

欧债危机对出口业务影响小 PMR 收购批复预期即将获准

投资要点:

1. 事件

近日我们对海能达进行了调研,就市场重点关注的欧债危机对公司海外出口影响、公安自主 PDT 标准数字集群网络各省 2012 年市场启动进展、PMR 公司收购批复进度等问题与公司进行了交流。

2. 我们的分析与判断

1) 对欧出口占比小、性价比优势更明显,欧债危机影响低于 5%

DMR 数字终端大部分面向出口,面对欧债危机发酵对欧洲经济的影响,当前市场也较为关注对海能达的影响。

我们预计各制式数字终端(其中以面向工商业用户的 DMR 制式数字终端为主,其余为 TETRA 和 PDT 数字终端)占公司营业收入比重有望从 2011 年的 10% 增加到 2012 年(含 PMR 公司并表)的近 20%,达到 4 亿元,是公司 2012 年业绩增量的重要部分。

欧美市场占公司 DMR 数字终端出口的 2/3,因为既有的市场渠道积累等因素,美国市场实际占据了 DMR 数字终端这 2/3 出口市场的大部分,欧债危机直接冲击很小。

此外,各国因为经济形势不稳带来的社会不稳,反而可能促进包括集群通信等应急保障设施方面的投资,业内龙头 Motorola Solutions 在美国 2008 年金融危机时面向政府部门的营收即逆势增长了 10%。同时,相对主要竞争对手摩托罗拉、意大利 Selex 公司,公司数字终端的性价比优势在欧洲市场经济形势不佳的情况下更为凸显。

主营数字集群通信系统设备的德国 PMR 公司预期即将顺利完成收购批复,将加强公司在欧洲市场的影响力;而 PMR 公司既有项目优势集中于发展中国家,对欧债危机也有很好的免疫力。

因此,我们预计欧债危机对公司的欧洲及其他海外市场出口影响将很有限,对整体营收增速影响低于 5%。

2) 公安 PDT 自主标准产业链趋成熟,2012 年预计贡献亿元以上收入

当前公安自主的 PDT 数字集群标准已有包括海能达、杭州优能

海能达 (002583.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王家伟

☎: (8610) 6656 8272

✉: wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号: S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松: (8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2011.12.16

A 股收盘价 (元)	19.37
A 股一年内最高价 (元) *	29.20
A 股一年内最低价 (元) *	15.25
上证指数	2224.84
市净率	2.90
总股本 (万股)	27800
实际流通 A 股 (万股)	5600
限售的流通 A 股 (万股)	22200
流通 A 股市值 (亿元)	10.85

注: *价格未复权

相关研究

- 1、《海能达 (002583) 半年报点评: 国内外市场齐头并进, 未来持续高成长明确》(2011.08.12)
- 2、《海能达 (002583) 深度报告: 专网通信小华为, 未来五年五倍成长》(2011.09.07)
- 3、《海能达 (002583) 季报点评: 短期因素影响全年业绩, 未来成长性日益明确》(2011.10.24)

通信等数家公司完成系统设备或终端的提供，已具备规模建设商用网络的条件。

2012年已有较明确的6省和部分城市预计将启动PDT建设，按照单省5000万的标准，整体投资在3~4个亿，基于保守1/3的市场份额，预计公司PDT数字集群系统业务收入将达到1亿元以上。

3. 投资建议

我们维持此前盈利预测和“推荐”的投资评级。

预计公司2011~2013年净利润分别为1.53亿(yoy+31.5%)、3.00亿(yoy+96.4%)、4.34亿(yoy+44.7%)，每股EPS 0.55/1.08/1.56元；2011~2013年收入分别为14.63亿(yoy+47.10%)、21.42亿(yoy+41.84%，含PMR并表)、29.18亿(yoy+36.20%)。

4. 风险

- 1) PMR公司收购批复后并表，系统项目收入/费用匹配方式的会计准则差异可能对公司业绩产生短期季节性影响。
- 2) 欧债危机深化引发全球经济衰退，和国内信贷紧缩改善不佳，可能对国内外集群通信行业整体影响超出预期。

附表 1: 海能达 (002583.SZ) 财务预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	152.9	213.6	1198.7	1373.7	1713.2	营业收入	717.7	994.4	1462.8	2142.3	2917.7
应收票据	0.6	0.2	0.2	0.3	0.4	营业成本	382.8	549.0	835.7	1113.4	1538.0
应收账款	255.0	372.5	497.9	764.3	1042.4	营业税金及附加	2.5	3.6	5.3	7.7	10.5
预付款项	26.0	26.9	47.3	63.3	82.9	销售费用	91.4	120.7	181.9	278.2	370.8
其他应收款	18.0	13.8	23.4	39.3	47.0	管理费用	166.1	190.9	278.5	466.5	594.6
存货	135.8	247.4	276.7	364.2	506.6	财务费用	14.9	21.7	1.5	-6.9	-8.6
其他流动资产	0.4	0.2	0.3	0.4	0.6	资产减值损失	5.5	8.4	11.2	12.5	16.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	124.9	141.6	420.2	547.1	705.9	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	2.0	5.7	1.5	1.9	1.4	汇兑收益	0.0	0.0	-7.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	54.5	100.1	141.8	270.8	395.9
无形资产	12.6	40.3	42.0	38.7	35.7	营业外收支净额	20.0	29.4	28.8	63.5	87.4
长期待摊费用	0.7	1.9	1.7	1.5	1.4	税前利润	74.5	129.5	170.5	334.3	483.3
资产总计	786.7	1121.5	2550.4	3235.2	4177.6	减: 所得税	7.3	13.3	17.5	34.3	49.5
短期借款	170.4	205.3	0.0	0.0	0.0	净利润	67.2	116.2	153.1	300.1	433.7
应付票据	41.0	85.7	90.5	119.1	182.5	归属于母公司的净利润	67.3	116.2	153.1	300.1	433.7
应付账款	102.1	187.3	258.3	340.0	472.9	少数股东损益	0.0	0.0	2.8	0.1	0.1
预收款项	72.7	102.2	150.4	220.3	300.0	基本每股收益	3.37	0.56	0.55	1.08	1.56
应付职工薪酬	27.3	31.1	44.4	71.8	93.1	稀释每股收益	3.37	0.56	0.55	1.08	1.56
应交税费	12.2	22.5	29.2	45.7	60.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	22.6	10.9	25.2	37.4	45.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	18.6%	38.5%	47.1%	46.4%	36.2%
长期借款	47.4	30.4	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	2.2%	63.7%	34.7%	69.1%	41.6%
预计负债	5.1	6.2	6.2	6.2	6.2	净利润增长率	52.0%	72.9%	31.7%	96.0%	44.5%
负债合计	576.5	737.2	616.9	853.1	1173.0	盈利性					
股东权益合计	210.2	384.3	1845.4	2163.0	2618.2	销售毛利率	48.9%	46.8%	45.6%	51.1%	50.0%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	9.4%	11.7%	10.5%	14.0%	14.9%
净利润	67	116	153	300	434	ROE	35.7%	39.1%	13.7%	15.0%	18.1%
折旧与摊销	19	23	45	73	91	ROIC	21.57%	24.08%	11.91%	12.38%	15.16%
经营活动现金流	11	97	163	233	411	估值倍数					
投资活动现金流	-102	-67	-232	-58	-71	PE	5.8	34.7	35.2	17.9	12.4
融资活动现金流	128	29	1054	0	0	P/S	0.5	4.1	3.7	2.5	1.8
现金净变动	37	54	985	175	339	P/B	1.8	10.5	2.9	2.5	2.1
期初现金余额	109	146	214	1199	1374	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	146	200	1199	1374	1713	EV/EBITDA	4.1	26.3	26.1	15.4	10.9

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，TMT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中创信测（600485.SH）、海能达（002583.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、海格通信（002465.SZ）、烽火通信（600498.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、三维通信（002115.SZ）、中国联通（600050.SH）/光讯科技（002281.SZ）、中天科技（600522.SH）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn