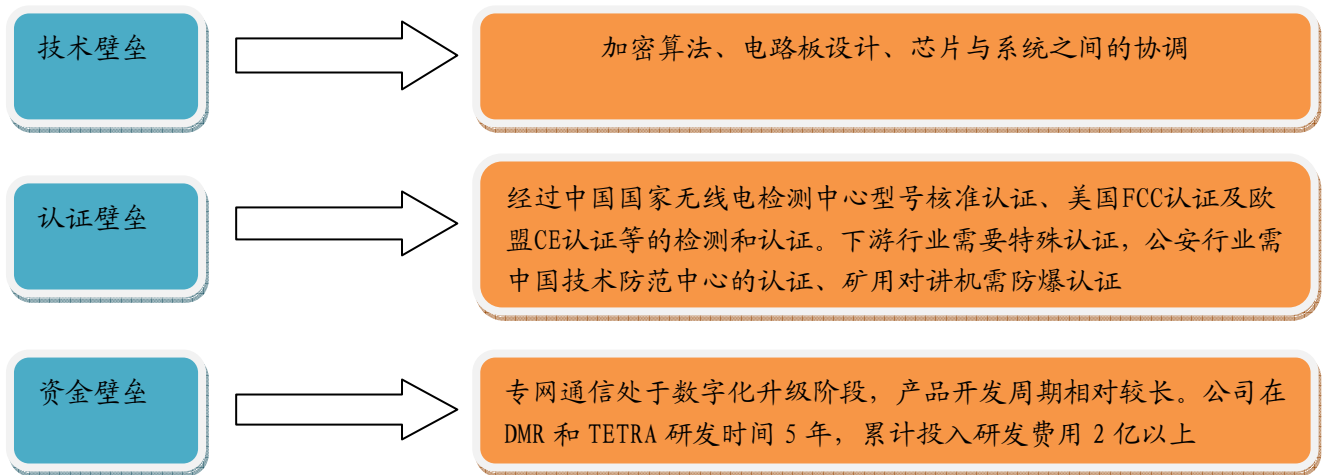


图 9：2008 - 2013 国内专业无线通信市场规模



数据来源：汉鼎咨询、广发证券发展研究中心

图 10：行业壁垒



数据来源：广发证券发展研究中心

三、政策是最大的催化剂

专网通信行业的主管部门是工信部以及工信部下属的国家无线电管理局。工信部主要对通信行业进行管理和监督，并拟订并组织实施行业规划、产业政策和标准；无线电管理局主要对无线电频谱规划，无线电频率的划分、分配与指配，无线电监测、检测、干扰查处，依法组织实施无线电管制。专网通信技术从模拟向数字升级是行业技术发展的主要趋势，近年来很多国家出台了政策及法规，推动数字化升级：

- 中国：2009年12月工信部出台《关于150MHz/400MHz 频段专用对讲机频率规划和使用管理有关事宜》，自2011年1月1日起，停止核准新的150MHz、400MHz模拟对讲机系统设备，并不再对原有模拟设备进行型号延期，2016年中国市场禁止使用模拟对讲机，全面进入数字对讲机时代；
- 美国：美国联邦通信委员会出台《专业无线通信窄带化白皮书》，2011年1月起停止受理25KHz通信带宽的专网通信设备的使用牌照申请；2013年1月起所有用户必须使用12.5KHz及以下通信带宽工作模式或等效模式的专网通信设备；2013年1月停止受理不能工作在6.25kHz 通信带宽工作模式或等效模式的专网通信设备的型号核准申请。推动私有陆地移动无线电从宽带技术转换为窄带技术，以提高频谱使用效率；
- 日本：日本总务省出台《关于数字简易无线导入的频点再分配》，无线电通信设备将在2012年11月向窄带数字方式过渡，2015年12月模拟产品发放有期限限制的许可证，2022年12月完成模拟向数字的过渡；

表 5：产业政策

年份	文件名称	部门	内容
2009年	《电子信息产业技术进步和技术改造投资方向(2009-2011)》	工信部	推动新一代宽带无线接入技术(含数字集群功能)在重点领域的行业应用
2009年	《国家火炬计划优先发展技术领域(2010)》	科技部	将“数字集群设备”列入国家火炬计划优先发展技术
2009年	《电子信息产业调整和振兴规划》	国务院	以第三代移动网络建设为契机,促进通信设备制造的发展
2009年	《关于2009年中央和地方预算执行情况与2010年中央和地方预算草案的报告》	财政部	“继续深化政法经费保障体制改革,支持大型活动安全保卫,加强防灾减灾和灾害应急救援体系建设”,专业无线通信系统的建设预算是其重要组成部分
2010年	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院	规划提到“加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施,推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化”;“依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设,大力发展轨道交通装备。”

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

自然灾害和恐怖事件。专网通信在城市应急联动、应急通信保障等方面发挥着不可替代的作用。自然灾害导致公网因阻塞而瘫痪,警察、消防、医疗等只能通过专网指挥:

- 2008年冰雪灾害
- 四川汶川地震
- 新疆7.5事件
- 美国911事件
- 俄罗斯地铁爆炸

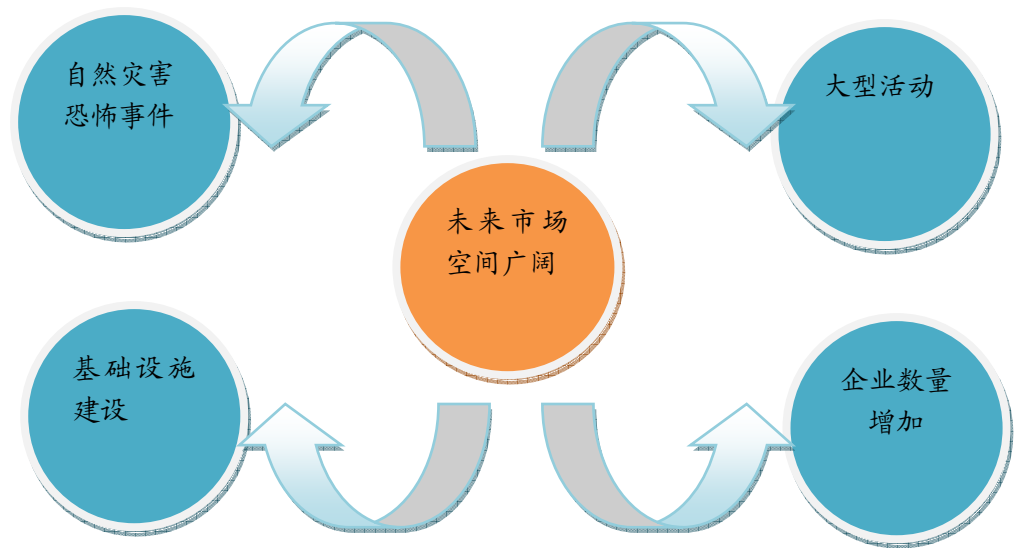
大型活动。大型活动调度程序复杂,有效组织及安全保障都需要使用专网通信设备进行指挥调度,从而带动专业无线通信市场的发展。奥运会和亚运会等大型活动安保工作,公网无法实现调度,只能依靠专网:

- 北京奥运会
- 上海世博会
- 南非世界杯
- 广州亚运会
- 深圳大运会

基础设施建设。国内正处在基础设施大规模建设期,铁路、公路、机场、港口、林业、水利等基础设施的建设对专网通信网络投资拉动很大,专网通讯可以保障客户运营安全以及提高生产运营效率;

企业数量增加。专网通讯的下游客户主要分为三大类:政府与公共安全部门、公用事业和工商业:政府与公共安全领域主要包括公安、消防、武警、司法、政府执法与应急指挥等政府与公共安全部门,也是规模最大和增长最快的领域;工商业企业的增加也将提高专网通信行业的市场容量。

图 11：未来市场空间广阔



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

四、产品布局完成，2012年数字产品有望大规模放量

产品布局完成，未来军工领域值得期待

- 公司成立于1993年5月，最初在泉州对讲机的基地，以山寨对讲机起家；
- 2003年10月，公司收购哈侨航，标志着公司由单一的终端设备提供商逐渐转变为整体解决方案供应商；
- 2008年，公司收购Moto马来西亚研发团队12人，开始进军DMR领域；
- 2008年10月，公司收购赛格电子，标志公司从传统的陆地专网通信延伸至地下专网通信，为公司未来构建无缝移动的专网通信综合调度系统做铺垫；
- 2011年7月，公司收购德国PMR公司，主营业务TETRA集群通讯系统和服务；收购完善了TETRA产品线，使公司在TETRA领域从只提供终端产品转变为提供包括终端和系统的整体行业解决方案。

图 12：公司历史

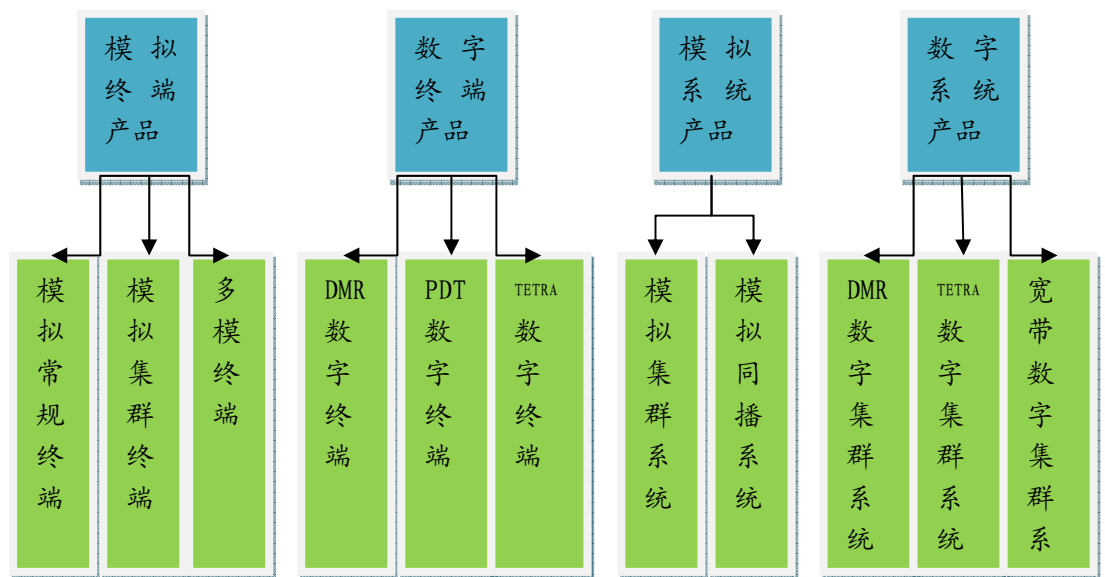


数据来源：广发证券发展研究中心

与军工类企业海南宝通等对比，公司在通讯方面的技术能力比军工企业强，但是军工企业在保密跳频技术方面较强。从长远来看，包括整合信息平台的需求也有在考虑，但是公司短期的目标仍然是产品线完善后的整合。

公司的产品主要分为两大类：终端产品和系统产品。根据产品的技术标准的不同，主要产品可细分为模拟终端产品、数字终端产品、模拟系统产品和数字系统产品。其中系统产品由基站、中心控制、中心交换、系统管理与维护、调度台、录音子系统、网关、联网系统、联网系统管理与维护等部分组成，客户主要是政府、公共安全、交通运输、石油石化、大型制造业等部门或行业。终端产品形态又可分为手持对讲机、车载台和中转台等。公司目前的主要产品系列如下：

图 13：公司产品线



数据来源：广发证券发展研究中心

公司未来三年模拟产品主要优势市场是发展中国家的公用事业和工商业领域、发达国家的工商业低端领域、国内的政府与公共安全领域。发展中国家的公用事业和工商业领域、发达国家的工商业低端领域仍保持增长，主要归因于**发展中国家对讲机的应用普及且用户对价格的敏感性高，导致对模拟产品需求将不断增加**；国内的政府与公共安全领域，模拟产品市场规模逐渐下滑，但基于模拟集群系统的增值业务与解决方案如移动视频产品、可视化调度解决方案等将逐渐增长。

表 6：公司模拟中低端产品主要应用领域

型号	主要应用领域
TC-310	公共事业（医院、流动救护、学校、地方政府部门）、工业（制造、建筑）、商业（中小型酒店、餐厅、娱乐场所、超市商场、小区物业、团队活动）、个人消费（户外旅游、野外探险、业余爱好）等
TC-320	酒店、超市、工厂、户外等
TC-368S	公共事业（铁路、交通、森林防火、公共安全）、工业（建筑施工、工厂调度）、商业（商场、酒店、物业管理）等
TC-500S	酒店、物业、超市、娱乐场所、工厂、建筑施工、物流、仓储、安保等
TC-580	林业、铁路、民航、港口；物流、安保、政府部门及企事业单位；中高端物业、酒店、大型商场等
TC-600	建筑、酒店及娱乐服务行业等
TC-610	土木建筑、工程施工等工作环境较为恶劣的地方
TC-620	专为物业管理和服务行业

数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：公司模拟中高端产品主要应用领域

型号	主要应用领域
TC-700	公安、消防、部队、森林防火、酒店、建筑施工、物业管理等
TC-780M	公共安全保障、安保巡逻等
TC-780M Ex	消防救援、石油开采、天然气等在易爆环境中使用的
TC-980	公安、消防、部队、森林防火、酒店、建筑施工等
TM-800	公安警用、铁路、运输公司、出租车公司等

数据来源：广发证券发展研究中心

专网通信为何走向数字化？

- 频谱枯竭：模拟技术已达到瓶颈，无法提高频谱利用率
- 通信质量差：模拟语音无法有效抑制环境噪声，难以适应复杂的通信环境，易受干扰
- 无法加密：模拟通信难以实现加密，容易遭到非法窃听
- 集成数据应用：模拟技术难以支持更高速率传输，无法集成现有用户的应用需求，如GPS定位、可视化调度

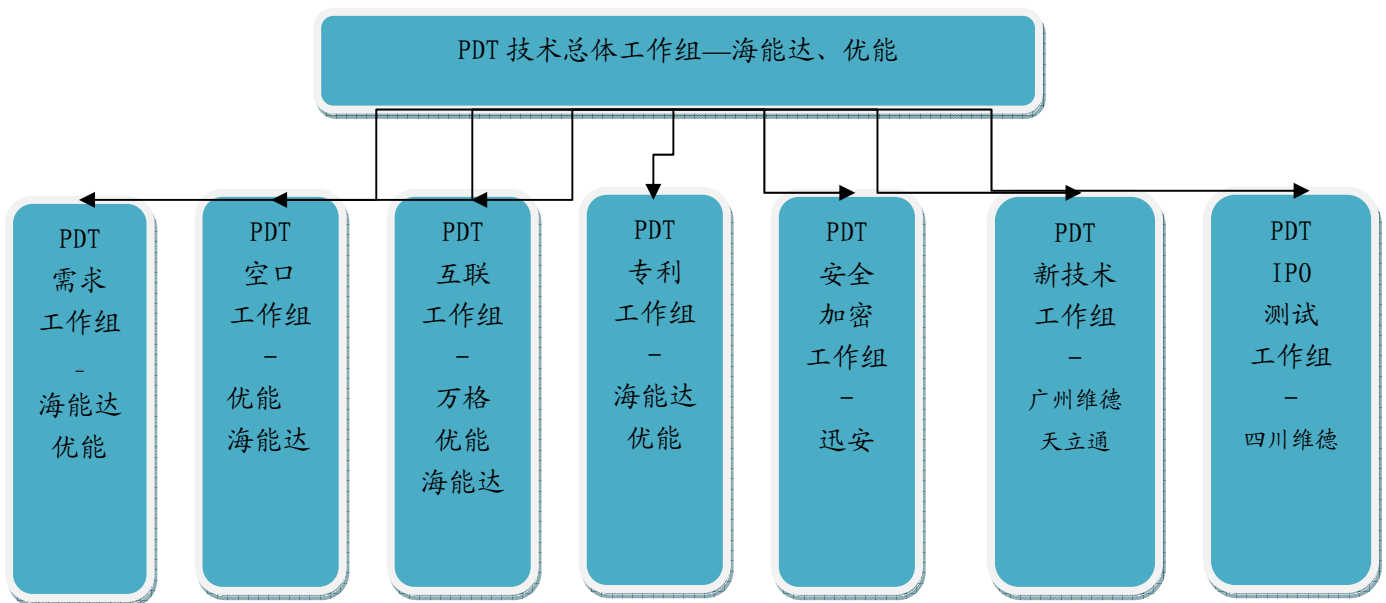
专网通讯不仅仅是对讲机，背后蕴含巨大的市场。从市场规模来看，未来几年专网数字产品市场将迎来爆发式增长期，我们预计全球2009年至2013年数字产品CAGR将达到20%以上，国内2009年至2016年数字产品CAGR将达到35%以上，市场前景非常广阔。未来几年公司在保持模拟产品稳定增长的基础上，将重点抓住专网数字化升级的机遇。目前

公司已经推出PDT、DMR、TETRA终端产品，在今年推出单基站PDT集群系统、多基站PDT集群系统，使其成为公司新的利润增长点。2013年，公司数字产品的推出将新增可参与市场近100亿元。

（一）PDT 产品介绍

PDT（Police Digital Trunking，警用数字集群），是由公安部牵头成立PDT数字集群标准研究中心，以公司作为总体组组长单位联合国内其它单位共同制定，引入标准工作组、产业联盟等工作机制，共同制定符合我国专业用户需求的标准并推动其产品化、产业化。标准的主体部分将于今年送审定稿；同时PDT联盟也正在推动其成为国家标准，目前国家标准化管理委员会已发文将PDT相关标准列入2010年国家标准制修订计划。该标准考虑了中国的国情，对国际上成熟的标准技术进行了借鉴及创新设计，结合了中国特色的专网通讯经验。

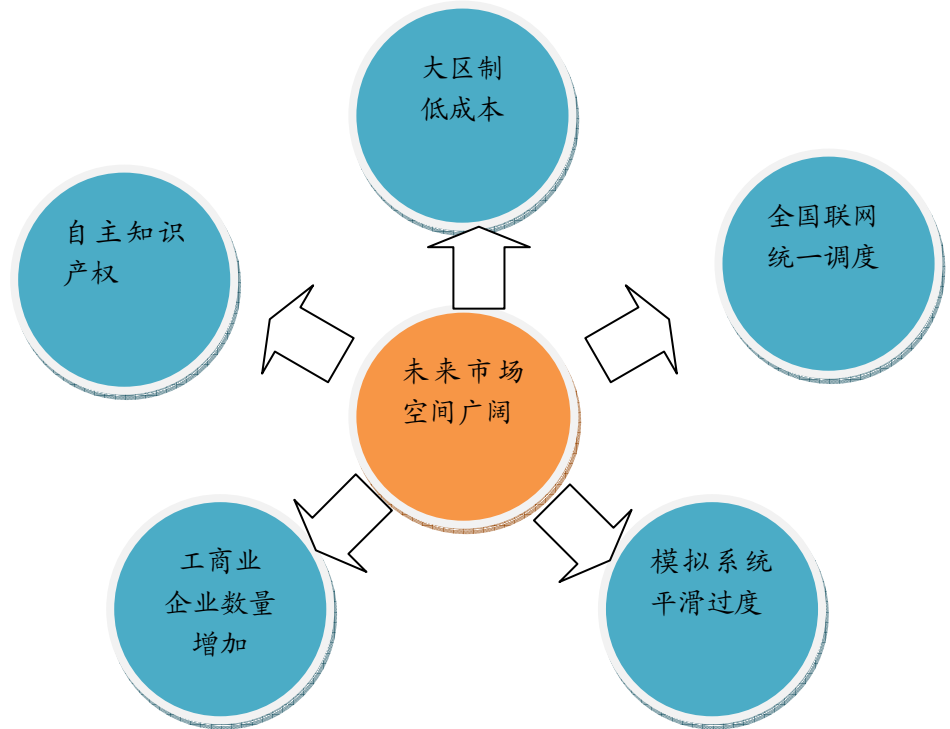
图 14：PDT联盟组织结构



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

PDT将保持MPT原有特色，充分数字产品的优势，逐步替代MPT及模拟常规产品，完成模拟向数字的平滑过渡；同时从根本上解决互联互通及数字加密的困扰，成为国内公安性价比较高的数字集群。PDT是中国国内拥有自主产权的数字集群标准，不受国外专利限制。

图 15：中国需要什么样的数字集群



数据来源：广发证券发展研究中心

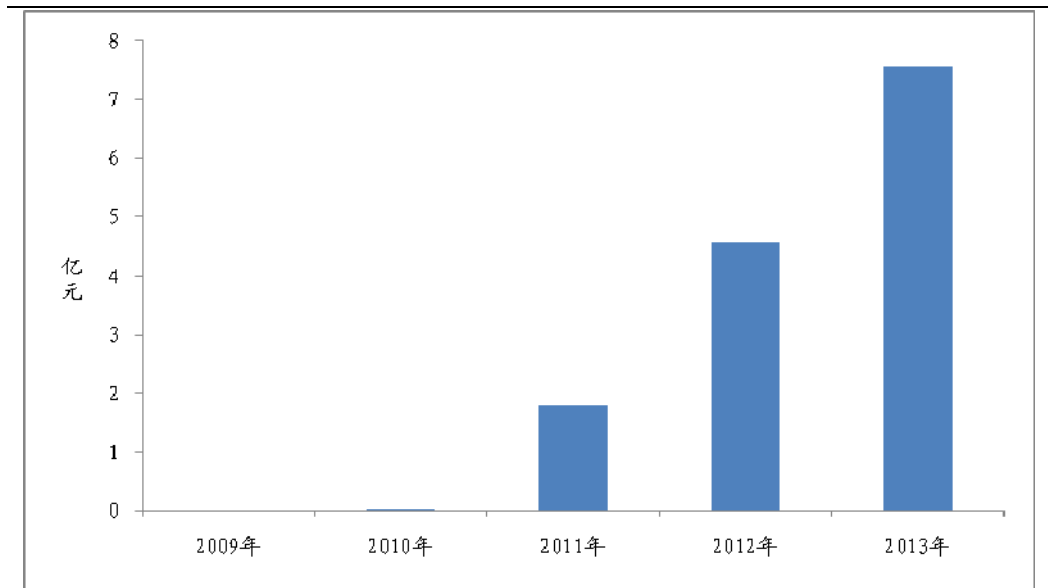
- 模拟集群系统已具规模，用户需求一种平滑过渡的方案，保护前期投资；
- 各地区经济发展不平衡，要建成大范围调度管理通信网，用户无法采用组网成本高且组网难度大的技术；
- 需要自主知识产权技术、可为用户提供二次开发接口，满足用户日趋多样的应用需求；
- 为更好的保护涉及国家机密、国家安全的通信，急需自主加密技术体制方案；
- 各地区分批采购的设备必须有统一的互联标准，确保不同供应商之间的设备能够互联互通；

表 8：TETRA在中国市场应用存在的问题	
存在问题	问题解释
小区制成本造价高	系统的覆盖能力比模拟系统差，导致系统建设及运营维护费用高于模拟系统；终端价格是国产模拟终端的2-3倍；
不同厂商系统不能互联	难以实现全国联网、统一网管，满足公安跨区调度、协同作战需求的公安数字指挥调度网；
国外机密技术不敢放心使用	目前Tetra主要的供应商都为外国企业，受企业政治原因影响，存在加密和使用安全性的问题；
专利壁垒过多	标准和专利都是国外公司所有；国外厂家在专利和IPO测试方面受很多限制，产业链的发展受到约束，市场很容易出现垄断
难以实现平滑过度	TETRA系统难以与模拟系统共网建设、互联互通；不具有常规工作模式，难以延续用户常规与集群并存使用的通信习惯

数据来源：广发证券发展研究中心

PDT具有高性价比、安全保密、大区制、可扩展和向下兼容等特点，已经得到中国公安部的认可，并向全球进行推广。PDT主要目标市场是发展中国家的政府与公共安全、公用事业和工商业高端市场，推广初期目标是我国的公安部门，预计2013年国内PDT终端市场规模将达到7.56亿元。目前，公司PDT数字终端产品已经在国内上市销售，PDT产品今年下半年主要还是一些小项目，主要原因是公安部的预算一般在上半年，所以今年赶不上公安部的预算，12年公安大规模建网将成为放量的催化剂，未来1-2年会超过DMR占数字产品的比例。

图 16：中国PDT终端市场规模



数据来源：汉鼎咨询

表 9：PDT主要应用领域

行业	图片	试用范围
公安、军队 武警、消防		PDT集群巨网 PDT常规同播 PDT常规中转 PDT直通
机场、港口、运输		PDT集群小网 PDT常规同播 PDT常规中转 PDT直通
石油、林业、矿山		PDT常规同播 PDT常规中转 PDT直通

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）DMR 产品介绍

DMR (Digital Mobile Radio)：是欧洲通信标准协会制订的开放性数字标准, TDMA 制式、双时隙，大区制、12.5khz频宽，数据传输速率9.6kbps。DMR是未来数字集群的主流产品，现有模拟终端的替代品，主要面向中低端专业及工商业用户，是目前模拟常规产品向数字化升级的主流标准。2007年，Moto推出第一款DMR终端，2008年开始正式商用。DMR产品具有以下几个优点：

- 覆盖范围更广的清晰语音通信；
- 双倍通话容量；
- 降低投资成本；
- 更长的电池使用时间；
- 纯数字技术，保障通讯安全；
- 与模拟系统兼容共存保障系统平滑升级为数字

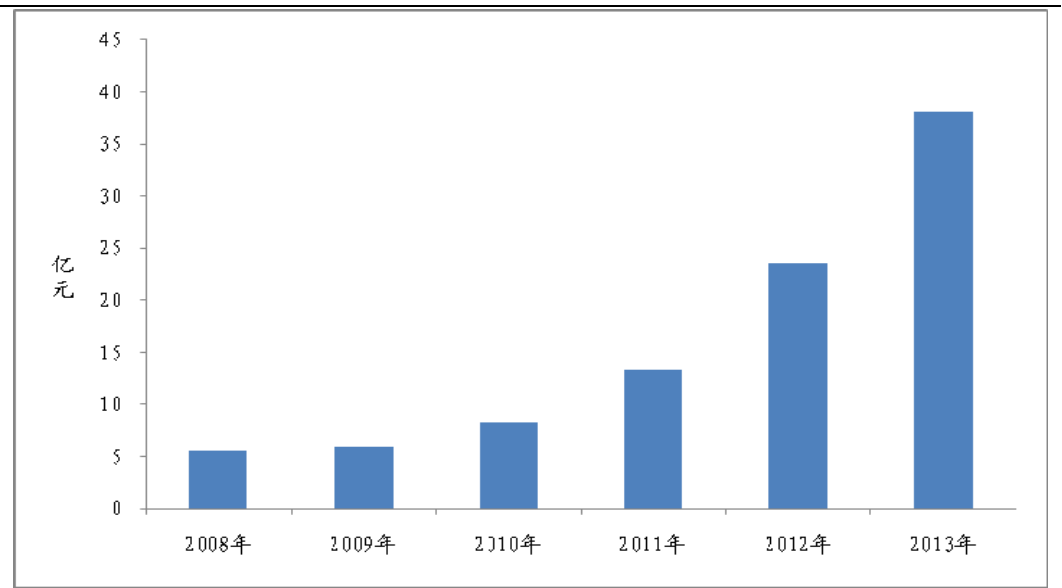
图 17：全球DMR终端厂家



数据来源：公司资料

未来三年单价较低的终端和系统市场是全球专网通信行业增速最快的市场，CAGR 保守估计在50%以上，汉鼎咨询预测到2013年全球市场规模约38.1亿元，从目前推进的速度来看，实际的行业增速要高于汉鼎的预测。08-10年三年间，DMR产品只有MOTO可以供货。从研发的时间来看，MOTO用了近10年时间，公司用了近5年时间。公司已经成为全球第二家能提供DMR产品的公司，其它公司短期内还看不到成熟产品。公司数字产品平均价格明显低于其他厂商，因此具有显著的性价比优势，特别是在价格敏感度较高的公用事业和工商业市场。公司DMR数字产品10年4季度开始出货，11年销售收入预计将达到3-4亿。目前，公司DMR数字终端产品已经在海外上市销售，市场前景非常广阔。

图 18：2008年-2013年全球DMR终端市场规模



数据来源：IMS

(三) TERTA 产品介绍

TERTA是欧洲通信标准协会制订的开放性数字集群标准，TDMA 制式、四时隙、小区制、25khz频宽，数据传输速率28.8kps，被广泛应用于专网通讯领域，如公共安全、机场、港口、地铁等。公司根据全球用户的实际需求，定制最完善的通讯解决方案，满足公共安全和工商领域用户对于语音和数据传输方面的需求。

表 10：国内三大轨道交通专网通信集成商项目分布

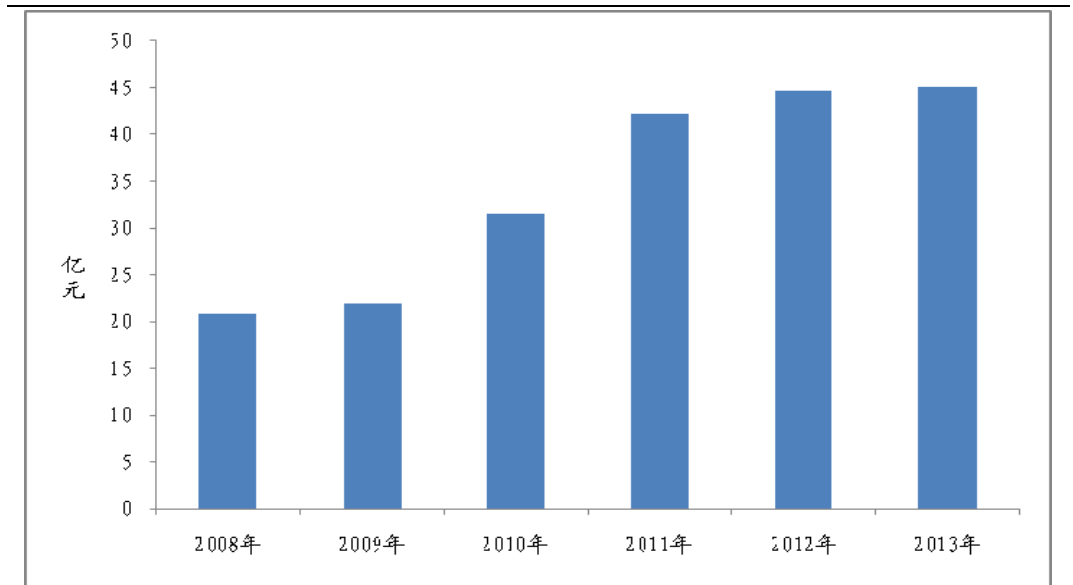
企业名称	已获得主要项目名称	已获得项目概况
赛格通信	深圳地铁1号线、1号线延长线、2号线(1期+2期)、3号线、3号西延线、4号线、5号线,广州2、8号线,武汉地铁1号线,沈阳地铁1号线、2号线,香港地铁所有线路改造,长春轻轨、宁波地铁一号线、深圳TCC项目	项目数12个,线路长度270公里,站点数193站
上海铁路通信工厂	上海地铁13条线,北京地铁4号线,广州地铁5、6号线,南京地铁2号线,南京地铁1号线,广州地铁4号线	项目数16个,线路长度677公里,站点数345站
中国电子科技集团公司第五十四研究所	北京地铁5号线、10号线,北京轻轨13号线,北京地铁八通线,北京地铁1、2号线更新,北京地铁奥运支线,北京地铁机场快线,西安地铁2号线,成都地铁1号线,苏州地铁1号线、武汉地铁4号线(二次开发)	项目数11个,线路长度277公里,站点数172站

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

TETRA标准采用小区制，适合终端密集、调度复杂、数据业务要求较高的用户，但标准专利基本都掌握在欧美少数公司的手中，市场进入壁垒较大，产品价格较高，在加密技术上对欧洲以外地区存在较多限制。公司收购德国PMR公司，主要是为了快速获得TETRA数字系统技术，结合公司已有的TETRA终端，可以快速的去抢占TETRA市场。德国PMR的研发中心还是保留当地，生产会逐步回归国内，现在做下一代TETRA数字技术的研发。收购完善了TETRA产品线，使公司在TETRA领域从只提供终端产品转变为提供包括终

端和系统的整体行业解决方案。TETRA市场主要定位于政府与公共安全和公用事业高端用户，未来三年全球TETRA终端市场规模持续增长，到2013年市场规模预计达到45.1亿元。2010年下半年，公司的TETRA数字产品已小批量上市。从赛格通信12个项目来看，订单规模差距较大，深圳地铁1号线总额在4000多万，而宁波项目总额仅1000多万，收购德国PMR公司以前，公司系统设备都是外购，所以项目的整体毛利率只有20%多，收购德国PMR后毛利将会显著提高。此外，地铁的结算周期较长，一般为2-3年，所以公司在手订单大部分在今明两年结算。公司现有的海外渠道对TETRA需求强烈，尤其是伊朗等国家的项目，近期有15条地铁线开始招标是短期的催化剂。此外，TETRA是小区制，而且没国产化，所以成本高。但是对于人口密集城市，PDT和TERTa成本差异没那么明显，因为为了满足局部地区的大量客户需求，PDT也需要建很多基站。

图 19：2008年-2013年全球TETRA终端市场规模

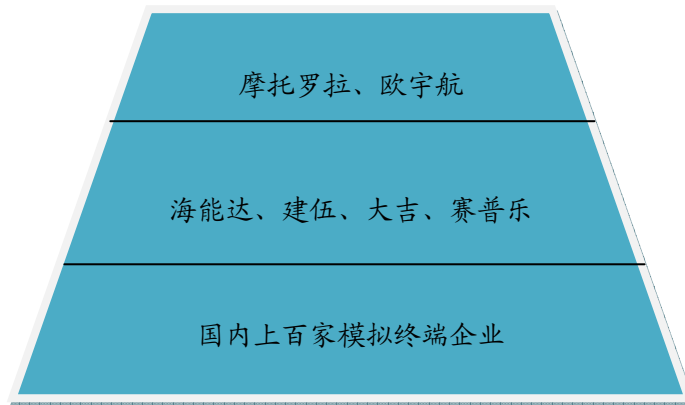


数据来源：IMS

五. 竞争对手分析：MOTO不出，谁与争锋？

国内专网通信设备厂商主要分为三个层次：第一层次，摩托罗拉和欧宇航，是行业的领导者，占据了全球专网通信大部分市场份额，它们主导行业标准制定、专利、核心技术，占领了行业的高端市场；第二层次，建伍、公司、艾可慕、赛普乐等是专网通信行业的挑战者，积极参与专业通信标准的制定，拥有一定数量的专利积累和自己的核心技术，在某些细分市场形成自己的优势，如建伍在中高端模拟常规产品市场，赛普乐在TETRA 终端市场近1/3的全球市场份额；第三层次，主要是山寨厂商，规模普遍偏小，销售额不超过1亿，数量超过100家。

图 20：专网竞争格局



数据来源：广发证券发展研究中心

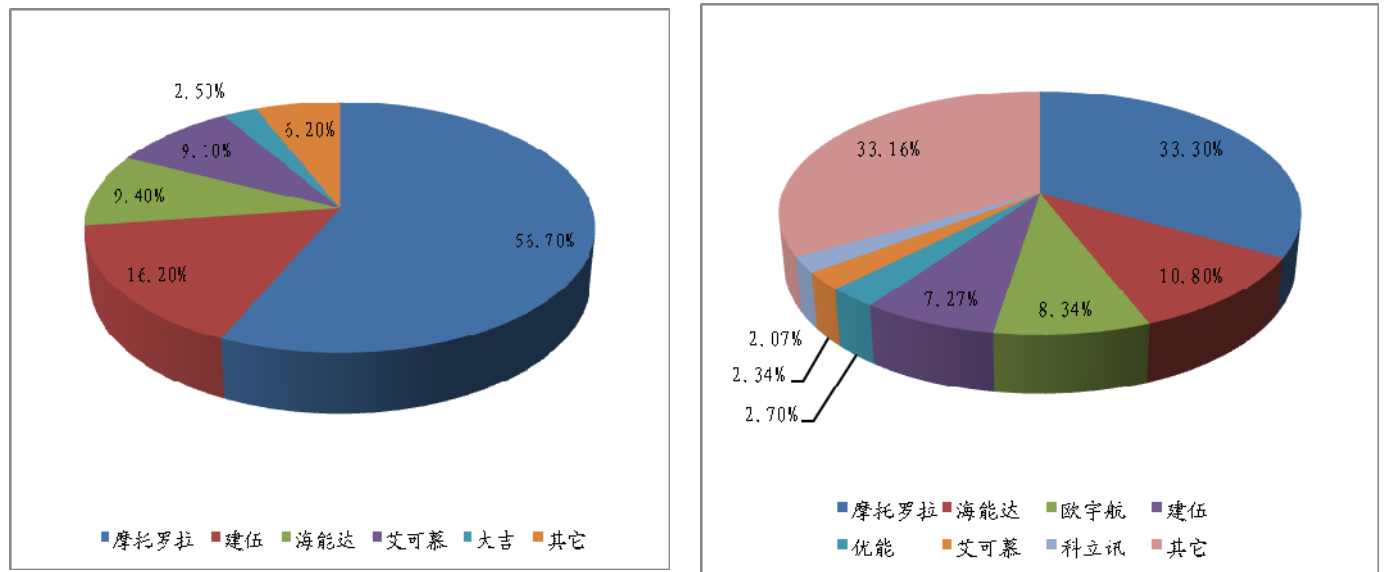
摩托罗拉-Motorola：09年销售收入约476亿，其中专网通信产品约340亿。专网通信产品占据全球专网通信市场50%以上的市场份额，是行业的领导者；产品覆盖模拟及TETRA、P25、DMR、DCR等多种数字标准产品，应用在专网通信的各个细分领域。

欧洲宇航防务集团-EADS：欧洲最大的航空航天企业，专网通信业务所在的防务与安全业务部09年收入约509亿，专网通信产品主要包括TETRA、P25、TETRAPOL等数字集群产品，在全球60多个国家建设了超过160个大型数字集群网络。此外，在政府与公共安全领域，欧宇航的数字系统综合解决方案优势比较大。

建伍-JVC&Kenwood：专网通信业务部门08年销售额约47亿，主要产品包括模拟系统及终端，近年推出了P25、NXDN 数字标准产品，主要市场在发达国家和地区。

公司与摩托罗拉的差距有多大？主要还是品牌差距，从数字产品来看，公司PDT产品处于略微领先的地位，DMR产品与Moto的起点差不多，TETRA产品差距较大。价格方面，公司的产品一般比Moto低30%。

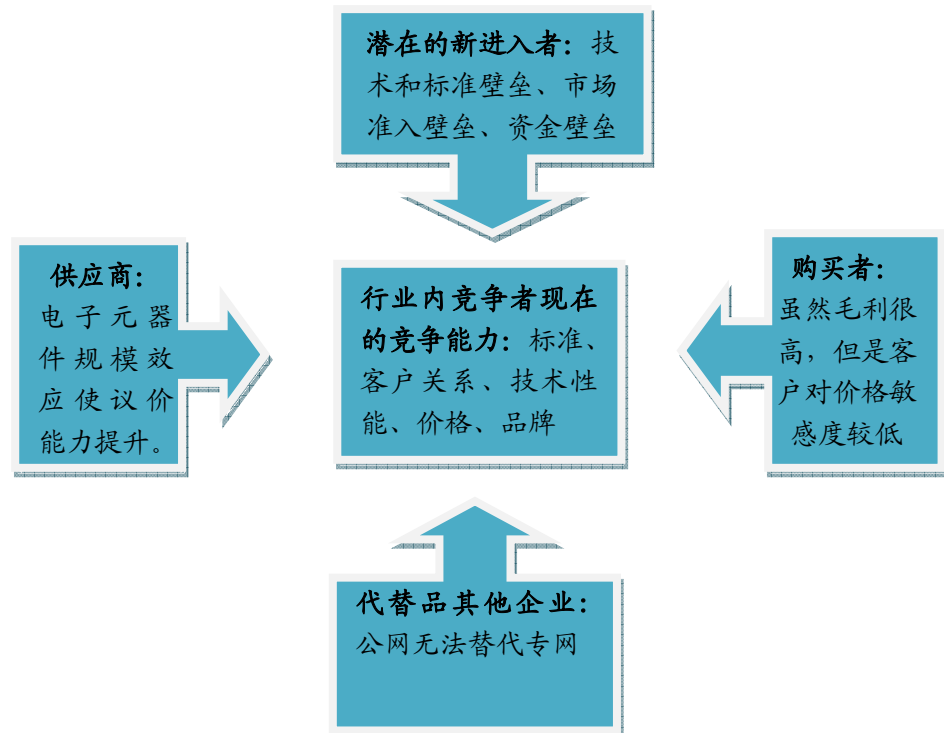
图 21：08 年全球专业无线通信持牌模拟终端市场份额 图 22：09 年国内专业无线通信市场份额



数据来源：汉鼎咨询

华为中兴是否会进入？可能性不大，一方面是专网市场容量比公网小，需求较散，定制化较多，单比较小，不适应这个模式；另一方面是专网的产品从头到尾都要自己解决，很少外包，对手不具备这个优势。华为中兴支持大项目的运用模式，做专网的话成本没优势，如果进入的话，必须重新开发，因为专网的很多基本功能公网不能满足。公网和专网的技术导向不一样，公网要求技术更新快、外观要求高；而专网对更新换代要求不高，要求的是可靠。从目前的趋势来看，公网和专网都是分开的趋势，例如MOTO和NOKIA都将专网和公网的业务模块分开。未来，LTE可能作为增值运用进入专网通讯。

图 23：波特五力分析模型



数据来源：广发证券发展研究中心

在欧美地区的政府与公共安全市场进入有一定难度，但是公司的终端市场还是可以进去的。同时在海外市场公司通过直销和分销商，进军发达欧美地区的工商业市场及公用事业的部分市场。从产品价格来看，海外要高于国内，主要归因于海外销售有退税。

表 11：公司在全球竞争优势

公司竞争优劣势		模拟市场地位			数字市场地位		
		发达国家	发展中国家	中国	发达国家	发展中国家	中国
政府与公共安全		1	3	5	2	4	5
公共事业	中高端	2	4	4	2	5	5
	低端	3	5	5	4	5	5
工商业	中高端	3	5	5	4	5	5
	低端	5	4	3	—	—	—

1: 很弱; 2: 较弱; 3: 一般; 4: 较强; 5: 很强

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

土地升值：安全边际，未来开发增值空间巨大

- 其中哈尔滨市松北区土地面积18,864.30平方米，容积率5.25，周围房价在8000元/平方米，开发价值在8亿元左右。

表 12：公司土地使用权

序号	所有权人	地点	房地产证号	土地面（平方米）	用途	期限
1	股份公司	深圳市南山区北环路第五工业区	深房地字第4000270193-4000270199	9,332.38	工业厂房及研发中心	1992-8-18至2042-8-17
2	哈尔滨海能达	哈尔滨市松北区规划26路以南、拉萨路以西	哈国用（2010）第090050	18,864.30	商务金融用地	2010-5-7至2050-2-2

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

六. 盈利预测与估值

销售收入：从国内外销售情况来看，2008年-2010年公司主营业务海外收入分别为49.92%、43.96%、52.06%，呈稳步增长态势。未来公司的收入将呈现“三七”，即国内的业务占30%，海外的业务占70%；**公司是PDT数字集群标准的制定者，同时已经成为全球第二家能提供DMR产品的公司，其它公司短期内还看不到成熟产品。**公司数字产品平均价格明显低于其他厂商，因此具有显著的性价比优势。**国内市场**，随着数字产品的大规模推广，公司产品的市场渗透率将会不断提高；**海外市场**，增长的动力主要来自：一是海外市场复苏，市场需求量快速回升；二是海外市场对公司的数字终端产品接受程度较高；三是海外市场公司是小规模，大市场，海外市场的销售收入占整个全球市场规模不到1%，未来增长空间巨大。公司“十二五”的规划是2013年主营收入达到30亿，2015年主营收入达到50亿，我们给予偏保守的盈利预测。

表 13：国内海外收入比重

	2008年		2009年		2010年	
地区	收入	比重	收入	比重	收入	比重
国内	29,738.04	50.08%	39,982.49	56.04%	46,936.55	47.94%
海外	29,641.92	49.92%	31,358.80	43.96%	50,971.10	52.06%
合计	59,379.96	100%	71,341.29	100%	97,907.65	100%

数据来源：广发证券发展研究中心

毛利率：2008年-2010年公司的毛利率分别为51.61%、46.71%、44.45%，毛利率下降主要归因于OEM产品占主营收入的比率不断提高。**模拟产品**2008年-2010年毛利率分别为52.38%、52.54%、52.85%，主要归因于：一是中高端模拟终端产品毛利率较高，占模拟终端比例逐渐增加；二是具有高附加值的模拟系统占模拟产品的比例不断增加。**数字产品**2009年-2010年的毛利率分别为26.66%、36.72%，其中数字终端公司毛利率将会稳定在50%以上，TETRA数字系统产品主要基于采购欧宇航数字设备进行二次集成开发，收购德国PMR公司后，数字系统的毛利率将会有显著提升。此外，公司OEM产品毛利率将会稳定在12%左右，且占主营业务的比例也将维持现状。

期间费用：2008年-2010年，公司期间费用分别为25,460.93万元、27,241.15万元、33,328.54万元，占营业收入的比例分别为42.07%、37.96%、33.52%，呈较快的下降趋势，表明公司费用控制能力逐步提升，规模效益逐步显现。销售费用过高主要归因于数字产品的策划与推广以及海外市场大规模铺人；管理费用过高主要归因于公司注重研发投入，2008年-2010年公司研发费用占主营收入的分别为11.60%、11.97%、10.79%。从未来的期间费用分析来看，国内销售人员可以支持未来2-3年的发展，海外销售在公司空白地区仍将大规模铺人；研发费用公司将保持在10%左右的投入；财务费用，2010年公司短期借款20,529.56万元，利息支出高达1,470.39万元，公司上市后超募资金可以弥补短期借款，减少利息支出。

表 14：研发费用占营业收入比例

年度	2008年	2009年	2010年
研发经费（万元）	7,020.28	8,591.30	10,726.12
营业总收入	60,526.51	71,771.55	99,436.17
比例	11.60%	11.97%	10.79%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表 15：盈利预测

产品名称		2011年		2012年		2013年	
		收入	比重	收入	比重	收入	比重
终端	模拟	60,912.81	41.88%	68,222.35	32.79%	76,409.03	27.28%
	数字	32,000.00	22.00%	64,000.00	30.76%	99,840.00	35.65%
系统	模拟	17,918.31	12.32%	20,337.29	9.77%	23,082.82	8.24%
	数字	16,000.00	11.00%	32,000.00	15.38%	51,200.00	18.28%
OEM(数字)		17,599.67	12.10%	22,528.58	10.83%	28,528.37	10.19%
其他		1,000.00	0.69%	1,000.00	0.48%	1,000.00	0.36%
合计		145,430.79	100.00%	208088.22	100.00%	280060.22	100.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司现在的规模和未来前景很像07年的海康，剔除OEM,毛利率稳定在50%以上，净利润率仅11.7%。国内销售和研发大规模铺人的时期已经过去，未来净利润率有望大幅提升。我们预计公司2011-2013年销售收入分别为14.54、20.81与28.01亿元，增速为46.26%、43.08%与34.59%。2011-2013年净利润分别为2.05、3.59与5.59亿元，全面摊薄EPS为0.74、1.29与2.01元，我们维持“买入”评级，6个月目标价格32.25元，对应12年25倍PE。

表 16：行业公司财务数据对比

	海康威视		广电运通		海能达	
主营收入	360547.73	100.0%	172421.13	100.0%	99436.17	100.0%
营业成本	174376.36	48.4%	87498.39	50.7%	54902.94	55.2%
销售费用	46491.46	12.9%	21242.78	12.3%	12069.19	12.1%
管理费用	37344.93	10.4%	15419.19	8.9%	19092.34	19.2%
财务费用	-1900.88	-0.5%	-200.17	-0.1%	2167.01	2.2%
净利润率	105180.43	29.2%	47513.17	27.6%	11619.48	11.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

七、风险提示

流动性风险。公司系统产品项目实施周期较长，周期为3至6个月，赛格通信地铁通信周期为2-3年。公司一般采用“91”式，即项目验收后支付90%，质保期结束后支付10%，或“361”式即预付款30%，验收后支付60%，质保期结束后支付10%。公司项目款项的结算周期较长，各报告期末应收账款余额较大，导致公司的流动性风险。

汇率风险。公司44%-55%的销售收入来自海外市场，产品销往海外八十多个国家和地区。原材料采购中约有40%来自境外，公司原料和产品大部分以美元或欧元结算。公司2008年、2009年和2010年的汇兑损失分别为733.01万元、17.65万元、387.93万元，占同期净利润的比例分别为16.59%、0.26%、3.34%。

市场竞争风险。与国内厂商相比，公司在产品研发能力、品牌形象、营销网络覆盖和服务专业化具有一定的优势。与Moto等国外生产厂商相比，公司有明显的成本优势、区位优势、快速响应优势。随着全球专网通信市场规模的不断扩大，公司与Moto、欧宇航、建伍等跨国公司的行业竞争不断加剧。

行业政策变化的风险。为了推动行业技术升级，美国、日本和中国相继出台了推动行业数字化升级的频率规划政策。政策过渡期时间较长，且主要对专网通信的工商业市场和公用事业中低端市场等市场影响较大。专网通信行业由模拟技术向数字技术转型仍将是一个长期的平稳渐进的过程。

资产负债表

单位：百万元

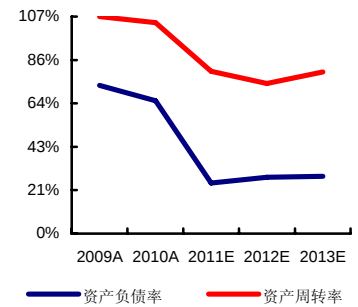
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	589	875	2,157	2,754	3,568
货币资金	153	214	1,369	1,632	2,087
应收及预付	300	413	520	743	996
存货	136	247	268	378	484
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	198	247	349	346	337
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	142	268	244	217
在建工程	2	6	9	12	15
无形资产	47	76	55	72	87
其他长期资产	24	24	17	17	17
资产总计	787	1,122	2,506	3,099	3,905
流动负债	478	668	575	810	1,056
短期借款	170	205	0	0	0
应付及预收	278	440	575	810	1,056
其他流动负债	30	22	0	0	0
非流动负债	98	70	51	51	51
长期借款	47	30	30	30	30
应付债券	42	21	21	21	21
其他非流动负债	9	18	0	0	0
负债合计	576	737	626	861	1,107
股本	20	208	278	278	278
资本公积	10	36	1,258	1,258	1,258
留存收益	179	139	344	703	1,262
归属母公司股东权益	210	384	1,880	2,238	2,798
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	787	1,122	2,506	3,099	3,905

利润表

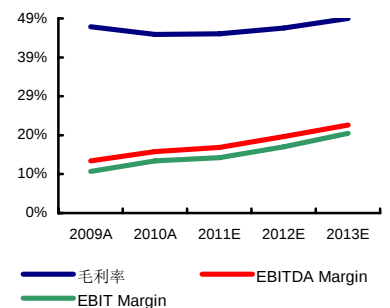
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	718	994	1454	2081	2801
营业成本	383	549	801	1116	1435
营业税金及附加	3	4	5	7	10
销售费用	91	121	175	239	314
管理费用	166	191	272	372	482
财务费用	15	22	-8	-28	-35
资产减值损失	5	8	9	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	55	100	200	370	591
营业外收入	20	30	28	30	31
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	75	129	227	399	621
所得税	7	13	23	40	62
净利润	67	116	205	359	559
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	116	205	359	559
EBITDA	94	153	239	399	618
EPS (元)	3.37	0.56	0.74	1.29	2.01

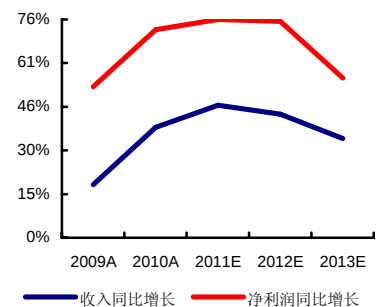
资产负债率趋势



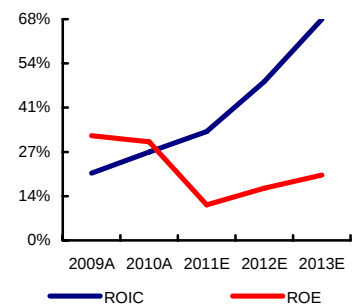
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

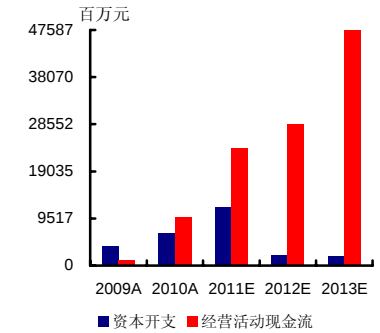
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	11	97	238	286	476
净利润	67	116	205	359	559
折旧摊销	19	23	37	53	58
营运资金变动	-93	-71	-1	-103	-117
其它	18	28	-3	-23	-23
投资活动现金流	-102	-67	-119	-21	-19
资本支出	-39	-67	-119	-21	-19
投资变动	-64	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	128	24	1,037	-2	-2
银行借款	294	332	-205	0	0
债券融资	-156	-342	-41	0	0
股权融资	5	58	1,292	0	0
其他	-15	-25	-10	-2	-2
现金净增加额	37	54	1,156	263	455
期初现金余额	118	153	214	1,369	1,632
期末现金余额	156	207	1,369	1,632	2,087

主要财务比率

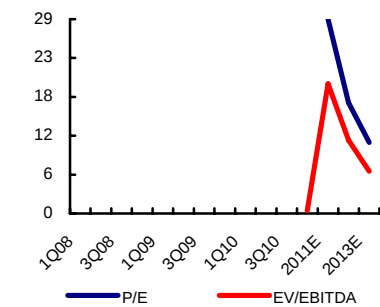
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	18.6%	38.5%	46.3%	43.1%	34.6%
营业利润	13.7%	83.6%	100.2%	84.6%	59.8%
归属于母公司净利润	52.7%	72.6%	76.1%	75.4%	55.7%
获利能力					
毛利率	46.7%	44.8%	44.9%	46.4%	48.8%
净利率	9.4%	11.7%	14.1%	17.3%	20.0%
ROE	32.0%	30.2%	10.9%	16.0%	20.0%
ROIC	20.6%	27.0%	33.3%	48.6%	67.8%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	65.7%	25.0%	27.8%	28.4%
净负债比率	64.7%	16.9%	-70.1%	-70.6%	-72.8%
流动比率	1.23	1.31	3.75	3.40	3.38
速动比率	0.89	0.90	3.21	2.86	2.85
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.04	0.80	0.74	0.80
应收账款周转率	3.33	3.17	3.22	3.20	3.21
存货周转率	3.28	2.87	2.99	2.95	2.96
每股指标 (元)					
每股收益	3.37	0.56	0.74	1.29	2.01
每股经营现金流	0.57	0.47	0.86	1.03	1.71
每股净资产	10.51	1.85	6.76	8.05	10.06
估值比率					
P/E	0.0	0.0	29.2	16.6	10.7
P/B	0.0	0.0	3.2	2.7	2.1
EV/EBITDA	1.5	0.4	19.5	11.0	6.4

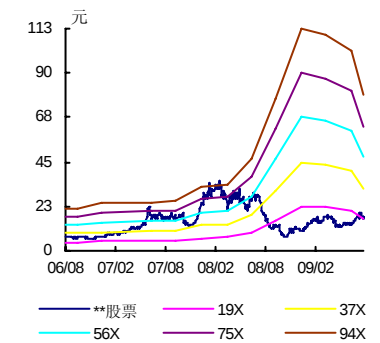
资本支出与经营活动现金流



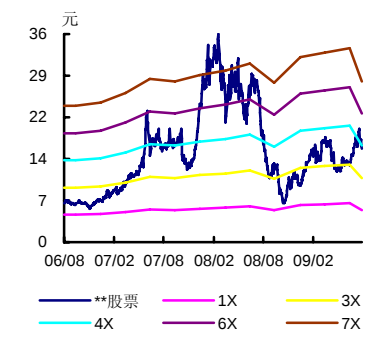
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-59136687。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。