

海能达(002583.sz)

投资逻辑(二)--数字化引发行业洗牌

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010003

小市值, 大行业, 2013年目标30亿收入无忧

国内市场, 模拟产品竞争激烈, 随着从模拟向数字逐渐转换, 行业将面临洗牌。DMR 和 PDT 在未来几年将会成为中国乃至发展中国家的主流, “十二五”期间, 公安数字大规模建网, 完全取代和更新原有的模拟专网, 每个省的投资规模达到3-5个亿, 远远超过模拟专网的投资规模。同时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。海外市场, 增长的动力主要来自: 一、海外市场复苏, 市场需求量快速回升; 二、海外市场对公司的数字终端产品接受程度较高; 三、公司是小规模, 大市场, 海外销售收入占全球市场规模不到1%, 未来增长空间巨大。

布局海外, 大型项目值得期待

目前公司海外三类市场最具发展潜力: 一、拉丁美洲、中东和非洲等发展中国家, 专网通信发展水平较低, 发展当地政府建设项目, 市场潜力巨大; 二、新兴经济体国家, 市场增长迅速; 三、发达国家和地区, 市场发展比较成熟, 对产品性能要求较高。公司具备承接海外大型项目的能力。

盈利预测与估值

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.74、1.44与2.11元, 未来3年收入CAGR达到45.8%, 净利润CAGR达到71.5%, 我们维持“买入”评级, 未来6个月目标价40.6元, 对应2012年28倍PE。

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	1467.51	2336.50	3081.29
增长率(%)	18.58%	38.55%	47.58%	59.22%	31.88%
EBITDA(百万元)	107.81	173.99	240.69	443.80	643.76
净利润(百万元)	67.33	116.19	206.10	400.08	585.98
增长率(%)	52.69%	72.58%	77.37%	94.12%	46.46%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.74	1.44	2.11
市盈率	0.00	0.00	35.96	18.52	12.65
市净率	0.00	0.00	3.94	3.25	2.59
EV/EBITDA	0.00	0.00	25.32	13.13	8.30

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)	26.66
目标价格(元)	40.60
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	19.66%	51.91%	51.91%
沪深300	-9.46%	-8.11%	-4.09%

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

小市值，大行业，2013 年目标 30 亿收入无忧	4
DMR 和 PDT 将迎来爆发式增长期	5
PDT 具有自主知识产权的数字标准	7
公司产品布局完成，2012 年数字产品有望大规模放量	10
公司模拟产品未来 2 年仍将保持稳定增长	11
TETRA 锦上添花	13
布局海外，大型项目值得期待	14
盈利预测与估值	16
风险提示	18

图表索引

图 1: 2008 - 2013 全球专网数字产品市场规模.....	4
图 2: 2009 - 2013 国内专网数字产品市场规模.....	4
图 3: 2010 年公司全球市场份额	5
图 4: 2010 年公司国内市场份额	5
图 5: 国际上主流数字集群标准	5
图 6: 发展中国家需要什么样的数字集群.....	6
图 7: PDT-警用数字集群.....	7
图 8: PDT 联盟组织结构	7
图 9: 模拟向数字平滑过度	8
图 10: 国内 PDT 终端市场规模.....	8
图 11: 公安专网通信系统竞争格局.....	9
图 12: 2008 年-2013 年全球 DMR 终端市场规模.....	10
图 13: 公司历史.....	10
图 14: 公司产品线.....	11
图 15: 贵州省全省 IP 联网	12
图 16: 公司波特五力分析模型	15
表 1: TETRA 在发展中市场应用存在的问题.....	6
表 2: 公司模拟中低端产品主要应用领域.....	11
表 3: 公司模拟中高端产品主要应用领域.....	12
表 4: 国内三大轨道交通专网通信集成商项目分布	13
表 5: 公司海外收入分布	14
表 6: 公司海外办事处.....	14
表 7: 公司在全球竞争优势	15
表 8: 国内海外收入比重	16
表 9: 研发费用占营业收入比例	16
表 10: 盈利预测.....	17
表 11: 行业公司财务数据对比	17

小市值，大行业，2013年目标30亿收入无忧

从行业来看，专网主要服务于特定部门或群体的通信网络，包括为政府与公共安全、公用事业、工商业领域等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，与公网相比，专网的系统更加关注通信管理、可靠性、高效、安全等特性；对终端的要求则更为苛刻，必须适应特定环境，如具备防水、防尘、防震、防爆等。我们再次强调，专网通讯不仅仅是对讲机，背后蕴含巨大的市场，模拟向数字转换给公司带来了历史性机遇。从市场规模来看，未来几年专网数字产品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，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，市场前景非常广阔。

图 1：2008 - 2013 全球专网数字产品市场规模

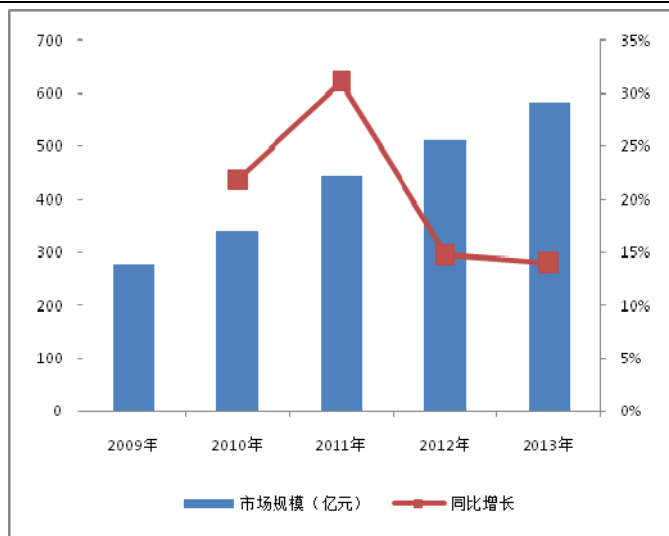
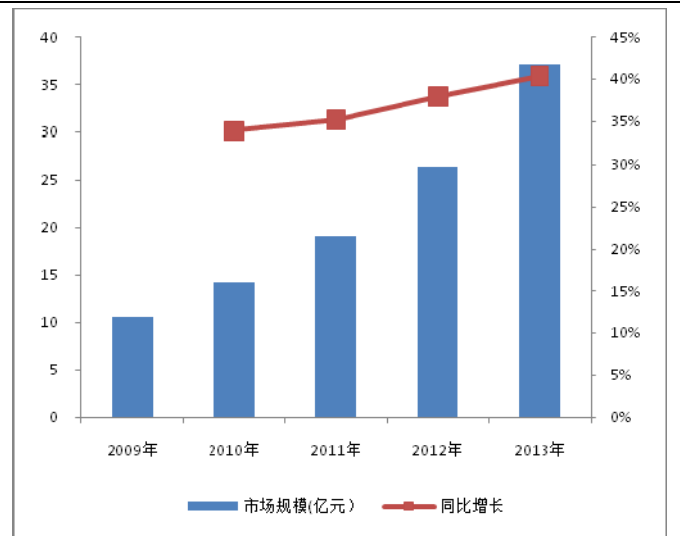


图 2：2009 - 2013 国内专网数字产品市场规模



数据来源：汉鼎咨询、广发证券发展研究中心

从公司来看，2008年-2010年公司主营业务中海外业务分别实现29,641.92万元、31,358.80万元、50,971.10万元，占主营收入的比例分别为49.92%、43.96%、52.06%，呈稳步增长态势。未来公司的目标收入结构是“三七”，即国内的业务占30%，海外的业务占70%。国内市场，模拟市场的竞争格局非常复杂，中高端竞争对手包括摩托罗拉和欧宇航，它们是行业的领导者，主导行业标准制定、专利、核心技术；中低端竞争对手是山寨厂商，规模普遍偏小，销售额不超过1亿，数量超过100家。随着行业从模拟向数字逐渐转换，以及公司数字产品的大规模推广，公司产品的市场渗透率将不断提高。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，行业将面临重新洗牌。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，公司具备承接海外大型项目的能力。此外，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“十二五”的规划2013年主营收入30亿，2015年主营收入50亿，我们认为公司目标收入无忧，业绩超预期是大概率事件。

图 3：2010 年公司全球市场份额

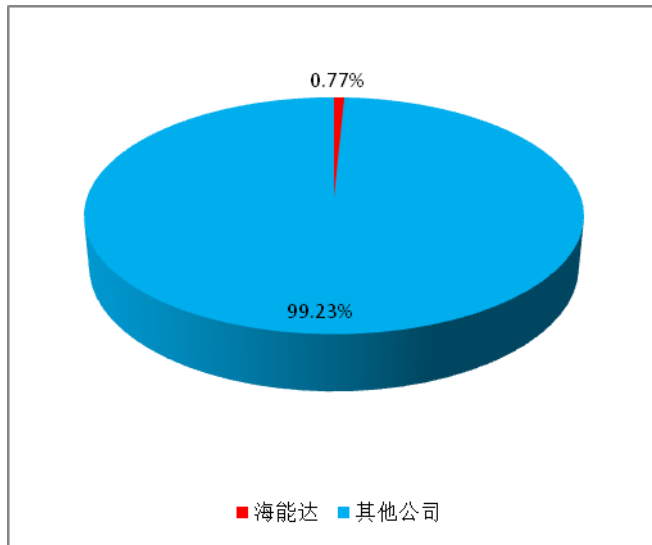
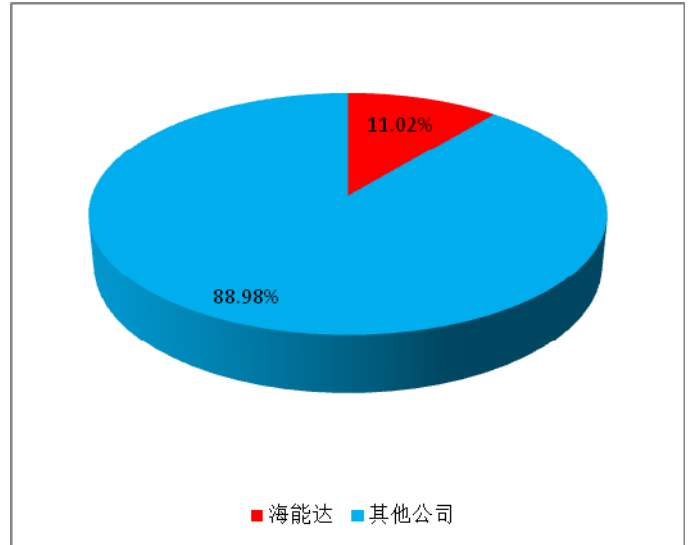


图 4：2010 年公司国内市场份额

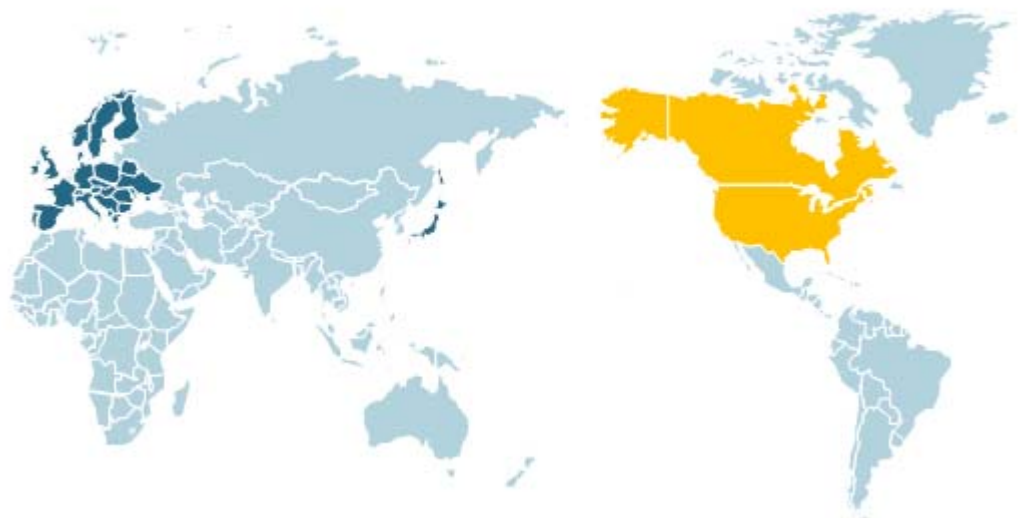


数据来源：广发证券发展研究中心

DMR和PDT将迎来爆发式增长期

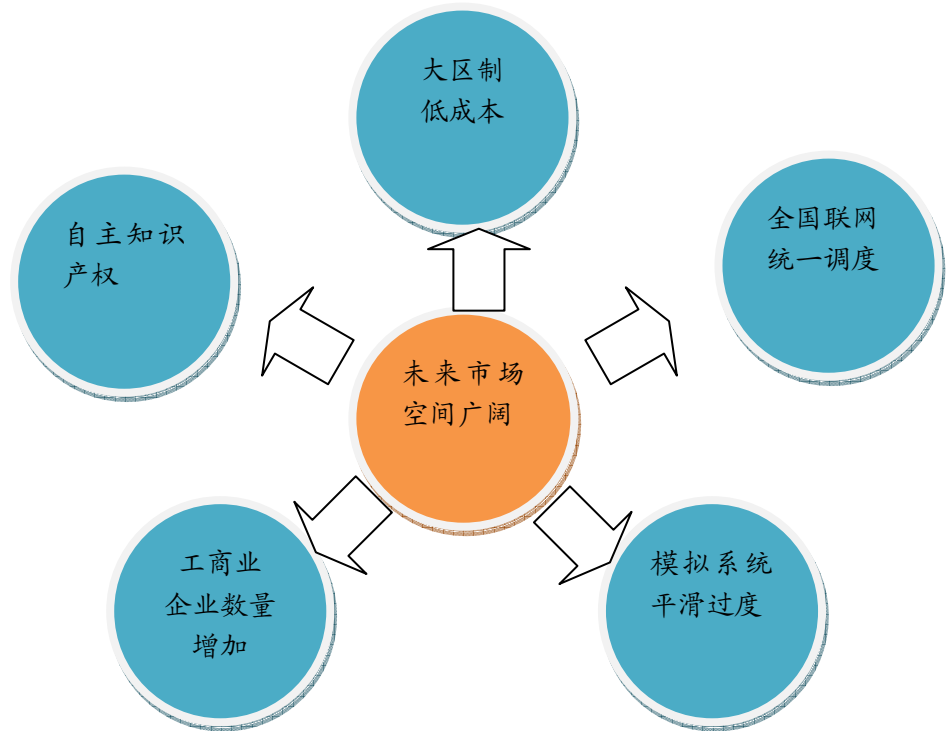
目前国际上主流的专网通信标准有TETRA、P25、DMR、dPMR等，其中TETRA主要应用在欧洲，优势是：数据传输速率高；支持高密度用户；推广时间早，产品成熟稳定。P25主要应用在美国，优势是：产品可以兼容模拟；大区制，覆盖范围大；推广时间早，产品成熟稳定，针对北美公共安全用户需求设计。不过两种标准目前主要应用在欧美等发达国家，很难实现在中国乃至发展中国家的大规模推广，主要的劣势是：系统和终端价格昂贵，维护成本高；技术与专利门槛高，高等级加密协议不开放给欧洲以外国家，难以国产化；没有确定统一的系统互联互通标准。综上我们认为，未来几年DMR和PDT将会成为中国乃至发展中国家的主流标准。下图为国际上主流的数字集群标准，黄色是P25主要应用区域，深蓝色是TETRA主要应用区域，浅蓝色是DMR和PDT主要应用区域。

图 5：国际上主流数字集群标准



数据来源：广发证券发展研究中心

图 6：发展中国家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；

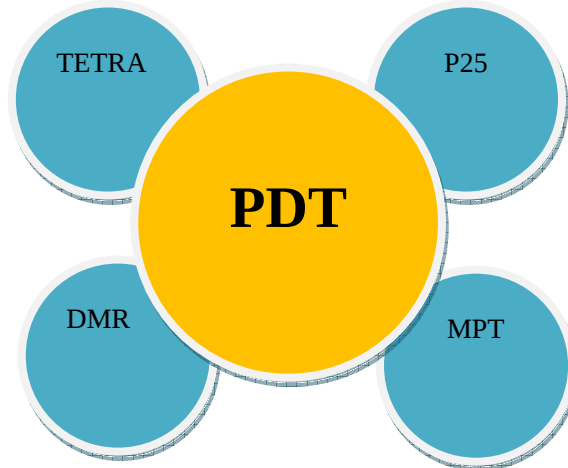
表 1：TETRA在发展中市场应用存在的问题	
存在问题	问题解释
小区制成本造价高	系统的覆盖能力比模拟系统差，导致系统建设及运营维护费用高于模拟系统；终端价格是国产模拟终端的2-3倍；
不同厂商系统不能互联	难以实现全国联网、统一网管，满足公安跨区调度、协同作战需求的公安数字指挥调度网；
国外机密技术不敢放心使用	目前Tetra主要的供应商都为外国企业，受企业政治原因影响，存在加密和使用安全性的问题；
专利壁垒过多	标准和专利都是国外公司所有；国外厂家在专利和IPO测试方面受很多限制，产业链的发展受到约束，市场很容易出现垄断
难以实现平滑过度	TETRA系统难以与模拟系统共网建设、互联互通；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具有自主知识产权的数字标准

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。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。

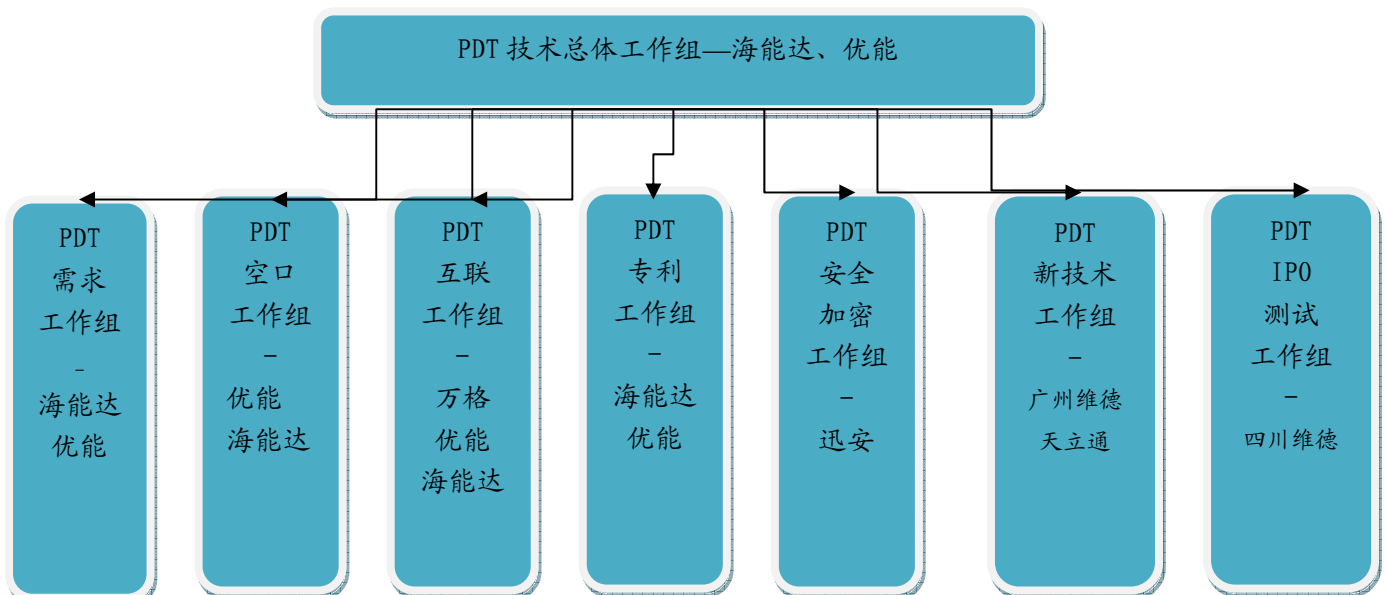
图 7：PDT-警用数字集群



数据来源：广发证券发展研究中心

PDT继续保持MPT产品原有特色，并且充分发挥数字产品的优势，逐步替代MPT及模拟常规产品，完成模拟向数字的平滑过渡；PDT是国内拥有自主知识产权的数字集群标准，不受国外专利限制，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比较高的数字集群。

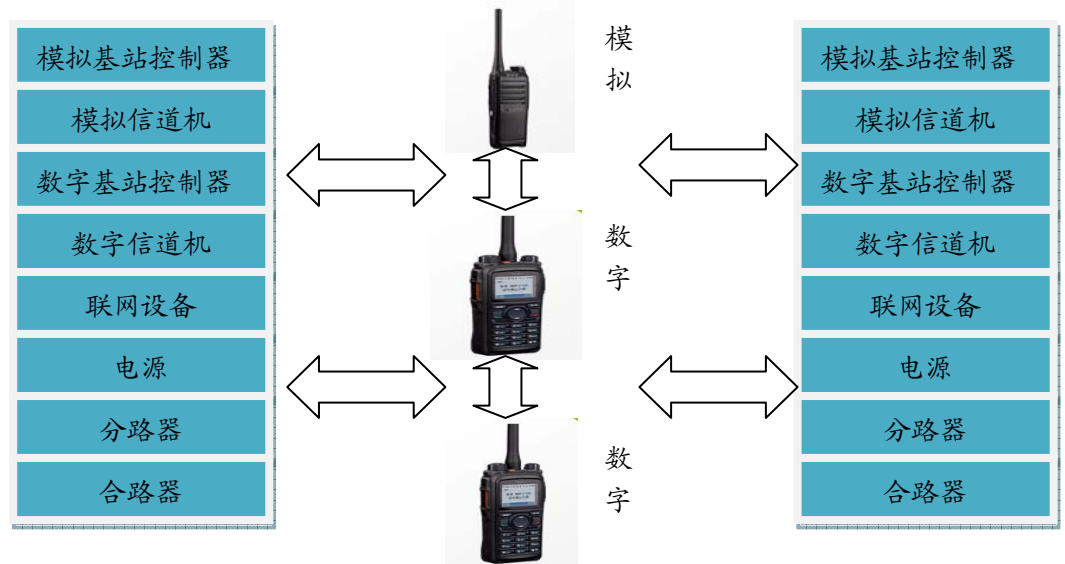
图 8：PDT联盟组织结构



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

模拟向数字平滑过度：PDT标准在制定的时候继承了MPT的特点，可实现设备、网络、频谱、用户使用习惯的平稳过度：（1）减少部分模拟中转信道，升级模拟信道成为数字信道；（2）完成通话组成员的切换，删除所有模拟信道，完成整个系统的数字升级。

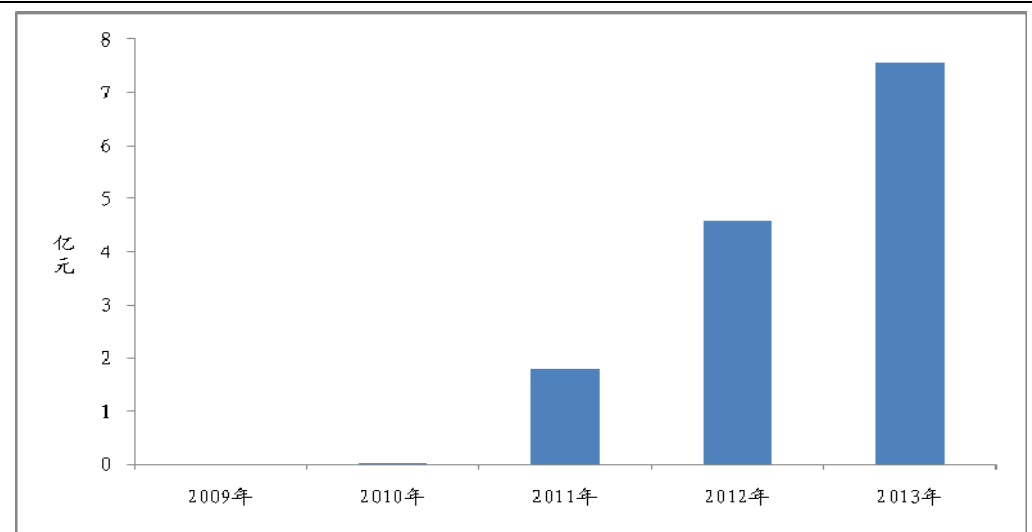
图 9：模拟向数字平滑过度



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，推广初期和最大的客户是国内公安部门，**国内仅公安系统每个省的投资规模达到3-5个亿**，公共安全的其他领域，司法、消防、边防、人防等每个领域投资均可达到上亿元规模。从产品推出进度来看，目前公司PDT数字终端产品已经在国内上市销售，系统产品将在四季度推出。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2-3年有望超过DMR占公司数字产品的比例。

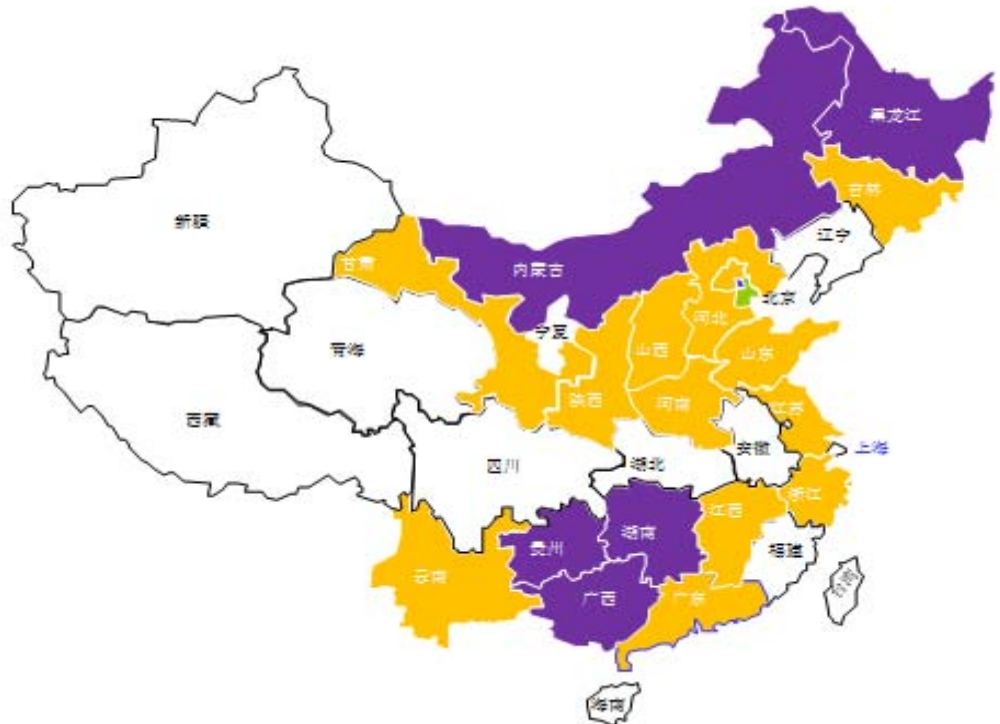
图 10：国内PDT终端市场规模



数据来源：汉鼎咨询、广发证券发展研究中心

我们认为公安市场是政府与公共安全部门最重要的组成部分，从市场竞争格局来看，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。PDT最大的优势在于：继续保持MPT产品原有特色，并且充分发挥数字产品的优势，逐步替代MPT及模拟常规产品，完成模拟向数字的平滑过渡。“十二五”期间，公安数字将会大规模建网，完全取代和更新原有的模拟专网，每个省的投资规模达到3-5个亿，远远超过模拟专网的投资规模。下图显示了全国省份、直辖市和自治区的公安系统建设的竞争格局，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：

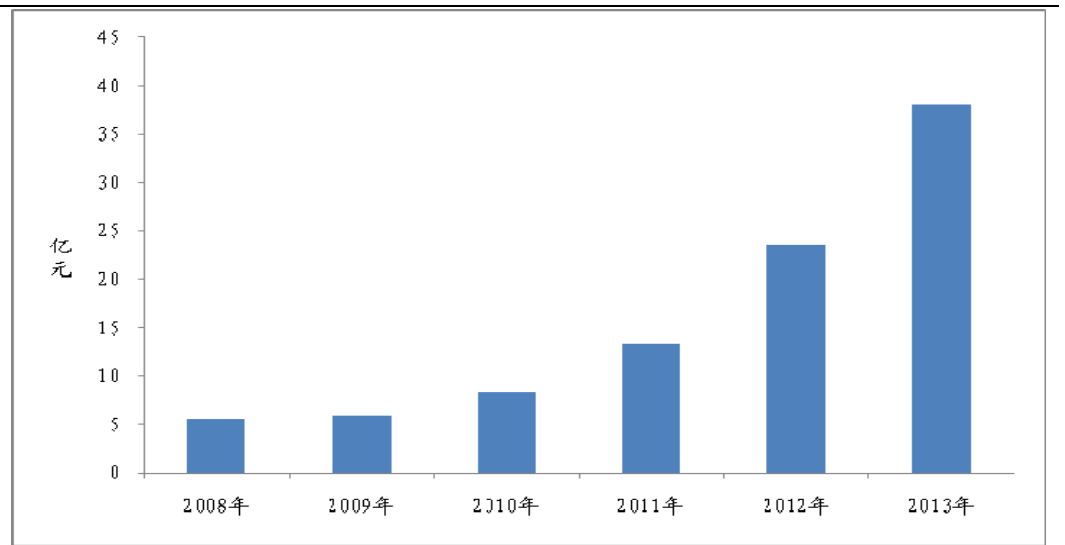
图 11：公安专网通信系统竞争格局



数据来源：广发证券发展研究中心

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产品升级的主流标准。2007年，Moto推出第一款DMR终端，2008年开始正式商用。目前DMR产品已经开始在美洲、欧洲、亚太、中东非洲等地区开始大规模推广，我们预计到2013年，全球DMR产品仅终端的市场规模就接近40亿。公司是DMR MoU组织的核心成员，已经成为全球第二家能提供DMR产品的公司，拥有最丰富的DMR产品系列，包括常规、同播、集群系统及完整解决方案，其它公司短期内还看不到成熟产品。公司DMR数字产品从10年4季度开始出货，11年销售收入预计将达到3-4亿。此外，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 12：2008年-2013年全球DMR终端市场规模



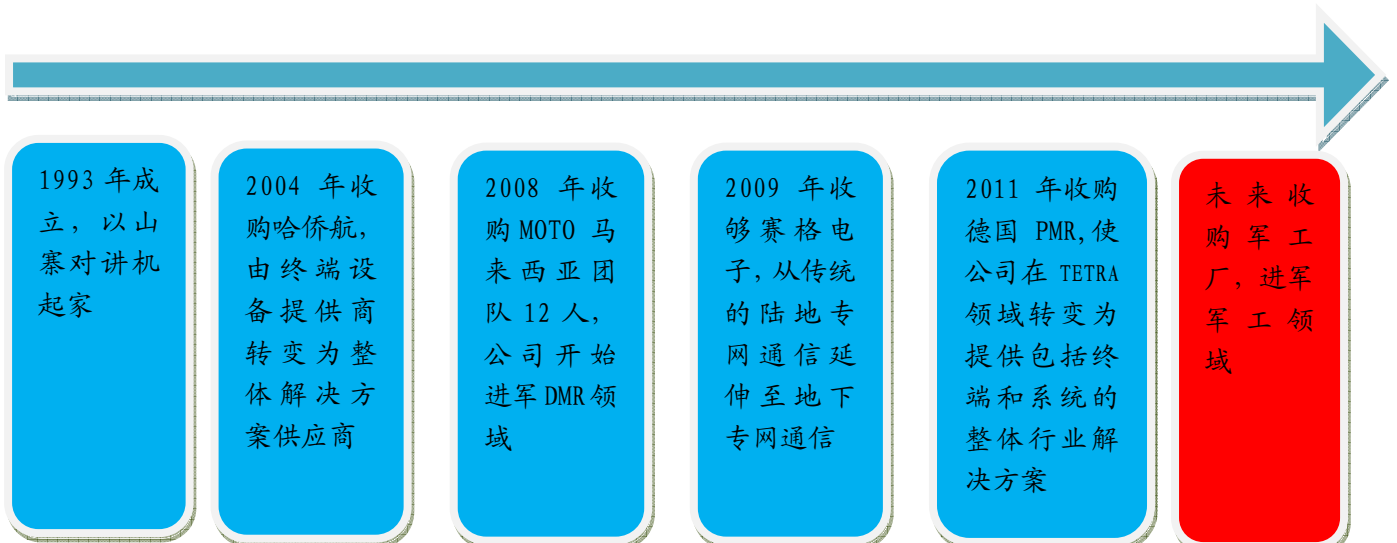
数据来源：IMS

公司产品布局完成，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 13：公司历史

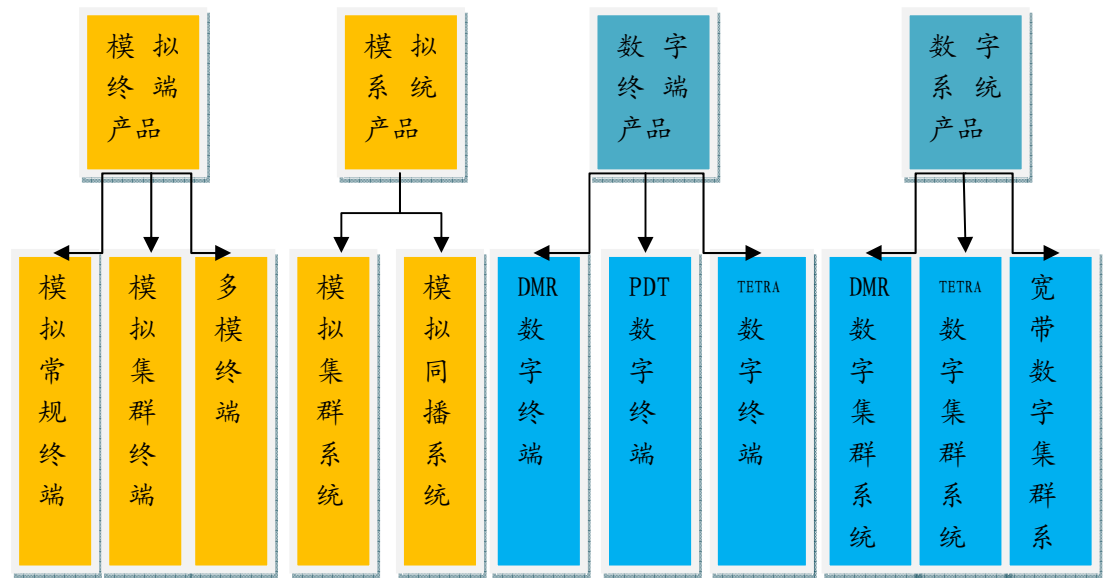


数据来源：广发证券发展研究中心

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 14：公司产品线



数据来源：广发证券发展研究中心

公司模拟产品未来2年仍将保持稳定增长

公司未来两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 2：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 3：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

公安350M集群通信系统是公安“金盾工程”中的重点项目，也是公安机关指挥调度、救灾抢险、处突维稳、交通管理、社会治安、刑侦侦查、重大保卫活动、日常机动警务的重要无线通信手段。下图显示的是贵州省全省IP联网，共建设了80多个基站，340多个信道，采用了IP软交换、用户全自动漫游、平滑过网等先进技术，实现了终端在全省内的任意呼叫。

图 15：贵州省全省IP联网



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

TETRA锦上添花

TETRA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 4：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。TETRA竞争方面，有整体解决方案的公司肯定是有优势的，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在当地，生产将会逐步回归国内，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。公司的目标客户第一是国内公共安全设施（如地铁）和发达城市的公安，第二是部分预算较为宽松的发展中国家以及与欧美敌对的一些国家，第三是发达国家的行业客户和非重点公共安全市场。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，所以公司在于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TERTAC成本差异较小。

布局海外，大型项目值得期待

目前公司海外三类市场最具发展潜力：一是拉丁美洲、中东和非洲等发展中国家，专网通信整体发展水平较低，一般借助各方资源发展当地政府建设项目，市场潜力巨大；二是新兴经济体国家，市场增长迅速，但是产品需要定制化；三是发达国家和地区，市场发展比较成熟，对产品性能要求较高，行业准入门槛较高。

表 5：公司海外收入分布

	2010年收入	占比	2009年收入	占比	2008年收入	占比
太平洋区	18,579.12	36.5%	4,859.29	15.5%	2,313.12	7.8%
美洲区	11,636.21	22.8%	10,407.51	33.2%	10,257.80	34.6%
独联体区	6,802.29	13.3%	3,028.73	9.7%	2,206.72	7.4%
欧洲区	5,112.91	10.0%	6,953.69	22.2%	4,769.10	16.1%
中东非洲区	4,662.77	9.1%	2,879.20	9.2%	6,885.12	23.2%
南亚区	2,277.20	4.5%	1,699.36	5.4%	1,439.10	4.9%
东盟区	1,900.60	3.7%	1,531.02	4.9%	1,770.96	6.0%
合计	50,971.10	100.0%	31,358.80	100.0%	29,641.92	100.0%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

公司计划在迪拜、俄罗斯、南非、印尼、土耳其、印度、巴西七个地区建立办事处，主要业务是拓展当地大客户、管理经销商，同时收集市场信息和提供技术服务，成为该地区的销售和客户服务中心。办事处的销售模式是建立渠道销售和大项目直销，同时拓展与政府与公共安全客户、公用事业客户的关系，公司具备承接海外大型项目的能力，未来值得期待。

表 6：公司海外办事处

办事处名称	所属地区	管辖范围
迪拜办事处	中东	中东15 国：阿联酋、沙特、伊朗、叙利亚、埃及、黎巴嫩、也门、约旦、阿曼、巴勒斯坦、伊拉克、以色列、卡塔尔、巴林、科威特
俄罗斯办事处	独联体	独联体15 国
南非办事处	非洲	安哥拉、纳米比亚、津巴布韦、莫桑比克、博茨瓦纳、赞比亚、坦桑尼亚
印尼办事处	东盟区	印尼，马来西亚，新加坡，菲律宾，文莱，东帝汶，新几内亚
土耳其办事处	欧洲	土耳其
印度办事处	南亚	印度
巴西办事处	南美	三十四个国家和地区：墨西哥、危地马拉、洪都拉斯、萨尔瓦多、尼加拉瓜、哥斯达黎加、巴拿马、古巴、海地、多米尼加、牙买加、特立尼达和多巴哥、巴巴多斯、格林纳达、多米尼加联邦、圣卢西亚、圣文森特和格林纳丁斯、巴哈马、圭亚那、法属圭亚那、苏里南、委内瑞拉、哥伦比亚、巴西、厄瓜多尔、秘鲁、圣基茨和尼维斯、玻利维亚、智利、阿根廷、巴拉圭、乌拉圭、伯利兹、安提瓜和巴布达

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表 7：公司在全球竞争优势

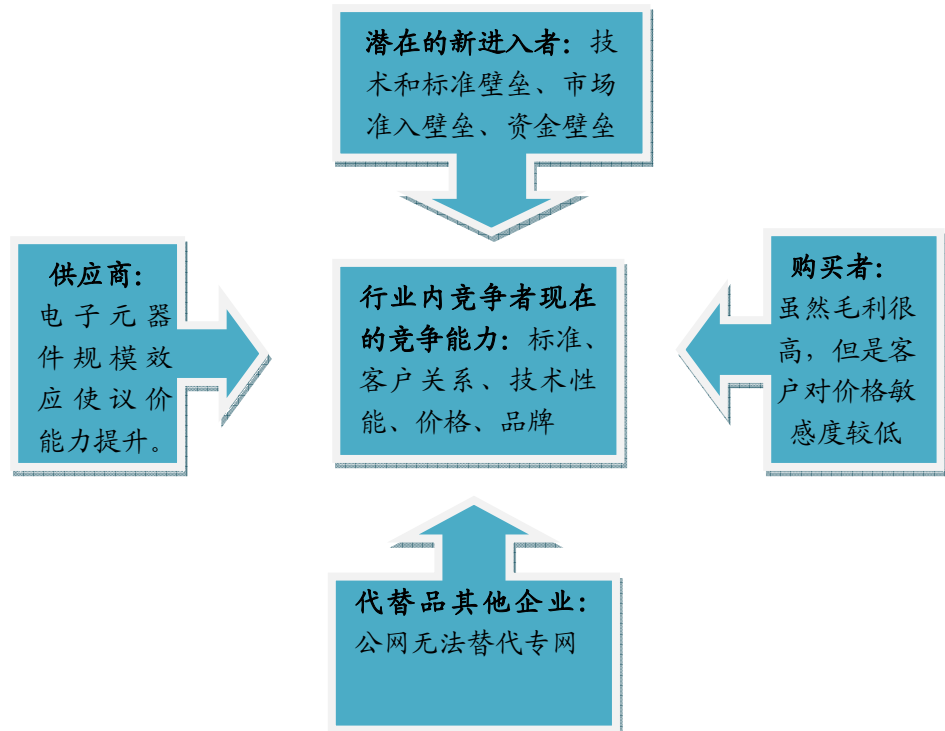
公司竞争优势		模拟市场地位			数字市场地位		
		发达国家	发展中国家	中国	发达国家	发展中国家	中国
政府与公共安全		1	3	5	2	4	5
公共事业	中高端	2	4	4	2	5	5
	低端	3	5	5	4	5	5
工商业	中高端	3	5	5	4	5	5
	低端	5	4	3	-	-	-

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

从国内专网通信设备厂商竞争格局来看，主要分为三个层次：一、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；二、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；三、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。模拟市场竞争比较激烈，市场也相对分散。随着行业从模拟向数字逐渐转换，以及公司数字产品的大规模推广，公司产品的市场渗透率将不断提高。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，同时已经成为全球第二家能提供DMR产品的公司，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，其它公司短期内还看不到成熟产品，**模拟转数字将引发专网通信行业重新洗牌。**

图 16：公司波特五力分析模型



数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

销售收入：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%；**国内市场**，模拟市场的竞争格局非常复杂，随着行业从模拟向数字逐渐转换，以及公司数字产品的大规模推广，公司产品的市场渗透率将不断提高。DMR和PDT在未来几年将会成为中国乃至发展中国家的主流，行业将面临重新洗牌。**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，**公司具备承接海外大型项目的能力**。此外，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“十二五”的规划2013年主营收入30亿，2015年主营收入50亿，我们认为公司目标收入无忧，业绩超预期是大概率事件。

表 8：国内海外收入比重

地区	2008年		2009年		2010年	
	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 9：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 10：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	63,088.27	42.99%	71,289.75	30.51%	78,418.73	25.45%
	数字	28,211.04	19.22%	74,759.26	32.00%	115,876.85	37.61%
系统	模拟	17,918.31	12.21%	19,799.73	8.47%	21,383.71	6.94%
	数字	19,213.74	13.09%	45,152.29	19.32%	65,470.82	21.25%
OEM(数字)		17,319.53	11.80%	21,649.41	9.27%	25,979.29	8.43%
其他		1,000.00	0.68%	1,000.00	0.46%	1,000.00	0.34%
合计		146,750.89	100.00%	233,650.44	100.00%	308,129.40	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14.68、23.37与30.81亿元，增速为47.58%、59.22%与31.88%。2011-2013年净利润分别为2.06、4.00与5.86亿元，全面摊薄EPS为0.74、1.44与2.11元，未来3年收入CAGR达到45.8%，净利润CAGR达到71.5%，我们维持“买入”评级，未来6个月目标价格40.6元，对应12年28倍PE。

表 11：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

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

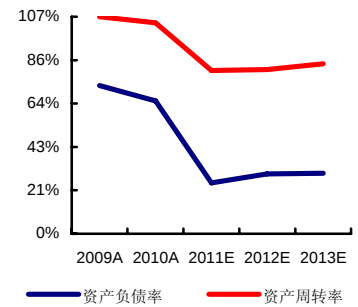
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	589	875	2,164	2,894	3,753
货币资金	153	214	1,369	1,636	2,116
应收及预付	300	413	525	834	1,097
存货	136	247	271	424	540
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	198	247	349	346	337
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	142	268	244	217
在建工程	2	6	9	12	15
无形资产	47	76	55	72	87
其他长期资产	24	24	17	17	17
资产总计	787	1,122	2,513	3,240	4,090
流动负债	478	668	581	908	1,172
短期借款	170	205	0	0	0
应付及预收	278	440	581	908	1,172
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	632	959	1,223
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	345	745	1,331
归属母公司股东权益	210	384	1,881	2,281	2,867
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	787	1,122	2,513	3,240	4,090

利润表

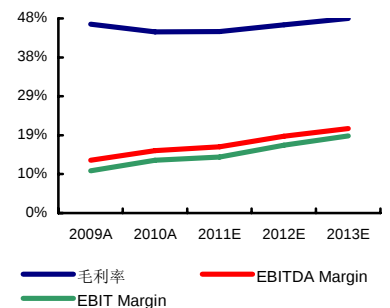
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	718	994	1468	2337	3081
营业成本	383	549	810	1250	1600
营业税金及附加	3	4	5	8	11
销售费用	91	121	175	269	345
管理费用	166	191	274	418	539
财务费用	15	22	-8	-28	-35
资产减值损失	5	8	9	5	5
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	202	414	617
营业外收入	20	30	28	32	35
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	75	129	229	445	651
所得税	7	13	23	44	65
净利润	67	116	206	400	586
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	116	206	400	586
EBITDA	94	153	241	444	644
EPS (元)	3.37	0.56	0.74	1.44	2.11

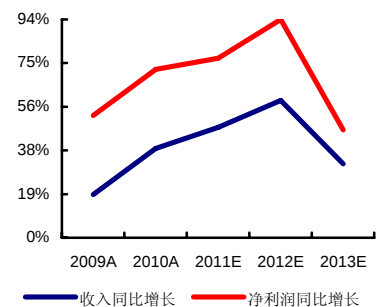
资产负债率趋势



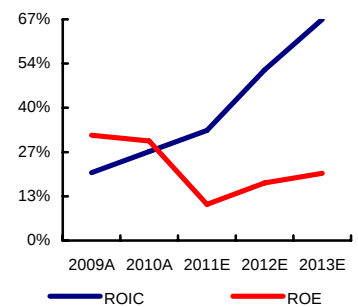
经营利润率趋势



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

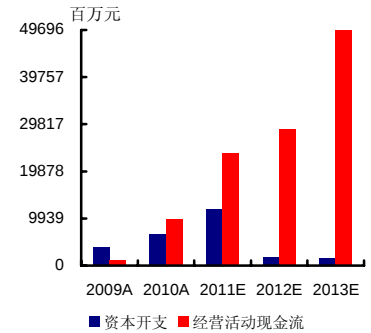
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	11	97	238	288	497
净利润	67	116	206	400	586
折旧摊销	19	23	37	53	58
营运资金变动	-93	-71	-3	-141	-119
其它	18	28	-3	-23	-27
投资活动现金流	-102	-67	-119	-19	-15
资本支出	-39	-67	-119	-19	-15
投资变动	-64	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	128	24	1,037	-2	-2
银行借款	294	332	-205	0	0
债券融资	-156	-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	1,155	267	480
期初现金余额	118	153	214	1,369	1,636
期末现金余额	156	207	1,369	1,636	2,116

主要财务比率

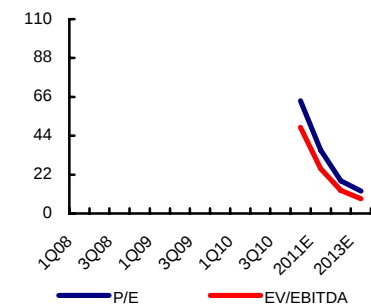
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	18.6%	38.5%	47.6%	59.2%	31.9%
营业利润	13.7%	83.6%	101.9%	104.7%	49.2%
归属于母公司净利润	52.7%	72.6%	77.4%	94.1%	46.5%
获利能力					
毛利率	46.7%	44.8%	44.8%	46.5%	48.1%
净利率	9.4%	11.7%	14.0%	17.1%	19.0%
ROE	32.0%	30.2%	11.0%	17.5%	20.4%
ROIC	20.6%	27.0%	33.5%	51.8%	67.3%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	65.7%	25.2%	29.6%	29.9%
净负债比率	64.7%	16.9%	-70.1%	-69.5%	-72.0%
流动比率	1.23	1.31	3.73	3.19	3.20
速动比率	0.89	0.90	3.18	2.65	2.67
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.04	0.81	0.81	0.84
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	1.44	2.11
每股经营现金流	0.57	0.47	0.86	1.04	1.79
每股净资产	10.51	1.85	6.77	8.21	10.31
估值比率					
P/E	7.9	47.7	36.0	18.5	12.6
P/B	2.5	14.4	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	80.6	48.8	25.3	13.1	8.3

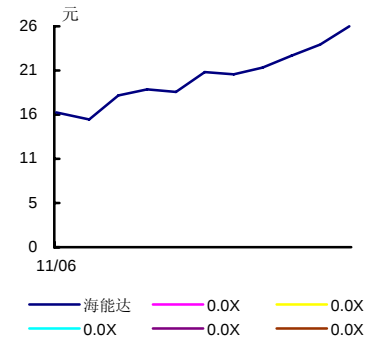
资本支出与经营活动现金流



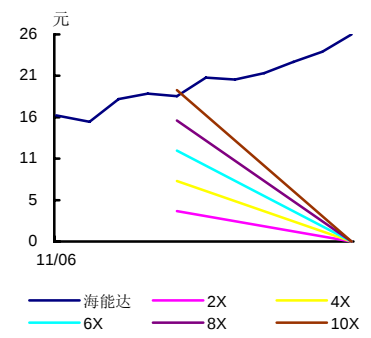
相对估值



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

海能达（002583）_中报点评	康健	2011-08-12
海能达(002583.sz)_公司跟踪研究报告	康健	2011-08-08
海能达(002583.sz)_公司深度研究报告	康健	2011-07-22
海能达(002583.sz)_公司调研简报	康健	2011-07-08

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。