

数字化集群产品引领公司高成长

海能达（002583）调研简报

投资要点：

✧ **事件：**近期我们调研了海能达，同公司高管就目前经营情况以及专网通信行业未来发展方向等方面进行深入交流。

调研要点：

✧ 1、公司专注专网通信，覆盖模拟和数字终端产品及集群系统

公司为我国专网领域龙头公司，长期致力于对讲机终端、集群通信系统的研发、制造、销售和服务，并提供整体解决方案。公司产品覆盖模拟和数字终端产品及集群系统，主要客户为公共安全（公安、武警、司法、消防以及边防）、公共事业（铁路、城轨、机场港口、石油石化、水利电力）、工商业（酒店、建筑、物管保安、物流、会展、大型赛事及大中型工业企业）。

✧ 2、长期受益于模拟向数字转型，市场份额继续提升

工信部部署国内集群通信系统模拟转数字，未来5年将带动公安专网50-60亿元的市场规模，公司作为具备DMR和PDT标准的系统设备供应商将长期受益，同时国内面临数十亿的模拟对讲机转为数字化，将给公司未来终端产品带来巨大的需求空间。国内专网市场规模2009年为37亿元，到2016年有望达到100亿元规模，复合增长率达14.5%，公司未来五年专网市场中模拟产品有望保持15%-20%增长，在数字产品特别是PDT市场将保持35-40%的增长速度，市场份额将继续上升。

✧ 3、数字化产品将有助于提升公司的核心竞争力

相对模拟产品市场，公司在专网通信数字化市场中占据领先地位，公司是全球第一家推出了PDT数字产品、第二家推出DMR数字终端产品，同时也是国内第一家推出自主研发的TETRA数字化终端产品。数字终端及系统产品价格是模拟产品的2-3倍左右，且由于专网通信市场特别是数字化产品客户以品质诉求为主，且分布广规模小，议价能力弱，产品价格下降风险较小，数字化产品毛利率维持在50%以上，进一步提升公司核心竞争力。

✧ 4、下半年营收有望较上半年翻番，期间费用继续回落

公司上半年实现营业收入5.7亿元，同比增长64.95%，其中数字产品实现545.14%爆发式的增长，模拟产品保持20%以上的稳定增长，数字化产品有望成为公司业绩爆点，由于通信行业收入存在前低后高的规律，以及公司下半年订单充足，下半年营业收入有望较上半年翻番，全年实现收入15亿元问题不大。随着公司规模扩大，数字化研发前期投入目前已经开始贡献业绩，公司期间费用继续回落，下降趋势具有持续性。

通信行业

未评级

风险评级：较高风险

2011年9月19日

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

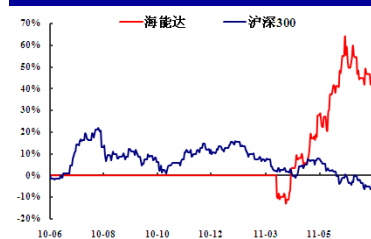
电话：0769-22119270

邮箱：yxl3@dgzq.com.cn

主要数据 2011年9月16日

收盘价(元)	25.66
总市值(亿元)	71.33
总股本(百万股)	278.00
流通股本(百万股)	70.00
ROE (TTM)	7.82
12月最高价(元)	29.20
12月最低价(元)	15.25

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

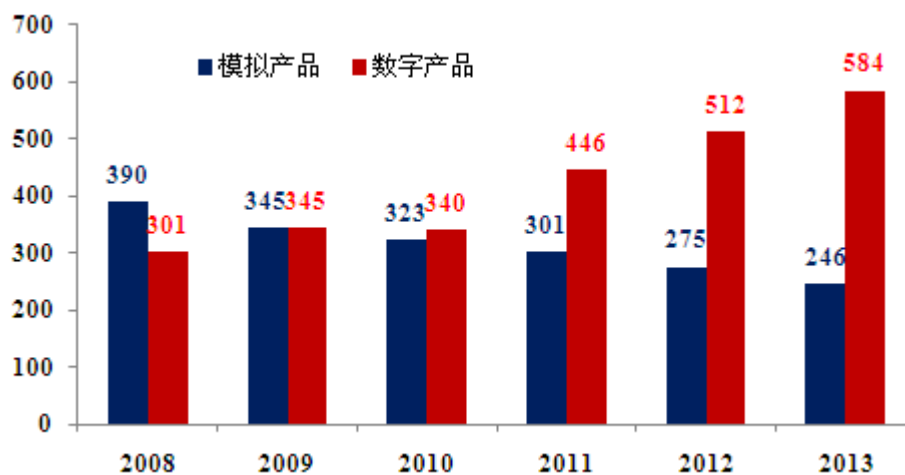
相关报告

5. 布局海外市场，进军新市场

公司 2011 年 6 月收购德国 PMR 公司，加强 TETRA 领域竞争力，积累技术，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。通过收购海外 PMR 公司来看，公司加强布局海外市场意图明显，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，目前公司拓展海外市场方面主攻发展中国家的市场，如拉美市场、新兴经济体，这些市场的专网需求空间巨大，特别是公共安全领域，发展中国家社会不稳定以及加大公共安全产品的投入将带动公司海外市场的巨大需求空间。

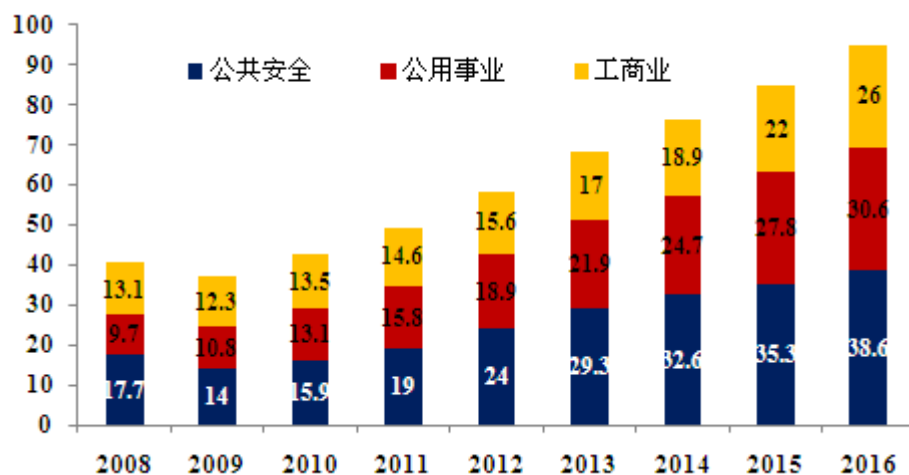
同时公司继续加大研发投入，为未来进入军工市场打下坚实的基础，军工市场是未来公司另外一大拓展方向。

图 1：2008-2013 全球模拟和数字集群产品市场规模（单位：亿元）



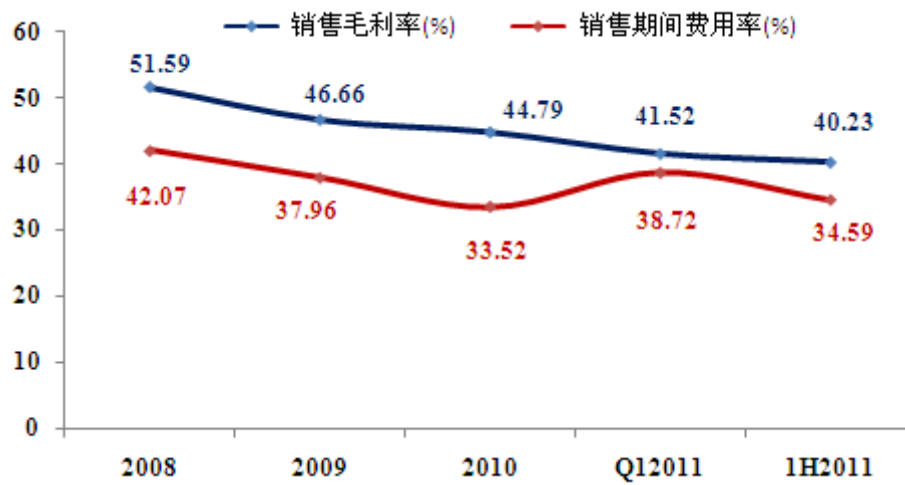
资料来源：东莞证券研究所，汉鼎咨询

图 2：中国专网集群通信市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：东莞证券研究所，汉鼎咨询

图 3：公司销售毛利率和期间费用率情况



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

6. 投资建议及评级

公司下半年业绩快速增长可期，全年有望实现 15 亿元的营业收入，预计公司 2011-2012 年基本每股收益 0.72 元和 1.21 元，对应 PE 分别为 35.93 倍和 21.2 倍，考虑目前有一定的估值压力，目前暂不评级。

7. 风险提示

模转数进度低于预期、行业政策风险、产品价格下降及原材料价格上涨风险。

财务报表预测及估值指标（单位：百万元）

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	994.36	1,468.67	2,223.57	3,213.06	净利润	116.19	199.10	336.84	385.97
营业成本	549.03	784.27	1,138.47	1,760.76	折旧与摊销	31.84	8.31	14.26	21.96
营业税金及附加	3.57	5.29	8.00	11.57	财务支出	20.80	14.17	14.54	14.61
销售费用	120.69	177.71	284.62	420.91	投资损失	0.00	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	190.92	296.67	426.93	591.20	净营运资本变动	-71.84	-154.35	-238.13	-203.73
财务费用	21.67	14.17	14.54	14.61	经营活动现金流	97.00	57.23	117.51	208.81
资产减值损失	8.40	11.75	17.79	25.70	资本支出	-66.97	-5.67	-13.12	-21.92
其他经营收益	0.00	10.00	10.00	10.00	其它投资	0.15	10.00	10.00	10.00
营业利润	100.07	188.81	343.22	398.30	投资活动现金流	-66.82	4.33	-3.12	-11.92
利润总额	129.46	223.21	377.62	432.70	股权融资	58.08	1,287.23	0.00	0.00
减 所得税	13.27	24.11	40.78	46.73	债券融资	331.77	76.93	158.53	207.79
净利润	116.19	199.10	336.84	385.97	股利分配及其它	-14.86	-14.17	-14.54	-14.61
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	374.99	1,349.98	143.98	193.18
归母公司净利润	116.19	199.10	336.84	385.97	货币资金净变动	405.16	1,411.54	258.38	390.07
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	213.60	1,625.14	1,883.52	2,273.59	成长能力(YOY)				
应收账款	372.51	587.47	889.43	1,285.22	营业收入	38.55%	47.70%	51.40%	44.50%
预付账款	26.87	47.06	68.31	105.65	营业利润	83.56%	88.68%	81.78%	16.05%
存货	247.38	367.17	555.89	803.26	归母公司净利润	72.58%	71.35%	69.18%	14.59%
其它	14.19	15.19	22.74	32.63	盈利能力				
流动资产合计	874.55	2,642.02	3,419.88	4,500.35	销售毛利率	44.79%	46.60%	48.80%	45.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	11.69%	13.56%	15.15%	12.01%
固定资产合计	141.56	148.64	153.10	157.69	ROE	30.36%	10.65%	15.27%	14.89%
长期待摊费用	1.89	1.04	0.57	0.31	ROIC	14.54%	18.41%	8.35%	12.16%
其它	103.52	92.68	87.55	83.18	偿债能力				
非流动资产合计	246.97	242.36	241.21	241.18	资产负债率	18.41%	8.35%	12.16%	11.70%
资产总计	1,121.52	2,884.37	3,661.09	4,741.53	流动比率	1.31	2.72	2.42	2.14
短期借款	205.30	308.42	466.95	674.74	速动比率	0.94	2.34	2.03	1.76
应付账款	187.34	274.49	398.46	616.26	营运能力				
预收款项	102.24	149.01	216.31	334.54	资产周转率	1.04	0.73	0.68	0.76
其它	172.65	240.32	330.41	481.05	存货周转率	2.87	2.55	2.47	2.59
流动负债合计	667.52	972.25	1,412.13	2,106.60	应收账款周转率	3.17	3.06	3.01	2.96
长期借款	30.45	0.00	0.00	0.00	每股指标				
其它	67.89	69.67	41.50	41.50	每股收益	0.42	0.72	1.21	1.39
非流动负债合计	98.33	69.67	41.50	41.50	每股经营现金流	0.35	0.21	0.42	0.75
负债合计	737.19	1,013.75	1,453.63	2,148.10	每股净资产	1.85	6.72	7.93	9.32
实收资本	208.00	278.00	278.00	278.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	35.77	1,253.00	1,253.00	1,253.00	估值指标				
留存收益及其它	138.93	338.03	674.87	1,060.84	PE	61.54	35.91	21.23	18.53
所有者权益合计	382.70	1,869.03	2,205.87	2,591.84	PB	13.90	3.83	3.24	2.76
负债和权益总计	1,119.90	2,882.78	3,659.50	4,739.94	EV/EBITDA	44.56	33.88	19.01	16.02

资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn