

东方通信(600776)

商用起步，集群通信前景明朗

推荐（首次）

现价：5.26 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.eastcom.com
大股东/持股	普天东方通信集团, 48.3%
实际控制人/持股	普天信息产业集团, 47.8%
总股本(百万股)	1256
流通 A 股(百万股)	956
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	62.3
流通 A 股市值(亿元)	9.88
每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	18.94

行业分析师

邵青

投资咨询资格编号
S1060511010002
Shaoqing001@pingan.com.cn

联系人

冯明远

一般证券从业资格编号
S1060110070206
0755-22621434
Fengmingyuan132@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业务转型初成，盈利能力有望大幅改善

2006年起，公司业务由竞争激烈的通信电子转向集群通信、金融电子。通信电子业务以手机制造为主，市场竞争激烈，毛利率不足2%；集群通信、金融电子技术、客户壁垒高，毛利率均在40%以上，盈利能力强。经多年培育，集群通信、金融电子进入快速增长期，公司盈利能力有望大幅改善。

■ 集群通信：国内唯一拥有自主 TETRA 系统的厂商

公司是目前国内唯一一家拥有自主研发 TETRA 系统的厂商，在未来 1-2 年大部分国内厂商无法推出 TETRA 系统的情况下，竞争优势明确。2010年，公司自主研发 TETRA 系统获得工信部型号核准，此后相继获得沈阳地铁、杭州政务网二个规模化商业合同，商用前景明确。未来随着公安、政府 TETRA 数字集群网络建设深入，且竞争对手无法推出产品的形势下，公司将是国产集群系统市场的主要竞争者与受益者。

■ ATM：自有产品相继入围各大银行

自主 ATM 产品取得突破，突破工行及多个城商行。公司 ATM 业务起步于代理国外产品，随后开始向贴牌生产、自主研发的方向发展。近年，公司自主 POTEVIO 系列产品取得突破，成为唯一入围工总行的国产品牌，并在省级农信社、邮储银行、城商行取得突破。ATM 业务已经度过培育期，进入稳定增长阶段。

■ 业绩预测与估值

预计 2011-2013 年营业收入增速 3.1%、1% 和 5%；随着业务转型深入，净利增速将大幅高于收入增速，未来三年预计为 -4%、55.7% 和 42%，EPS 分别为 0.11 元、0.17 元和 0.24 元，以 2012 年 1 月 17 日收盘价 5.2 元计算，对应 2011-2013 年动态估值 47、30、21 倍。首次予以“推荐”评级。

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2.7	2,812	2,840	2,982
YoY(%)	-2	3.1	1.0	5.0
净利润(百万元)	14	139	217	307
YoY(%)	47.	-4.0	55.7	42.0
毛利率(%)	13.	16.2	20.9	24.9
净利率(%)	5.3	4.9	7.6	10.3
ROE(%)	5.8	5.5	7.9	10.1
EPS(摊薄/元)	0.1	0.11	0.17	0.24
P/E(倍)	59.	61.6	39.6	27.9
P/B(倍)	3.4	3.4	3.1	2.8

正文目录

一、	向集群通信、金融电子转型将大幅提升公司盈利能力.....	4
二、	数字集群：规模商用市场已打开.....	5
2.1	中国集群通信发展滞后，未来发展空间大.....	5
2.2	较高的进入壁垒维持行业较高的盈利能力.....	8
2.3	东方通信：数字集群系统国内领先.....	10
三、	业绩预测与估值.....	14
3.1	ATM 业务将进入稳步增长期.....	14
3.2	未来二年，集群业务将迎来第一轮快速增长.....	14
3.3	营收及利润预测.....	15

图表目录

图表 1	低毛利率通信电子收入大幅减少	4
图表 2	低毛利率通信电子收入占比大幅减少	4
图表 3	综合毛利率从 3% 提升至 12.9%	5
图表 4	通信电子的毛利贡献逐年走低	5
图表 5	金融电子、交换传输毛利贡献超 85%	5
图表 6	2011 年收入结构继续优化	5
图表 7	北京政务网实现多个部门的通信互联互通	6
图表 8	2006 年北京政务网覆盖状况	6
图表 9	一般来说基站密度与人口密度正相关	7
图表 10	中国公安网络建设至少还有 5 倍以上空间	7
图表 11	中国公共安全网络基站密度较低	8
图表 12	公共安全网络用户数占总人口比例	8
图表 13	海能达毛利率显著高于公网设备商	8
图表 14	moto 专网通信业务营业利润率最高	8
图表 15	中高端客户关注产品可靠性，价格敏感度低	9
图表 16	东方通信 SWOT 分析	10
图表 17	公司数字集群系统已获得二张商业合同	10
图表 18	公司系统、基站产品主要性能	11
图表 19	东信 eTRA 政务网解决方案	11
图表 20	国企背景有利于获得公安、政府等订单	12
图表 21	专网、公网用户需求差异巨大	12
图表 22	海能达海外收入占一半以上	13
图表 23	海能达在全球各地收入均已上规模	13
图表 24	对讲机关注可靠性，手机关注时尚、美观	13
图表 25	金融电子业务近三年快速增长	14
图表 26	自产比例提高，金融电子毛利率稳步提升	14
图表 27	业务盈收预测 单位：百万元	15
图表 28	主要财务预测	16

一、向集群通信、金融电子转型将大幅提升公司盈利能力

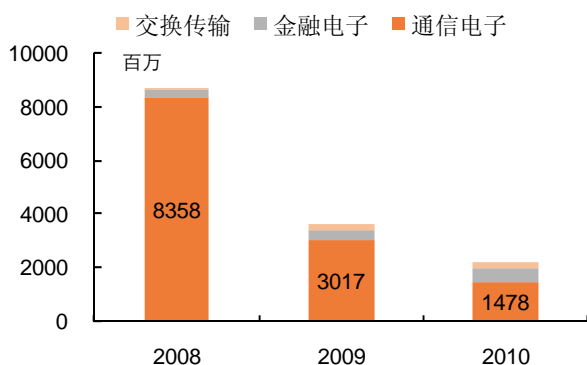
通信电子业务竞争激烈，盈利能力恶化，削减该项业务转向集群通信、金融电子将有助于提升公司整体盈利能力。

东方通信三大业务线近年发生较大变化，表现为：1) 收缩通信电子业务；2) 加大集群通信、金融电子业务投入。

长期以来，以手机制造为主的通信电子业务毛利率不足 2 个点，盈利能力较弱。2009 年，公司主动进行业务调整，削减手机制造业务。2010 年下半年开始，子公司东信移动电话公司业务逐步缩小直至停产，并逐步转移和辞退员工，处置固定资产。清算、员工辞退补偿金等管理费用与摩托罗拉共同承担。

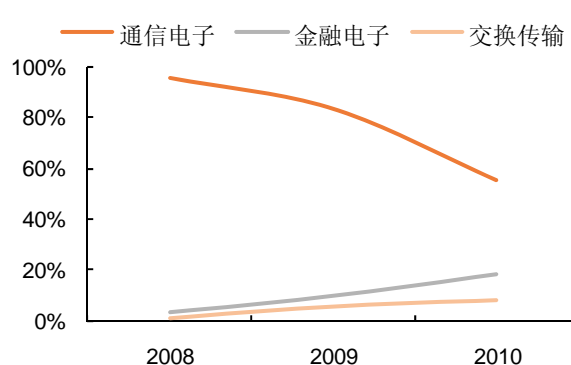
经收缩通信电子业务，公司总营收由 2008 年的 87.9 亿元减少至 2010 年的 27.27 亿元；其中通信电子业务大幅收缩，收入由 2008 年的 83.58 亿元减少至 2010 年的 14.78 亿元；收入占比由 2008 年的 95.6% 下降到 2010 年的 55.4%。

图表1 低毛利率通信电子收入大幅减少



资料来源：东方通信年报，平安证券研究所

图表2 低毛利率通信电子收入占比大幅减少



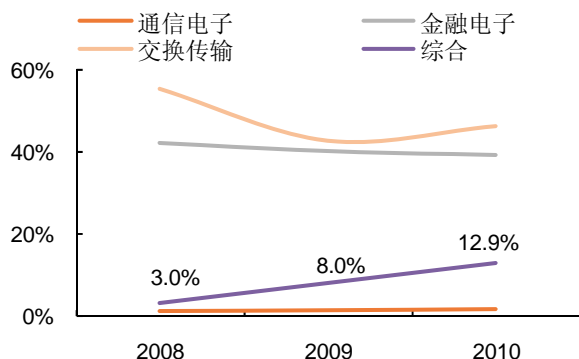
资料来源：东方通信年报，平安证券研究所

转型后整体盈利能力显著增强，综合毛利率由 2008 年的 3% 上升至 2010 年的 13.5%。通信电子毛利率仅 1.5% 左右；金融电子、交换传输毛利率在 40% 以上。随着业务转型，高毛利率金融电子、交换传输收入占比大幅提升，金融电子收入占比由 2008 年的 3.3% 上升到 18.5%；交换传输收入占比由 2008 年的 0.8% 上升到 8.5%。综合毛利率上升至 13.5%。

金融电子是目前公司的主要利润来源，贡献超过一半毛利。金融电子毛利贡献从 2008 年的 1.2 亿稳步上升至 2010 年的 1.94 亿；毛利贡献占比从 45% 稳步上升为 56%；交换传输网络毛利贡献从 2008 年的 4000 万上升至 2010 年的 1.05 亿，毛利贡献占比从 15% 上升至 30%。

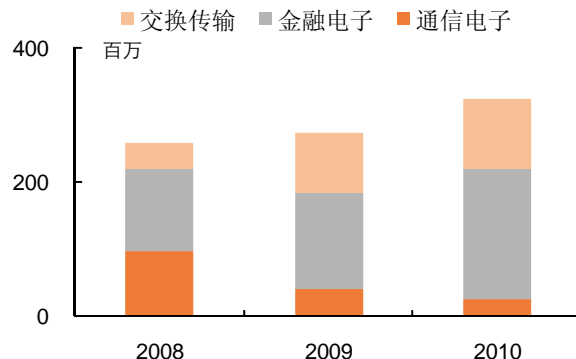
我们预计未来三年，公司毛利率、净利率、ROE 仍将大幅提升。毛利率有望从 2010 年的 13.5% 提升至 20% 以上；净利率由 2010 年的 5.3% 提升至 10% 以上，ROE 从 5.5 提升至 10% 以上。

图表3 综合毛利率从3%提升至12.9%



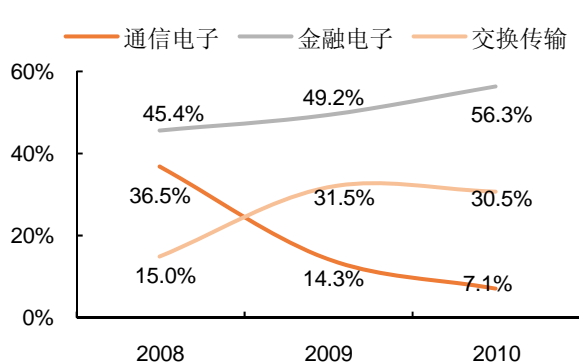
资料来源：东方通信年报，平安证券研究所

图表4 通信电子的毛利贡献逐年走低



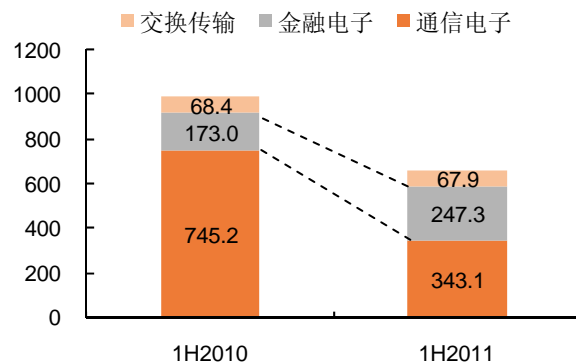
资料来源：东方通信年报，平安证券研究所

图表5 金融电子、交换传输毛利贡献超85%



资料来源：东方通信年报，平安证券研究所

图表6 2011年收入结构继续优化 单位：百万元



资料来源：东方通信年报，平安证券研究所

二、数字集群：规模商用市场已打开

2.1 中国集群通信发展滞后，未来发展空间大

我国 80、90 年代即引入国外模拟集群系统，集群通信在各部门得到一定应用。但发展总体不理想，一方面行业用户不重视专网建设，用户数不多；另一方面，技术停留在模拟阶段，数字集群几乎没有发展。

国内对公网建设比较重视，发展较快。甚至一度希望在公网硬件基础上实现专网通信，中兴、华为相应研发了 GOTA、GT800 等技术标准。但无论从理论及国外已有经验看，专网需要有独立物理网络，以保证通信私密性、应急响应能力。

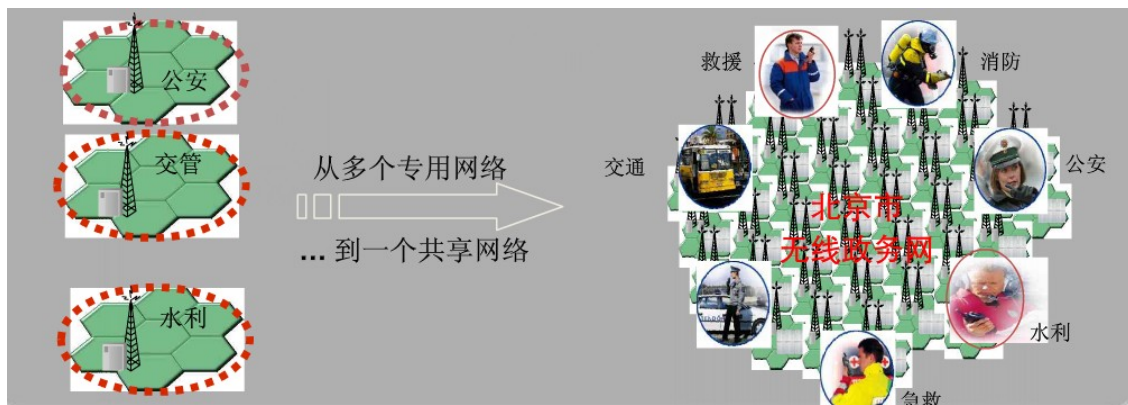
2008 年前后，汶川地震、新疆维稳、奥运会等事件使政府认识到专网建设的必要性。但总体来说，我国集群专网的发展仍较为落后。从政务网、公安网看：

- 政务网建设严重不足，仅一线城市规模建设

我国仅个别一线城市建设了 800M 数字集群政务专网，典型 800M 政务专网包括北京正通无线政务网、上海 800M 数字集群政务网、广州 800M 数字集群共网。

城市政务专网一般由政府主导建设计划，在城区范围内建设集群专网，用户包括政府、消防、交警、城管、疾控、司法等机关部门，各部门通过调度中心实现部门间通信互联互通。

图表7 北京政务网实现多个部门的通信互联互通

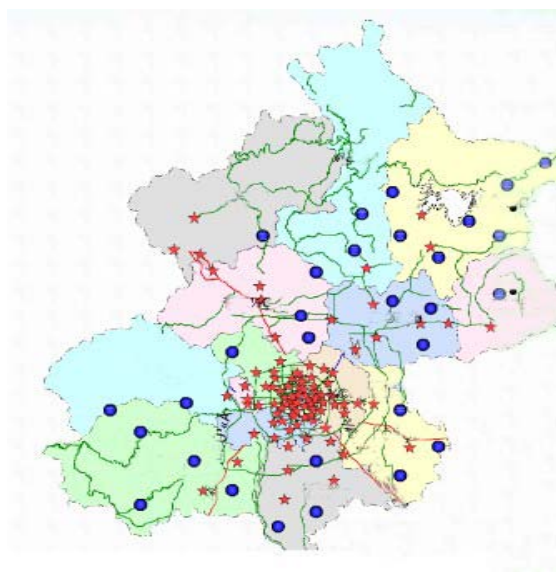


资料来源：北京市信息化办公室，平安证券研究所

已建设政务专网城市均是一些经济、市政基础较好的城市。一方面这些城市多属一线城市，经济基础好，人口密集；另一方面，奥运会、世博会、亚运会等大型活动的通信组织调度需求是其建设专网的重要驱动力。

北京正通网 2003 年开始建设，2004 年正式投入使用，经过 4 次扩容，至 2009 年，规模已达 6 个交换机、300 多个基站、7 万多入网用户，是北京城市管理、突发公共事件处置指挥调度的核心通信平台。

图表8 2006年北京政务网覆盖状况



2006 年网络覆盖

- 2 个交换机、174 个基站、25 个调度台
- 3.6 万用户
- 至 2009 年，网络规模、用户数翻倍

主要用户：

- 市委市政府
- 公安
- 交警
- 城管
- 消防
- 急救
- 疾控中心
- 司法

资料来源：北京市信息化办公室，平安证券研究所

2009年，广州市开始建设市政800M数字集群共网。广州市政府与广东电信采取“电信投资建设、政府购买服务”模式，构建广州市协同统一应急通信指挥调度系统。首期建设将部署2台交换机，195个基站。

上海市800M数字集群政务共网于2006年投入使用，采用“电信运营商代建代维，政府购买服务”的模式，初期建设135个基站，设计用户容量5万人。此后在2010年世博会期间又进行扩容。

杭州市800M数字集群政务网将在2012年开始建设，政务网采用“企业投资建设运营，政府购买服务”的模式。第一期工程投资3970万元，覆盖六大市内主城区；二期、三期工程将覆盖其他2区5县。预计总投资超亿元。

目前我国地级市有280多个；十二五期间规划百万级人口城市有近100个。从应用需求看，百万级人口城市或地级市都有部署政务网的需求，如果以百万级人口城市平均建设资金2000万-5000万估算，由此，将催生20亿至50亿的全新市场。

■ 公安网络仍有极大发展空间

至2010年，中国公安350M网络共有6000多个基站，1.6万个信道，全国80%以上地级市建设了模拟集群网。但地区发展不平衡，中西部地区网络存在覆盖不完善、互联性差、单警终端配置率低等问题，中西部地区350M网络建设仍有较大空间。

从欧洲国家发展经验看，**基站密度与人口密度相关**，人口密度大于200人/平方公里的国家基站密度普遍大于100个/万平方公里，且未来几年仍有扩建计划。

图表9 基站密度与人口密度正相关

国家	人口(万)	国土面积(万平方公里)	人口密度(人/平方公里)	基站数(个)	基站密度(个/万平方公里)	用户数(万)	用户数比例(个/万人)
英国	6000	24	250	3500	145	25	42
芬兰	500	33	15	1300	40	3	60
比利时	1000	3	333	400	133	4	40
挪威	450	38	12	/	/	3	66
德国	8000	35	230	4000	114	30	37
瑞典	500	32	15	1700	53	3.5	70

资料来源：ETSI，平安证券研究所

2010年我国人口密度在200人/平方公里以上的省有19个，假设这些省的专网覆盖建设水平为100个基站/万平方公里，则需要建设基站23000个左右。其余人口密度低于200人/平方公里的省，保守估计专网覆盖建设水平为10个基站/万平方公里，则需要建设基站7000个左右。

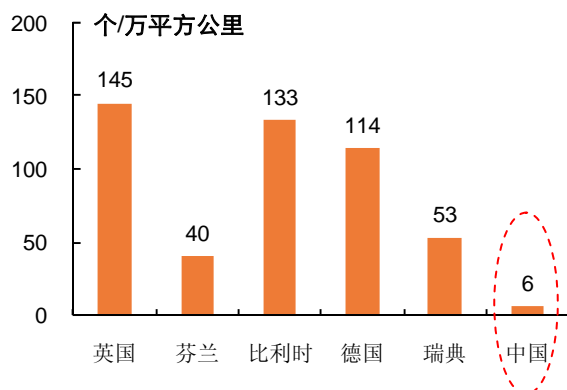
相比于公安现有350M网络基站6000多个，**未来建设空间至少在5倍以上。**

图表10 中国公安网络建设至少还有5倍以上空间

人口密度(人/平方公里)	省份数量	总面积(万平方公里)	基站密度预计(个/万平方公里)	基站需求量(个)
>200	19	232	100	23000
<200	12	694	10	7000
			合计	30000
			现有	6000

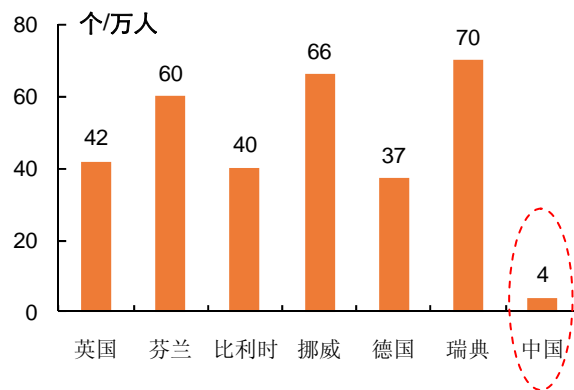
资料来源：公安部，平安证券研究所

图表11 中国公共安全网络基站密度较低



资料来源：平安证券研究所整理

图表12 公共安全网络用户数占总人口比例

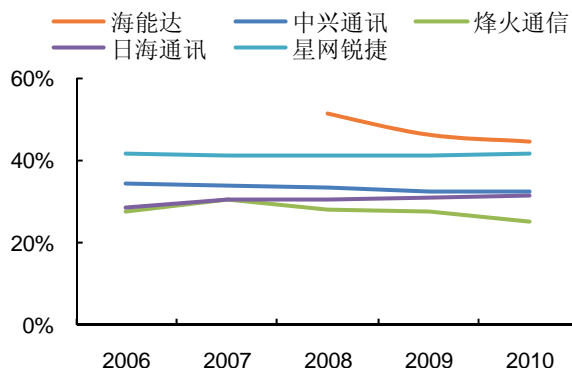


资料来源：平安证券研究所整理

2.2 较高的进入壁垒维持行业较高的盈利能力

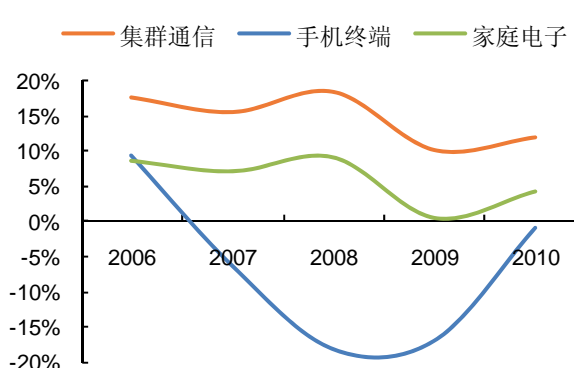
集群通信行业壁垒较高，业务盈利能力显著好于公网通信。行业毛利率看，集群设备商毛利率显著高于公网设备商，海能达毛利率高于 40%，公网设备商毛利率则普遍在 30%左右。从兼有集群、公网业务的摩托罗拉看，其三项业务中，集群通信的盈利能力显著高于手机终端与家庭电子业务。

图表13 海能达毛利率显著高于公网设备商



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表14 motorola专网通信业务营业利润率最高



资料来源：Motorola年报、平安证券研究所

我们归结行业壁垒体现在技术、客户获取两个方面：

■ 技术壁垒：芯片、大规模组网能力是制约二三线厂商的二道门槛

硬件层面，目前行业缺乏成熟的 TETRA、dMR 等专用数字芯片方案。厂家需要自行在通用芯片平台上进行协议栈、算法、驱动开发。由此造成处理器效率低、研发投入大、开发周期长等问题，需要经历长时间的研发、试制、规模化、试验网测试等完整的流程。

专用数字芯片方案的成熟仍需数年时间。目前数字产品的高成本与市场普及处于二难困境：一方面，数字对讲机价格高昂，仅公安、政府等高端用户使用，不利于数字产品向中低端用户推广；另一方面，较少的用户又加大数字芯片研发厂商风险，由于数字市场渗透不快，导致成本回收期长，项目风险大。

软件层面，大规模交换组网能力、功能二次开发仍将是二三线厂商进入中高端行业客户的又一道技术壁垒。交换技术实现多数字、模拟系统互联；二次开发实现用户各种特定需求。大规模组网环境下，网络制式多样，负载大，环境复杂，实现系统的高稳定性、可靠性难度极大。

■ **客户壁垒：中高端客户关注产品品牌，几乎被一线厂商垄断**

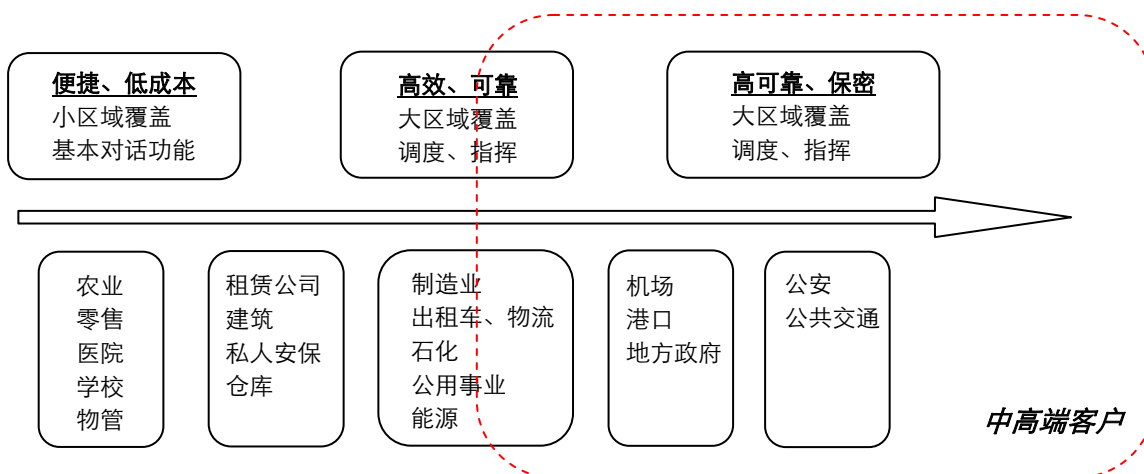
客户获取壁垒较高，新进入者即使具备了完善的技术，其获取客户难度仍较大，1) 品牌效应强，中高端客户倾向于选择已有大厂商；2) 价格战效果差。

集群通信用户需求可归结为三类：

- 1) **高可靠性、保密性**：此类需求用户包括公共安全、公共交通、政府等，要求通信高度可靠、保密性，实现大区域网络覆盖；
- 2) **高效、可靠**：此类需求用户包括大型能源、制造业用户，关注通信的高效、可靠，要求大区域覆盖；
- 3) **便捷、低成本**：此类用户包括个人用户、中小企业如宾馆、物管、学校等用户。

政府、公安等机构关注集群网络的可靠性、保密性，力求在自然灾害、大规模群体事件中保持通信指挥的通畅，因此在采购中重点考察厂商的品牌、过往合作关系，新进入者较难获取客户。

图表15 中高端客户关注产品可靠性，价格敏感度低



资料来源：Motorola，平安证券研究所

从评标方式看，**价格战方式获取客户效果不明显。**

评标方式上，**集群专网项目技术标往往具有一票否决权，价格影响因素相对弱化。**公网与专网评标方式对比看，电信运营商的集采评标中，技术标与商务标采用加权得分的方式；而公安、政府在集群设备采购中，技术标往往具有一票否决权，若某一指标不达标，则直接淘汰出局。一票否决权导致技术标的权重大幅增加，价格因素弱化。

2.3 东方通信：数字集群系统国内领先

我们用 SWOT 法分析东方通信在当前集群通信市场的机遇与挑战。总体来看，我们认为，东方通信已具备进入集群通信市场竞争的能力，看好其数字集群系统在未来 2-3 年的发展，预计每年有望获得 5 张左右千万级大型合同。

图表16 东方通信SWOT分析

	有利因素	不利因素
内部因素	S 优势	W 劣势
	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 数字集群系统技术领先 ➢ 国企背景 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 缺乏专网市场经验 ➢ 目前没有终端产品
外部因素	O 机会	T 威胁
	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 行业高速增长 ➢ 用户倾向国产产品 ➢ 混合组网需求 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 海能达等国内竞争数字产品成熟

资料来源：平安证券研究所

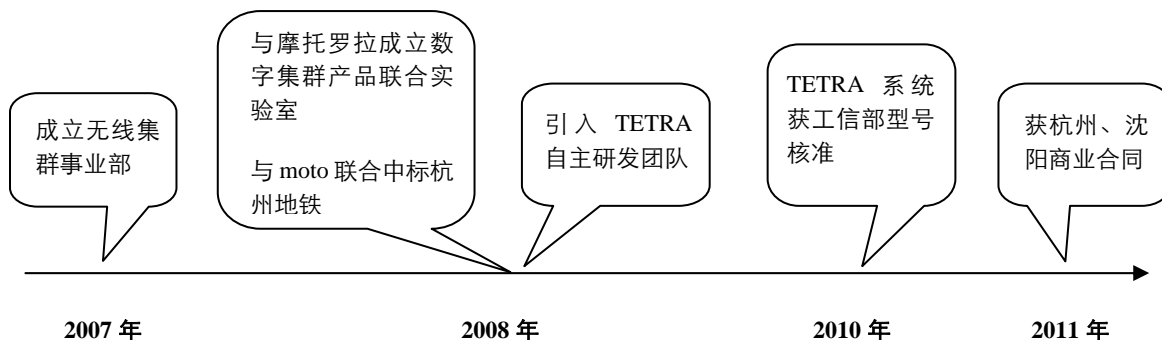
Strengths 优势：

1、数字集群系统技术国内领先

公司数字集群研究起步早，集团重视，通过合作、引入团队等方式加强研发实力，目前是国内唯一具有规模商用、自主知识产权 TETRA 数字集群系统的企业。

公司在数字集群系统上已有 5 年积累，技术能力已经成熟。2007 年成立无线集群事业部；2008 年与摩托罗拉成立数字集群产品联合实验室，并联合中标杭州地铁数字集群项目；同年，通过收购方式引入国内数字集群研发团队、知识产权，开始自主研发集群系统；2010 年，数字集群系统获工信部型号核准证，现场测试通过，具备规模商用条件；同年，成为 PDT 正式会员。

图表17 公司数字集群系统已获得二张商业合同



资料来源：东方通信，平安证券研究所

公司拥有国内唯一规模商用，自主知识产权的 eTRA 数字集群系统；系统在全 IP 架构、软交换、大规模组网技术上拥有优势。

eTRA 数字集群通信系统由东方通信自主研发制造，支持 TETRA 和 PDT 混合组网。系统提供 350MHz、380MHz-430MHz、800MHz 等频段系统产品，可用于公安、轨道交通、政务、军队、物流、港口、民航、能源等行业的指挥调度作业。

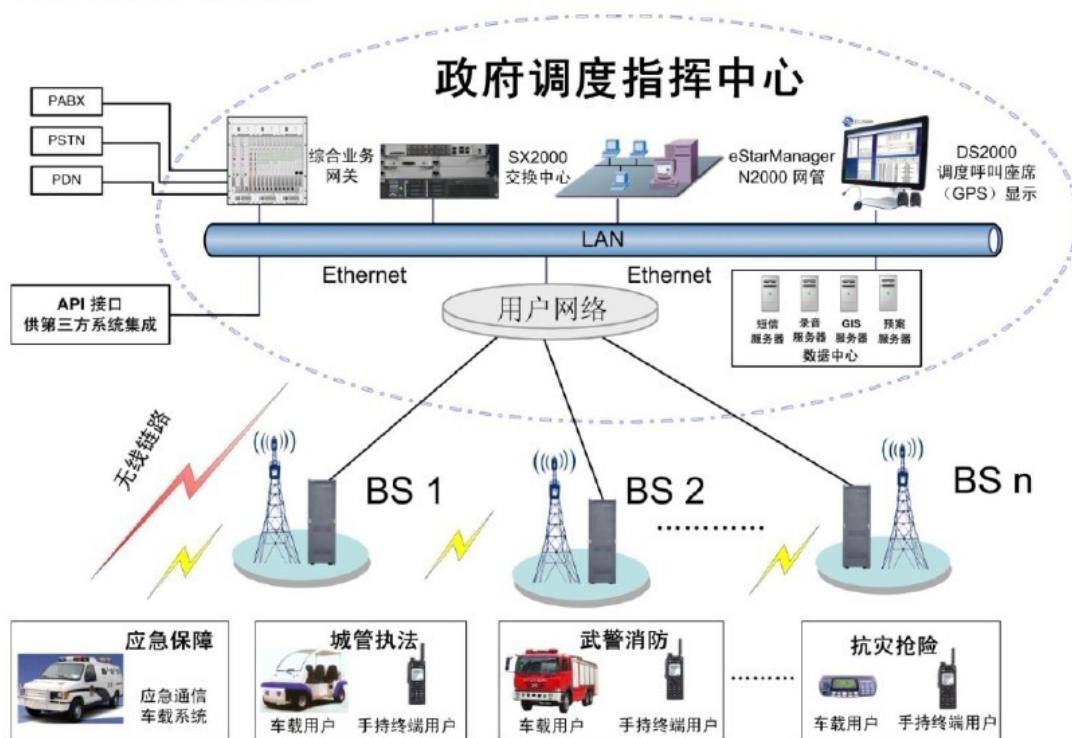
图表18 公司系统、基站产品主要性能

系统		
每系统最大用户数	50000	
每系统可同时处理最大呼叫数	562500	
每系统单交换机支持的基站数量	100	
基站		
标准	TETRA	PDT
频率	350M、800M	350M
接入方式	TDMA	TDMA
空中接口	支持TETRA、PDT混合组网	

资料来源：东方通信，平安证券研究所

图表19 东信eTRA政务网解决方案

政务网系统解决方案

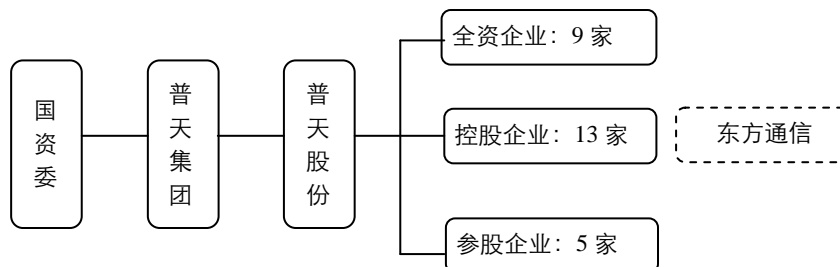


资料来源：东方通信，平安证券研究所

2、 国企背景优势

数字化普及初期，数字集群的主要应用为公安网、政府政务网、城市轨道交通、大型央企生产调度通信等，公司国企背景将有利于获取公安、政府、大型央企等类型客户的项目合同。

图表20 国企背景有利于获得公安、政府等订单



资料来源：普天集团，平安证券研究所

Weaknesses 劣势：

1、未参与模拟时代集群市场竞争，对客户需求认识、市场渠道、客户关系有待培养

公网、专网用户在需求上差异巨大，东方通信作为传统公网市场参与者，需要项目经验来深化对专网用户需求的认识。公网用户关注网络的覆盖度、通话质量、数据增值服务等；专网用户则关注网络的可靠性、安全性、通话的时延、指挥调度能力等。

公司目前承担的专网项目数量不多，从合同看，包括杭州地铁、沈阳地铁、杭州政务网三个大型项目，而海能达等国内竞争对手在模拟时代已有大规模省级公安集群网建设经验。

图表21 专网、公网用户需求差异巨大

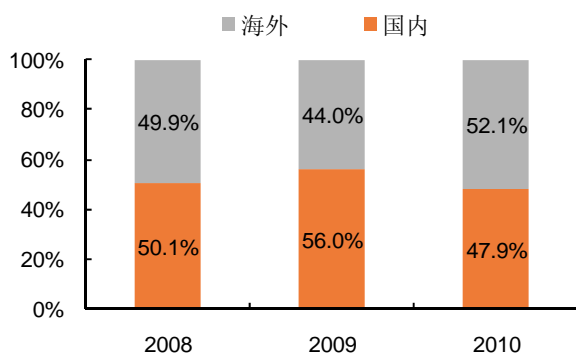
集群专网用户需求	公网用户需求
可靠性	覆盖率
安全、加密	语音质量
及时性	增值服务
应急通信	
指挥调度	

资料来源：平安证券研究所

相比于竞争对手庞大的销售渠道，公司行业客户销售渠道、客户关系仍需建设。公网、专网在下游客户类型、销售方式上差异巨大：公网下游客户以三大运营商为主，采购方式普遍以集采为主；专网下游客户涉及各行业，采购方式多样，包括集采、邀标、协商等方式。

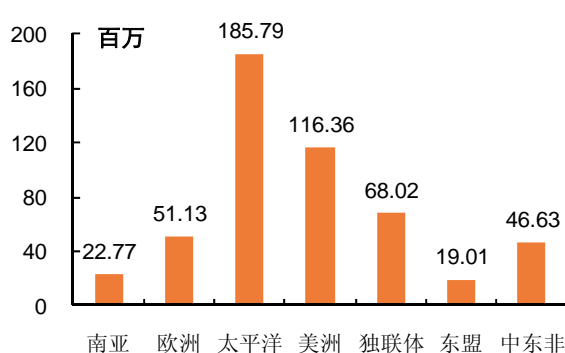
销售渠道上，专网企业普遍具备经销零售、大客户直销二种方式。对中小企业、个人的销售通过经销商渠道展开；对大中型企业、公安、政府则采取直销方式。以海能达为例，其在国内拥有 300 多家经销商；海外销售覆盖美洲、欧洲、非洲、亚洲等，包括八十多个国家和地区，且各地区销售额在千万级规模。

图表22 海能达海外收入占一半以上



资料来源：海能达年报、平安证券研究所

图表23 海能达在全球各地收入均已上规模



资料来源：海能达年报、平安证券研究所

2、专网终端(对讲机)设计、制造经验不足

专网终端与公网终端的用户需求差异较大，公司此前虽具有手机设计、生产能力，但推出具有竞争力的对讲机仍需多代产品的演进。对讲机关注可靠性，要求防水、防火、防爆等；手机则要求时尚、美观。二类产品在设计思路、功能特性上差异较大，推出具竞争力的对讲机需从技术到市场的培养。

图表24 对讲机关注可靠性，手机关注时尚、美观

对讲机需求	手机需求
防水	超薄
防爆	触摸屏
防火	娱乐、多媒体
防尘	

资料来源：平安证券研究所

Opportunities 机会

1、市场需求增长强劲

市场需求将在未来 3-5 年迎来快速增长，我们在 2.1 中已作分析。

2、公安、政府等部门出于安全性、成本考虑，倾向使用国产系统

国产 TETRA、PDT 产品无论在安全性、成本上都具有优势，一旦技术成熟，大面积推广将是必然结果。

公安、政府等部门对通信系统安全性、保密性有最高的要求。TETRA 标准虽已开放空中接口，但集群系统内部接口未开放，因此国外产品安全性始终存在不确定性因素。

成本方面，一方面，在缺乏国内企业竞争的情况下，国外产品价格昂贵；另一方面，TETRA 系统设计之初即为适合欧洲国家面积小，人口密度大的特点，大面积覆盖经济效益较差。

3、混合组网需求

由于公安系统已有大量模拟系统，而新建城市轨道交通均为 TETRA 系统，故未来公安网、政务网必然存在模拟系统、TETRA、PDT 混合组网需求，国内企业在混合组网存在技术优势。

Threats 挑战

1、海能达等厂商在 1-2 年内数字系统逐渐成熟

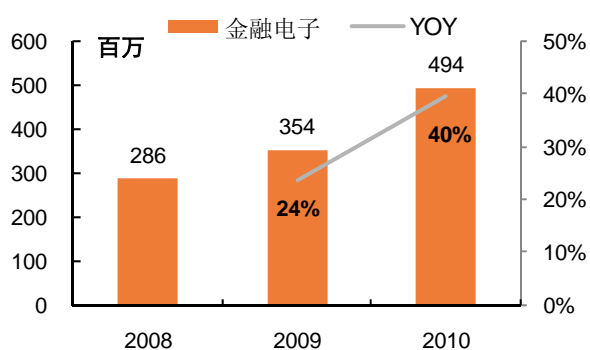
公司主要竞争对手海能达的 TETRA 系统产品将在未来 1-2 年内适应国内市场。届时，拥有终端、系统全产品线的海能达将是集群通信市场最具竞争力的厂商。

三、 业绩预测与估值

3.1 ATM 业务将进入稳步增长期

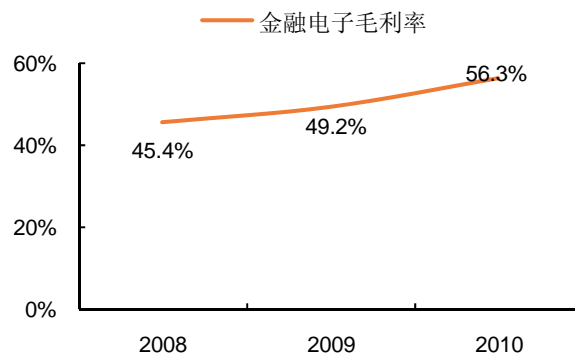
公司 2006 年前后进行产业转型，金融电子业务成为转型后的重点发展业务之一。2008-2010 年，随着自主产品陆续突破几个大行，ATM 机业务迎来一段快速增长期。收入增速维持 20%以上增长，收入达到 5 亿规模。

图表25 金融电子业务近三年快速增长



资料来源：东方通信年报、平安证券研究所

图表26 自产比例提高，金融电子毛利率稳步提升



资料来源：东方通信年报、平安证券研究所

公司 ATM 业务分代理、自主品牌二种销售模式。ATM 业务最早由代理 wincor-nixdorf ATM 起步，之后逐步向贴牌生产、自主研发、运维的方向发展。

自主 ATM 产品 POTEVIO 已入围国内主流银行招标。目前公司 ATM 整机产能超过 10000 台，先后入围工行、农行、光大、邮储银行、招商、交通、深发展、各地省级农信及城商行等国内主要金融机构。自主研发的 POTEVIO 产品是国内唯一入围工总行的产品。同时，自主产品已进入澳大利亚、古巴、伊朗、阿联酋、孟加拉等国际市场。

ATM 运维服务、金融 IT 系统综合服务将是后续增长的又一动力。公司构建了覆盖广、响应快的 ATM 服务网络，在全国建立 9 个服务大区、150 余个直属专业金融设备维护中心，400 余名工程服务人员，形成了辐射全国各大城市的完善服务网络，累计服务 35000 余台金融自助服务设备。

预计未来三年公司 ATM 业务将维持符合 20-30%左右的复合增速。

3.2 未来二年，集群业务将迎来第一轮快速增长

我们预计，2012-2013 年，公司未来二年有望获得共计十张以上规模集群系统合同。根据 2009 年至今的合同额看，平均单张合同金额在 2000-5000 万间，由此，未来二年集群业务贡献收入有望超过 2 亿。

预计 2012-2013 年国内公安、地方政府将迎来第一轮数字集群网络建设热潮，建设地区将集中在东部经济发达省份、直辖市、维稳问题突出的城市。

在第一轮建设热潮中，TETRA 网络将是主要建设的网络，一方面东部经济发达省份不差钱，建得起 TETRA 网络；另一方面，东部地区人口密集，适合 TETRA 网络的覆盖特点。

2009 年至今，东信集群产品商业化初显成效，已获得规模化商业合同三个，其中集成类合同一个，产品类合同二个，单个合同金额均上千万。

➢ 2009 年联合摩托罗拉中标杭州地铁 1 号线工程专用通信系统 II 标项目，合同额 4880 万元。此项目使用摩托罗拉的 TETRA 系统，由东信负责系统集成。

➢ 2010 年中标杭州市数字集群无线政务专网，政务专网将采用“企业投资建设运营，政府购买服务”的运营模式。东信负责网络设备及工程服务，提供 eTRA 800MHz 数字集群通信系统所需的设备及终端，包括交换中心、800MHz 基站以及网管设备、终端产品等。

杭州市无线政务专网将分三期实施，第一期工程建设计划投资 3970 万元，覆盖杭州六大主城区，预计 2012 年上半年完成并投入试运行；二期和三期工程主要覆盖其他 2 区 5 县（市）的城区及高速公路，以及对网络的优化、补盲和扩容。

➢ 2011 年中标沈阳市地铁二号线一期工程公安通信系统采购项目，公司提供 eTRA 350MHz 数字集群通信系统全套设备，其中包括 1 套交换中心、22 套 350MHz 基站、及配套网管设备、调度台、车载台、手持台等，同时还提供安装、调试、培训及维护等服务。

3.3 营收及利润预测

预计 2011-2013 年营业收入增速 3.1%，1% 和 5%，但随着业务转型深入，预计净利增速将大幅高于收入增速，未来三年预计为-4%、55.7%和 42%，EPS 分别为 0.11 元、0.17 元和 0.24 元，以 2012 年 1 月 17 日收盘价 5.2 计算，对应 2011-2013 年动态估值 47、30、21 倍。首次予以“推荐”评级。

图表27 业务盈收预测 单位：百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通信电子						
收入	8358.31	3017.38	1478.48	887.09	798.38	718.54
YoY(%)		-64	-51	-40	-10	-10
毛利率(%)	1.2	1.4	1.7	1.7	1.6%	1.5
金融电子						
收入	286.11	353.60	493.80	740.70	962.91	1203.64
YoY(%)		24	40	50	30	25
毛利率(%)	42.3	40.2	39.3	40.0	40.0	40.0
交换传输网络						
收入	72.26	213.14	226.75	249.43	274.37	301.80
YoY(%)		195	6	10	10	10
毛利率(%)	55.4	42.7	46.3	50.0	50.0	45.0
集群通信						
收入					150.00	300.00
YoY(%)						100
毛利率(%)					30.0	35.0
其它						

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	22.33	29.09	467.34	934.68	654.28	457.99
YoY(%)		30	1507	100	-30	-30
毛利率(%)	36.9	49.6	4.5	2.0	2.0	2.0

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 主要财务预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	8,790	3,689	2,727	2,812	2,840	2,982
YoY(%)	-31.2	-58.0	-26.1	3.1	1.0	5.0
净利润(百万元)	96.9	99	145	139	217	307
YoY(%)	-44.1	1.7	47.1	-4.0	55.7	42.0
毛利率(%)	3.2	8.5	13.5	16.2	20.9	24.9
净利率(%)	1.1	2.7	5.3	4.9	7.6	10.3
ROE(%)	4.1	4.2	5.8	5.5	7.9	10.1
EPS(摊薄/元)	0.08	0.08	0.11	0.11	0.17	0.24

资料来源: Wind, 平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1804	1750	1942	2262
现金	1111	1019	1089	1260
应收账款	375	421	493	583
其他应收款	62	59	84	107
预付账款	4	4	4	4
存货	177	184	210	244
其他流动资产	75	62	63	64
非流动资产	1498	1486	1483	1494
长期投资	443	443	443	443
固定资产	352	355	362	377
无形资产	40	36	32	27
其他非流动资产	662	652	645	647
资产总计	3302	3236	3425	3755
流动负债	608	526	469	450
短期借款	0	0	0	0
应付账款	190	189	180	179
其他流动负债	417	338	289	271
非流动负债	32	27	27	27
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	32	27	27	27
负债合计	640	553	496	477
少数股东 权益	146	162	191	234
股本	1256	1273	1273	1273
资本公积	871	871	871	871
留存收益	389	377	594	901
归属母公司股东权益	2516	2521	2738	3045
负债和股东权益	3302	3236	3425	3755

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	245	-13	51	163
净利润	168	155	246	350
折旧摊销	116	42	44	46
财务费用	-8	-4	-4	-5
投资损失	-65	-60	-60	-60
营运资金变动	60	-132	-224	-161
其他经营现金流	-26	-13	50	-8
投资活动现金流	-338	50	14	4
资本支出	17	25	45	55
长期投资	-422	-5	0	0
其他投资现金流	-744	71	59	59
筹资活动现金流	-143	-129	4	5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-143	-146	4	5
现金净增加额	-236	-92	69	171

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2727	2812	2840	2982
营业成本	2359	2357	2246	2238
营业税金及附加	28	36	36	38
营业费用	100	98	99	104
管理费用	276	253	256	268
财务费用	-8	-4	-4	-5
资产减值损失	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	65	60	60	60
营业利润	30	126	261	392
营业外收入	172	50	50	50
营业外支出	9	4	4	4
利润总额	192	172	307	438
所得税	24	17	61	88
净利润	168	155	246	350
少数股东损益	23	16	29	43
归属母公司净利润	145	139	217	307
EBITDA	138	163	301	433
摊薄后EPS (元)	0.12	0.11	0.17	0.24

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-26.1%	3.1%	1.0%	5.0%
营业利润	-64.8%	321.6%	107.6%	50.0%
归属母公司股东净利润	47.1%	-4.0%	55.7%	42.0%
获利能力				
毛利率	13.5%	16.2%	20.9%	24.9%
净利率	5.3%	4.9%	7.6%	10.3%
ROE	5.8%	5.5%	7.9%	10.1%
ROIC	4.4%	19.7%	28.0%	34.0%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	17.1%	14.5%	12.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.97	3.32	4.14	5.03
速动比率	2.58	2.88	3.57	4.33
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.86	0.85	0.83
应收账款周转率	6	6	5	5
应付账款周转率	9.60	12.44	12.20	12.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.11	0.17	0.24
每股经营现金流	0.19	-0.01	0.04	0.13
每股净资产	1.98	1.98	2.15	2.39
估值比率				
P/E	59.11	61.60	39.57	27.88
P/B	3.41	3.40	3.13	2.81
EV/EBITDA	46	39	21	15

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利

平安证券综合研究所

中国平安 PINGAN

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257