

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

执业证书编号: S0960111010004

0755-82026841

qining@cjis.cn

6-12 个月目标价: 30.00 元

当前股价: 25.30 元

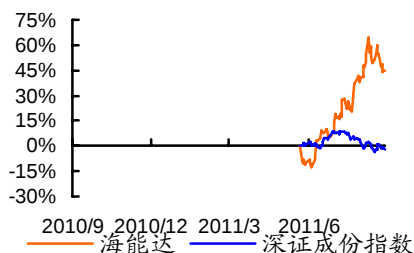
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	10954.90
总股本(百万)	278
流通股本(百万)	70
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.38
资产负债率	65.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海能达	2.18	60.03	0.00
深证成份指数	-6.38	-5.91	-15.04



相关报告

海能达

002583

推荐

专网无小事, 集群大天地

甬温动车事故的悲情犹未散去, 沉痛的反思已经警醒世人: 公共事业信息控制系统事关生命安全, 必须具有超乎寻常的安全稳定性。专网通信作为以特殊行业为服务对象的通信体系, 在多个领域具有其独特存在价值。

■ **专网集群通信无法取代。**专网集群通信是一种无线调度指挥系统, 主要为户外用户提供安防、救灾等特殊情形下的通信服务。尽管从技术原理来看与公网移动通信十分相似, 但专网集群通信具有无法取代的特性: 用户更看重语音系统高度稳定性, 定制化要求高, 在特殊环境下的组网能力等。

■ **专网集群行业虽小, 但蕴藏较高经济价值。**由于用户需求的特殊属性, 集群通信行业下游客户以品质诉求为主, 且分布广、规模小, 议价能力弱, 因此集群通信设备价格昂贵, 全球公司普遍毛利较高。中国集群通信发展严重落后于发达国家, 2008 年之后需求呈现快速增长, 同时面临模拟向数字制式的大规模升级换代, 2015 年中国市场规模达到 90 亿, CAGR 约 14%。

■ **集群通信行业内小公司具有更高的成长价值。**集群通信行业对大公司是小市场, 对小公司却是大市场。传统通信巨头在该领域更多通过发展独立的技术标准, 大范围进行推广, 以获取更大的市场份额。而对于小公司而言, 则可以通过从市场规模最大的终端领域入手, 在有需求、对设备性价比要求较高的发展中国家和地区去开拓市场, 逐渐通过技术积累, 向上游领域进军。对于技术创新能力较强的小公司而言, 在集群通信行业中将具有较高的成长价值。

■ **内涵+外延双扩张模式打造集群通信龙头。**公司目前优势主要在于提供高性价比终端产品, 在 TETRA、PDT、DMR 等全系列数字终端产品实现了先导布局, 已进入收获季节。公司同时通过并购等方式进行快速技术积累, 已在系统设备领域已经有了较深积累。未来公司将沿地域和产业两个方向进行扩张, 主攻发展中国家、军用市场等, 进一步拓展未来市场空间。

■ **盈利预测与估值。**我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73、1.28、1.58 元。给予公司 2011 年 23 倍 PE, 对应目标价为 30 元, 给予“推荐”评级。

■ **风险提示:** 快速扩张导致现金流紧张; 国产 PDT 标准进展低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	994	1434	2122	2597
同比(%)	39%	44%	48%	22%
归属母公司净利润(百万元)	116	203	356	439
同比(%)	73%	74%	76%	23%
毛利率(%)	44.8%	47.6%	49.5%	49.7%
ROE(%)	30.2%	10.6%	15.7%	16.2%
每股收益(元)	0.42	0.73	1.28	1.58
P/E	61.49	35.24	20.04	16.29
P/B	18.59	3.74	3.15	2.64
EV/EBITDA	59	37	21	17

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、公司简介.....	4
二、专网集群通信：小行业，高价值.....	6
2.1 集群通信的前世与今生.....	6
2.2 独特行业结构催生高毛利.....	7
2.3 行业竞争格局：外资巨头总体占优，中资公司逐渐突破终端市场。.....	9
2.4 中国专网集群通信市场前景可观.....	10
三、内涵+外延双扩张打造集群通信龙头.....	12
3.1 逆向创新打开成长价值空间.....	12
3.2 国产 PDT 标准主导者，国内同行业具有技术优势.....	13
3.3 全球营销网络扩张，重点突破发展中国家.....	14
3.4 并购完善产业链布局，杠杆效应明显.....	14
四、盈利预测与估值.....	15
4.1 模拟系统与终端业务收入预测.....	15
4.2 数字系统与终端业务收入预测.....	15
4.3 OEM 业务预测.....	16
4.4 毛利率假设.....	16
4.5 费用率假设.....	17
4.6 估值.....	17

图目录

图 1 对讲机、中继台产品系列.....	4
图 2 专网无线通信系统组网案例.....	4
图 3 专网无线通信的典型应用场合.....	4
图 4 海能达股权结构一览.....	5
图 5 公司业务收入构成（按终端、系统分类）.....	5
图 6 公司业务收入构成（按数字、模拟分类）.....	5
图 7 公司近年业绩一览.....	5
图 8 公司近年主要盈利能力指标一览.....	5
图 9 2008-2013 全球模拟和数字集群产品市场规模.....	7
图 10 集群通信市场构成（系统设备+终端）.....	7
图 12 集群通信行业龙头公司毛利水平普遍较高.....	9
图 13 2000-2008 年 TETRA 合同增长状况.....	10
图 14 2009 年 TETRA 合同全球分布.....	10
图 15 2009 年中国专网无线通信行业主要企业市场份额.....	10
图 16 2008 年全球持牌模拟终端模拟终端出货量份额.....	10
图 17 近年中国国家预算内资金固定资产投资额一览（单位：亿元）.....	11
图 18 中国专网集群通信市场规模预测（按行业，单位：亿元）.....	11
图 19 中国数字集群标准 PDT 未来市场规模预测.....	12
图 20 海能达战略主攻方向.....	13

图 21 公司研发费用占收入比重一览.....	13
图 22 公司人员结构一览.....	13
图 23 公司海外收入地区构成.....	14
图 24 公司海外收入分地区毛利情况.....	14

表 目 录

表 1 集群通信与公众移动通信比较.....	6
表 2 MOTOROLA 部分代表机型及价格.....	8
表 3 主要数字集群技术标准比较.....	10
表 4 主要数字集群技术标准比较.....	11
表 5 主要数字集群技术标准比较.....	13
表 6 公司募投扩张全球营销网络.....	14
表 7 公司近年收购标的及主要成效一览.....	15
表 8 模拟系统与终端业务收入预测.....	15
表 9 数字系统业务收入预测.....	16
表 10 数字终端业务收入预测.....	16
表 11 各产品线毛利率假设.....	17
表 12 各产品线费用率假设.....	17

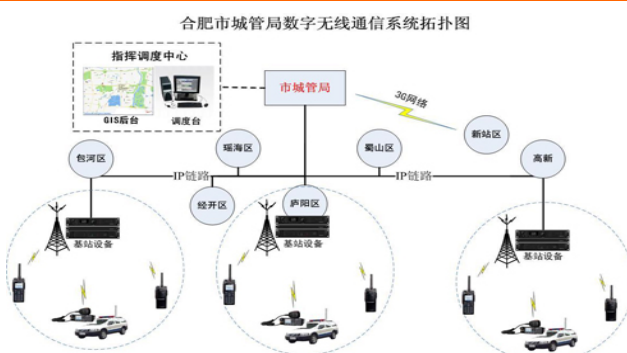
一、公司简介

公司成立于 1993 年，是我国专网集群通信行业的龙头企业。公司专注于对讲机终端、集群系统等专业无线通信设备的研发、生产、销售和服务，产品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。在主流的模拟制式 MPT、以及 DMR 和 TETRA 数字制式、以及由我国主导的 PDT 数字制式等领域，公司都具有充足的技术及产品储备。经过多年奋斗，公司目前已成长为专网通信领域的国际化公司，目前海外收入已高达 50% 以上，2008-2010 年，公司营业收入 CAGR 达 28%、归属母公司净利润 CAGR 达 62.15%。

图 1 对讲机、中继台产品系列



图 2 专网无线通信系统组网案例



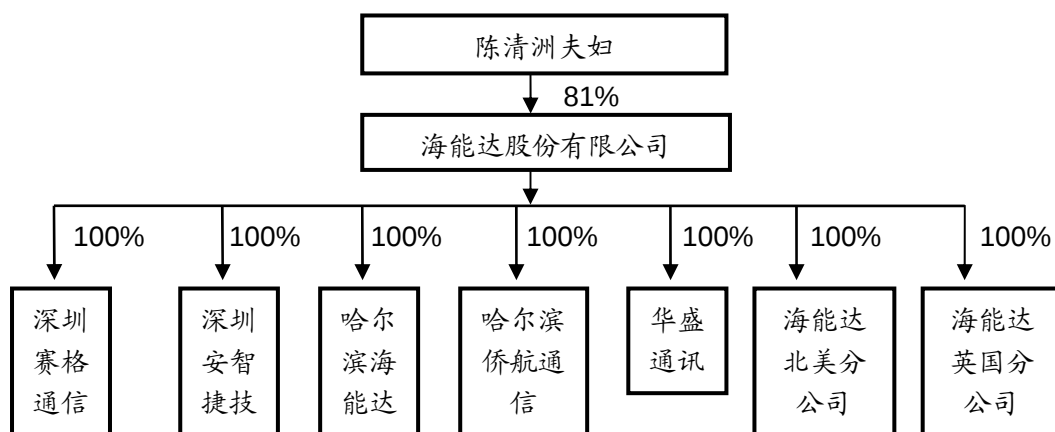
资料来源：公司网站

图 3 专网无线通信的典型应用场合



资料来源：SEPURA

图 4 海能达股权结构一览



资料来源：公司招股书

图 5 公司业务收入构成（按终端、系统分类）

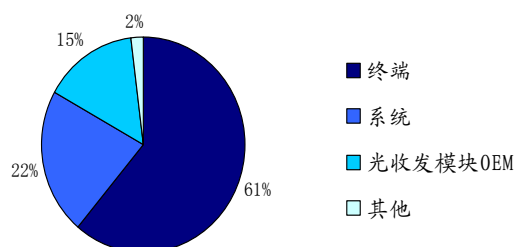
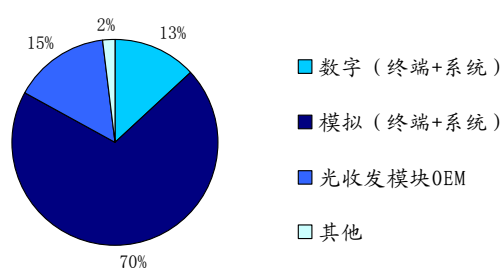


图 6 公司业务收入构成（按数字、模拟分类）



资料来源：公司招股书

图 7 公司近年业绩一览

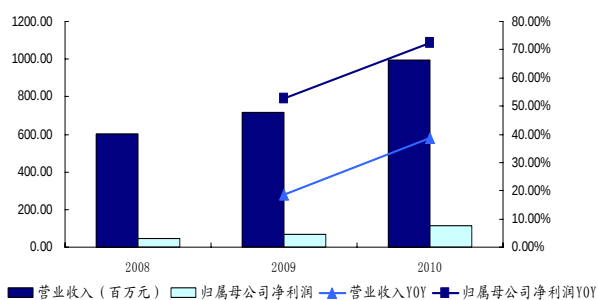
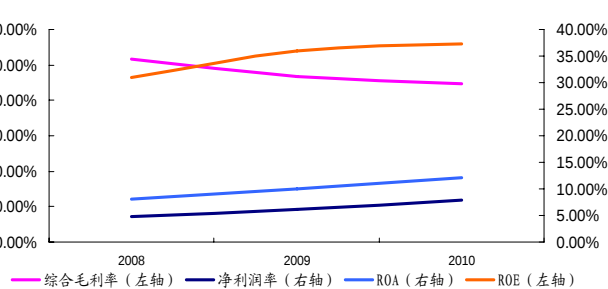
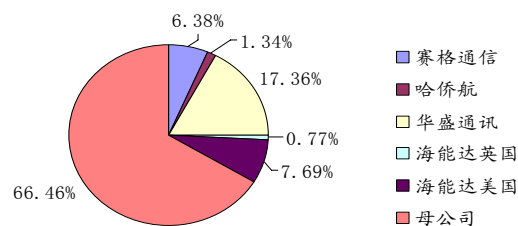


图 8 公司近年主要盈利能力指标一览



资料来源：公司招股书

图 9 海能达本部、各子公司收入构成一览



资料来源：公司招股书

二、专网集群通信：小行业，高价值

2.1 集群通信的前世与今生

什么是集群通信？ 集群通信是一种无线通信调度系统，主要为户外作业移动用户从事生产调度和指挥控制等业务提供通信服务，应用于交通、安防、勘探、救灾等专业领域。最初，人们在专网领域的无线调度指挥是通过若干部普通步话机进行直接相互通话实现的。进入上世纪 80 年代初，集群通信系统借鉴公众移动通信网技术思想，实现了运用基站、中心控制站等设备进行较大规模组网，既保留了原有小范围脱网状态下对讲机点对点呼叫或群组呼叫，同时也可以较大范围内实现综合指挥调度，以满足各种应急环境所需。

为什么需要集群通信？ 专网需求的特殊性决定了集群通信网不可能被公众移动通信网所取代。首先，**专网通信需求者对于系统稳定性要求远高于经济性要求**。专网通信使用者多为安防救援等部门，既没有运营需求，也不在意经济投入，更不会强调发展用户，而是主要强调系统的稳定性。例如，在反恐环境下对于系统话音质量、时延都要求更为苛刻等。这与公众移动通信网络强调大容量、连续覆盖有本质区别。**其次，专网通信需求者对于设备定制化要求较高**。专网通信的应用环境往往较为复杂恶劣，因此对于设备具有特殊要求，无论是基站、电源、终端，其基本性能都远超一般民用产品，且具有防尘、防水、防高温等附加要求。**最后，专网通信具有公网移动通信无法满足的特殊优势**。例如，在公网盲区，集群通信可以以其特有的灵活方式现场组网，保证使用区域的无缝覆盖。即使公网运营商具有应急通信设施，但往往资源稀缺，无法保证区域灾害或重大事件发生时所有通信指挥需求的满足。

表 1 集群通信与公众移动通信比较

	集群通信	公众移动通信
目标用户	具有内部分工的团体、群组	个体用户
业务特征	一呼百应，调度中心具有绝对优先权	用户个体平等、任何用户无优先权
组网模式	根据工作区域需要进行组网，网络性能所有区域一视同仁。	根据用户话务量预测和分析组网，网络性能按需求分区对待，具有“趋利”性
系统性能	可靠性及安全性优先、超短接续时间、超短通信延时，能承载频次高，呼叫时间短的通话	强调大容量、承载频次少但呼叫时间长的通话
系统功能	组呼、全呼、私密呼、区域选择、多优先级呼叫、紧急呼叫等	一对一呼叫为主，方式单一
终端要求	适应恶劣环境需要，防水防尘防震	能适应一般通讯环境即可
运营管理	集团用户自行管理；需要不断二次业务开发满足不同的个性需要	以运营商为主体；网络扩充性好，可快速复制

资料来源：中投证券研究所

集群通信的市场空间有多大？ 集群通信的技术演进路径与公网移动通信系统极为相似—目前正在从模拟时代走向数字时代，从 FDMA 制式转向 TDMA 制式。其组网规模也不断扩大，逐渐从面向个别专业用户的应用朝着面向多个集团用户共同使用的方向发展。数字集群通信在语音质量、通话安全、频谱效率、业务功能多样性等方面比模拟通信具有明显优势。与公众无线通信市场不同之处在于，集群通信市场的 7 成由终端占据，我们综合国内、国外各家市场机构的分析预测，预计目前全球集群通信市场规模约 600 亿¹。据汉鼎咨询预测，从 2009-2013 年，全球数字产品市场规模将从 279 亿元增至 584 亿元，CAGR 达到 20%，而模拟产品市场将呈萎缩态势。

表 2 各类市场机构对于集群通信市场的预测

预测机构	对集群通信市场预测
VDC	2012 年总市场规模达到 113 亿美元，但目前 70%仍使用模拟系统，预计未来 5 年数字对于模拟替代将加速
EADS	预计全球市场规模目前约 50 亿欧元，预计未来 5 年复合增速 20%。
ABI	预计终端市场将从 2007 年的 10 亿美元增至 2013 年的 36 亿美元。

资料来源：VDC、EADS、ABI

图 10 2008-2013 全球模拟和数字集群产品市场规模

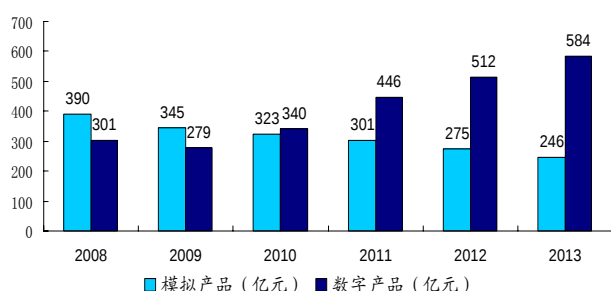
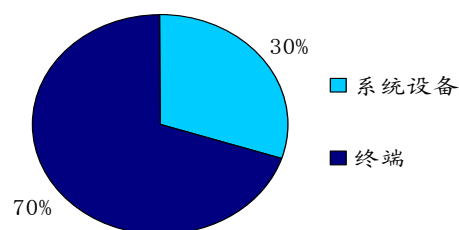


图 11 集群通信市场构成 (系统设备+终端)



资料来源：汉鼎咨询、公司招股书

2.2 独特行业结构催生高毛利

下游：专网通信设备行业的下游主要为政府、公安、军队等特殊客户，在工商业用户当中也有一定应用。每张专网的使用者规模往往很小。此外，需求者对网络品质的要求远高于经济性要求，因此往往不惜重金进行投入。因此，专网通信设备行业的下游客户采购规模及品质诉求使其议价能力不及运营商，甚至不惜重金来谋求设备的良好性能。这是专网通信设备行业与一般通信设备行业的重要区别。以全球专网龙头 MOTOROLA 为例，一部专用对讲机终端价格平均可达 \$2500/部，高出普通手机 10 倍。以用户群来划分，专网通信需求的不同特征如下：

¹ 另据 IMS 统计，目前全球集群通信用户至少在 5000 万。按保守计算，如果假定当前用户全部为模拟用户，以每部模拟终端价格 600 元左右计算，目前全球集群终端市场规模也已达 300 亿元，总集群市场规模接近 450 亿元。可以与各机构的预测结果相互印证

公安、军队等公共安全部门：此类客户对设备性能要求最高。由于工作环境相对保密，高度强调安全性，对设备的通话稳定性、电池续航能力等都有很高要求，定制化需求特征明显，且对于设备厂商普遍设置了较高的认证壁垒。从全球来看，此类客户也是集群通信需求最大的一类。从西方发达国家看，为此类客户群供应设备的普遍为传统的军工厂商（如欧宇航），或知名通讯设备厂商（如 MOTOROLA）。来自公共安全部门的客户需求在集群通信总需求中占比 50%。

交通、防灾救险等公用事业部门：集群通信在此类用户中主要用途体现为指挥调度。该类用户的工作环境特点是人群密集，或地势复杂偏僻，普通无线通信方式难以覆盖。该类客户对集群设备的需求特征主要体现为耐用性。此外，对于大型交通设施（如地铁）等，要求集群系统具有较广阔的连续覆盖能力。

工商业部门：此类客户是近年来集群通信的新兴客户。该类用户的工作环境特点与公用事业部门相仿，但对于设备性能的要求弱于以上两类。近年来新兴的 DMR 标准就是为满足该类客户需求而提供的集群标准。

图 12 2009 年 TETRA 市场地区分布

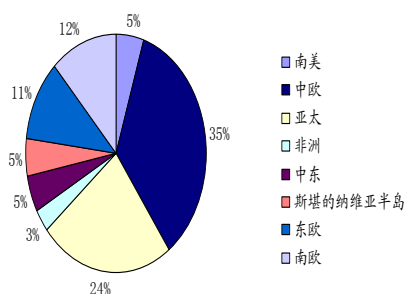
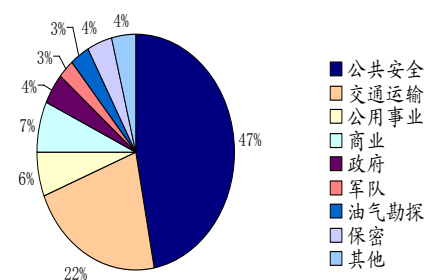


图 13 2009 年 TETRA 市场行业分布



资料来源：TETRA ASSOCIATION

表 3 MOTOROLA 部分代表机型及价格

外观	型号	配置	价格
	XIR P8268	频道数: 1000 个; 频率范围: VHF: 136-174 MHz UHF: 403-470 MHz; 电力供应: 1200mAh ; 供电时间: 数字模式下 13 小时, 模拟模式下 9 小时; 重量: 333g	5300 元
	GP338PLUS	频道数量: 128 个; 最大通话距离: 3 公里; 频率范围: 136-174MHz/330-400MHz/403-470 MHz/450-527MHz; 显示屏: 有, LED 显示屏; 功率: 6/5 (VHF), 4 (UHF) W	4320 元
	GP328Plus	频道数量: 16 个; 最大通话距离: 5 公里; 频率范围: 136MHz-174MHz/330MHz-400MHz/403MHz-470MHz/450MHz-527MHz; 供电时间: 高功率: 7 个小时、低功率: 10 个小时	4220 元

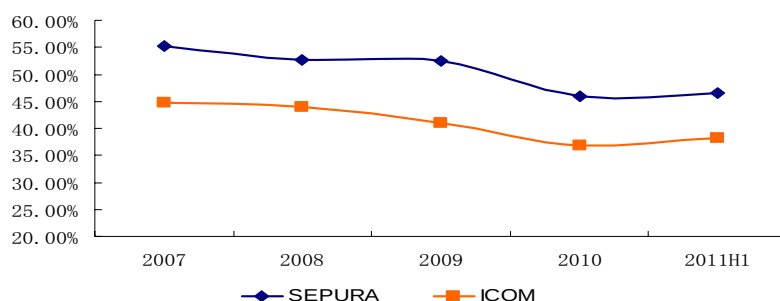
资料来源：金桥网

上游：专网通信设备行业的上游与一般通信设备行业无异，主要为电子元器件制造业、塑胶与五金结构件制造业和通信设备制造业，主要需求产品为集成芯片、LCD屏幕、电阻电容等。上游行业的市场化程度比较高，属于完全竞争性行业。且关键元器件、部件有日益国产化趋势，因此业内厂商对于上游供应商议价能力明显。

就行业本身来看，专网通信设备与一般通信设备具有很高相似性，但由于其需求规模有限，其生产规模普遍也普遍较小，因此规模效应并不如一般通信设备行业明显，达不到大幅降价的条件。

由于下游需求特征的不同，专网通信设备厂商的毛利水平普遍高于一般通信设备厂商（40%-50%，一般通信设备厂商为 20%-30%），通过观察同行业国际企业 SEPURA、ICOM 的财务状况，我们发现这一现象在全球都具有普遍性。

图 14 集群通信行业龙头公司毛利水平普遍较高



资料来源：Bloomberg

2.3 行业竞争格局：外资巨头总体占优，中资公司逐渐突破终端市场。

集群通信市场在系统设备领域长期由国际级通信公司所掌控，而在终端领域则竞争格局较为多元化，中资厂商近年来凭借价格优势和日益提升的产品质量渐渐占据了一定的终端市场份额。

集群通信系统与公众移动通信系统一样，具有多种技术制式，目前主流的有欧洲 ETSI 组织主导的 TETRA、MOTOROLA 主导的 iDEN、中兴通讯主导的 GOTA 和華為公司主导的 GT800。而与公众移动通信网不同之处在于，集群通信系统的技术标准普遍比较封闭，这与该市场的特点有关：由于市场规模较小，各厂商更倾向于推广自己的独立技术标准、缩小开放程度，以达到最大程度的垄断。从目前来看，TETRA 标准由于其灵活、安全、保密性好的技术特性，在全球取得了最广泛的应用；而 iDEN 应用领域主要局限于北美，国产标准 GOTA 和 GT800 目前在国内以及一些发展中国家取得了少量应用。

表 4 主要数字集群技术标准比较

	TETRA	iDEN	GOTA	GT800
多址方式	TDMA	TDMA	CDMA	TDMA
开放程度	较开放	不开放	较开放	较开放
主导厂商或组织	欧洲 ETSI	美国 MOTOROLA	中兴	华为
载波带宽	25KHZ	25KHZ	1.25MHZ	200KHZ
接续时间	<700 毫秒	<300 毫秒	<1 秒	<1 秒
话权申请时间	<200 毫秒	<200 毫秒	<200 毫秒	<200 毫秒
数据速率	22Kbps/用户	28.8Kbps/用户	153.6Kbps/用户	171.2Kbps/用户
适用领域	小型专网、大型共网 均适合	较大规模共网集群 市场	工商业等共网集 群市场	工商业等共网集 群市场

资料来源：中投证券研究所

图 15 2000-2008 年 TETRA 合同增长状况

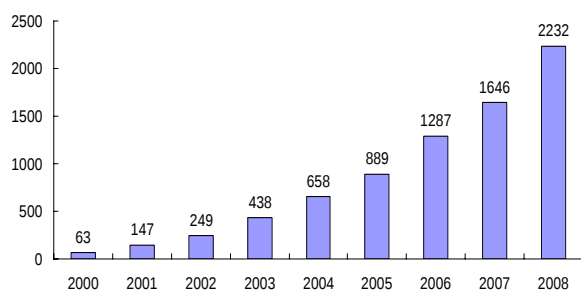
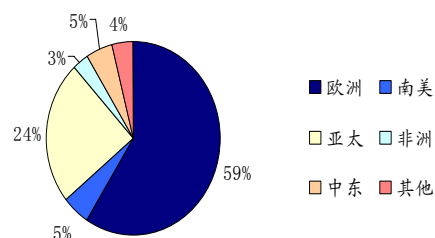


图 16 2009 年 TETRA 合同全球分布



资料来源：TETRA Association

图 17 2009 年中国专网无线通信行业主要企业市场份额

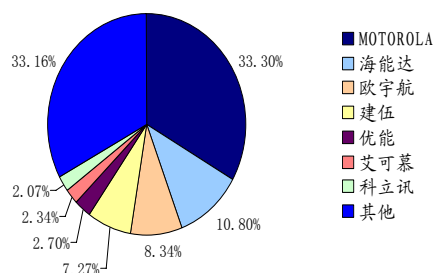
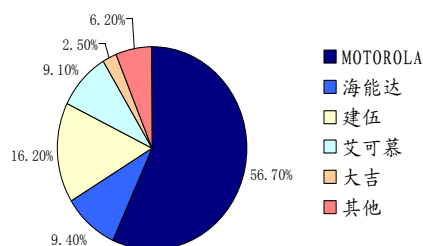


图 18 2008 年全球持牌模拟终端模拟终端出货量份额



资料来源：汉鼎咨询

2.4 中国专网集群通信市场前景可观

集群通信市场主要起源于发达国家，因此集群通信的用户主要分布于发达国家及地区，这些国家和地区用户渗透率几乎达到 1%。从国外近年集群通信行业发展来看，基本步入成熟期，且由于近年来金融危机的发生，政府投入有所下降，行业内公司业绩增长明显乏力，市场热点逐渐向发展中国家和地区转移。

我国的专网集群通信长期以来发展一直较为滞后，目前用户渗透率约1‰，模拟用户占70%以上。发展滞后的主要原因是由于重视程度不足以及政府财力投入不够。2008年之后，自然灾害以及重大安全事件的频发促使政府及有关部门重新重视集群通信的发展。除TETRA系统之外，我国公安系统为满足自身需求，独立提出了PDT(警用数字集群)标准。该标准由公安部牵头，PDT联盟负责推广，目前已列入2010国家标准制修订计划，即将成为国家标准。PDT标准可向下兼容原有模拟系统，有效保护用户投资；同时采用国产密码算法，安全性更高。PDT标准已经成为我国国产数字集群行业新的发展契机。此外，从政府财力保障来看，经济发展带动我国财政开支连年稳步增长，也使得公共安全开支具有良好保证。我们认为有效的财力支持和公共安全领域实际需求的增长将保证集群通信设备行业在未来的稳健发展。根据汉鼎咨询预测，我国专网数字集群设备市场规模将从2010年的42亿元增至2015年的90亿元，CAGR达14.4%。政府与公共安全市场规模将占其中40%，CAGR15.6%。

表 5 主要数字集群技术标准比较

	TETRA	PDT
频宽及速率	25Khz, 28.8Kbps	12.5Khz, 9.6Kbps
优势	数据传输速率高；推广时间早，产品成熟稳定；支持全双工通话及复杂调度管理	建网及维护成本低、系统可扩展；国产加密算法；完善的系统间互联规范；支持模拟系统平滑升级过渡；集群业务完善
劣势	建网维护成本高；高等级加密协议不开放；技术与专利门槛高，难以国产化，无确定统一的互联互通标准。	处于市场导入期，需市场验证；不能支持高速率数据业务及全双工通信
适用领域	政府与公共安全，公用事业	政府与公共安全，公用事业

资料来源：公司招股书

图 19 近年中国国家预算内资金固定资产投资额一览 (单位：亿元)

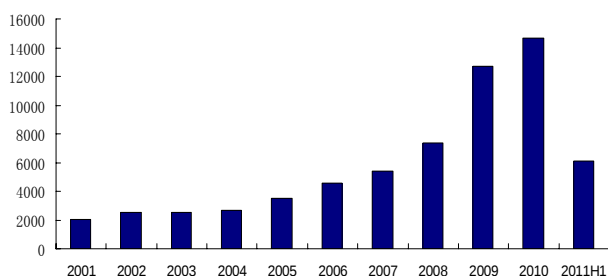
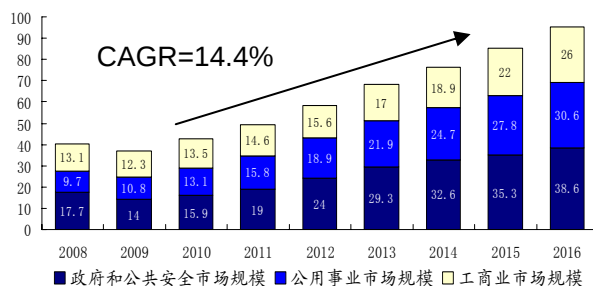
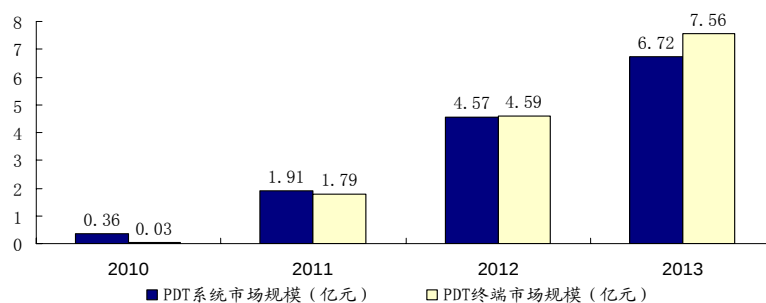


图 20 中国专网集群通信市场规模预测 (按行业，单位：亿元)



资料来源：汉鼎咨询

图 21 中国数字集群标准 PDT 未来市场规模预测



资料来源：汉鼎咨询

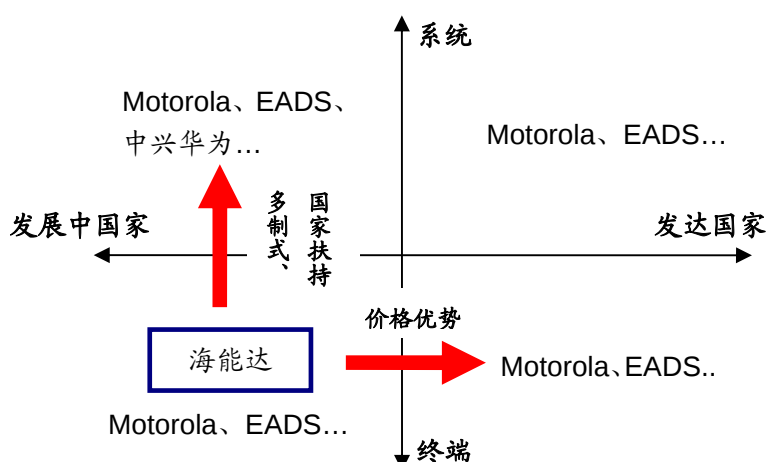
三、内涵+外延双扩张打造集群通信龙头

3.1 逆向创新打开成长价值空间

集群通信行业市场利润可观，但集中度较高，长期为外资巨头所控制，国内中兴、华为也已经切入该市场。在这样的市场当中，公司是否具有成长空间？我们认为，公司所遵循的逆向创新道路可以具有自己的成长价值空间。

所谓逆向创新，是指先终端后系统，先模仿后独立的创新道路。逆向创新之路所以能在集群通信行业获得成长，其原因在于：**第一，集群通信市场的特点在于终端市场规模占比远高于系统市场，有助于中国公司发挥一定的竞争优势。****第二，从竞争者角度看，集群通信行业对于小公司是大市场，而对于大公司而言是小市场。**对于中兴、华为这样的通信巨子而言，集群通信技术虽不复杂，但由于市场规模小，只有在全球推广自己的独立技术标准才有可能撬动国际巨头的市场地位，分到更大的蛋糕，但这一过程无疑相对缓慢，而小公司则可以灵活选择多种技术标准，快速做大。**第三，集群市场热点已经向发展中国家转移，但发达国家高昂的设备价格难以被发展中国家承受，中国在集群通信基础设施领域发展状况与发展中国家相近，因此中国公司提供的高性价比设备往往更容易让发展中国家接受。**由此来看，公司作为集群市场的新兴力量，是具有自身成长空间的。

图 22 海能达战略主攻方向



资料来源：中投证券研究所

3.2 完成数字集群产品全系列布局，国产 PDT 标准主导者。

公司长期以来十分重视技术创新，研发投入长期保持在营收比重 10% 以上，科研人员占比达到 1/3 以上。自 2002 年以来，公司开始从事数字集群研究，目前在国内第一家推出自主研发 TETRA 终端，全球第二家推出 DMR 终端，同时掌握了多种数字集群技术标准，并加入了多个国际技术标准组织。在系统设备领域，公司目前是中国数字标准 PDT 联盟组组长，在自主知识产权 PDT 标准领域具有绝对话语权。通过对于德国 PMR 公司的收购，公司目前已经具备了 TETRA 系统设备产品的独立研发实力，目前已经在数字集群领域完成了所有产品布局。

图 23 公司研发费用占收入比重一览

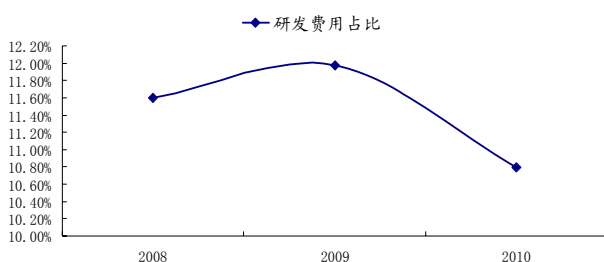
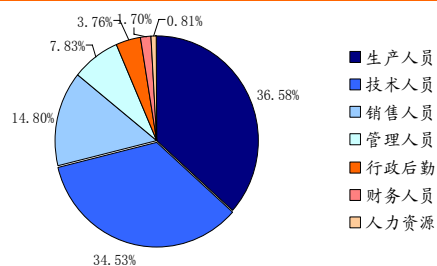


图 24 公司人员结构一览



资料来源：公司招股书

表 6 主要数字集群技术标准比较

	TETRA	DMR	dPMR	PDT
产品联盟组织	欧洲 TETRA MOU	欧洲 DMR Association	欧洲 dPMR MOU	中国 PDT 联盟
主要厂商	Motorola、EADS、Sepura、R&S、Teltronic、海能达等	ICOM、KENWOOD、MOTOROLA、Tait 等	ICOM、KENWOOD、海能达等 12 家	海能达、优能、四川维德、广州维德、万格通讯、天立通

资料来源：公司网站

我们认为，公司在 PDT 标准上的领导地位显示，目前公司对于数字集群系统的技术储备已经达到较高水准。由于技术上的相似性，公司已经初步具备了在其他数字集群系统领域开疆扩土的能力。

3.3 全球营销网络扩张，重点突破发展中国家

集群通信行业（尤其是终端）以渠道代理销售为主。从国内来看，公司目前在全国建立了 5 个办事处，签约经销商 300 多家，营销网络覆盖实现了全面覆盖；从国际来看，公司现有 3 个海外子公司（美国、英国、香港），另有 2 个海外办事处，与全球 200 多家经销商具有合作关系。此外，海外营销网络建设是公司募投项目之一，项目建成后，公司将新增办事处 7 个，重点覆盖发展中国家及地区（需求潜力大，能发挥自身价格优势）共 80 个。全球性营销网络的完善将极大扩充公司的市场空间，使公司成长为数字集群领域的全球性公司。

表 7 公司募投扩张全球营销网络

	投资额度（万元）	覆盖国家和地区
迪拜办事处	479	中东 15 国
俄罗斯办事处	571	独联体 15 国
南非办事处	476	非洲 7 国
印尼办事处	478	东盟 7 国
土耳其办事处	629	土耳其
印度办事处	517	印度
巴西办事处	498	南美 34 国
合计	3648	80 国

资料来源：公司招股书

图 25 公司海外收入地区构成

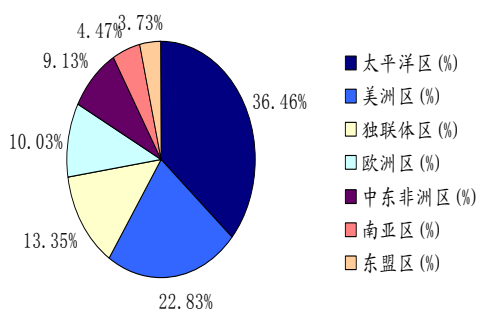
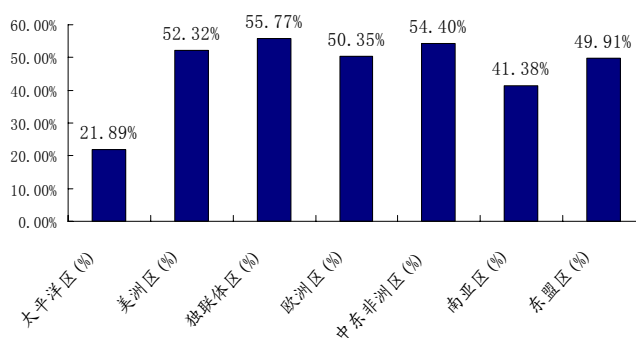


图 26 公司海外收入分地区毛利情况



资料来源：WIND

3.4 并购完善产业链布局，杠杆效应明显

观察公司历史，我们发现并购对于公司发展具有重要意义。通过收购行业内具有不同竞争优势的公司，公司达到了完善产业链和充实科研实力的目的，同时也使得自己的销售网络得到有效扩张。公司目前计划利

用超募资金继续实施并购，标的主要定位于具有军工等领域生产资质的厂商，以进一步扩张产品线。根据公司提出的 2013 年 30 亿，2015 年 50 亿收入的增长目标，我们认为未来 3 年还将实施 2-3 次并购，标的收入规模将在 1 亿元左右。

表 8 公司近年收购标的及主要成效一览

收购标的	收购时间	收购价	行业地位	收购效应
MARKETRONICS	2007-2009	124 万美元	美国本土通信公司，拥有成熟销售网络	完善了在美销售网络，成功切入美洲市场
哈侨航	2008	2634 万元	国内数字集群产品技术龙头	增强科研实力
赛格通信	2008	4000 万元	国内轨道交通无线通信龙头	切入轨道交通通信市场，获得跟 EADS 合作机会
PMR	2011	200 万欧元	欧洲 TETRA MOU 组织成员，具有完整的 TETRA 系统解决方案	获得独立开发 TETRA 数字集群产品能力

资料来源：公司招股书

四、盈利预测与估值

4.1 模拟系统与终端业务收入预测

根据数字替代模拟业务的趋势，我们预计未来公司模拟业务增速将呈现缓慢下降。预测未来公司模拟系统与终端业务增速如下：

表 9 模拟系统与终端业务收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
系统	54386	65263	75052	82558	83383
终端	15787	15945	16104	16265	16428
YOY 假设		20%	15%	10%	5%
合计（万元）	70173	81208	91157	98823	99812

资料来源：公司招股书、中投证券研究所

4.2 数字系统与终端业务收入预测

公司数字集群系统业务收入目前主要来自于两部分：第一部分是募投项目中重点开发的 PDT 系统；第二部分来自于 TETRA 市场：1、旗下赛格公司通过 ODM 欧宇航公司产品在国内地铁项目上产生的收入；2、收购德国 PMR 公司后，未来独立开拓的 TETRA 市场。考虑到 PDT 是国内独立数字标准，市场将面临良好成长前景，我们参照募投说明所给出的量价指标预测 PDT 系统收入；而对于 TETRA 市场，我们根据调研

情况，假定 PMR 公司从 2012 年开始正常盈利²，并从 2013 年开始恢复增长，增速逐年为 5%、10%、15%（行业平均增速）；

表 10 数字系统业务收入预测

		2011E	2012E	2013E	2014E
	载频数量（个）	340	1000	1535	1535
PDT	载频单价（万元/个）	17	16	14.86	14.86
	收入（万元）	5780	16000	22810	27372
TETRA	PMR 公司收入（万元）		20000	24000	28800
合计（万元）		5780	36000	46810	56172

资料来源：公司招股书、中投证券研究所

数字终端业务方面，按照公司募投中对于未来的产能及收入计划，我们预测如下表。需要指出的是，此处对于数字终端价格的假设略偏保守。根据我们对行业的了解，目前市场上的高级专网数字终端价格可远高于表内价格假设。

表 11 数字终端业务收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
产量（万台）		11.7	21.4	31.4	36.11
价格（元/台）		2407	2407	2407	2407
收入（万元）	6269	34479	57826	81848	96964

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

4.3 OEM 业务预测

公司开展对索尔斯光电的 OEM 业务主要为调剂产能和训练工人需要，我们认为，随着公司产品线的不断完善，OEM 业务将不再继续快速扩张，速度将保持在行业平均增速 15%左右。

4.4 毛利率假设

根据前文对于行业特点的分析，我们认为公司在模拟系统和终端，以及数字终端领域的高毛利是可以保持的。从数字系统产品来看，目前公司主要通过 ODM 欧宇航产品，毛利偏低。但随着募投项目的达产，以及并购 PMR 公司盈利状况的好转，我们认为该产品毛利将呈现快速提升。我们假设系统产品成熟时毛利可达到 57%左右。

² 注：根据公司公告，PMR 公司

表 12 各产品线毛利率假设

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
模拟终端毛利 (%)	52%	52%	52%	52%	52%
模拟系统毛利 (%)	55%	55%	55%	55%	55%
数字终端毛利 (%)	50%	51%	51%	51%	51%
数字系统毛利 (%)	23%	50%	57%	57%	57%
OEM 业务毛利 (%)	12%	12%	12%	12%	12%
综合毛利率 (%)	44.79%	46.95%	48.84%	49.2%	49.14%

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

4.5 费用率假设

由于原有产品进入收获期，公司近年来三项费用率已经呈下降趋势。但我们认为公司目前正处于新产品研发和新市场扩充阶段，因此管理费用率和销售费用率都不会出现明显下降；财务费用由于上市后自有资金的增加将出现明显下降。参考近年来费用水平，以及国际可比公司净利润水平，我们对公司费用率预测如下：

表 13 各产品线费用率假设

	2010	2011E	2012E	2013E
管理费用率 (%)	19.2%	21.32%	20.92%	20.77%
销售费用率 (%)	12.14%	12.75%	12.54%	12.54%
财务费用率 (%)	2.18%	-1.18%	-2.32%	-2.16%
三项费用占比 (%)	33.56%	32.94%	31.17%	31.16%

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

4.6 估值

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73 元、1.28 元、1.58 元，给予公司 2011 年 23 倍 PE，合理股价为 29 元。给予“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	875	1957	2500	3054	营业收入	994	1434	2122	2597
现金	214	1082	1199	1463	营业成本	549	751	1072	1306
应收账款	373	508	766	938	营业税金及附加	4	5	8	9
其它应收款	14	24	37	43	营业费用	121	183	266	326
预付账款	27	42	60	71	管理费用	191	306	444	539
存货	247	298	437	537	财务费用	22	-15	-43	-51
其他	0	2	2	2	资产减值损失	8	8	8	8
非流动资产	247	551	584	627	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	142	455	489	533	营业利润	100	196	367	459
无形资产	40	40	40	40	营业外收入	30	30	30	30
其他	65	56	54	54	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1122	2508	3084	3681	利润总额	129	226	397	489
流动负债	668	531	755	914	所得税	13	23	41	50
短期借款	205	0	0	0	净利润	116	203	356	439
应付账款	187	236	338	417	少数股东损益	0	0	0	0
其他	275	295	417	497	归属母公司净利润	116	203	356	439
非流动负债	70	67	62	62	EBITDA	122	196	349	436
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.56	0.73	1.28	1.58
其他	39	36	32	32	主要财务比率				
负债合计	737	597	817	976	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	208	278	278	278	营业收入	38.5%	44.2%	48.0%	22.4%
资本公积	36	1289	1289	1289	营业利润	83.6%	95.8%	87.4%	24.9%
留存收益	139	342	698	1137	归属于母公司净利润	72.6%	74.5%	75.8%	23.0%
归属母公司股东权益	384	1911	2267	2705	获利能力				
负债和股东权益	1122	2508	3084	3681	毛利率	44.8%	47.6%	49.5%	49.7%
现金流量表					净利率	11.7%	14.1%	16.8%	16.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	30.2%	10.6%	15.7%	16.2%
经营活动现金流	97	44	136	284	ROIC	25.1%	18.0%	25.6%	28.0%
净利润	116	203	356	439	偿债能力				
折旧摊销	0	15	25	28	资产负债率	65.7%	23.8%	26.5%	26.5%
财务费用	22	-15	-43	-51	净负债比率	34.97	9.19%	6.62%	5.57%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.31	3.69	3.31	3.34
营运资金变动	0	-177	-222	-146	速动比率	0.93	3.08	2.70	2.72
其它	-41	18	20	14	营运能力				
投资活动现金流	-67	-326	-57	-71	总资产周转率	1.04	0.79	0.76	0.77
资本支出	67	326	58	71	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	0	0	-0	0	应付账款周转率	3.79	3.55	3.74	3.46
其他	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	29	1150	38	51	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.73	1.28	1.58
短期借款	35	-205	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.16	0.49	1.02
长期借款	-17	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.38	6.87	8.15	9.73
普通股增加	188	70	0	0	估值比率				
资本公积增加	26	1253	0	0	P/E	61.49	35.24	20.04	16.29
其他	-203	32	38	51	P/B	18.59	3.74	3.15	2.64
现金净增加额	54	868	117	264	EV/EBITDA	59	37	21	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434