

东方通信 (600776.sh)

金融电子和交换传输转型为核心业务，数字集群迎来拐点

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010003

金融电子和交换传输转型为核心业务，未来稳定增长

公司经过战略转型，毛利率较高的金融电子设备和交换传输网络逐渐成为公司的核心业务，而毛利率较低的通信电子制造呈逐年减少趋势。金融电子今年的主要目标是突破中国银行、农村信用社等，自主研发的 POTEVIO 系列 ATM 机是国内唯一入围工总行的产品，销售收入增长超 50%是大概率事件；交换传输网络毛利率稳定在 40%-50%，未来将保持 20%左右的稳定增长。

数字集群迎来业绩拐点，大型活动成为催化剂

我们认为公司目前的技术储备，具备承接国内大型项目的能力，TETRA 从 2007 年开始立项，每年 7000-8000 万的研发投入，系统已有了成熟产品；PDT 从 2011 年 3 月开始投入研发。eTRATM 是公司自主研发的数字集群通信系统，支持 TETRA 和 PDT 的混合组网。“十二五”期间，公安数字将会大规模建网，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。目前，公司在辽宁（沈阳）、山东（枣庄、泰安）、江苏省（无锡）等地区的试验网工作稳步进行，布局四年多的数字集群业务有望迎来业绩拐点。

盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 1.87、3.55 与 5.38 亿元，增速为 28.82%、89.88%与 51.66%，全面摊薄 EPS 为 0.15、0.28 与 0.43 元，我们给予“买入”评级，未来 6 个月目标价格 7.06 元，对应 12 年 25 倍 PE。

风险提示

数字集群业务低于预期；金融机具行业增速下降的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3688.71	2727.25	3008.63	3514.75	3916.02
增长率(%)	-58.04%	-26.06%	10.32%	16.82%	11.42%
EBITDA(百万元)	187.64	79.29	147.10	313.26	482.32
净利润(百万元)	98.55	144.94	186.71	354.51	537.65
增长率(%)	1.68%	47.07%	28.82%	89.88%	51.66%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.15	0.28	0.43
市盈率	79.53	45.15	39.82	20.97	13.83
市净率	3.31	2.60	2.75	2.43	2.07
EV/EBITDA	34.60	68.51	40.44	17.28	9.73

数据来源:东方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



当前价格	5.92 元
合理价值	7.06 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	11.91	0.00	-1.17
沪深 300	5.67	-2.37	-23.13

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1256/956

主要股东:

普天东方通信集团有限公司

主要股东持股比例 48.13%

流通 A 股比例 76.11%

财务比率

ROE 5.76%

ROA 4.38%

资产负债率 19.37%

2010 年报数据

2006年公司实现营业收入1,959,871.53万元，净利润3,723.32万元，净利润率仅0.19%，经过几年的战略转型，毛利率较高的金融电子设备和交换传输网络逐渐成为公司的核心业务，而毛利率较低的通信电子制造呈逐年减少趋势。2011年1-9月份公司实现营业收入217,195.04元，同比增长23.83%，净利润10,884.37万元，同比增长15.45%，净利润率上升到5.01%。

图 1：2005 年-2011 年公司收入和净利润率

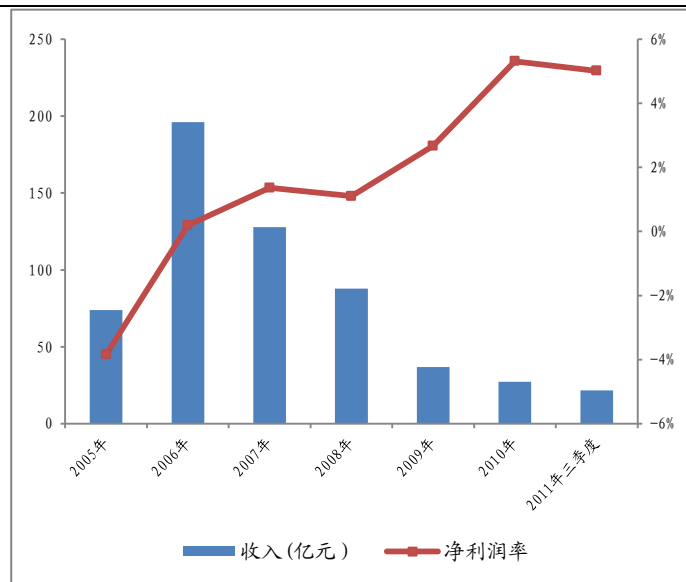
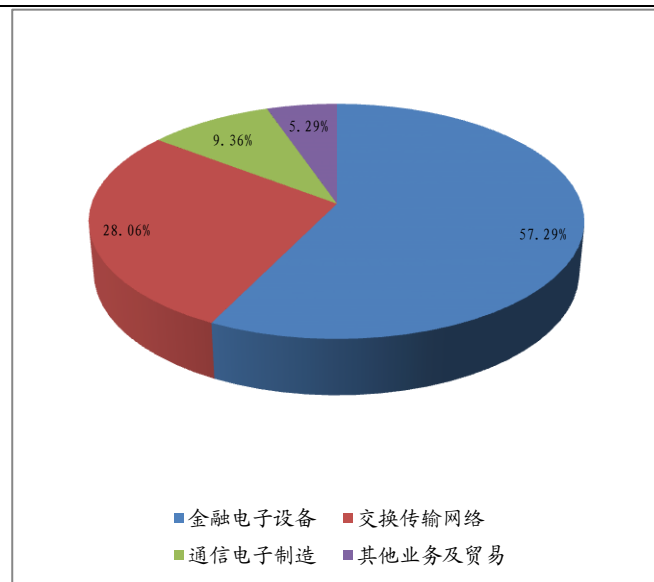


图 2：公司利润构成



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

金融电子和交换传输转型为核心业务，未来稳定增长

通信电子制造业务，由于市场恶性竞争不断以及劳动成本不断上涨，公司从2006年开始战略转型，2006-2010年，营业收入分别为1,933,775.93万元、1,246,367.42万元、835,830.70万元、301,738.05万元、147,848.11万元，毛利率分别为1.61%、1.13%、1.16%、1.37%、1.66%，明显呈下降趋势，公司产业的重点向毛利较高的金融电子设备和交换传输网络聚焦，同时新增安防视频监控类业务。

金融电子设备业务，公司起初给Wincor-Nixdorf做代理起家，逐渐开始自主研发，2008-2010年营业收入分别为28,610.57万元、35,360.17万元、49,380.47万元。2010年公司ATM机销量约5000台，其中自主品牌约1700台（工商银行约900台，其它是邮储储蓄银行等），自主研发的POTEVIO系列ATM机更是国内唯一入围工总行的产品。今年上半年，公司在巩固和扩大原有客户的同时，成功入围包括工商银行、农业银行、光大银行、邮政储蓄银行、招商银行、交通银行、深圳发展银行、各地省级农信及城市商业银行等，今年的主要目标是突破中国银行、农村信用社等，销售收入增长超过50%是大概率事件。同时，公司自主品牌销量和市场区域均保持良好发展，产品价格比Wincor-Nixdorf的低20%，今年占比可能会超过一半；同时，公司海外市场也进一步得到拓展。

交换传输网络业务，主要包括移动增值业务和通信服务，2008-2010年营业收入分别为7,225.68万元、21,313.88万元、22,674.61万元，其中IPS是东信旗下从事电信增值业务的专属品牌，目前，全球超过三亿的电话用户正通过东信IPS平台获得优质的电

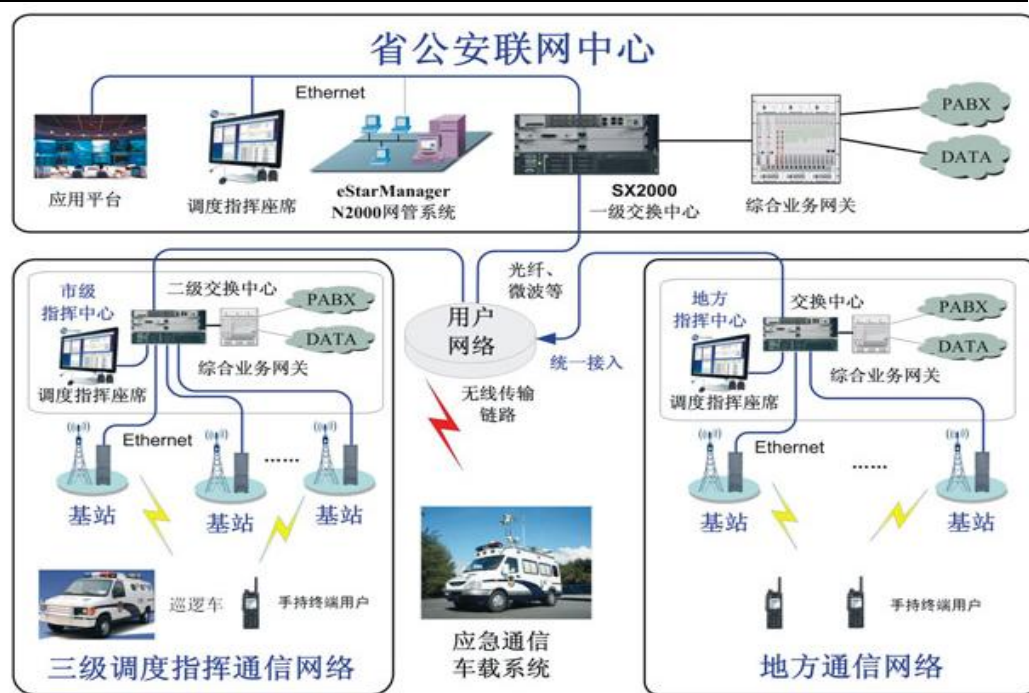
信增值服务；通信服务主要包括网络评估、室分综合服务、综合维护、网络优化、网络规划、系统工程、系统平台软件、测试维护软件等。交换传输网络毛利率稳定在40%-50%，未来将保持20%左右的稳定增长。

数字集群迎来业绩拐点

数字集群领域，公司试验网工作稳步推进，上半年加入TETRA和DMR协会，成为PDT联盟常务理事，800M和380M基站分别获工信部型号核准证和南非ICASA 型号核准证。其中TETRA从2007年开始立项，每年7000-8000万研发投入，目前系统已经有了成熟的自主产品；PDT从2011年3月份开始投入研发。

TETRA是欧洲通信标准协会制订的开放性数字集群标准，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。eTRATM是公司根据国内外客户的需求，自主研发的数字集群通信系统，支持TETRA和PDT的混合组网，在城市人口密集的地区，架设TETRA基站，紧急任务时满足公安大规模集结时高话务量通话的需求；在人口稀少的郊区使用PDT基站，控制基站数量，减少用户投资。

图 3：公安系统解决方案架构图



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

eTRATM提供350MHz, 380MHz-430MHz 和800MHz等频段的产品，并根据客户需求定制相应频段的产品，主要应用于公共安全、轨道交通、政务、军队、物流、港口、民航、航运、电力、石油化工等行业的指挥调度。“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。目前，公司在辽宁（沈阳）、山东（枣庄、泰安）、江苏省（无锡）等地区的试验网工作稳步进行，布局四年多的数字集群业务有望迎来业绩拐点。

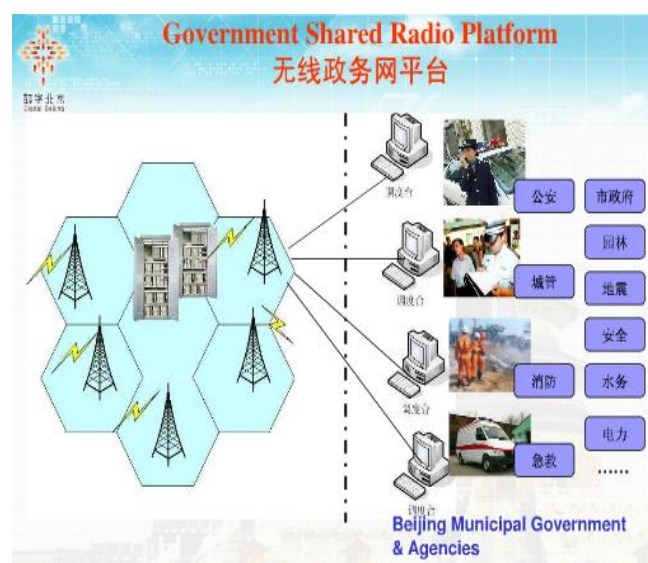
大型活动成为催化剂

大型活动调度程序复杂，有效组织及安全保障都需要使用专网通信设备进行指挥调度，从而带动专网通信市场的发展。奥运会和亚运会等大型活动安保工作，公网无法实现调度，只能依靠专网。北京无线政务网，2003年开始，经过北京正通公司5年的工程建设与运营管理，历经4次扩容，至今已达到6个交换机和300多个基站，入网用户接近7万人。目前是全球最大的城市级数字集群网络，已经成为北京城市管理、突发公共事件处置指挥调度核心平台，完成了包括2008年北京奥运会、中非论坛北京峰会、十七大及布什访华等各项重要事件的通信保障工作，在北京的大型活动中发挥了不可替代作用。我们认为以公司目前的技术储备，同样具备承接国内大型项目的能力，未来值得期待。

图 4：市政府应急指挥系统平台



图 5：无线政务网平台



数据来源：北京市信息化工作办公室

盈利预测与估值

公司经过多年的战略转型，毛利率较低的通信电子制造呈下降趋势，毛利率较高的金融电子设备和交换传输网络逐渐转型为核心业务，未来将保持稳定增长，同时，数字集群业务将迎来业绩拐点，我们预计公司2011-2013年净利润分别为1.87、3.55与5.38亿元，增速为28.82%、89.88%与51.66%，全面摊薄EPS为0.15、0.28与0.43元，未来3年净利润CAGR达到54.8%，我们给予“买入”评级，未来6个月目标价格7.06元，对应12年25倍PE。

风险提示

数字集群业务低于预期；金融机具行业增速下降的风险。

资产负债表

单位：百万元

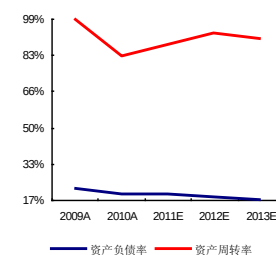
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,087	1,804	2,279	2,914	3,715
货币资金	1,348	1,111	1,487	2,022	2,742
应收及预付	467	465	532	613	686
存货	229	177	210	229	238
其他流动资产	43	52	50	50	50
非流动资产	1,222	1,498	1,272	1,092	947
长期股权投资	435	443	443	443	443
固定资产	462	352	134	-36	-173
在建工程	22	17	16	14	12
无形资产	48	40	34	26	20
其他长期资产	256	645	645	645	645
资产总计	3,309	3,302	3,552	4,006	4,663
流动负债	691	608	679	731	778
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	646	543	679	731	778
其他流动负债	45	65	0	0	0
非流动负债	33	32	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	32	0	0	0
负债合计	723	640	679	731	778
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	871	871	871	871	871
留存收益	244	389	575	930	1,468
归属母公司股东权益	2,371	2,516	2,703	3,057	3,595
少数股东权益	215	146	170	218	290
负债和股东权益	3,309	3,302	3,552	4,006	4,663

利润表

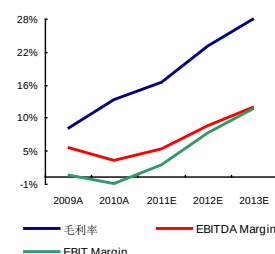
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3689	2727	3009	3515	3916
营业成本	3375	2359	2509	2708	2827
营业税金及附加	19	28	30	35	39
销售费用	72	100	105	134	153
管理费用	210	276	301	369	423
财务费用	-23	-8	-23	-31	-42
资产减值损失	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	52	65	95	93	90
营业利润	85	30	181	392	606
营业外收入	38	172	60	70	85
营业外支出	14	9	9	11	12
利润总额	109	192	232	451	679
所得税	4	24	22	48	70
净利润	105	168	210	403	609
少数股东损益	6	23	24	49	72
归属母公司净利润	99	145	187	355	538
EBITDA	188	79	147	313	482
EPS (元)	0.08	0.12	0.15	0.28	0.43

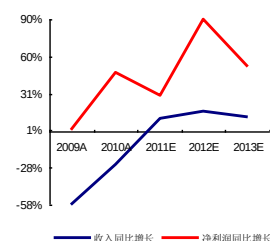
资产负债率趋势



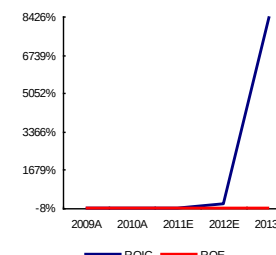
经营利润率趋势



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

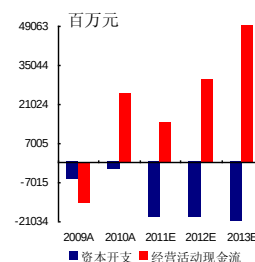
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-142	245	120	248	419
净利润	105	168	210	403	609
折旧摊销	175	116	84	45	8
营运资金变动	-345	60	-28	-48	-35
其它	-77	-99	-146	-152	-163
投资活动现金流	131	-338	288	287	300
资本支出	60	23	193	194	210
投资变动	46	-368	95	93	90
其他	24	7	0	0	0
筹资活动现金流	-86	-144	-32	0	0
银行借款	0	64	0	0	0
债券融资	0	-63	-32	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-86	-144	0	0	0
现金净增加额	-98	-236	376	535	719
期初现金余额	1,445	1,348	1,111	1,487	2,022
期末现金余额	1,348	1,111	1,487	2,022	2,742

主要财务比率

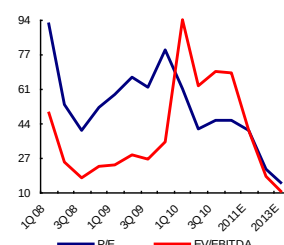
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-58.0%	-26.1%	10.3%	16.8%	11.4%
营业利润	27.6%	-64.8%	507.6%	116.4%	54.5%
归属于母公司净利润	1.7%	47.1%	28.8%	89.9%	51.7%
获利能力					
毛利率	8.5%	13.5%	16.6%	22.9%	27.8%
净利率	2.8%	6.2%	7.0%	11.5%	15.6%
ROE	4.2%	5.8%	6.9%	11.6%	15.0%
ROIC	2.3%	-7.7%	23.3%	208.9%	8425.6%
偿债能力					
资产负债率	21.9%	19.4%	19.1%	18.2%	16.7%
净负债比率	-53.6%	-43.6%	-53.5%	-63.3%	-71.9%
流动比率	3.02	2.97	3.36	3.99	4.78
速动比率	2.69	2.67	3.04	3.67	4.47
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.83	0.88	0.93	0.90
应收账款周转率	5.78	6.97	6.52	6.66	6.62
存货周转率	12.64	11.63	11.95	11.84	11.88
每股指标 (元)					
每股收益	0.08	0.12	0.15	0.28	0.43
每股经营现金流	-0.11	0.20	0.10	0.20	0.33
每股净资产	1.89	2.00	2.15	2.43	2.86
估值比率					
P/E	79.5	45.1	39.8	21.0	13.8
P/B	3.3	2.6	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	34.6	68.5	40.4	17.3	9.7

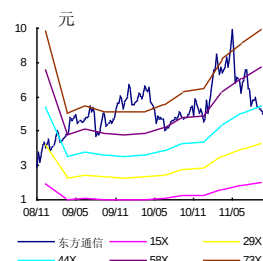
资本支出与经营活动现金流



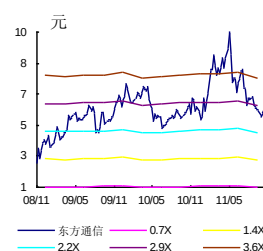
相对估值



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

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。