

国内外市场齐头并进， 未来持续高成长明确

投资要点：

1. 事件

海能达公布公司 2011 年半年报，上半年实现营业收入 5.69 亿元（yoy+64.95%），归属上市公司股东净利润 0.20 亿元（yoy+391.17%），同比、环比均保持快速增长势头；同时预告公司 1~9 月归属上市公司股东净利润同比增幅在 100%~130%。

2. 我们的分析与判断

1)、数字产品高速增长同时，模拟产品仍保持稳步增长，未来业绩高成长性更确定

2011 年上半年，在数字终端产品实现 545.14% 的爆发性增长的同时，公司模拟产品收入（终端+系统）合计仍保持 20.52% 的增长，并快于 2010 年全年模拟产品收入同比 17.55% 的增速。这使得市场此前对公司数字终端产品高增长的同时，模拟产品收入增速可能会很快放缓的顾虑得以消解；公司未来业绩的高成长性也更加确定。

同时，由于数字终端产品的快速增长，数字终端占全部终端业务比重从 2010 年上半年的 5.50% 快速提升到 2011 年上半年的 23.55%，全年数字终端产品的收入增速可能会超预期。而数字系统收入由于子公司赛格通信旗下的地铁专用调度通信系统项目在上半年集中收入确认影响，同比达 3871.73%，虽然这不具有持续的可比性，但随着公司自主数字集群系统设备（PDT/TETRA 标准）的推出，市场竞争格局的高集中度和公司的性价比优势，未来数字系统收入有望快速增长。

2)、国内外市场增速齐头并进，数字产品毛利率有提升空间

公司专网无线通信产品的国内业务收入 3.09 亿元，同比增速 142.56%，海外业务收入 2.04 亿元，同比增长 53.51%。随着公司收购 PMR 公司后“数字集群系统设备+数字终端+专网系统增值应用”整体解决方案布局的完成，相比摩托罗拉、欧宇航的性价比优势和相对其他厂家的整体技术优势，预计将会带动公司国内外市场数字产品收入的快速增长。

海能达（002583.SZ）

推荐 维持评级

分析师

王国平

☎：（8610）6656 8858

✉：wangguoping@chinastock.com

执业证书编号：S0130511010004

特此鸣谢

朱劲松：（8610）8357 4072

（zhujingsong@chinastock.com.cn）

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间 2011.08.12
A 股收盘价（元）	26.40
A 股一年内最高价（元）*	27.55
A 股一年内最低价（元）*	15.25
上证指数	2581.51
市净率	18.88
总股本（万股）	27800
实际流通 A 股（万股）	5600
限售的流通 A 股（万股）	22200
流通 A 股市值（亿元）	14.78
注：*价格未复权	

相关研究

上半年数字终端产品毛利率 50.22%，较 2010 年同期提高 1.19 个百分点，与 2010 年全年的 50.50% 基本持平；我们认为这主要是由于公司数字终端产品从 2010 年才开始陆续推出，前期给代理商渠道较大的获利空间，这有助于公司数字终端产品前期获得较大的市场份额和收入增长，预计随着公司数字终端产品放量后带来的规模效益、中高端数字终端产品的陆续推出和产品型号的多样化，数字终端产品的毛利率未来仍有一定的提升空间。

2011 年上半年数字系统毛利率仅 18.47%，主要是由于其对应的赛格通信地铁专用调度通信系统项目此前采购的欧宇航 TETRA 系统设备进行二次开发和集成，毛利率较低；未来随着公司采用收购 PMR 公司后的自主 TETRA 系统设备投入使用，数字系统产品毛利率将有望逐步回升到国际同行正常的 50% 以上毛利率水平。

2011 年上半年，模拟产品收入整体毛利率为 51.96%，较 2010 年同期的 53.05% 小幅下降 1.09 个百分点，我们认为公司在模拟产品市场早已树立起来的品牌和技术优势，可以确保模拟产品毛利率在模数转化的过程中仍维持 50% 左右的较高水平。

3)、期间费用率继续回落，利润增长更具弹性

2011 年上半年公司无论各项费用率均延续一季度的同比下降趋势，期间费用率从 2010 年上半年的 42.67% 下降到 2011 年上半年的 34.59%，使得利润增长较收入增长更具弹性。

表 1：海能达 2010~2011 上半年度期间费用率情况

	2010Q1	2010H1	2011Q1	2011H1
销售费用率	14.04%	15.14%	13.87%	13.36%
管理费用率	23.27%	23.96%	23.03%	19.64%
财务费用率	3.36%	3.57%	1.83%	1.59%
期间费用率合计	40.67%	42.67%	38.72%	34.59%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们认为，由于公司国内外代理渠道建设的日益完善和数字产品研发的前期大量投入已换来数字产品收入的爆发性增长，以及 IPO 超募资金带来的财务费用下降，因此期间费用率总的下降趋势未来具有可持续；具体到 2011 年下半年到 2012 年上半年，随着收购 PMR 公司带来的人员整合和国际市场直销团队的加快建设以销售数字专网系统设备（不同于此前面对海外民用终端市场为主所借助的代理渠道），可能期间费用率的下降趋势会有短暂的波动，但长期趋势仍是下降到正常水平。

3. 投资建议

我们预计公司 2011~2013 年的收入分别为 15.10 亿(yoy+51.89%)、21.42 亿(yoy+41.84%)、29.18 亿(yoy+36.20%)，净利润分别为 1.91 亿(yoy+51.9%)、3.00 亿(yoy+41.8%)、4.37 亿(yoy+36.2%)，每股 EPS 分别为 0.69 元、1.08 元、1.57 元，当前股价对应的 2011~2013 年动态 PE 分别为 38、24、17 倍。

国内市场受益公安市场和行业应用市场的快速发展，国外市场公司数字集群整体解决方案的能力开始爆发市场威力，基于公司未来确定的高成长性，给予公司 2012 年 EPS 30 倍的 PE 估值，目标价位 32.40 元，维持“推荐”评级。

4. 风险

- 1) 国内公安和行业性应用市场数字专网产品业务拓展的进度低于预期的风险；
- 2) 远期民用数字对讲机市场的竞争格局发生不利变化的风险。

附表 1: 海能达 (002583.SZ) 财务预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	152.9	213.6	1228.2	1412.4	1754.6	营业收入	717.7	994.4	1510.3	2142.3	2917.7
应收票据	0.6	0.2	0.2	0.3	0.4	营业成本	382.8	549.0	858.3	1113.4	1538.0
应收账款	255.0	372.5	514.1	764.3	1042.4	营业税金及附加	2.5	3.6	5.4	7.7	10.5
预付款项	26.0	26.9	48.7	63.3	82.9	销售费用	91.4	120.7	187.8	266.4	362.8
其他应收款	18.0	13.8	24.2	39.3	47.0	管理费用	166.1	190.9	278.5	478.1	599.3
存货	135.8	247.4	284.7	364.2	506.6	财务费用	14.9	21.7	1.3	-7.1	-8.8
其他流动资产	0.4	0.2	0.3	0.4	0.6	资产减值损失	5.5	8.4	11.2	12.9	16.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	124.9	141.6	420.2	547.1	705.9	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	2.0	5.7	1.5	1.9	1.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	54.5	100.1	167.8	270.9	399.4
无形资产	12.6	40.3	42.0	38.7	35.7	营业外收支净额	20.0	29.4	45.1	63.5	86.9
长期待摊费用	0.7	1.9	1.7	1.5	1.4	税前利润	74.5	129.5	212.8	334.4	486.3
资产总计	786.7	1121.5	2606.0	3273.9	4219.0	减: 所得税	7.3	13.3	21.4	33.9	49.4
短期借款	170.4	205.3	0.0	0.0	0.0	净利润	67.2	116.2	191.4	300.4	436.9
应付票据	41.0	85.7	93.0	119.1	182.5	归属于母公司的净利润	67.3	116.2	191.4	300.4	436.9
应付账款	102.1	187.3	265.7	340.0	472.9	少数股东损益	0.0	0.0	2.8	0.1	0.1
预收款项	72.7	102.2	155.3	220.3	300.0	基本每股收益	3.37	0.56	0.69	1.08	1.57
应付职工薪酬	27.3	31.1	45.0	71.8	92.8	稀释每股收益	3.37	0.56	0.69	1.08	1.57
应交税费	12.2	22.5	30.2	45.7	60.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	22.6	10.9	25.9	37.4	45.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	18.6%	38.5%	51.9%	41.8%	36.2%
长期借款	47.4	30.4	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	2.2%	63.7%	47.0%	55.1%	42.5%
预计负债	5.1	6.2	6.2	6.2	6.2	净利润增长率	52.0%	72.9%	64.7%	56.9%	45.4%
负债合计	576.5	737.2	634.0	846.8	1166.5	盈利性					
股东权益合计	210.2	384.3	1888.7	2206.7	2665.3	销售毛利率	48.9%	46.8%	45.8%	51.1%	50.0%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	9.4%	11.7%	12.7%	14.0%	15.0%
净利润	67	116	191	300	437	ROE	35.7%	39.1%	16.8%	14.7%	17.9%
折旧与摊销	19	23	45	73	91	ROIC	21.57%	24.08%	13.09%	12.14%	15.02%
经营活动现金流	11	97	193	242	413	估值倍数					
投资活动现金流	-102	-67	-232	-58	-71	PE	7.8	47.3	38.3	24.4	16.8
融资活动现金流	128	29	1054	0	0	P/S	0.7	5.5	4.9	3.4	2.5
现金净变动	37	54	1015	184	342	P/B	2.5	14.3	3.9	3.3	2.8
期初现金余额	109	146	214	1228	1412	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	146	200	1228	1412	1755	EV/EBITDA	92.5	56.5	38.5	24.8	17.4

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中创信测（600485.SH）、海能达（002583.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、烽火通信（600498.SH）、光讯科技（002281.SZ）、中天科技（600522.SH）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、世纪鼎利（300050.SZ）、三维通信（002115.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研
究部
北京市西城区金融街 35 号国际
企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908