

买入 维持

海能达 (002583)

2012 年 01 月 04 日

PMR 收购已成坦途 TETRA 产品待展宏图

2011 年 12 月 30 日收盘价: 20.40 元

6 个月目标价: 32.2 元

通信行业高级分析师: 袁兵兵
SAC 执业证书编号: S0850511100003
ybb6053@htsec.com
021-23219770

事件:

公司发布公告: 公司收购德国 PMR 公司已经获得德国政府经济部的正式批准。

点评:

1. PMR 收购成功的意义在于使得公司的 TETRA 产品线 (系统和终端) 有望在全球得到大规模拓展。

- 德国 PMR 公司在 TETRA 系统产品线具有较强技术实力。PMR 2010 年度营业收入约为 2185.3 万欧元 (我们判断 PMR 占全球 TETRA 系统市场份额在 5%-10% 左右), 主要销售区域包括: EMEA (欧洲/中东/非洲) 占比 77.0%、美洲占比 12.9%、亚洲占比 10.1%。
- 海能达公司目前在全球模拟集群系统的市场份额较高 (我们判断已经超过 15%), 但是公司在数字集群系统的份额以及毛利率 (20% 左右) 较低。PMR 收购完成将有助于提升公司在 TETRA 集群系统的研发实力, 实现欧洲、亚洲及美洲的大客户拓展。
- 双方整合的模式将从多个维度开展:
 - ✓ 产品线角度: 海能达的 TETRA 终端 (公司在数字终端领域已经开始发力) 将与 PMR 的 TETRA 系统形成较好组合。
 - ✓ 业务开展方式角度: 公司的生产成本优势、销售规模优势 (海能达的收入规模有望在 2012 年达到 PMR 的十倍左右) 将与 PMR 的研发技术优势形成优势互补。

2. 从行业角度, 我们认为专网通信将是靓丽的风景线。以行业龙头美国 Motorola Solution 为例, 专网通信相关 (即公共安全领域) 的收入在 2011 年前三季度实现增长 5.9%、Q3 单季度实现了 8.8% 增长。行业增长动力在于: (1) 需求拉动: 全球公共安全部门的维稳投资需求; (2) 技术升级: 专网通信行业目前占据了覆盖性能优势极强的低频谱, 网络扩容、频谱经济性以及通信加密需求迫使 “模拟转数字” 加快推进。

- 在模拟转数字带来的单品收入倍增、份额提升以及大系统突破的三大因素带动下, 海能达公司的收入增长将远高于行业增长速度。我们预测公司 2012 年收入将达到 20 亿元、增长 47.6%。

3. 从市值空间角度, 展望公司的市场份额——根据 Motorola Solution 的业务比例、现有市值以及我们预期海能达实现 20% 的市场占有率测算, 我们认为海能达的市值应当在 240 亿元。

4. **盈利预测与估值：**我们预测 2011-2013 年 EPS 为 0.59、1.15、1.67 元。考虑到公司在行业景气变革的背景中不断提升的龙头地位、增长逻辑愈加明确，我们维持对 2012 年的盈利预测，**给予公司 2012 年 28 倍 PE、维持 6 个月目标价 32.2 元，维持买入评级、重点推荐。**

5. **风险提示：**公司海外业务拓展不顺利的风险；国内行业用户投资下降的风险；与 PMR 整合不顺利的风险。

相关报告：

海能达三季度点评报告：收入确认延迟 无碍公司长期增长逻辑，维持买入 20111024

海能达半年报点评报告：数字终端超预期 风景愈加靓丽，维持买入 20110812

海能达跟踪报告：增长逻辑愈加确定 上调目标价，维持买入 20110802

海能达跟踪报告：受益数字集群爆发的龙头企业，维持买入 20110725

海能达调研报告：专网“小”行业 龙头“大”有为，首次买入 20110708

表 1 海能达利润表预测 (百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	717.72	994.36	1359.24	2006.16	2714.20
增长率	18.58%	38.54%	36.70%	47.59%	35.29%
减：业务成本	382.80	549.03	747.02	1060.22	1396.24
毛利率	46.66%	44.79%	45.04%	47.15%	48.56%
营业税金及附加	2.54	3.57	4.88	7.20	9.74
营业费用	91.35	120.69	157.67	232.71	314.85
营业费用率	12.73%	12.14%	11.60%	11.60%	11.60%
管理费用	166.13	190.92	255.54	376.16	488.56
管理费用率	23.15%	19.20%	18.80%	18.75%	18%
财务费用	14.93	21.67	15	-10	-8
费用率	37.95%	33.52%	31.50%	29.85%	29.31%
资产减值损失	5.45	8.40	9.00	12.00	20.00
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	54.52	100.07	170.14	327.87	492.81
加：营业外收入	20.41	30.00	18	38	39
减：营业外支出	0.40	0.61	0.8	1.0	1.5
利润总额	74.53	129.46	187.34	364.87	530.31
减：所得税	7.35	13.27	23.42	45.61	66.29
实际税率	9.86%	10.25%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润	67.18	116.19	163.92	319.26	464.02
归属于母公司所有者的净利润	67.33	116.19	163.92	319.26	464.02
少数股东损益	-0.14	0	0	0	0
摊薄 EPS (元)	0.24	0.42	0.59	1.15	1.67

资料来源：公司 2009-2010 年报，海通证券研究所

信息披露 分析师声明

袁兵兵：通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、海能达、新海宜、国腾电子、烽火通信、信维通信、日海通讯、盛路通信、大富科技、三维通信、光迅科技、金信诺

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。