

## 强烈推荐-A (维持)

海能达 002583.SZ

目标估值: 33.00 元

当前股价: 24.31 元

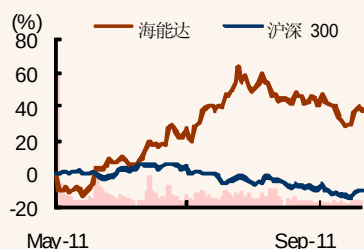
2011 年 10 月 17 日

### 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 上证综指        | 2431  |
| 总股本 (万股)    | 27800 |
| 已上市流通股 (万股) | 7000  |
| 总市值 (亿元)    | 68    |
| 流通市值 (亿元)   | 17    |
| 每股净资产 (MRQ) | 6.1   |
| ROE (TTM)   | 7.8   |
| 资产负债率       | 28.9% |
| 主要股东        | 陈清州   |
| 主要股东持股比例    | 59.5% |

### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -2 | 22 | 22  |
| 相对表现 | 1  | 43 | 40  |



### 相关报告

- 1、《海能达 (002583) - 掌握核心技术, 享受专网通信行业“模转数”盛宴》2011/8/2
- 2、《海能达 (002583) - 2011 年半年报点评: 数字产品放量增长, 预计 1-9 月业绩大增百分之 100-130》2011/8/11

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn  
S1090511040042

研究助理

陈鹏

0755-83271951  
chenpeng4@cmschina.com.cn

周炎

0755-82853775  
zhouyan3@cmschina.com.cn

## 全球份额升至第二, 未来成长路径非常清晰

IMS Research 发布 2010 年全球专业通信市场研究报告相关数据, 海能达全球市场份额大幅提升。我们认为这充分反映出其产品的品牌、性能、质量、价格优势, 以及数字产品已经得到市场认同, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72/1.31/2.03 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 6 个月目标价 33.00 元。

- q IMS Research 发布了 2010 年全球专业通信市场研究报告, 海能达全球市场份额大幅提升。报告显示, 海能达在终端市场以 12.6% 的市场份额名列全球第二。在模拟终端领域, 以 16.3% 的市场份额名列第二 (2008 年为 9.4%); 在数字终端领域, 产品自 2010 年 3 月上市以来, 不到一年以 1.3% 的市场份额跻身全球第七; 在全球信道市场, 以 11% 的市场份额名列全球第二。
- q 市场份额大幅提升, 充分反映出公司产品的性能、价格、品牌优势, 以及数字产品已经得到市场认同。一方面, 在传统模拟终端市场份额上的大幅提高, 充分反映出海能达产品品牌、性能和质量与国外产品处于同一档次, 受益于性价比优势、营销网络的拓展, 在市场开拓上收效显著。另一方面, 数字终端产品的市场份额在不到一年时间内从零, 迅速提高到全球第七的 1.3%, 则反映出海能达 TETRA、DMR 数字产品已经得到市场充分认同。
- q 公司成长路径非常清晰, 未来高增长可期。专网通信行业进入“模转数”技术升级期, 掌握核心技术的公司具有巨大的成长机遇。目前海能达是全球极少数同时掌握 TETRA、DMR、PDT、dPMR 等多种数字通信标准核心技术的厂商之一, 中国专网通信数字技术标准的主要制订者。数字产品是公司主要收入增长点, 承接整体解决方案项目和收购扩张提供了业绩超预期可能。公司成长路径非常清晰, 高增长确定性强, 未来份额将进一步提升。
- q 维持“强烈推荐-A”评级。我们维持之前的盈利预测, 预计 2011-2013 年海能达 EPS 分别为 0.72/1.31/2.03 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 6 个月目标价 33.00 元, 对应 2011-2013 年 PE 分别为 45.8/25.2/16.3。
- q 风险提示: 软件退税进度低于预期、人民币升值风险、全球化竞争风险、公司收购后的融合风险。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 718  | 994  | 1450  | 2046  | 2839  |
| 同比增长      | 19%  | 39%  | 46%   | 41%   | 39%   |
| 营业利润(百万元) | 55   | 100  | 194   | 382   | 611   |
| 同比增长      | 14%  | 84%  | 94%   | 97%   | 60%   |
| 净利润(百万元)  | 67   | 116  | 199   | 363   | 564   |
| 同比增长      | 53%  | 73%  | 72%   | 82%   | 55%   |
| 每股收益(元)   | 0.24 | 0.42 | 0.72  | 1.31  | 2.03  |
| PE        | 7.2  | 43.5 | 33.9  | 18.6  | 12.0  |
| PB        | 2.3  | 13.3 | 3.5   | 3.0   | 2.5   |

资料来源: 招商证券

## IMS Research 2010 年全球专业通信市场研究报告点评

海能达在官方网站上公布了 IMS Research 最新报告的相关数据。

2011 年 9 月，IMS Research 发布了 2010 年全球专业通信市场研究报告，海能达在终端市场以 12.6% 的市场份额名列全球第二，其中数字终端以 1.3% 的市场份额名列全球第七。

报告显示，在模拟终端领域，海能达继续保持优势，以 16.3% 的市场份额名列第二（2008 年海能达在全球持牌模拟终端领域的市场份额为 9.4%）；在数字终端领域，海能达数字产品自 2010 年 3 月上市以来，不到一年实现了零的突破，并以 1.3% 的市场份额跻身全球第七。此外，报告还显示：在全球信道市场，海能达以 11% 的市场份额名列全球第二。

对此，我们认为，一方面，海能达在传统模拟终端市场份额上从 2008 年的 9.4% 大幅提高到 2010 年 16.3%，充分反映出海能达公司产品品牌、性能和质量与国外产品处于同一档次，受益于性价比优势、营销网络的拓展，海能达在传统模拟市场开拓上收效显著。另一方面，海能达数字终端产品的市场份额在不到一年时间内从零，迅速提高到全球第七的 1.3%，充分反映出海能达 TETRA、DMR 数字产品已经得到市场充分认同，未来数字产品市场非常广阔。

因此，我们认为，从行业的角度来看，专网通信行业进入“模转数”技术升级期，掌握核心技术的企业具有巨大的成长机遇。国内市场和数字市场增长迅速，具有强大技术能力和市场能力的企业在行业成长中受益更明显，竞争优势将不断被强化，使得未来行业竞争中马太效应明显，将会呈现出大者恒大、强者更强的竞争格局。

目前公司是全球极少数同时掌握 TETRA、DMR、PDT、dPMR 等多种数字通信标准核心技术的厂商之一，中国专网通信数字技术标准的主要制订者，技术领先优势显著。海能达价格要比国外竞争对手便宜 30-50%，性价比优势十分明显。公司已经基本建立起了覆盖全球的营销网络，海外市场的扩张已经度过了开拓期和初始投入期。

海能达未来成长路径非常清晰，数字产品保证了公司未来持续高增长，承接整体解决方案项目和收购扩张提供了业绩超预期可能。未来数字产品是公司主要收入增长点，国内市场主要看公安系统的 PDT 网络建设，国外市场主要看 TETRA 以及 DMR 产品的推广。我们认为，未来五年，国内公安 PDT 市场应该能为海能达贡献 60 亿左右收入。海外市场，2011 年的数字终端销售额应该在 3 亿元左右，2012 年将在此基础上至少增长 60% 以上。另外，德国 PMR 公司收购进展顺利，公司已开始购置厂房准备进行设备搬迁和产线转移，海能达将来会有机会承接专网通信整体解决方案项目，这类一般是全国性或者区域性的专网通信整体网络，投资一般在几千万美金以上，金额巨大。公司还有超募资金在手，不排除公司未来会通过收购兼并的方式进入军工、铁路、系统集成等市场。这两个因素都为公司提供了业绩超预期可能。

我们维持之前的盈利预测，预计 2011-2013 年海能达 EPS 分别为 0.72/1.31/2.03 元，维持“强烈推荐-A”投资评级，6 个月目标价 33.00 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 45.8/25.2/16.3。

## 附：海能达官方网站公告——海能达在终端市场份额升至全球第二

<http://www.hytera.com.cn/news/detail.aspx?menuid=0103010501&id=1393>

2011 年 9 月，IMS Research 发布了 2010 年全球专业通信市场研究报告：海能达在终端市场以 12.6% 的市场份额名列全球第二，其中数字终端以 1.3% 的市场份额名列全球第七。

IMS Research 总部位于英国，是全球领先专注于电子行业的独立市场研究及咨询机构，其每两年发布一次的行业研究报告已成为全球专业无线通信领域内最重要的依据，受到全球各大厂商及专业人士的广泛关注。根据其《全球持牌专业无线通信市场-2011 版》报告：2010 年，海能达以 12.6% 的市场份额在全球终端市场名列第二，成为全球最具竞争力的主流供应商，发展迅猛。

**表 1：2010 年全球专业无线通信主要企业持牌终端出货量情况**

| 公司       | 2010 年市场份额 |
|----------|------------|
| Motorola | 51.60%     |
| Hytera   | 12.60%     |
| Kenwood  | 8.40%      |
| Icom     | 6.80%      |
| Kirisun  | 5.70%      |
| EADS     | 3.60%      |
| Sepura   | 2.50%      |
| Vertex   | 2.50%      |
| Harris   | 1.80%      |
| Others   | 4.50%      |

资料来源：IMS，招商证券

**表 2：2010 年全球专业无线通信主要企业持牌模拟终端出货量情况**

| 公司          | 2010 年市场份额              |
|-------------|-------------------------|
| Motorola    | 52.10% (2008 年, 56.70%) |
| Hytera      | 16.30% (2008 年, 9.40%)  |
| Kenwood     | 8.90% (2008 年, 16.20%)  |
| Icom        | 7.60% (2008 年, 9.10%)   |
| Kirisun     | 6.50%                   |
| Vertex      | 3.10%                   |
| Tait        | 1.60% (2008 年, 2.50%)   |
| Team Simoco | 1.50%                   |
| Others      | 2.40%                   |
| <b>合计</b>   | <b>100.00%</b>          |

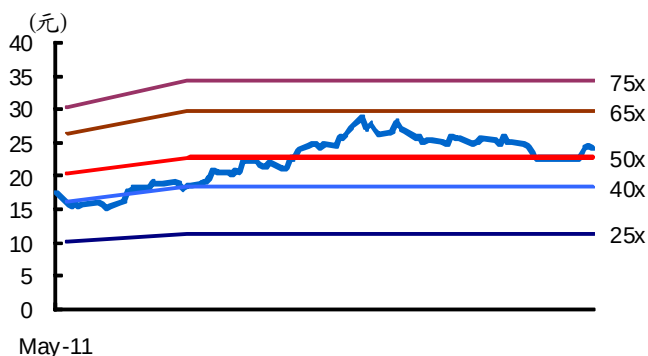
资料来源：IMS，招商证券

报告显示，在模拟终端领域，海能达继续保持优势，以 16.3% 的市场份额名列第二 (2008 年海能达在全球持牌模拟终端领域的市场份额为 9.4%)；在数字终端领域，海能达数字

产品自 2010 年 3 月上市以来，不到一年实现了零的突破，并以 1.3% 的市场份额跻身全球第七。此外，报告还显示：在全球信道市场，海能达以 11% 的市场份额名列全球第二。

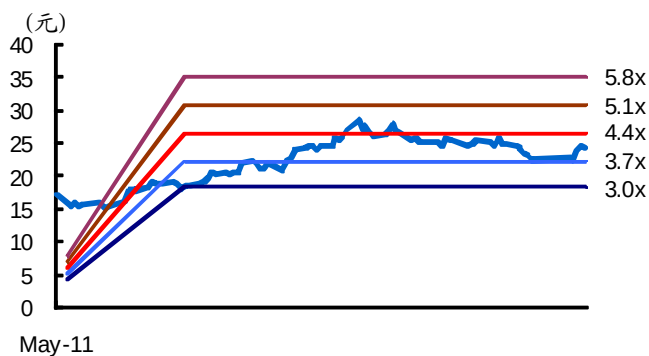
今年以来，海能达继续推进技术创新，深化全球战略。随着对德国罗德施瓦茨的 TETRA 系统业务的收购完成，公司将加快数字产品的研发进程，提供更完善的系列化数字产品及解决方案以满足全球不同地区客户的差异化需求；同时，公司正在构建全球多个业务中心（如欧洲、俄罗斯、中东及南美等），通过贴近本地市场的服务，增强更快速的顾客响应和项目执行能力，从而赢得更多客户认可，进一步提升全球市场份额。

图 1：海能达历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

图 2：海能达历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

### 参考报告：

- 1、《通信行业 2011 年中期投资策略：公网通信投资回暖，专网通信技术升级》2011/6/7
- 2、《海能达（002583）-掌握核心技术，享受专网通信行业“模转数”盛宴》2011/8/2
- 3、《海能达（002583）-中标国内首个公安系统 PDT 商用合同，PDT 商用大幕拉起》2011/8/3
- 4、《海能达（002583）-2011 年半年报点评：数字产品放量增长，预计 1-9 月业绩大增百分之 100-130》2011/8/11
- 5、《海能达（002583）-只是退税而已，股价下跌将是绝佳的买入机会》2011/10/13



## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009       | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 589        | 875         | 2350        | 2593        | 3213        |
| 现金             | 153        | 214         | 1454        | 1342        | 1509        |
| 交易性投资          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 1          | 0           | 3           | 4           | 6           |
| 应收款项           | 255        | 373         | 524         | 739         | 1025        |
| 其它应收款          | 18         | 14          | 22          | 31          | 43          |
| 存货             | 136        | 247         | 307         | 421         | 556         |
| 其他             | 26         | 27          | 41          | 57          | 75          |
| <b>非流动资产</b>   | 198        | 247         | 421         | 455         | 500         |
| 长期股权投资         | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 125        | 142         | 301         | 320         | 353         |
| 无形资产           | 13         | 40          | 56          | 71          | 84          |
| 其他             | 60         | 65          | 64          | 64          | 64          |
| <b>资产总计</b>    | <b>787</b> | <b>1122</b> | <b>2772</b> | <b>3047</b> | <b>3714</b> |
| <b>流动负债</b>    | 478        | 673         | 761         | 733         | 944         |
| 短期借款           | 170        | 205         | 205         | 0           | 0           |
| 应付账款           | 102        | 187         | 270         | 370         | 490         |
| 预收账款           | 73         | 102         | 83          | 114         | 151         |
| 其他             | 133        | 178         | 202         | 248         | 303         |
| <b>长期负债</b>    | 98         | 70          | 69          | 69          | 69          |
| 长期借款           | 47         | 30          | 30          | 30          | 30          |
| 其他             | 51         | 39          | 39          | 39          | 39          |
| <b>负债合计</b>    | <b>576</b> | <b>742</b>  | <b>830</b>  | <b>802</b>  | <b>1013</b> |
| 股本             | 20         | 208         | 278         | 278         | 278         |
| 资本公积金          | 10         | 36          | 1329        | 1329        | 1329        |
| 留存收益           | 180        | 136         | 335         | 638         | 1094        |
| 少数股东权益         | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 母公司所有者权益       | 210        | 379         | 1942        | 2245        | 2700        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>787</b> | <b>1122</b> | <b>2772</b> | <b>3047</b> | <b>3714</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009      | 2010      | 2011E       | 2012E        | 2013E      |
|----------------|-----------|-----------|-------------|--------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 11        | 97        | 107         | 210          | 350        |
| 净利润            | 67        | 116       | 199         | 363          | 564        |
| 折旧摊销           | 18        | 18        | 31          | 44           | 49         |
| 财务费用           | 15        | 22        | (5)         | (20)         | (21)       |
| 投资收益           | 0         | 0         | 0           | 0            | 0          |
| 营运资金变动         | (92)      | (56)      | (137)       | (193)        | (262)      |
| 其它             | 3         | (3)       | 18          | 16           | 21         |
| <b>投资活动现金流</b> | (102)     | (67)      | (212)       | (78)         | (95)       |
| 资本支出           | (32)      | (62)      | (212)       | (78)         | (95)       |
| 其他投资           | (70)      | (4)       | 1           | 0            | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | 128       | 29        | 1345        | (244)        | (88)       |
| 借款变动           | 77        | (24)      | (22)        | (205)        | 0          |
| 普通股增加          | 0         | 188       | 70          | 0            | 0          |
| 资本公积增加         | (21)      | 26        | 1293        | 0            | 0          |
| 股利分配           | 0         | 0         | 0           | (60)         | (109)      |
| 其他             | 73        | (161)     | 4           | 20           | 21         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>37</b> | <b>59</b> | <b>1241</b> | <b>(112)</b> | <b>167</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 718  | 994  | 1450  | 2046  | 2839  |
| 营业成本             | 383  | 549  | 795   | 1089  | 1440  |
| 营业税金及附加          | 3    | 4    | 5     | 7     | 10    |
| 营业费用             | 91   | 121  | 175   | 224   | 301   |
| 管理费用             | 166  | 191  | 276   | 352   | 483   |
| 财务费用             | 15   | 22   | (5)   | (20)  | (21)  |
| 资产减值损失           | 5    | 8    | 10    | 12    | 15    |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 55   | 100  | 194   | 382   | 611   |
| 营业外收入            | 20   | 30   | 30    | 32    | 33    |
| 营业外支出            | 0    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 75   | 129  | 223   | 413   | 644   |
| 所得税              | 7    | 13   | 24    | 50    | 80    |
| <b>净利润</b>       | 67   | 116  | 199   | 363   | 564   |
| 少数股东损益           | (0)  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 67   | 116  | 199   | 363   | 564   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.24 | 0.42 | 0.72  | 1.31  | 2.03  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 19%   | 39%   | 46%   | 41%   | 39%   |
| 营业利润           | 14%   | 84%   | 94%   | 97%   | 60%   |
| 净利润            | 53%   | 73%   | 72%   | 82%   | 55%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 46.7% | 44.8% | 45.2% | 46.8% | 49.3% |
| 净利率            | 9.4%  | 11.7% | 13.7% | 17.8% | 19.9% |
| ROE            | 32.0% | 30.6% | 10.3% | 16.2% | 20.9% |
| ROIC           | 13.7% | 17.2% | 7.8%  | 14.0% | 18.9% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 73.3% | 66.2% | 29.9% | 26.3% | 27.3% |
| 净负债比率          | 31.4% | 23.0% | 8.5%  | 1.0%  | 0.8%  |
| 流动比率           | 1.2   | 1.3   | 3.1   | 3.5   | 3.4   |
| 速动比率           | 0.9   | 0.9   | 2.7   | 3.0   | 2.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.9   | 0.9   | 0.5   | 0.7   | 0.8   |
| 存货周转率          | 3.3   | 2.9   | 2.9   | 3.0   | 3.0   |
| 应收帐款周转率        | 3.3   | 3.2   | 3.2   | 3.2   | 3.2   |
| 应付帐款周转率        | 3.9   | 3.8   | 3.5   | 3.4   | 3.3   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.24  | 0.42  | 0.72  | 1.31  | 2.03  |
| 每股经营现金         | 0.04  | 0.35  | 0.39  | 0.75  | 1.26  |
| 每股净资产          | 0.76  | 1.36  | 6.98  | 8.08  | 9.71  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.22  | 0.39  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 7.2   | 43.5  | 33.9  | 18.6  | 12.0  |
| PB             | 2.3   | 13.3  | 3.5   | 3.0   | 2.5   |
| EV/EBITDA      | 120.5 | 75.4  | 47.7  | 26.0  | 16.5  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**张良勇**，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师，2006-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师。

**陈鹏**，工学学士，管理学硕士，6 年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

**周炎**，理学硕士，3 年运营商从业经验，目前为招商证券通信行业研究员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。