

投资评级 优于大市 维持

并购协同渐入佳境，海外订单持续突破

股票数据

01月07日收盘价(元)	8.18
52周股价波动(元)	6.20-18.46
总股本/流通A股(百万股)	1837/1050
总市值/流通市值(百万元)	15028/8586

相关研究

《三季报符合指引，提效控费经营现金流净额创新高》2018.11.01

《中报符合指引，三季报展望恢复业绩增长》2018.08.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.1	0.0	1.5
相对涨幅(%)	2.9	5.2	12.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@htsec.com

证书:S0850517090006

投资要点:

- 事件:** 1月4日公司发布公告,近日公司下属全资孙公司 TELTRONIC Brazil LTDA 收到巴西赛阿拉州 (CEARA) 州政府下发的通知,巴西孙公司中标该州公共安全专网通信网络项目,由公司建设覆盖全州的 TETRA 专网通信网络,并提供终端产品,建设完成后为赛阿拉州公共安全部提供为期4年的租赁和运维服务,中标金额1.18亿巴西雷亚尔(约合人民币2.14亿元)。
- 示范效应显著,海外业务有望持续突破。**此次中标金额约合人民币2.14亿元,约占公司2017年营业收入4%。巴西作为南美洲最大的国家和金砖五国成员之一,专网需求持续提升。公司认为该项目的实施有利于提升公司在巴西公共安全市场的知名度和市场份额,并为公司在巴西其他州和南美其他国家的拓展起到良好示范作用。
- 并购协同渐入佳境,产品竞争力不断提升。**此次新建基站设备将采用公司于2017年收购的赛普乐公司旗下子公司 TELTRONIC的TETRA基站设备,终端采用公司自主研发的新一代TETRA终端,此次项目中标也充分显示了公司并购带来的协同能力和并购后的整合效应。本次项目的新建网络是对竞争对手原有网络的替换和技术升级,也进一步体现了公司新一代 TETRA产品全球领先的竞争力。
- 订单持续性强,发展潜力凸显。**2017年6月公司发布公告预中标菲律宾国家警察专业无线通信设备采购项目,预中标总金额为8362.63万元。2018年9月10日公司发布公告与巴西阿拉戈斯州公共安全部签署扩容项目,合计4451.76万元。2019年1月2日公司发布公告海能达与菲律宾当地合作伙伴组成的联合投标体中标菲律宾国家警察专业无线通信设备采购项目,中标总金额为3959.35万元。此次巴西大单是继阿拉戈斯州订单后再次获得突破,公司的海外耕耘正持续获得订单,这也将为公司的长远发展奠定基础。
- 盈利预测。**我们预计公司18~20年归属于上市公司股东的净利润分别为5.58亿元、8.14亿元、11.26亿元, EPS为0.30元、0.44元、0.61元。公司作为国内专业无线通信行业的龙头企业,正不断加大研发投入及销售网络建设,我们认为公司未来市场地位有望持续提高。基于公司新兴业务的持续布局,参考对标公司估值,给予2018年动态PE 30-35倍,对应合理价值区间9.00元-10.50元,给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 行业竞争加剧,海外项目验收低于预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3435.50	5351.53	8033.51	11315.34	14854.60
(+/-)YoY(%)	38.66%	55.77%	50.12%	40.85%	31.28%
净利润(百万元)	401.83	244.86	558.11	814.20	1126.38
(+/-)YoY(%)	58.71%	-39.06%	127.93%	45.88%	38.34%
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.13	0.30	0.44	0.61
毛利率(%)	49.03%	47.04%	47.54%	47.72%	47.90%
净资产收益率(%)	8.45%	4.33%	9.10%	11.84%	14.21%

资料来源:公司年报(2016-2017),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(X)		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002465.SZ	海格通信	8.46	195	0.13	0.19	0.26	67	44	33
300213.SZ	佳讯飞鸿	6.34	38	0.20	0.28	0.35	32	23	18
600498.SZ	烽火通信	29.08	340	0.71	0.80	1.00	41	36	29
						平均	47	34	27
002583.SZ	海能达	8.18	150	0.13	0.30	0.44	61	27	18

备注: 收盘价日期为 2019 年 1 月 7 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(元)					营业总收入	5351.53	8033.51	11315.34	14854.60
每股收益	0.13	0.30	0.44	0.61	营业成本	2834.12	4214.65	5915.28	7739.76
每股净资产	3.11	3.34	3.74	4.32	毛利率%	47.04%	47.54%	47.72%	47.90%
每股经营现金流	-0.13	0.31	0.35	0.44	营业税金及附加	50.48	75.78	106.74	140.13
每股股利	0.010	0.040	0.040	0.040	营业税金率%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
价值评估(倍)					营业费用	913.93	1365.70	1923.61	2525.28
P/E	61.38	26.93	18.46	13.34	营业费用率%	17.08%	17.00%	17.00%	17.00%
P/B	2.63	2.45	2.19	1.90	管理费用	1297.71	1727.20	2432.80	3193.74
P/S	2.81	1.87	1.33	1.01	管理费用率%	24.25%	21.50%	21.50%	21.50%
EV/EBITDA	30.98	22.36	11.60	9.98	EBIT	255.29	650.17	936.91	1255.69
股息率(%)	0.12%	0.49%	0.49%	0.49%	财务费用	94.32	93.78	92.81	93.15
盈利能力指标(%)					财务费用率%	1.76%	1.17%	0.82%	0.63%
毛利率	47.04%	47.54%	47.72%	47.90%	资产减值损失	86.84	29.29	29.29	29.29
净利润率	4.58%	6.95%	7.20%	7.58%	投资收益	9.11	9.11	9.11	9.11
净资产收益率	4.33%	9.10%	11.84%	14.21%	营业利润	244.00	566.21	823.92	1142.35
资产回报率	1.76%	3.58%	4.48%	5.31%	营业外收支	2.61	2.61	2.61	2.61
投资回报率	3.06%	7.50%	9.89%	12.02%	利润总额	246.62	568.83	826.54	1144.96
盈利增长(%)					EBITDA	576.01	787.15	1525.50	1761.19
营业收入增长率	55.77%	50.12%	40.85%	31.28%	所得税	1.75	10.71	12.34	18.58
EBIT增长率	-31.67%	154.68%	44.10%	34.02%	有效所得税率%	0.71%	1.88%	1.49%	1.62%
净利润增长率	-39.06%	127.93%	45.88%	38.34%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	244.86	558.11	814.20	1126.38
资产负债率	59.4%	60.5%	61.9%	62.2%					
流动比率	1.14	1.17	1.22	1.28	资产负债表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.85	0.88	0.90	0.93	货币资金	1591.89	1835.19	1747.97	1856.97
现金比率	0.57	0.66	0.63	0.67	应收款项	3218.69	4116.46	5798.11	7611.66
经营效率指标					存货	1699.74	1923.89	2700.15	3532.94
应收帐款周转天数	187.03	187.03	187.03	187.03	其它流动资产	178.00	178.00	178.00	178.00
存货周转天数	166.61	166.61	166.61	166.61	流动资产合计	7056.33	8592.82	11182.80	14174.20
总资产周转率	0.52	0.54	0.67	0.75	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	4.11	5.37	7.10	8.88	固定资产	1443.36	1685.26	1940.43	2191.18
					在建工程	426.06	582.24	752.58	925.62
					无形资产	3390.03	3490.03	3163.86	2945.59
					非流动资产合计	6873.50	7013.30	7001.85	7036.20
现金流量表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	13929.83	15606.13	18184.66	21210.40
净利润	244.86	558.11	814.20	1126.38	短期借款	2506.16	2506.16	2506.16	2506.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	1328.70	1452.89	2039.14	2668.08
非现金支出	407.89	166.27	617.88	534.80	预收账款	381.62	572.87	806.90	1059.29
非经营收益	59.46	58.42	88.42	88.42	其它流动负债	13.62	13.62	13.62	13.62
营运资金变动	-955.47	-204.30	-868.68	-938.83	流动负债合计	6168.85	7331.24	9139.77	11083.33
经营活动现金流	-243.26	578.51	651.83	810.77	长期借款	1628.49	1628.49	1628.49	1628.49
资产	-1419.57	-244.17	-574.53	-537.24	其它长期负债	482.05	482.05	482.05	482.05
投资	-786.54	-30.00	0.00	0.00	非流动负债合计	2110.54	2110.54	2110.54	2110.54
其他	-758.90	-39.11	-9.11	-9.11	负债总计	8279.40	9441.78	11250.31	13193.87
投资活动现金流	-2965.00	-313.28	-583.64	-546.35	实收资本	1815.02	1837.22	1837.22	1837.22
债权募资	3672.45	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	5650.18	6134.81	6875.52	7928.41
股权募资	779.72	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.25	0.25	0.25	0.24
其他	-161.68	-100.15	-173.64	-173.64	负债和所有者权益合计	13929.83	15606.13	18184.66	21210.40
融资活动现金流	4290.50	-100.15	-173.64	-173.64					
现金净流量	1082.24	165.08	-105.45	90.78					

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为01月07日

资料来源:公司年报(2017),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
余伟民 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： 光迅科技, 东方国信, 通宇通讯, 中国联通, 高新兴, 金山软件, 烽火通信, 光环新网, 海能达, 亨通光电, 长飞光纤, 华测导航, 星网锐捷, 锐科激光, 中兴通讯, 日海智能, 亿联网络, 深信服, 网宿科技, 麦捷科技, 紫光股份, 华力创通, 中天科技, 中际旭创, 数知科技, 华工科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。