

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: 25.00 元

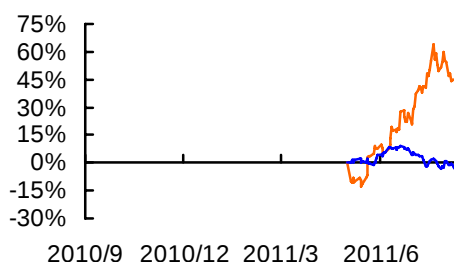
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10538.40
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	-7.89	32.56	0.00
深证成份指数	-6.27	-10.50	-17.96



相关报告

《海能达-专网无小事, 集群大天地》
2011-9-6

海能达

002583

推荐

模转数进程加快市场份额提升, 军工市场有望突破。

近期我们调研了公司, 就上半年公司业绩情况、集群通信行业发展态势, 以及收购公司的经营情况等热点问题进行了交流。

■ **模转数进程全球分布不均, 差异化策略助推公司成长。**对于国外发达国家而言, 目前使用集群通信网络的公共安全部门已经完成模转数, 但使用常规集群通信的工商业用户而言尚未完成该进程。而发展中国家则两方面进程均未完成。公司策略是在发达国家主推 DMR 类产品, 发挥性价比优势; 而在发展中国家则根据不同行业需要, 全面推进各条产品线的销售。上半年 DMR 产品销售态势良好, 我们预计全年 DMR 类产品销售收入有望实现翻番。

■ **发达国家集群通信厂商优势渐失, 发展中国家集群通信厂商崛起趋势明显。**从近年国际领先的专网集群通信公司 ICOM、SEPURA 等经营业绩来看, 收入已经出现连续下降趋势, 其主要原因一方面是其传统优势的公共安全市场已经完成模转数, 市场开始衰退; 另一方面来自发展中国家的专网集群通信厂商充分发挥性价比优势, 实现了市场份额的快速提升。我们预计随着数字化时代的到来, 专网集群通信行业有望复制公共移动通信行业模转数发展历程: 传统大厂商与小厂商之间技术差距日渐缩小, 发展中国家厂商迅速实现份额提升。

■ **PDT 相对于 TETRA 具有一定性价比优势, 明年 PDT 市场将规模启动。**PDT 一方面兼容模拟产品, 另一方面可大幅节约投入规模。若以一个省全面铺开计算, 投入比大概 PDT:TETRA=1:4 或 1:5。明年将是公安部 PDT 的启动年, 公司是 PDT 联盟组长, 具有显著技术优势, 我们预期至少可以占据 35%-40% 市场份额。公司并购 PMR 完成后, 同时具有 PDT 和 TETRA 两类产品线, 在国内实施差异化营销策略, 主推 PDT, 但对于对 TETRA 有明显偏好的行业客户 (如轨道交通) 则主要推广 TETRA 产品。

■ **模拟产品有望持续增长, 产能不会形成瓶颈。**对于专网集群通信而言, 终端出货量较小, 生产线建设及生产周期都不长, 因此产能对于公司不是障碍。公司上半年模拟产品继续保持健康增长的原因主要在于视频类新产品的收入贡献。我们预计未来模拟产品收入仍可保持 15% 左右的增长速度。

■ **南京公司未来将实现突破军工市场突破。**公司设立南京公司的主要目的是: 1、华东市场是公司弱势, 但潜力大, 因此需要一个市场开拓中心; 2、南京来自军工行业的需求比较大, 是公司后期开拓的重点方向。3、数字集群产品开始以后, 外来软件开发量会非常大, 而南京院校较多, 可以就近吸引人才。考虑到高层现在对于军工行业的开放态度已经逐渐明朗, 我们认为军工行业将有望给公司未来增长带来新看点。

■ **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。

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	60.53	34.69	19.73	16.04
P/B	18.30	3.68	3.10	2.60
EV/EBITDA	58	36	20	16

资料来源: 中投证券研究所

Q: 全球和国内模转数的主要情况, 公司在此进程中的战略定位。

A: 国外发达国家的情况分两方面: 首先是对于使用集群网络的政府、军队等行业来说, 模转数进程已告完成; 而在工商业等常规集群通信(对集群网络产品需求较弱)领域, 模转数进程刚刚开始, 因此还有较大空间。而对于发展中国家而言, 两方面的模转数都没有开始。因此, 公司的策略是在欧美发达国家市场主推 DMR 终端产品, 而在发展中国家, 则从系统设备到终端、从 TETRA 到 DMR 都可以大力推广。我国目前对模拟用户数量大, 但政府推进模转数决心明显。预计 5 年内国内一半用户转为数字。

Q: DMR 产品收入增长情况

A: DMR 产品上半年有 5000 多万, 全年收入增速预计可实现翻番, 而 2012 年至少也可以保持 50% 的增速。DMR 产品使我们开拓欧美市场的主打产品, 公司具有显著的性价比优势。

Q: PDT 相对于 TETRA 的主要优势, 国内 PDT 市场的启动预期

A: PDT 一方面有兼容模拟产品的优势, 另一方面相对 TETR 可大幅节约投入规模。若以一个省全面铺开计算, 投入比大概 PDT:TETRA=1:4 或 5。而对深圳这样的城市而言, 投入比大概 PDT:TETRA=1:2。明年将是公安部 PDT 的启动年, 如果以中等省会城市计算, 一张 PDT 网络铺设至少需要 6000 万以上的投资。初始建网时期公司来自系统设备的收入占比会更高, 此后随着普通终端、车载台、通信指挥车等产品的上量, 终端设备的收入会渐渐提升。目前国内竞争对手主要有 MOTO、大吉等公司, PDT 市场我们预期至少可以占据 35%-40%。

Q: 上半年模拟市场增速较快的主要原因, 产能会否形成瓶颈, 模拟产品价格情况如何。

A: 专网通信的终端产品由于产量小(100-200 万台产量), 因此从生产线建设到产能释放的速度也很快, 产能一般不构成障碍。因此我们预计模拟产品的增速可以保证。模拟产品目前价格降幅大约每年 3%。

Q: 公司在推进 TETRA 和 PDT 两种相互竞争产品的市场开拓方面如何协调

A: 对于太多地区, 我们还是主推擅长的 PDT, TETR 只面向那些对 TETRA 有偏好的客户。

Q: 国际同行 ICOM、SEPURA 近年业绩不好的主要原因是什么

A: 两方面原因: 一是传统的公共安全行业模转数进程已告完成, 二是来自发展中国家公司的产品在工商业行业中优势明显, 因此对他们形成了一定冲击。

Q: 设立南京公司的主要目的。

A: 主要三个目的: 1、华东市场是公司弱势, 但潜力大, 因此需要一个市场开拓中心; 2、南京来自军工行业的需求比较大, 是公司后期开拓的重点方向。3、数字集群产品开始以后, 外来软件开发量会非常大, 而南京院校较多, 可以就近吸引人才。军工行业开放已经是高层所明确的态度, 但该领域门槛较高, 公司也在积极寻找合作方。

Q: 赛格的地铁项目还有多少订单在手? 明年情况如何?

A: 目前大概还有 5000 万-6000 万。明年地铁项目的收入还会有, 但不会有今年这么多。

Q: 收购德国 PMR 公司的经营情况及盈利预期

A: 收购公司将会在今年年底并表。目前主要是对原有 TETRA 系统产品进行整合, 包装, 在海外开拓市场。预计到明年, 公司盈利状况会有明显提升。

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	60.53	34.69	19.73	16.04
其他	-203	32	38	51	P/B	18.30	3.68	3.10	2.60
现金净增加额	54	868	117	264	EV/EBITDA	58	36	20	16

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。

免责声明

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434