

海能达 002583.SZ

远超行业增速发展将成为未来常态

事件

海能达发布 2011 年上半年业绩，实现营业总收入 5.69 亿，同比增 64.95%，实现净利润 2027 万，同比增 391.17%，上半年 EPS 合 0.09 元。

研究观点

● **营收规模增长高出行业增速 30 个百分点增长将成为常态。**上半年营业收入受深圳地铁项目集中确认收入 1.29 亿影响，营收和利润同比增速均呈现高速。我们在考虑剔除深圳地铁收入的情况下，同时考虑剔除 2011 年半年收入沈阳地铁等综合因素情况下进行对比（如表 2），总体营收增速仍然达到 39.68%，而若不考虑 OEM 收入的降低，剔除深圳地铁收入的影响，海内和海外的专网通信营收同比增速均在 50%以上（如表 3）。将海能达过去三年的增速与 2011 半年增速，与占全球份额超 60%的专网集群巨头 Motorola Solution Inc 三年一期的增速对比（如表 1），我们认为，海能达维持高出行业增速 30 个百分点的增长已成为常态，而国内低价抢占市场优势、PDT 推进迅速，海外低价优势和收购 PMR 带来的综合利好，都将是保障海能达超高速增长的关键动力。

表 1：海能达增速与专网集群巨头 MotorolaSolution 三年一期增速对比

增速对比	2008	2009	2010	2010H1	2011H1
Motorola Solution Inc (M\$)	8140	7180	7871	3676	3939
Motorola 毛利率	50.49%	50.13%	49.76%	50.54%	49.71%
同比增速		-11.79%	9.62%		7.15%
海能达 (亿元)	6.05	7.17	9.94	3.15	4.4
海能达毛利率	53.35%	46.59%	44.96%	42.61%	40.25%
同比增速		18.51%	38.63%		39.68%
海能达增速超 Moto 增速		30.31%	29.01%		32.53%

注：海能达两个半年营收均剔除地铁类系统业务影响，具体测算如后附表 2 所示

资料来源：相关公司公告，东方证券研究所

- **三驾马车保障海能达后续增速超越市场均速高速增长尽享蓝海市场：**
 - ✓ **成本优势带来低价策略抢占 Motorola 原有市场：**据我们了解在国内很多城市的招标中均出现了公司以价格取胜摩托的情况，使得公司目标市场能够逐步走向中高端市场，而公司上半年在国内林业、铁路、石油石化行业市场实现规模销售正是由于价格优势；
 - ✓ **开拓亚非拉市场力度大新增市场获取份额超竞争对手：**亚非拉地区集群通信应用的程度相对较低，因此有较多可开拓新增市场，公司在亚非拉等市场价格优势显著，在亚非拉市场开拓具备显著优势，上半年情况来看中东非洲、美洲区均呈现高速增长；

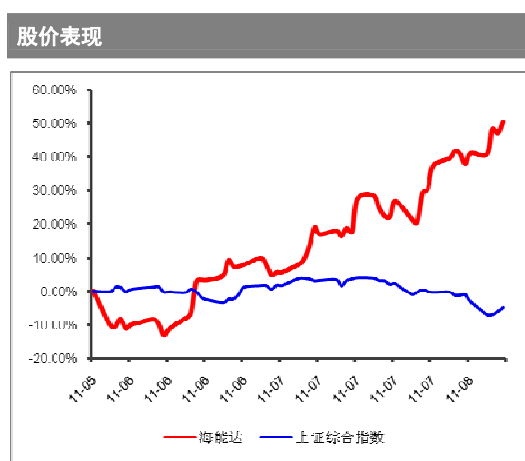
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



吴友文 通信行业资深分析师
63325888 × 6091
wuyouwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120025

周军 通信行业首席分析师
执业证书编号：S0860510120007

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 8 月 11 日)	26.40 元
目标价格	28.35 元
总股本/A 股 (百万股)	56/278
A 股市值 (亿元)	73.39 亿
国家/地区	中国
行业	通信设备制造业
报告发布日期	2011 年 8 月 12 日



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	994	1,403	1,910	2,492
同比(%)	39%	41%	36%	30%
归属母公司净利润	116	207	308	431
同比(%)	73%	79%	49%	40%
毛利率(%)	44.8%	44.8%	46.6%	48.1%
ROE(%)	30.2%	11.7%	15.4%	18.1%
每股收益(元)	0.56	0.75	1.11	1.55
P/E	48.86	27.37	18.41	13.18
P/B	14.77	3.20	2.84	2.38
EV/EBITDA	40	29	18	12

资料来源：东方证券研究所

- ✓ **收购 PMR 和 PDT 即将规模部署推动海能达迎来模拟转数字大机遇：**目前海能达主要的研发投入均为数字研发，在收购 PMR 后，公司将具备在 Tetra、DMR 等领域的完全研制能力和实施能力，结合 PMR 在海外数字集群方面的领先案例，海能达有望依靠低价格优势借助 PMR 实现海外中高端数字集群市场大规模突破。而国内 PDT 的实施，海能达作为该标准的牵头制定单位，有望成为国内数字集群市场国产化的最大受益者。
- **近日中标国内首个 PDT 商用项目影响，公司数字系列产品有望加速发展。**近期海能达成功中标深圳出入境边防检查总站数字集群通信系统项目，该项目为国内公安系统第一个 PDT 数字集群联网商用合同。我们认为，随着哈尔滨试验局的推进和深圳边检全国首个 PDT 商用局的部署，国内 PDT 部署将进入高潮。我们初步预估 PDT 升级每省份额在 3—5 亿左右，升级时间周期 5 年左右，全国市场规模 100 亿左右，我们预计海能达有望得到超过 1/3 的市场份额，大幅提升海能达在公安市场的规模，PDT 部署将有望在 2012 年超预期发展。
- **投资建议：**我们预计海能达 2011—2013 年 EPS 分别为 0.75、1.11、1.55 元。2010—2013 年四年符合增长率为 54%，参考 PEG 为 0.7 倍，对应目标价 28.35 元，目前价位已接近我们之前给出的目标价，但考虑到海能达未来存在较多超预期可能性，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**竞争风险、PDT 等数字标准推进的不确定性、应收帐款风险。
- **催化剂因素：**PDT 加速发展、海外拓展标志性进展等。

表 2：剔除赛格通信因素公司半年同比增速仍然达到 39.68%

单位：亿元	2010Q1	2010Q2	2011Q1	2011Q2	同比增速
营收	1.68	3.45	2.14	5.69	64.93%
营业成本	0.96	1.98	1.25	3.4	71.72%
毛利率	42.86%	42.61%	41.59%	40.25%	
Q2 单季度营收		1.77		3.55	100.56%
Q2 单季度营业成本		1.02		2.15	110.78%
Q2 单季度毛利		42.37%		39.44%	
均考虑剔除赛格因素的半年同比检验					半年同比
赛格因素（减）		0.3		1.29	
调整营收	1.68	3.15	2.14	4.4	39.68%

资料来源：东方证券研究所

表 3：剔除赛格通信因素公司半年海内外市场产品类增长均超过 50%

单位：亿元		营收	同比增长
海外销售	专业无线通信产品	20389.52	53.51%
	OEM	4438.12	-45.12%
国内销售	专业无线通信产品	30856.04	142.56%
	OEM	600.88	144.74%
剔除赛格等影响	2010	2011	半年同比
专业无线通信产品收入（国内）	1.17	1.79	52.64%

资料来源：东方证券研究所

附图：海能达财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	874	2,090	2,356	2,907	营业收入	994	1,403	1,910	2,492
现金	214	1,234	1,254	1,495	营业成本	549	775	1,020	1,293
应收账款	373	477	649	847	营业税金及附加	4	5	7	9
其它应收款	14	22	35	40	营业费用	121	172	236	310
预付账款	27	46	60	72	管理费用	191	264	351	449
存货	247	310	357	453	财务费用	22	(15)	(18)	(12)
其他	0	-	-	-	资产减值损失	8	6	7	8
非流动资产	247	336	542	687	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	142	215	387	513	营业利润	100	196	307	435
无形资产	40	60	80	100	营业外收入	30	38	42	52
其他	65	61	74	74	营业外支出	1	1	2	3
资产总计	1,121	2,427	2,897	3,594	利润总额	129	233	347	484
流动负债	668	583	826	1,138	所得税	13	26	38	53
短期借款	205	-	100	200	净利润	116	207	308	431
应付账款	187	241	312	413	少数股东损益	-	-	-	-
其他	275	342	413	525	归属于母公司净利润	116	207	308	431
非流动负债	70	70	70	70	EBITDA	145	196	316	465
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.56	0.75	1.11	1.55
其他	39	39	39	39	主要财务比率				
负债合计	737	652	895	1,208	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-	-	-	-	成长能力				
股本	208	278	278	278	营业收入	38.5%	41.1%	36.2%	30.5%
资本公积	36	1,190	1,140	1,140	营业利润	83.6%	95.9%	56.3%	41.9%
留存收益	139	305	582	967	归属于母公司净利润	72.6%	78.5%	48.7%	39.7%
归属母公司股东权益合计	384	1,775	2,002	2,387	获利能力				
负债和股东权益	1,122	2,427	2,897	3,595	毛利率	44.8%	44.8%	46.6%	48.1%
现金流量表					净利率	11.7%	14.8%	16.1%	17.3%
单位:百万元					ROE	30.2%	11.7%	15.4%	18.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	16.5%	8.7%	11.9%	14.3%
经营活动现金流	97	132	245	362	偿债能力				
净利润	116	207	308	431	资产负债率	65.7%	26.9%	30.9%	33.6%
折旧摊销	23	15	27	41	净负债比率				
财务费用	22	(15)	(18)	(12)	流动比率	1.31	3.59	2.85	2.55
投资损失	-	-	-	-	速动比率	0.94	3.06	2.42	2.16
营运资金变动	(71)	(83)	(73)	(99)	营运能力				
其它	7	7	-	-	总资产周转率	1.04	0.79	0.72	0.77
投资活动现金流	(67)	(111)	(231)	(186)	应收账款周转率	3.17	3.30	3.39	3.33
资本支出	(67)	(110)	(230)	(185)	应付账款周转率	3.79	3.62	3.68	3.56
长期投资	-	1	1	1	每股指标 (元)				
其他	0	(2)	(2)	(2)	每股收益	0.42	0.75	1.11	1.55
筹资活动现金流	29	1,000	7	66	每股经营现金流	0.35	0.47	0.88	1.30
短期借款	35	(205)	100	100	每股净资产	1.38	6.38	7.20	8.58
长期借款	(17)	-	-	-	估值比率				
普通股增加	188	70	-	-	P/E	48.9	27.4	18.4	13.2
资本公积增加	26	1,154	(50)	-	P/B	14.8	3.2	2.8	2.4
其他	(203)	(19)	(43)	(34)	EV/EBITDA	39.6	29.2	18.2	12.4
现金净增加额	54	1,020	20	241					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn