

东方通信 (600776.SH) 通信系统设备行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

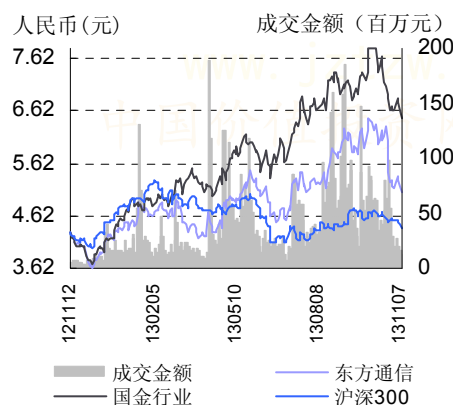
市价(人民币): 5.08 元

目标(人民币): 6.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	956.00
总市值(百万元)	63.80
年内股价最高最低(元)	6.47/3.62
沪深 300 指数	2315.89
上证指数	2109.47



不只是等待 P D T 大单

公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.150	0.153	0.151	0.251	0.301
每股净资产(元)	2.03	2.11	2.21	2.40	2.63
每股经营性现金流(元)	0.00	-0.04	0.27	0.15	0.24
市盈率(倍)	35.51	28.30	34.28	20.64	17.25
行业优化市盈率(倍)	22.00	19.04	33.08	33.08	33.08
净利润增长率(%)	29.58%	2.55%	-1.26%	66.07%	19.66%
净资产收益率(%)	7.36%	7.28%	6.86%	10.48%	11.44%
总股本(百万股)	1,256.00	1,256.00	1,256.00	1,256.00	1,256.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **集群通信国产化关键期,关注的不仅是 PDT:** 公安部集群通信系统的模转数升级在近 2 年内将带来近 100 亿的设备与终端市场,公司有望集中获益。而与此同时,东信 Tetra 制式的集群通信系统已经成熟,在国内轨交安防市场同样具有极大机遇打破摩托罗拉等海外厂商垄断,其潜在市场规模将是另一个 PDT。这两个市场都值得期待。而东信 Tetra 独家为十二届全运会安保的成功服务是很好的广告。
- **金融电子服务是核心竞争力,机芯国产化提供成本保障:** 国内 ATM 机行业仍有 3-5 年较快速的发展期,其中国产设备由于突破了机芯的核心技术,而且在成本上有优势,服务及时,了解中国国情,其市占率有望进一步提升,从而获得超过行业增速的发展。而由于美国厂商在我国市场份额的下滑,东信有望进一步挤入 ATM 机第一阵营。

投资建议

- 我们认为 2014 年注定是公司发展的重要一年,经历了几年的技术储备和市场拓展以后,东方通信将进入集群通信业绩实现和金融电子稳步上升阶段。基于广阔市场,公司良好的基本面和股权激励业绩释放的动力因素,看好公司在近年的发展。而关于买入时点,值得关注公司在 PDT 和 Tetra 两种制式上订单的斩获,任何一个制式获得重要意义的订单都将是消除不确定性的标志。估值和业绩有望得到双重提升。

估值

- 预测公司 2013-2015 年 EPS0.15, 0.25, 0.30 元, 股价对应 PE34, 21, 18 倍。给予“增持”评级。由于 2014 年业绩确定性较高, 给予阶段性目标价 6 元, 相当于 2014 年 24 倍 PE。我们将根据订单进展, 适时调整目标价。

风险

- 公司作为国内自主品牌的 Tetra 集群通信设备厂商, 担负打破海外厂商垄断重任, 其产品性能有待市场进一步的认可。
- PDT 的推广需要各方面协调一致。
- ATM 机价格下滑超过预期

周明巍 联系人

(8621)60230234
zhoumingwei@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

第一,集群通信国产化关键期,关注的不仅是 PDT	3
1) 等待 PDT 大订单拉动业绩	3
2) Tetra 国产化提升估值,技术成熟打破海外厂商垄断	4
3) 全运会获得认可,打下开拓市场的基础。	7
第二,金融电子服务是核心竞争力,机芯国产化提供成本保障	8
1) 行业稳步增长,国内 ATM 机仍有 3-5 年快速发展空间	8
2) 国产设备替代进口趋势不改	8
3) 东方通信国产化率提升,服务也是核心竞争力	10
第三,股权激励为业绩增长添保障	11
结论:业绩稳步增长,关注突破性订单(附盈利预测与估值)	11
附录:三张报表预测摘要	13

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多 最好用研究报告 服务商

图表目录

图表 1: 东方通信近年营收分布	3
图表 2: 东方通信近年毛利润分布	3
图表 3: PDT 招标项目汇总(部分)	3
图表 4: 模拟, PDT, Tetra 集群制式比较	5
图表 5: 国内 Tetra 系统设备主要提供商	6
图表 6: 摩托罗拉解决方案公司在中国的营收与综合毛利率	6
图表 7: 东方通信集群设备规模商用,顺利支持十二运会安保工作	7
图表 8: 全国地铁近年新增数量	8
图表 9: 国内 ATM 机保有量	8
图表 10: 国内 ATM 机销售增速	8
图表 11: 各家厂商中国市场 ATM 机出货情况	9
图表 12: 美国迪堡营收与利润率情况	10
图表 13: 美国 NCR 营收与利润率情况	10
图表 14: 国内 ATM 机市场份额图	11
图表 15 股权激励保底业绩要求	11
图表 16 公司营收细分假设	12
图表 17 相关上市公司估值对比	12

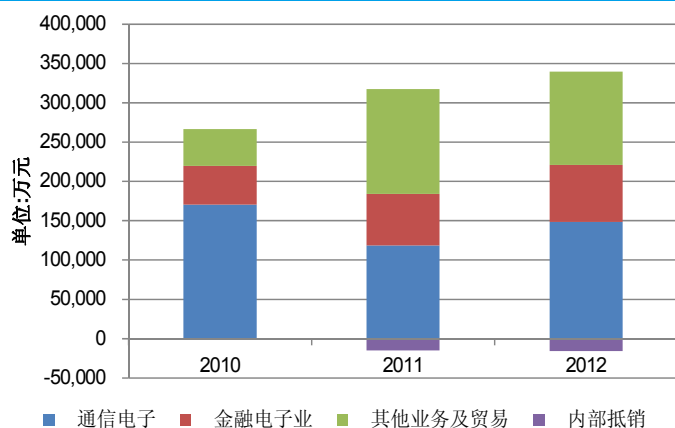
中国价值投资

www.jztzw.net

第一,集群通信国产化关键期,关注的不仅是 PDT

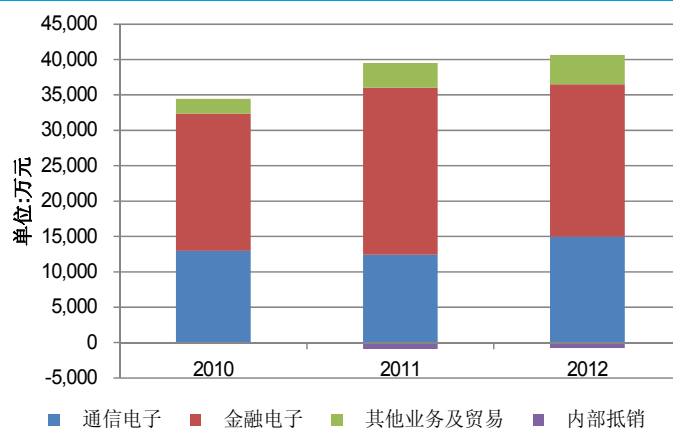
- 公司收入来源于通信设备, 通信网络服务, 金融电子和贸易, 但主要利润来自于金融电子和通信设备与服务。而近期业绩的主要增长将来源于通信中的集群通信与金融电子业务。

图表 1: 东方通信近年营收分布



来源: 国金证券研究所

图表 2: 东方通信近年毛利润分布



来源: 国金证券研究所

1) 等待 PDT 大订单拉动业绩

- 国内公安系统 PDT 需求何时启动近年来一直是集群通信行业关注的焦点, 也是资本市场关注的重点。截至 2012 年底, 全国公安机关共建成无线通信基站 9000 余个, 信道数达到了 2.3 万余个, 共配备无线电台 (含对讲机、车载台) 134 余万部, 前期投资巨大。即使不考虑新建, 仅全部替换, 按照一个信道 10-20 万, 一部终端 3000-4000 元计算, 总投资规模就接近 100 亿元。
- 按照 2013 年 4 月下发的《警用数字集群(PDT)通信系统总体技术规范》文件的计划, 警用集群通信将在 2015 年进入强制过渡阶段, 全面推进模转数。这样, 留下的时间只有 2 年, PDT 市场快速增长的时间点已经比较确定。
- 目前 PDT 主要由“PDT 联盟”推动, 而国内通信设备巨头中兴与华为都没有推出这个制式的集群系统。这样这个一百亿元的市场将由 PDT 联盟的成员公司获得(包括东方通信, 海能达, 优能等共 25 家成员单位)。
- 参照前期浙江省 PDT 实验网采购方案, 有主要 5 家系统与终端供应商已经可以提供较成熟产品: 东方通信股份有限公司、优能通信科技(杭州)有限公司、南京正泰和通讯有限公司、海能达通信股份有限公司、杭州承联通信技术有限公司。按照保守假设, 东方通信获得五分之一的份额, 也就是 20 亿元左右的规模。
- 公安行业 PDT 的启动将标志国产集群通信设备和终端厂商春天的来临。但近年 PDT 部署一直落后于预期, 只有一些零星城市的试点。目前 PDT 系统已经完成和签订了 45 个合同, 并在俄罗斯、泰国和尼泊尔等国家获得应用。但总体订单体量不大。多为试点性质。

图表 3: PDT 招标项目汇总(部分)

PDT	招标时间	中标时间	项目名称	数量	成交额(万)
1	2013-10-10	2013-11-4	广东省人防 PDT 数字集群通信系统一期建设项目	车载基站 1, 手持电台 10	80

2	2013-11-1	/	重庆市公安局 350 兆警用数字集群系统 (PDT) 建设项目		
3	2013-10-25	2013-11-21	温州市公安局 350 兆数字集群 (PDT) 通信系统	交换控制中心、市级基站、网管中心、调度系统、录音系统和终端设备等	221.5
4	2013-8-15	2013-10-23	清远市公安局无线 PDT 数字集群系统建设工程项目		739.3
5	2013-10-20	2013-10-24	玉溪市公安局交警支队直属大队 PDT 数字集群对讲机采购项目	PDT 数字集群对讲机 50 台	24.2
6	2013-9-30	2013-10-22	绍兴市公安局 PDT 数字集群网		97.0
7	2013-10-11	2013-10-31	广东省人防 PDT 数字集群通信系统一期建设项目	车载移动式基站系统 1 套 移动手持电台 10 套	98.0
8	2013-9-2	2013-9-8	赣州市公安局交通警察支队终端设备项目	终端设备 (国产) 100 台	
9	2013-9-2	2013-9-6	海宁市公安局应急无线通讯系统		
10	2013-8-20	2013-9-10	库车县公安局设备采购		
11	2013-8-9	2013-8-16	甘肃省公安厅交警总队应急通信装备项目	对讲机 231 台 车载台 116 台 基地台 43 套 超小、超薄对讲机 7 套	199.2
12	2013-7-8	2013-7-23	公安部沈阳消防研究所 PDT 数字集群系统采购项目	小集群基站 1 台 车载台 2 台 手持台 15 台	
13	2013-8-3	2013-8-13	新昌县公安局 350 兆数字集群通讯系统项目		250.0
14	2013-6-14	2013-7-17	公安部数字集群通信指挥系统项目	手持台 400 车载台 15 终端安全模块 415	430.0
15	2013-7-3	2013-7-10	贵阳市公安交通管理局所需 PDT 对讲机	数字对讲机 100 数字车载台 20 基站 8	62.0
16	2013-7-4	2013-7-25	鄂尔多斯市公安局采购 350 模拟集群系统数字化改造项目	数字核心交换网 1 套 载频数字基站 14 套	580.0
17	2013-5-28	2013-6-16	武汉市公安局 350 兆警用无线集群 (PDT) 通信系统 (应急通信指挥网升级) 建设项目	应急通信指挥网升级一批 329 万 300 部数字电台终端 151 万	500.0
18	2013-6-8	2013-6-27	阳江市人防 PDT 数字集群通信系统招标采购项目	阳江市人防 PDT 数字集群通信系统 1 套	145.0
19	2013-3-29	2013-4-17	深圳出入境边防检查总站文锦渡口岸 PDT 数字集群对讲机采购项目	PDT 数字集群对讲机 300 台	144.0

来源：国金证券研究所整理

2) Tetra 国产化提升估值，技术成熟打破海外厂商垄断

- 虽然集群通信制式众多，但目前国内应用较为广泛的制式就是三种：模拟 MPT1327，PDT 和 Tetra。PDT 由于其部署相对廉价以及自主标准的特性，比较适合我国国情，所以在公安系统推广有其必然性。但从今年推进的进程来看，公安系统 PDT 大单不多，低于前期市场的预期，我们认为除了某些地方财政开支控制以外，其中也有公安部与地方相关部门博弈的原因。而相比较国内 PDT 标准，欧洲的 Tetra 标准在国内其他场合尤其在东部沿海地区应用已经较为广泛。

图表 4: 模拟, PDT, Tetra 集群制式比较

	MPT1327 模拟	PDT	Tetra
区制	大区制 (单基站覆盖大, 建网成本低)	大区制 (单基站覆盖大, 建网成本低)	小区制 (单基站覆盖大, 基站数量是大区制 4-5 倍)
多址方式	FDMA	TDMA	TDMA
调制方式	FM (硬件成本低)	4FSK (硬件成本低)	$\pi/4$ -DQPSK (硬件成本稍高)
频谱效率	低	略高	较高
信道间隔	27KHz	12.5KHz	25KHz
最大传输速率	/	9.6kbps	28.8kbps
实现宽带方式	/	借助公网 LTE 网络	软件升级至 TEDS, 速度 384kbps
我国使用范围	各行业	主要是公安系统	公安, 安防, 轨交调度等行业
主要优点	应用部署成本低	采购成本略低, 是自主标准, 组网结构简单, 容易维护	成熟, 全球使用
主要缺点	模拟信号逐渐淘汰	速度不高, 未来数据业务需要借助公网通信	各厂家设备不能互联互通, 采购与维护成本较高

资料来源: 国金证券研究所综合整理

- 虽然 PDT 未来在公安领域将占据主导地位，但其他领域集群市场依然非常之大，而且可持续时间更长，单从国内集群通信需求看，即使近年因为模拟系统需求放缓，导致规模缩减，但每年需求依然在几十亿元人民币。
- 近年各家厂商对集群系统都在不同制式上做了尝试，华为推出了基于 LTE 的集群系统，中兴推出基于 CDMA2000 技术的集群，信威通信也推出了基于自有技术的 Mcwill。但 Tetra 依然是目前应用最为广泛，认可程度最高的数字集群系统。这也从侧面说明集群通信与公网蜂窝移动通信不同，采购方更看重网络的成熟稳定。这其中，国外厂商占据了绝大部分的市场份额。如果把这块市场计算在内，国内厂家在数字集群中的占比就显得非常小，大概不到 10%。目前国内市场的格局非常类似于 1995 年以前的程控交换机，2000 年以前的蜂窝移动通信设备行业：基本被海外各类厂家(所谓“七国八制”)以及其国内合作厂垄断。

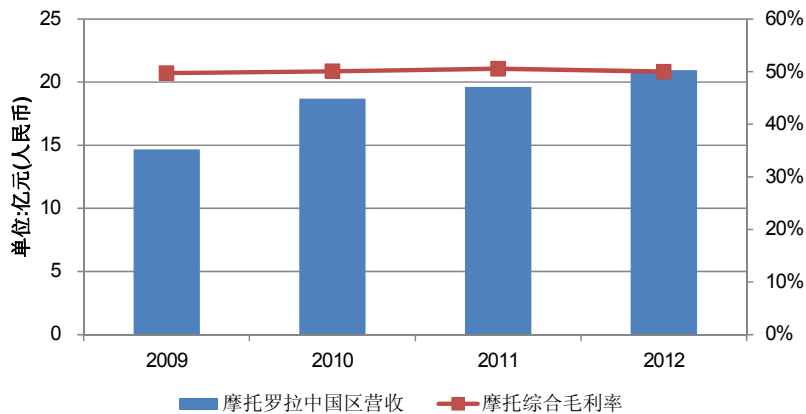
图表 5: 国内 Tetra 系统设备主要提供商

厂家名称	MOTOROLA	EADS	SELEX	TELTRONIC
产品种类	系统及终端	系统及终端	系统及终端	系统及终端
国内合作情况	与广州海格合作生产系统设备	与广州电子七所合作生产系统设备, 与深圳好易通合作生产终端	与京信合作	与天津712厂合作
产品国内销售情况	<ol style="list-style-type: none"> 1. 上海公安集群网 2. 广州地铁2、3、5、6号线 3. 上海地铁1到13号线 4. 天津轻轨和1号地铁线 5. 北京地铁1、2、4、5、10、13和机场线 6. 南京地铁2号线集群网 7. 成都地铁1号线 8. 香港机场集群网 9. 九广高速铁路集群网 10. 深圳盐田集群系统等 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 北京正通集群网 2. 广州800M集群共网 3. 深圳公安集群网 4. 广州地铁1、2、4、8号线 5. 深圳地铁集群网 6. 武汉地铁1、2号线及延长线 7. 沈阳地铁集群网 8. 南京地铁1号线及延长线 9. 民航集群系统 10. 天津水利集群网 11. 香港警察集群网 12. 香港消防集群网 13. 香港地铁集群网等 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 秦沈铁路 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 为某保密项目提供了NEBULA多基站系统及终端

来源: 电信规划设计院 国金证券研究所

- 以目前行业龙头摩托罗拉为例, 其拿到了我国大半市场份额, 每年保持着50%以上极高的毛利率水平。这在通信设备行业属于非常之高。

图表 6: 摩托罗拉解决方案公司在中国的营收与综合毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

- 从供给角度看, 东方通信在 2010 年在国内率先推出了 Tetra 系统的 eTRA 数字集群通信系统。在实验网运行 3 年后, 在今年 9 月 29 日正式通过了由中国工程院院士和来自政府与公共安全、轨道交通、民航、港口等行业专家组成的专家组的评审鉴定验收。从而率先在技术上打破了国外的垄断。交换中心可实现 Tetra, PDT 和模拟集群的融合组网, 其一个明显优点在于可有效保护前期的投资。所以可以说, 从 2014 年开始, 至少从技术上, 以东方通信为代表的国内厂家已经做好改变行业格局的准备。
- 从需求角度看, 受“棱镜门”事件影响, 国内相关企事业单位和机构后续在采购信息设备时, 安全性将被列为愈发重要的考虑因素, 而国产设备与终端理当成为首选。

- 综合上述利好，国内企业如能利用好这个机遇，突破海外厂商的垄断，海外厂商的垄断地位极有可能出现迅速下滑，这样东方通信的估值与业绩将可获得双重提升。

3)全运会获得认可,打下开拓市场的基础。

- **商用成功获认可。**通过沈阳，大连，枣庄，杭州等地市的规模商用，尤其是作为 2013 年 9 月第十二届全国运动会唯一集群通信设备供应商，东方通信的 Tetra 设备经受了高负荷的考验。仅在开幕式当天，配合沈阳 7899 名警力，提供场馆里外 2000 余终端，全网日呼叫次数 13 万次，呼叫累计时长 180 小时。在整个全运期间，实现了“零故障”，“零终端”，“零投诉”和“零的突破”。

图表 7：东方通信集群设备规模商用,顺利支持十二运会安保工作

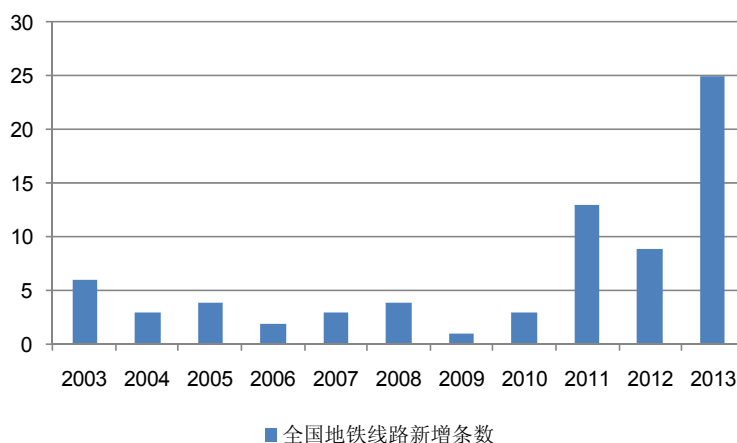


来源：东方通信 国金证券研究所

- 其 Tetra 设备和服务获得了公安部和组委会的高度评价，大会结束后，东信分别收到了公安部和全运会沈阳赛区组委会的感谢信。作为刚推出不久的设备，能够获此表彰，为后续的市场拓展打下基础。
- **新建地铁线路仍是重要市场。**以地铁线路为例，我国近年地铁建设进入新的高峰，而每条地铁均需要调度集群通信系统和公安集群通信 2 套系统。按照已经公开的国内各大城市地铁规划看，目前全国已开通建成 76 条，即将建成 25 条，尚有 108 条已经批准线路等待建设。按照每条线路 3000-4000 万元的集群通信系统计算。集群通信总投资在 65-86 亿元之间。如果东方通信在 2014 年能够拿到轨交集群通信的首单，也将是里程碑式的突破。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表 8: 全国地铁近年新增数量



来源: 百度百科等网络资料 国金证券研究所

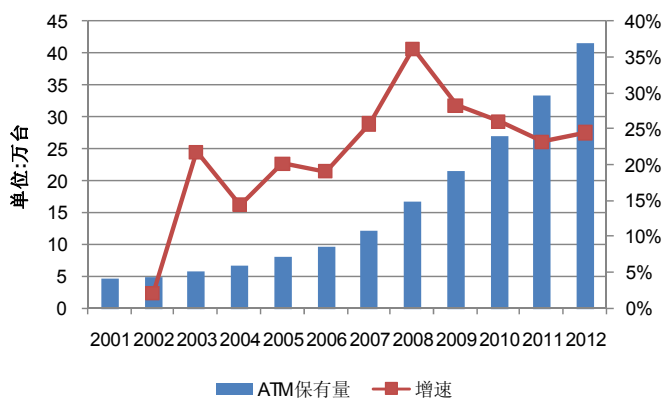
■ 东信在国内星星点点的成功为未来打下了基础, 期待在 13 年最后 2 个月以及 14 年就可以获得如地铁调度线路或者较大型 PDT 订单的突破。

第二,金融电子服务是核心竞争力, 机芯国产化提供成本保障

1)行业稳步增长, 国内 ATM 机仍有 3-5 年快速发展空间

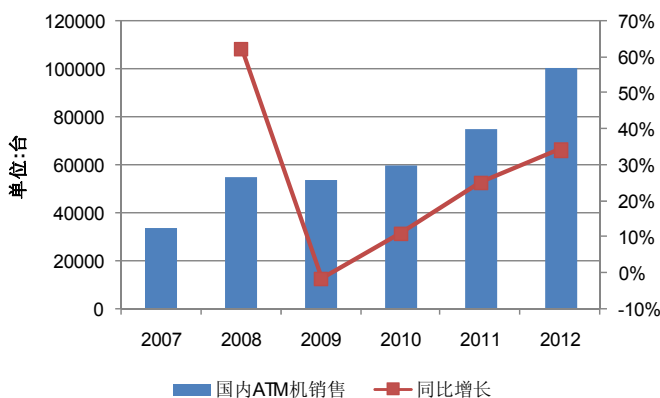
我国从 1987 年中国银行推出第一台 ATM 机以来, 在最近十年获得了快速增长, 保有量在 2012 年底已经达到 41 万余台。百万人均超过 300 台, 但与发达国家 2010 年百万人均 500 台, 美国 1250 台的数量尚有较大距离。再包括 7-10 年的 ATM 替换周期产生的每年 3-5 万台的替换机, 未来仍有 3-5 年较快速的发展空间。行业增速大致在 20-30%之间。

图表 9: 国内 ATM 机保有量



来源: 中国人民银行

图表 10: 国内 ATM 机销售增速

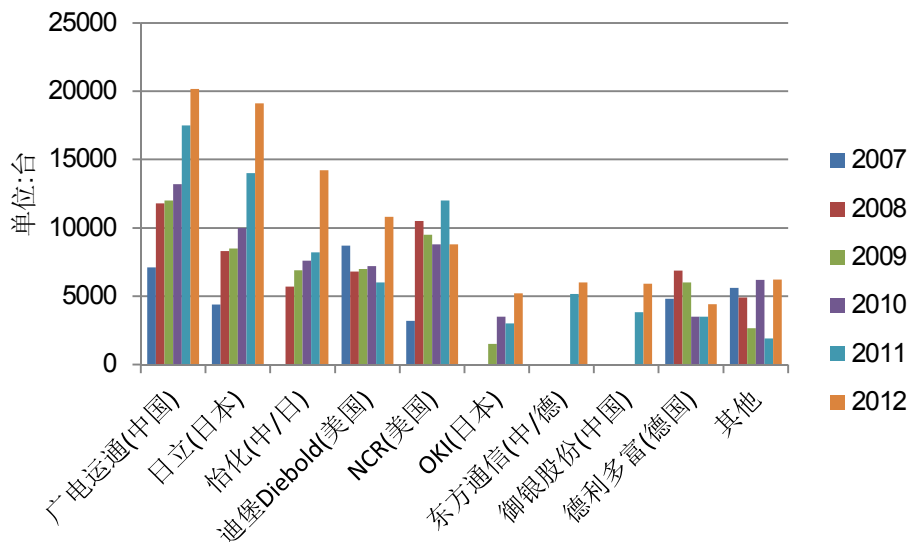


来源: 金融时报

2)国产设备替代进口趋势不改

- ATM 机业务也是东方通信的 2 大主要利润来源之一。而国内 ATM 机行业同样正在经历国产设备替代进口的大潮。由此也诞生了广电运通, 怡化, 东方通信, 御银股份等一批重点企业。

图表 11: 各家厂商中国市场 ATM 机出货情况

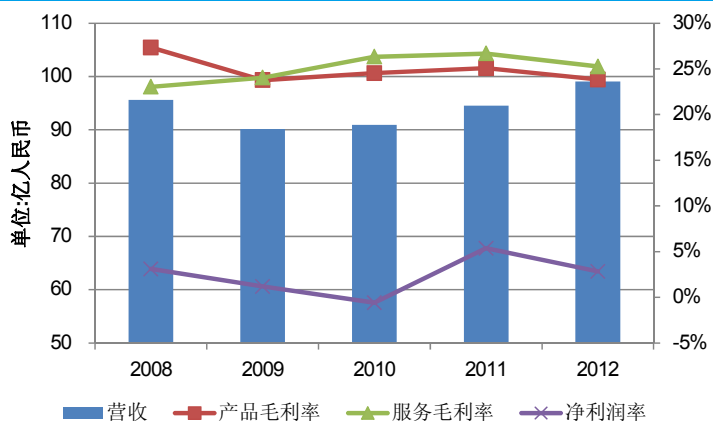


来源: 金融时报及上市公司公开数据

从市场需求看, 国内 ATM 机普及率依然低于全球水平, 采购需求将维持 20% 的增长,

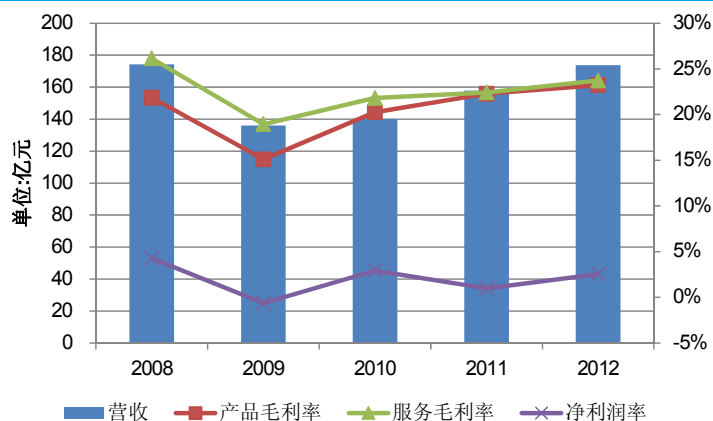
- 从硬件产品看, 我们认为 ATM 机美国厂商的市占率可能明显下滑, 而国内厂商的占有率将进一步上升, 其中广电运通, 东方通信等公司将受益。其理由有如下几点:
 - a) 美国公司没有自产循环式机芯。国内近年来 ATM 机采购中存取款一体化已经成为 ATM 机主流, 而其中循环机芯是其核心部件, 但只有日本, 德国和中国的企业可以生产, 而美国的迪堡, NCR 等也只能采购机芯来生产。
 - b) 美国公司已经无价格竞争余地。全球来看 ATM 机市场也是充分竞争的市场, 而其中美国企业 NCR 和迪堡都是龙头性企业, 2 者合计占据全球部署 ATM 机 7 成左右的份额。但相对于中国和日本企业而言, 处境并不乐观。其毛利率和净利润率均明显偏低, 并在中国厂商崛起势头下, 盈利能力仍处于下滑趋势中, 虽然也进行了生产本地化等努力, 但净利润率只有 2-3%, 与 2005 年以前长期维持 30% 以上毛利率, 7-8% 的净利润率相比, 目前只能算勉力维持。在国产产品持续价格竞争中, 中国产品毛利率能维持 30-50%, 而日本产品营业利润维持 6-7%, 但美国公司处境最为尴尬, ATM 机毛利率已经普遍下滑至 25% 左右甚至以下, 而净利润率只有 2-3%。其继续降价的余地已经很小。在竞争的中国市场, 份额继续逐步下滑在所难免。

图表 12: 美国迪堡营收与利润率情况



来源: 国金证券研究所整理

图表 13: 美国 NCR 营收与利润率情况



来源: 国金证券研究所整理

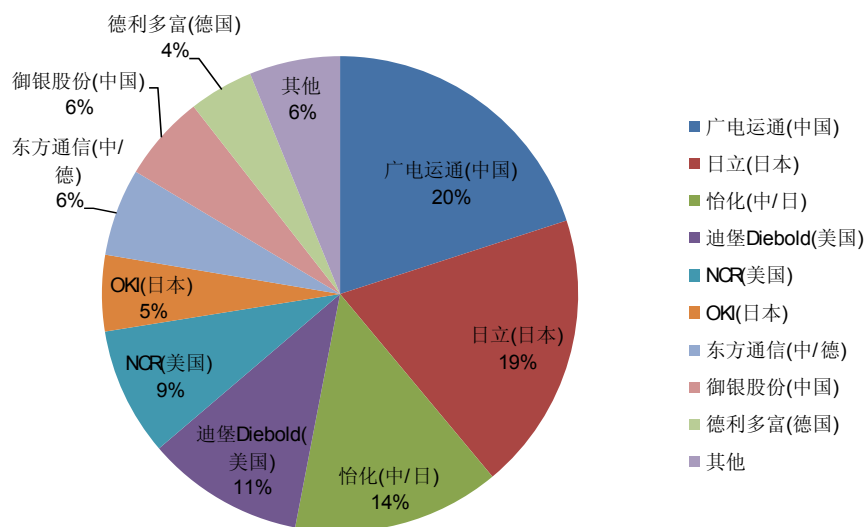
- c) 受到美国 SEC 行贿调查。10 月 23 日凌晨, 美国证券交易委员会 (SEC) 宣布, 世界最大 ATM 机制造商之一迪堡公司 (Diebold Inc) (DBD) 已同意支付超过 4800 万美元, 以了结有关其向外国官员行贿以赢得业务的刑事和民事指控。指控称, 在 2005 年到 2010 年之间, 迪堡公司的代理商和子公司“过分大方地”向中国, 印度尼西亚, 俄罗斯三个国家的银行官员提供了“国际观光旅游、娱乐及其他不正当的礼品”。罚款数额占其 2012 年盈利的约 10%。相信相关指控将使其在华业务受到影响。

3) 东方通信国产化率提升, 服务也是核心竞争力

- a) 国产化率提升。东方通信的 ATM 机业务从以许可证方式生产德国西门子 (德利多富) ATM 起家, 经过近年来的努力, 自产机器已经占到 70% 比例, 且已经大部分使用自己研发的出钞机芯。从而在竞争中通过获得相对成本优势, 实现了超越行业增长速度的增长, 已经升至国产品牌第二集团领先地位。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表 14: 国内 ATM 机市场份额图



来源: 国金证券研究所

- **b) 服务是核心竞争力。**作为国内企业, 东方通信在国内具有天然优势, 目前维护服务国内规模较大的一家是广电运通有大约 3000 人的团队, 东方通信排名第二, 有 1000 余人的团队; 而海外厂家通常依靠外包模式对自身在网产品进行维护, 在突发紧急事件下, 如今年的雅安地震以及余姚水灾, 拥有自有团队的厂家能够及时处理维修, 明显增强了客户粘性。

第三, 股权激励为业绩增长添保障

东方通信作为国有控股上市公司, 由普天集团控股 48%, 此前公司管理层持股较少, 如何提升公司对业绩的诉求和工作的主动性以及效率一直是市场担心的问题。公司在 5 月份推出的长达 10 年的股权激励计划将高管, 中层与核心技术人员与公司利益捆绑一致。并且 2014 年开始将对业绩进行实质性考核。

股权激励公司层面考核分 3 个绝对额要求, 1) 2014-2016 年净资产收益率 ROE 分别不低于 6%, 7.3%, 8.5%, 2) 业绩 3 年复合增长 15.5% 以上, 3) 主营占营收比例不低于 95%。

按照股权激励指标计算, 未来 3 年业绩至少达到下述要求:

图表 15 股权激励保底业绩要求

单位: 亿元	2010	2011	2012	2013E	2014	2015	2016
净利润	1.68	1.88	1.92	1.92	/	/	/
净资产	26.62	26.86	27.77	27.72	30.13	33.03	35.4
ROE	6.3%	7.2%	6.9%	6.9%	/	/	/
净利润复合增长要求	/	/	/	/	2.86	2.97	2.96
净利润 ROE 要求	/	/	/	/	1.81	2.41	3.01
对应保底 EPS	0.11	0.15	0.15	0.15	0.23	0.24	0.24

资料来源: 国金证券研究所整理

结论: 业绩稳步增长, 关注突破性订单 (附盈利预测与估值)

经历了几年的技术储备和市场拓展以后，从 2014 年开始，东方通信将进入集群通信业绩实现和金融电子稳步上升阶段。与市场不同的观点在于，我们认为，关注 PDT 订单的同时，包括 Tetra 集群与金融电子设备在内的信息设备国产化占比提升也非常重要，应是关注东方通信的逻辑主线。

此外公司还有 4G 网络运维服务等业务，在 4G 建设大潮中，需求也将有所增长。

图表 16 公司营收细分假设

	单位:万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
通信（除集群以外）	收入	117,578	138,068	172,585	207,102	227,812
	增长率	-31.05%	17.43%	25.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	10.2%	7.1%	7.00%	7.00%	7.00%
通信(集群)	收入	1,000	10,292	5,500	45,000	60,000
	增长率		929.20%	-46.56%	718.18%	33.33%
	毛利率	40.10%	50.50%	50.00%	50.50%	50.50%
金融电子	收入	65451	72708	89431	111788	130792
	增长率	32.54%	11.09%	23.00%	25.00%	17.00%
	毛利率	36.0%	29.6%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	133567	118596	177893	177893	177893
	增长率	185.80%	-11.21%	50.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	2.6%	3.5%	4.50%	4.50%	4.50%
内部抵消	收入	-14962	-15685	-15685	-15685	-15685
	增长率		4.83%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	6.1%	4.8%	5.00%	5.00%	5.00%
总计	收入合计	302,633	323,978	429,724	526,098	580,812
	增长率	13.50%	7.05%	32.64%	22.43%	10.40%
	调整后综合毛利率	13.6%	13.3%	12.5%	15.4%	16.6%

资料来源：国金证券研究所整理

预测公司 2013-2015 年 EPS0.15, 0.25, 0.30 元，对应 PE34, 21, 18 倍。给予“增持”评级。由于 2014 年业绩确定性较高，且 14 年以后依然能维持较快增长，给予阶段性目标价 6 元，相当于 2014 年 24 倍 PE。我们也将密切留意相关订单预期的落实情况，适时调整评级。

图表 17 相关上市公司估值对比

代码	简称	每股收益 EPS(元)				市盈率 PE			
		2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
600776	东方通信	0.15	0.15	0.25	0.30	33.13	33.55	20.20	16.88
002583	海能达	0.12	0.47	0.75	1.11	160.42	40.96	25.67	17.34
600677	航天通信	0.26	0.29	0.60	0.88	34.76	30.86	15.04	10.17

注：海能达与航天通信为 iFinD 市场一致预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,727	3,117	3,298	4,297	5,261	5,808
增长率		14.3%	5.8%	30.3%	22.4%	10.4%
主营业务成本	-2,359	-2,693	-2,860	-3,761	-4,450	-4,846
%销售收入	86.5%	86.4%	86.7%	87.5%	84.6%	83.4%
毛利	368	424	438	536	811	962
%销售收入	13.5%	13.6%	13.3%	12.5%	15.4%	16.6%
营业税金及附加	-28	-28	-23	-26	-32	-35
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-100	-105	-90	-129	-158	-174
%销售收入	3.7%	3.4%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-276	-245	-287	-314	-431	-488
%销售收入	10.1%	7.9%	8.7%	7.3%	8.2%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	-36	45	38	68	191	265
%销售收入	n.a	1.5%	1.1%	1.6%	3.6%	4.6%
财务费用	8	18	21	18	14	5
%销售收入	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.1%
资产减值损失	-7	-3	-2	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	65	105	102	100	100	100
%税前利润	33.9%	52.6%	50.6%	45.6%	29.2%	24.4%
营业利润	30	166	158	180	303	370
营业利润率	1.1%	5.3%	4.8%	4.2%	5.8%	6.4%
营业外收支	163	34	43	40	40	40
税前利润	192	200	201	220	343	410
利润率	7.1%	6.4%	6.1%	5.1%	6.5%	7.1%
所得税	-24	-6	-8	-15	-24	-29
所得税率	12.6%	3.1%	4.2%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	168	194	192	204	319	381
少数股东损益	23	6	0	14	3	3
归属于母公司的净利润	145	188	193	190	316	378
净利率	5.3%	6.0%	5.8%	4.4%	6.0%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	168	194	192	204	319	381
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	122	56	55	61	82	95
非经营收益	-105	-112	-111	-136	-134	-125
营运资金变动	60	-133	-189	204	-78	-44
经营活动现金净流	245	5	-53	334	188	306
资本开支	23	31	-18	-873	-69	-670
投资	-422	147	156	-1	0	0
其他	61	54	63	100	100	100
投资活动现金净流	-338	232	201	-774	31	-570
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	1	0	0	119	-83	354
其他	-144	-170	-101	-4	-69	-90
筹资活动现金净流	-144	-170	-101	115	-152	264
现金净流量	-236	67	47	-325	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,111	1,178	1,225	900	967	967
应收款项	461	402	532	631	772	852
存货	177	261	362	392	463	505
其他流动资产	56	67	281	40	46	50
流动资产	1,804	1,907	2,400	1,962	2,249	2,374
%总资产	54.6%	57.3%	70.2%	51.1%	54.2%	48.5%
长期投资	1,088	614	671	672	671	671
固定资产	369	338	307	1,160	1,187	1,800
%总资产	11.2%	10.2%	9.0%	30.2%	28.6%	36.8%
无形资产	40	39	39	42	44	46
非流动资产	1,498	1,421	1,017	1,875	1,904	2,519
%总资产	45.4%	42.7%	29.8%	48.9%	45.8%	51.5%
资产总计	3,302	3,328	3,417	3,836	4,152	4,893
短期借款	0	0	0	130	46	399
应付款项	360	426	418	578	693	759
其他流动负债	247	199	211	210	251	280
流动负债	608	625	630	918	990	1,437
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	32	18	10	0	0	0
负债	640	643	640	918	990	1,438
普通股股东权益	2,516	2,553	2,645	2,772	3,013	3,303
少数股东权益	146	133	132	146	149	152
负债股东权益合计	3,302	3,328	3,417	3,836	4,152	4,893

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.115	0.150	0.153	0.151	0.251	0.301
每股净资产	2.003	2.033	2.106	2.207	2.399	2.630
每股经营现金净流	0.195	0.004	-0.042	0.266	0.150	0.244
每股股利	0.070	0.120	0.080	0.050	0.060	0.070
回报率						
净资产收益率	5.76%	7.36%	7.28%	6.86%	10.48%	11.44%
总资产收益率	4.39%	5.64%	5.64%	4.96%	7.61%	7.72%
投入资本收益率	-1.19%	1.64%	1.30%	2.06%	5.52%	6.39%
增长率						
主营业务收入增长率	-26.06%	14.27%	5.83%	30.29%	22.43%	10.40%
EBIT增长率	N/A	-224.80%	-16.99%	79.55%	181.56%	39.02%
净利润增长率	47.07%	29.58%	2.55%	-1.26%	66.07%	19.66%
总资产增长率	-0.23%	0.81%	2.66%	12.27%	8.23%	17.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.4	43.4	47.8	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	31.4	29.6	39.7	38.0	38.0	38.0
应付账款周转天数	38.0	25.7	29.0	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	47.0	37.5	32.0	88.4	60.2	80.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.63%	-43.86%	-44.11%	-26.40%	-29.12%	-16.42%
EBIT利息保障倍数	4.7	-2.5	-1.8	-3.8	-14.1	-49.3
资产负债率	19.37%	19.31%	18.72%	23.92%	23.85%	29.39%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	4	4
增持	0	4	5	6	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.64	1.63	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net