

收入确认将加快 三大产品保驾业绩成长

民生精品---调研简报/通信设备行业

2011 年 12 月 06 日

一、事件概述

近期我们对海能达通信股份有限公司进行了实地调研,向公司相关领导了解了公司目前的经营状况和未来的发展规划。我们认为公司未来的收入确认速度将逐渐加快,而随着 PDT、TETRA 和 DMR 三大类产品的放量销售,未来三年公司业绩将实现确定性的快速成长。

二、分析与判断

➤ 推迟的订单明年上半年落实,未来确认周期将加快,2012年收入目标力争20亿元

截止到三季度,公司大约有 1 亿元左右的在手订单确认时间推迟,影响公司当期净利润大约 4000-5000 万元,致使业绩低于预期。订单推迟的主要原因是,公司今年数据产品市场启动,带动海外订单大幅增长,而海外订单的确认周期较长,超出了预期;而往年公司的海外订单很少,以内销为主。海外订单周期较长的原因有三:

1. 海外项目处于启动阶段,诸如合同评审等商务流程要比国内长,也超出了公司的预期。以后公司会汲取经验,提前协同商务步骤,确认时间会逐渐缩短;
2. 一些海内外客户在公司已接近完成项目时,又提出定制化需求,延长了交货时间;
3. 公司在收购了德国 PMR 公司后,为将原客户的模拟产品需求转化为更高利润率的数字产品需求,而主动放缓了模拟产品的节奏。

可见,目前收入确认的延迟有被动的因素,也有公司主动的因素,而且订单的延迟基本都是可以通过公司通过努力来短期内改善的。我们预计未来公司收入确认的周期将加快,公司 2012 年收入目标力争实现 20 亿元左右。

➤ 2012年PDT国内市场规模约为4亿元左右,预计公司会在大订单上取得进展,单个项目可达5000万元以上

2012 年我国自主的 PDT 产品将进入规模推广期,预计国内市场规模可达 4 亿元左右。从远景规模来看,以广东省为例,如果建立完整的 PDT 系统,预算规模应为 5 亿元。公司作为 PDT 标准的主要制定者将在未来获得 50% 以上的市场份额。2011 年,公司 PDT 产品以县市级城市为主,以单个项目数百万元的规模在启动,全年可实现 2000 万元左右的收入; 2012 年公司将启动省级公安厅的大网市场,预计会取得单个项目 5000-6000 万元的大单,2013 年订单规模会进一步快速扩大。

➤ 并购德国PMR公司已开始融合工作,预计2012年将贡献收入2亿元

公司并购德国 PMR 公司接近完成,融合工作已经先行开始,公司目前已介入对方管理,对方也派人员来对公司销售人员进行培训。目前,公司的自有 TETRA 终端销售收入只有 1000 万元,但明年随着德国的 TETRA 系统生产线搬入深圳新厂房,TETRA 收入贡献将会加速释放,预计 2012 年,公司通过德国公司平台实现的收入规模将达到 2 亿元。

➤ DMR是公司短期内发展最快的产品

DMR 是目前公司最畅销的自主数字产品,前三季度实现收入 6000 万元,预计 2011 年可实现收入 1 亿元左右,90% 以上销往海外,主要以欧美为主。

➤ 受益于自主数字产品的收入占比提高,综合毛利率将会不断提升

公司拥有从模拟到数字、从终端到系统、从语音到数据的全系统产品线。其中,公司自研的数字产品毛利率较高,毛利率将近 60%。而数字系统产品的毛利率在行业内更是最高可达 70-80%。未来随着数字产品的比重提高,公司的综合毛利率水平也将不断提高。预计 2012 年净利率水平可提升 2 个百分点以上。

谨慎推荐

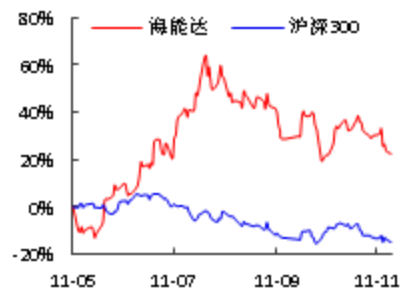
维持评级

合理估值: 29.70—32.98 元

交易数据 (2011-12-05)

收盘价(元)	21.49
近 12 个月最高/最低	29.2/15.25
总股本(百万股)	278.00
流通股本(百万股)	70.00
流通股比例%	25.18%
总市值(亿元)	59.74
流通市值(亿元)	15.04

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 李锋

执业证书编号: S0100511010001

联系人: 张彤宇

电话: (8610)8512 7653

Email: zhangtongyu@mszq.com

相关研究

1. 《海能达 (002583) 三季报点评: 短期业绩低于预期, 长期前景一片光明》
2011.10.24
2. 《海能达 (002583) 中报点评: 数字产品引发业绩超预期, 成长大幕由此拉开》
2011.08.12
3. 《海能达 (002583) 深度报告: 专网蓝海一路领先, 数字升级促业绩爆发》
2011.08.08

三、盈利预测与投资建议

未来两年至三年，正是公司的优势产品数字集群产品的放量期，也是公司跻身专网通信国际性厂商的成长期，公司价值将会实现快速裂变。我们预计 2011-2013 年公司实现净利润分别为 1.6 亿元、3.19 亿元和 4.46 亿元，CAGR 56.52%；实现每股收益分别为 0.57 元、1.15 元和 1.60 元。维持“谨慎推荐”评级，合理估值区间为 29.7 元 ~ 32.98 元，对应 2012 年 PE 在 25 ~ 29 倍之间。

四、风险提示：

海外营销战略起效缓慢，收入贡献低于预期；销售费用率居高不下，拉低公司净利率水平。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	994	1,185	1,897	2,332
增长率 (%)	38.55%	19.17%	60.09%	22.92%
归属母公司股东净利润 (百万元)	116	160	319	446
增长率 (%)	72.58%	37.49%	99.53%	39.79%
每股收益 (元)	0.42	0.57	1.15	1.60
PE	51.42	37.40	18.74	13.41
PB	/	9.75	6.42	4.34

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	994	1,185	1,897	2,332
减：营业成本	549	652	980	1,191
营业税金及附加	4	4	7	8
销售费用	121	142	209	233
管理费用	191	213	341	396
财务费用	22	20	32	37
资产减值损失	8	9	9	10
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	100	145	319	456
加：营业外收支净额	29	32	36	39
三、利润总额	129	178	354	495
减：所得税费用	13	18	35	50
四、净利润	116	160	319	446
归属于母公司的利润	116	160	319	446
五、基本每股收益 (元)	0.42	0.57	1.15	1.60

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	57.51	39.16	19.84	14.20
成长能力:				
营业收入同比	38.55%	19.17%	60.09%	22.92%
营业利润同比	83.6%	45.1%	119.5%	43.1%
净利润同比	72.95%	37.49%	99.53%	39.8%
营运能力:				
应收账款周转率	3.17	3.05	3.51	3.09
存货周转率	5.19	4.79	5.98	5.34
总资产周转率	1.04	0.93	1.03	0.93
盈利能力与收益质量:				
毛利率	44.8%	45.0%	48.3%	48.9%
净利率	11.7%	13.5%	16.8%	19.1%
总资产净利率 ROA	12.2%	12.5%	17.4%	17.9%
净资产收益率 ROE	39.1%	32.1%	41.3%	38.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.31	1.18	1.23	1.42
资产负债率	65.7%	60.1%	59.5%	50.9%
长期借款/总负债	4.1%	3.5%	2.3%	2.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.57	1.15	1.60
每股经营现金流量	0.35	0.60	0.53	1.44
每股净资产	1.38	2.20	3.35	4.95

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	214	261	417	513
应收票据	0	1	2	2
应收账款	373	403	677	833
预付账款	27	35	59	68
其他应收款	14	19	35	38
存货	247	247	387	486
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	875	967	1,577	1,941
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	142	229	312	390
在建工程	6	206	306	406
无形资产	40	36	32	28
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	247	471	650	824
资产总计	1,122	1,439	2,227	2,765
短期借款	205	405	645	577
应付票据	86	71	122	155
应付账款	187	203	300	381
预收账款	102	107	176	211
其他应付款	11	11	12	13
应交税费	23	25	27	30
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	668	822	1,283	1,365
长期借款	30	30	30	30
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	43	43	43	43
负债合计	737	864	1,325	1,408
股本	208	278	278	278
资本公积	36	36	36	36
留存收益	139	299	617	1,063
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	384	612	931	1,377
负债和股东权益合计	1,122	1,477	2,256	2,784

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	97	167	149	401
投资活动现金流量	(67)	(300)	(200)	(200)
筹资活动现金流量	29	(20)	(492)	(806)
现金及等价物净增加	54	(153)	(543)	(604)

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。