



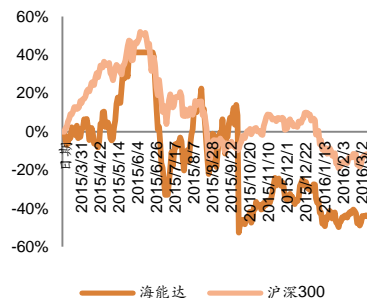
实力铸品牌，实干赢市场——海能达见龙在田

2016.03.19

强烈推荐(首次覆盖)

现价:	10.2
目标价:	17.0
股价空间:	67%

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
海能达	1.69	-21.36	33.57
通信 (中信)	-0.08	-26.21	15.66
沪深 300	3.55	-15.55	-2.01

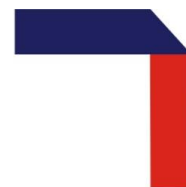
基本资料

总市值 (亿元)	156.8
总股本 (亿股)	15.38
流通股比例	54.63%
资产负债率	0.00%
大股东	陈清洲
大股东持股比例	58.46%

	张磊(分析师)	刘炳红(研究助理)
电话:	020-88831187	020-88836105
邮箱:	zhanglei@gzgzhs.com.cn	liubh@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310514080003	A1310115110001

投资要点

- 公司在全球市场树立品牌地位，进入良性循环。海能达长期成长逻辑在于优质的产品+成本优势而使其全球市场拓展进入良性循环阶段，近年叠加数字产品市场快速增长。公司以产品技术和导向体现核心竞争力，并因此逐步树立全球性品牌地位。具体表现为，公司海外系统集成、TETRA 等业务快速突破，2015 年系统业务净利润贡献超 7000 万，占比接近 30%，未来这部分业务受海外市场带动将进一步提升。同时可以带动终端业务快速增长，实现协同效应。
- 全球专网通信市场增长浪潮开启，制式更替促海能达崛起。预计 2016 年全球专网通信总市场规模约 1200 亿，仅国内 PDT 市场空间可达 150 亿~200 亿元。海能达在中国市场占有率本土品牌排名第一，全球产品出货量排名第二，但体量距离第一位 MOTO SOLUTIONS 的体量相差 10 倍以上，前进空间巨大。国内 PDT 业务 2015 年初步呈现快速增长趋势，实际上当前国内模转数完成度仅约 16%，2016 年仍将是 PDT 业务快速发展的大年。从产业实况看，宽带集群距离快速导入期仍有数年时间，而公司的宽带数字集群同样实力深厚，预计年内即会推出相关产品，不惧未来大型公网企业对宽带专网的竞争。
- 资管计划加码，高管加入员工持股计划，彰显对公司前景信心。公告由原拟 2 亿份加码至 3 亿份，员工持股计划人数由 920 人上升至 1500 人，锁定期延长至 24 个月。此外四名高管加入持股计划，预计持有市值约 1600 万。
- 公司营收规模扩大将使费用摊销比例降低，我们预计 2016 年净利率水平有望提升约两个百分点。考虑到 15 年国内近半 PDT 订单以及欧洲大单将在 16 年甚至 17 年逐步确认，再考虑公司海外市场进一步扩张以及军品的拓展，预计未来五年公司 CAGR 可达 40%。预计公司 16~17 年实现净利分别为 4.97、7.6 亿。
- 盈利预测与估值：公司 15-17 年 EPS: 0.17、0.32、0.50 元，对应 PE 分别为 58、32、20 倍。考虑增发备考 EPS:0.17, 0.26, 0.40 元。目标价 17 元，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：各国政府等对通信市场的政策干预风险。



目录

1 持续成长的国内专网龙头.....	4
1.1 历史：专注集群专网 20 年，持续创新实力铸品牌.....	4
1.2 业务：持续丰富产品线，系统集成彰显全业务实力.....	4
1.3 海外扩张：做行业龙头，创世界一流.....	6
2 专网通信数字化浪潮带来行业机遇.....	7
2.1 行业需求：公共安全主导，2B 领域广阔.....	7
2.2 产业链：大客户效应显著，同时存政策风险.....	9
2.3 行业标准：制式演进提升专网市场空间.....	9
2.4 行业格局：外企主导集中度高，MOTO 一家独大.....	10
3 业绩拐点来临，开启加速油门.....	11
3.1 2015 年业绩转折，海能达不鸣则已.....	11
3.2 海外营收比例快速增加，国内利润率大幅回升.....	12
3.3 系统业务带动终端业务，企业实现协同效应.....	12
4 公司发展驶入快车道，未来数年高速增长无虞.....	13
4.1 趋势：初步进入快速增长周期，海能达只待一飞冲天.....	13
4.2 16 年业务趋势：系统业务比例提升，PDT 贡献翻倍，整体净利率提升.....	15
4.3 海能达主要财务指标预估.....	16



图表目录

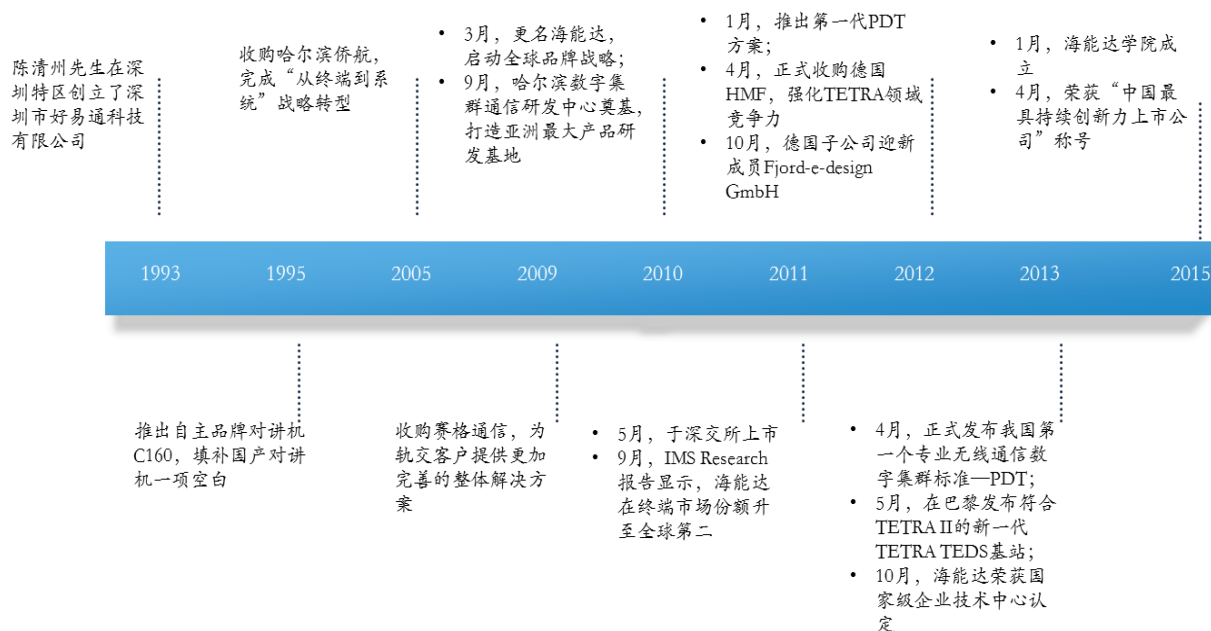
图表 1 公司发展历史：持续创新，踏实前行.....	4
图表 2 公司产品涵盖 DMR、PDT、TETRA 全系列.....	5
图表 3 公司解决方案覆盖行业以及特警应急系统示例	6
图表 4 德国子公司 HMF 业务覆盖全球各大区域.....	6
图表 5 海能达海外市场不断取得突破.....	7
图表 6 全球专网通信市场规模(亿元人民币).....	8
图表 7 我国专网通信市场规模（亿元人民币）	8
图表 8 2014 年我国专网通信需求行业分布	8
图表 9 德国子公司 HMF 业务覆盖全球各大区域.....	9
图表 10 目前主流窄带数字技术标准	10
图表 11 2013 年模拟专网市场格局	11
图表 12 2013 年数字专网市场格局	11
图表 13 公司近年营收.....	11
图表 14 公司近年归母净利润.....	11
图表 15 公司近海内外年营收比例	12
图表 16 公司海内外业务利润率	12
图表 17 公司近海内外年营收比例.....	13
图表 18 公司海内外业务利润率	13
图表 19 MOTO 近年营收走势.....	14
图表 20 MOTO 近年净利润走势	14
图表 21 MOTO 近年全球业务分布（亿美元）	14
图表 22 2015 年 MOTO 业务构成.....	14
图表 23 MOTO 与海能达历年销售净利率对比.....	15
图表 24 海能达分项目营收测算（亿元）	16
图表 25 海能达三大主要产品营收测算（亿元）	16
图表 26 主要财务指标.....	16
图表 27 附录：公司财务预测表(百万元).....	17

1 持续成长的国内专网龙头

1.1 历史：专注集群专网 20 年，持续创新实力铸品牌

海能达通信股份有限公司（002583.SZ），前身为陈清州先生建立于1993年的深圳市好易通科技有限公司。2010年公司启动全球品牌战略并更名海能达，并于2011年成功上市，已成为我国专网通信领域的龙头企业。从95年推出自主品牌对讲机C160，填补国产空白，到2012年海外收购强化TETRA领域，再到13年正式推出PDT标准——我国首个专业无线数字集群标准，海能达专注于专网通信解决方案及设备供应超过20年时间，为政府与公共安全、公用事业、轨道交通等用户，提高应急通信与指挥调度能力。

图表 1 公司发展历史：持续创新，踏实前行



资料来源：公开资料，广证恒生

1.2 业务：持续丰富产品线，系统集成彰显全业务实力

海能达能同时提供最领先的 PDT、DMR、TETRA全系列产品及解决方案，在TEDS(TETRA 二代)更拥有核心专利技术，且是我国首个专网通信数字集群标准——PDT标准的核心起草单位，全业务能力在全球只有极少数企业可以做到。

同时公司产品和技术实力达全球领先水平，已获国家知识产权局授权专利综述304项，拥有389个7级防水，IIC级防爆，数字通信等相关核心技术，产品防护等级满足美军MIL-STD-810F标准。

图表 2 公司产品涵盖 DMR、PDT、TETRA 全系列

PDT 数字产品	    <p>终端产品 中继台 系统产品 应用软件</p>
TETRA 数字集群产品	   <p>终端产品 系统产品 应用软件</p>
模拟产品	  <p>终端产品 系统产品</p>
应急通信产品	   <p>DS-6801 TS-6800 VS-5700</p>

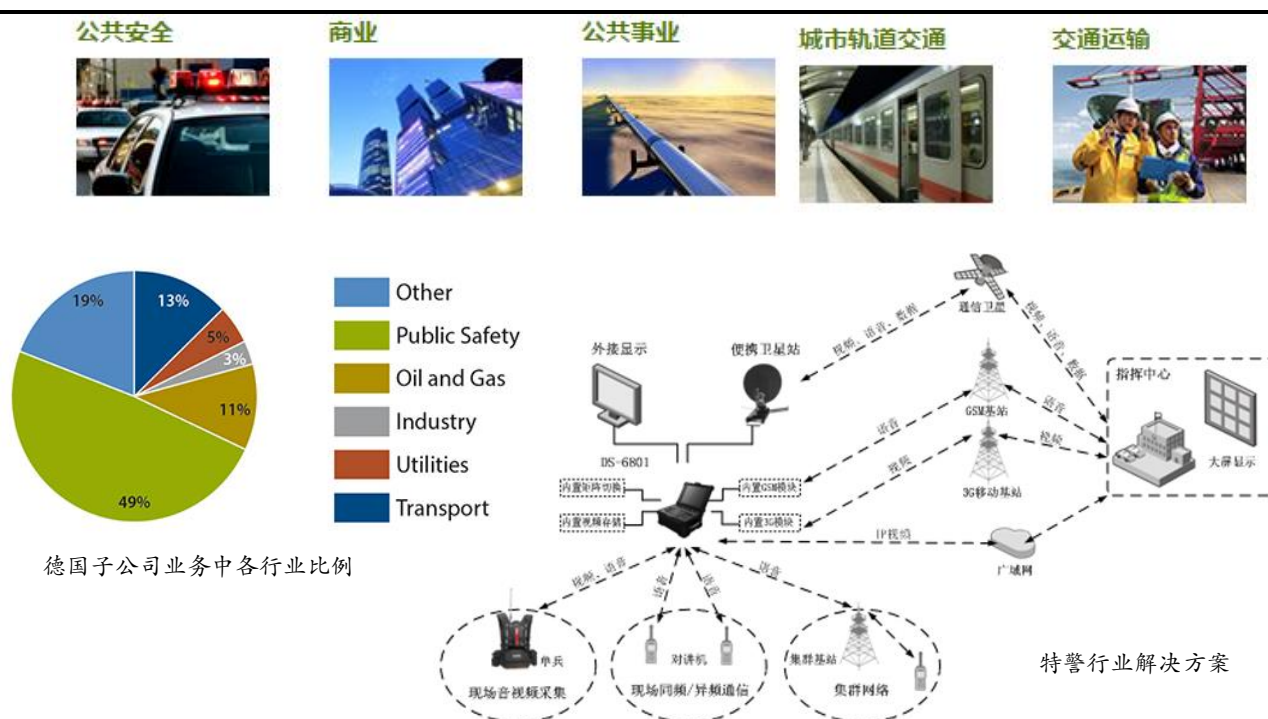
资料来源：公开资料，广证恒生

我们认为，丰富自主的产品线使得公司的系统集成的解决方案更加灵活可靠，而系统集成业务对要公司的品牌地位和实力要求更高，又可大大促进公司产品的销售从而实现协同效应。

公司的解决方案已覆盖公共安全、商业、公共事业、城市轨道交通、交通运输等众多领域。公共安全领域一直是传统专网通信的最大也是增长最快的市场，而近年来智慧城市、轨道交通等领域的快速发展也不断扩大专网通信市场。

解决方案通常需要实现多系统、多功能集成，与公网不同是其指标如通信可靠性、产品防爆级别等的要求更严格，因此对供应商的技术实力、商誉等要求更高。以公司特警行业解决方案为例，包含专网视频和专网多种制式语音会议（GSM、PSTN、PDT、TETRA、短波、MPT、卫星等）等功能，又需集成车载数字集群系统、超薄数字对讲机、指环式蓝牙PTT等诸多附加产品。

图表 3 公司解决方案覆盖行业以及特警应急系统示例

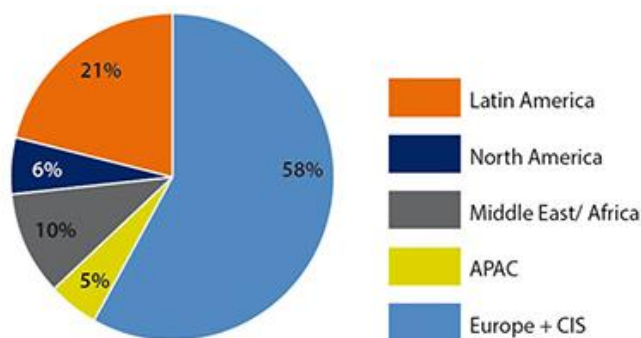


资料来源：公开资料，广证恒生

1.3 海外扩张：做行业龙头，创世界一流

除稳扎稳打做好DMR以及PDT等系列产品外，2012年收购德国子公司Hytera Mobilfunk GmbH(HMF)是公司强化海外市场布局和技术实力的重要一环。HMF在TETRA领域世界领先，加入海能达后除担当海能达欧洲总部外，还大幅整合产品组合，如DMR、PDT标准等产品。新技术方面，HMF在TEDS宽带领域的极早积累将使公司在未来宽带集群领域保持优势，2013年收购Fjord-e-design GmbH则为公司带来TETRA测量技术。

图表 4 德国子公司 HMF 业务覆盖全球各大区域



资料来源：公开资料，广证恒生

早在2000年左右，董事长陈清州先生已决心谋划海能达出海之路，并一步步使得海能达从深圳的一个小企业成长为极具价值的国内专网龙头企业，并逐步在全球市场树立起品牌地位。目前海能达全球设有近30个分支机构，其中包括美国、德国、英国、澳大利亚、巴西、香港等21个子公司，及莫斯科、迪拜、秘鲁利马、雅加达等9个办事处。产品遍布全球 120 多个国家和地区，覆盖600多万行业客户。

2015年6月，公司中标荷兰公共安全C2000更新项目6.16亿大单，取代原承建商摩托罗拉。该项目被认为是中国通信企业在欧美发达国家全国安全领域的破冰，彻底打破了摩托罗拉、建伍等欧美品牌的行业垄断态势。

图表 5 海能达海外市场不断取得突破

全球市场拓展	产品遍布全球 120 多个国家和地区，覆盖600多万行业客户。
	全球设有近 30个分支机构，其中包括美国、德国、英国、澳大利亚、巴西、香港等21个子公司，及莫斯科、迪拜、秘鲁利马、雅加达等9个办事处。
	在中国，公司市场占有率本土品牌排名第一，全球产品出货量排名第二。
	公司逾6成营收来自海外。
海外收购	2012年完成收购德国子公司(HMF)，2013年HMF收购合并FED。
海外合同	2014年2月，联合中标“圣地亚哥地铁 6 号线及 3 号线项目通信系统供应及维护”，中标金额为 926.12 万欧元（约合人民币 7800 万元）。
	2014年7月，中标委内瑞拉内务部、司法部TETRA扩容项目，中标金额508万欧元，约合人民币4289万元。
	2015年3月，中标荷兰公共安全应急服务更新C2000通信系统基础设施项目的Part1部分，金额约为9,000万欧元（折合人民币约6.16亿元）。
	2015年7月，中标埃塞俄比亚应急指挥调度系统项目，金额约4481万元人民币。
	2016年2月，与合作伙伴Markoja成功获得克罗地亚全国DMR无线集群通信系统合同

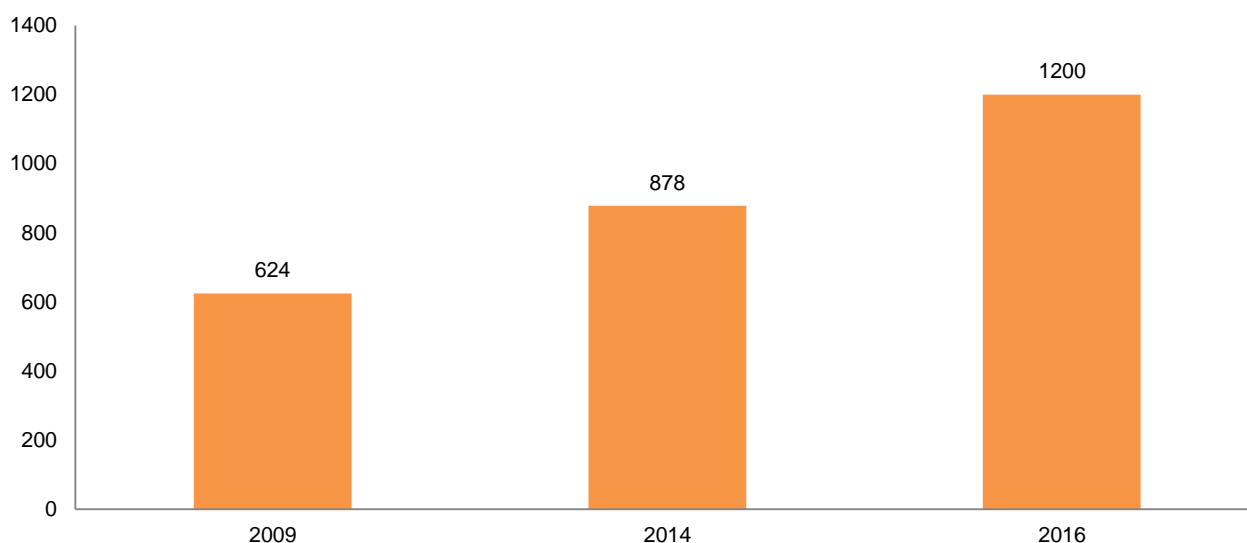
资料来源：公司公告，广证恒生

2 专网通信数字化浪潮带来行业机遇

2.1 行业需求：公共安全主导，2B 领域广阔

全球市场中，预计未来三到五年内公共安全仍将是专网通信最大也增长最为快速的领域。全球公共安全问题的日益凸显，短期内难以从根本上解决，这直接驱动各国政府相关部门对公共安全基础设施投资加大。同时如前所述，专网通信涉能源、工业、交通运输等众多领域，随着城市的发展，智慧化的需求，非公共安全领域以及2B市场同样空间广阔。预计2016年全球专网市场可达1200亿元人民币。

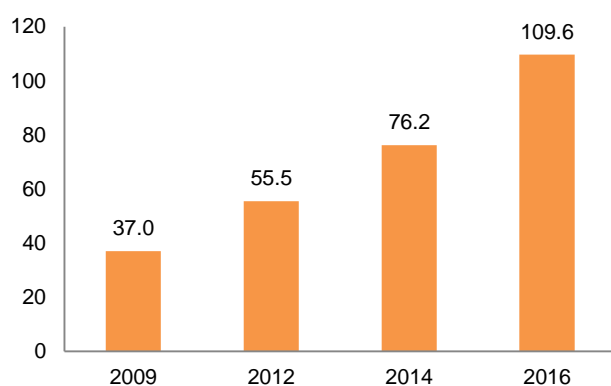
图表 6 全球专网通信市场规模(亿元人民币)



资料来源：产业信息网，广证恒生

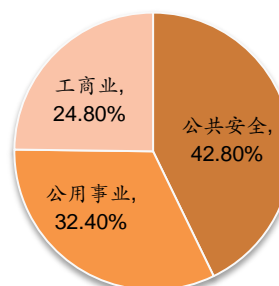
国内市场中，到2018年仅我国针对公共安全的中央财政支出将超过3000亿。据统计2014年我国专网通信市场规模达到76.2亿元，当中政府及公共安全市场需求规模为32.6亿元，占比为42.8%；公用事业市场规模为24.7亿元，占比为32.4%；工商业市场规模为18.9亿元，占比为24.8%。其中公安部明确PDT全国一张网为PDT业务快速增长奠定基础，预测未来3-5年国内PDT市场投资规模在150~200亿之间。此外地铁、军用、智慧城市等市场在未来建设投资中对专网需求逐步增长。预计未来五年国内地铁无线专业通信市场规模不低于120亿。

图表 7 我国专网通信市场规模（亿元人民币）



资料来源：前瞻研究院，广证恒生

图表 8 2014 年我国专网通信需求行业分布

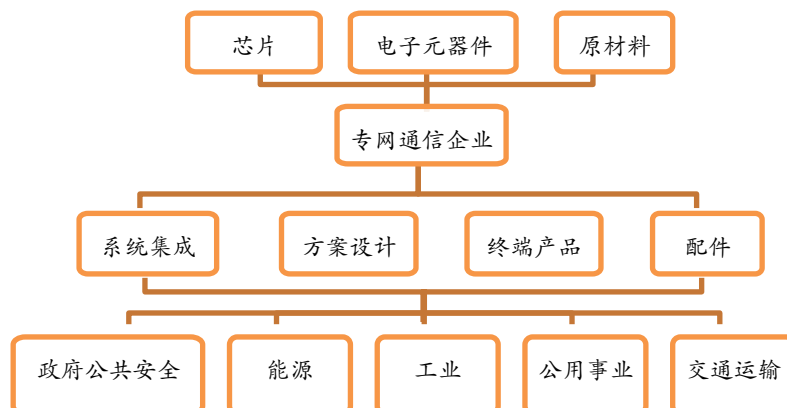


资料来源：前瞻研究院，广证恒生

2.2 产业链：大客户效应显著，同时存政策风险

与公网运营商主导公网投资不同，专网通信下游投资客户相对较为分散。但仍主要为政府以及企事业单位客户，其中由于公共安全领域份额最大，可知政府部门等大客户处于主要地位。2G以及2B业务相对信用等级较高，直接受资本开支预算影响。而由于专网通信涉及信息安全等，或存在一定的政策风险因素。

图表 9 德国子公司 HMF 业务覆盖全球各大区域



资料来源：广证恒生

2.3 行业标准：制式演进提升专网市场空间

专网通信技术经历了从模拟常规通信到模拟集群通信、再到数字集群通信的三个阶段。目前正处于模拟集群通信向数字集群通信转换的重要阶段。相比模拟通信，数字通信语音质量好、通信安全性高、频谱利用效率高、可以提供IP 互联/ 自动车辆定位等丰富业务功能。未来则向着窄宽带融合趋势发展。

目前主流窄带数字技术标准主要有四个：TETRA、P25、DMR、dPMR (DCR/NDR)。其中，TETRA、P25 是主流的数字集群通信标准，主要应用于政府与公共安全领域；DMR、dPMR 是数字常规通信的发展方向，主要应用于工商业领域。TETRA 应用区域广泛（北美外），P25 主要应用在美国，DMR 应用于发达国家，正逐步进入爆发增长期，而dPMR/ DCR/NDR 则相当于DMR 的精简版，分别适用于欧洲、日本、中国。PDT主要在中国国内采用。

专网制式的演进，除要求供应商持续的研发投入外，更主要的影响是提升整个市场空间。这点与公网较为相似，从模拟到窄带数字和未来宽带数字集群，对于技术要求更高，基站覆盖范围更窄是大致趋势，意味着专网建设所需资本开支或数十倍增长，意味其发展短期内必定受社会成本制约。以TEDS（TETRA 增强数据业务）为例，在最理想情况下也仅能支持518kbps的峰值传输速率。集群系统无法像公网一样拥有良好的无缝覆盖，架设时要有脱网直通功能，且与原有MPT1327、TETRA系统实现互连互通。集群终端进入宽带化后，其视频，数据传输等功能要比窄带集群消耗更大的电量。

图表 10 目前主流窄带数字技术标准

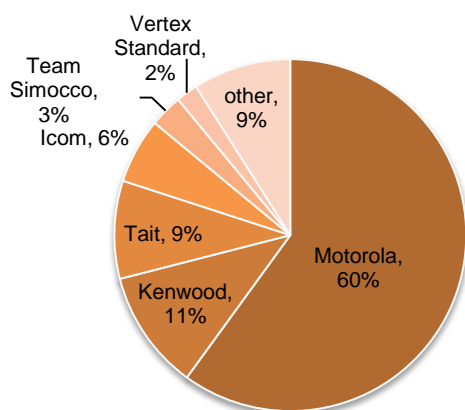
标准	TETRA	P25	DMR	dPMR(DCR/NDR)	PDT
应用 领域	政府与公共安全、公用事业	政府与公共安全	公用事业、工商业	工商业	政府与公共安全、公用事业、高端工商业
应用 地区	除北美外80多个国家和地区，以欧洲为主	北美	欧洲乃至全球（dPMR：日本；NDR：中国）	欧洲；DCR：	中国，计划在发展中国家推广
制订	欧洲	美国	欧洲	欧洲	中国
优势	用户密度高；③产品成熟，广泛应用④支持全双工通话及复杂调度管理功能	①兼容模拟；②产品成熟稳定，广泛应用；	①产品可兼容模拟常规；②终端价格较低；③技术门槛较低	①技术门槛低；②终端成本低	低，可扩展；②国产算法；③系统间互联规范；④平滑升级，保护现有投资；
劣势	①建网维护成本高，终端价格高；②加密协议开放性差；③难以国产化；④系统互联互通不规范	①系统、终端价格非常高；②技术门槛高；③不支持较高速率的数据业务	①集群功能欠完善；②通信安全业务能力弱；③不支持较高速率的数据业务及全双工通信	①业务功能较简单；②只支持常规通信；③数据速率低	①V准处于市场导入期，还需要市场的验证；②不能支持较高速率的数据业务及全双工通信

资料来源：C114，广证恒生

2.4 行业格局：外企主导集中度高，MOTO 一家独大

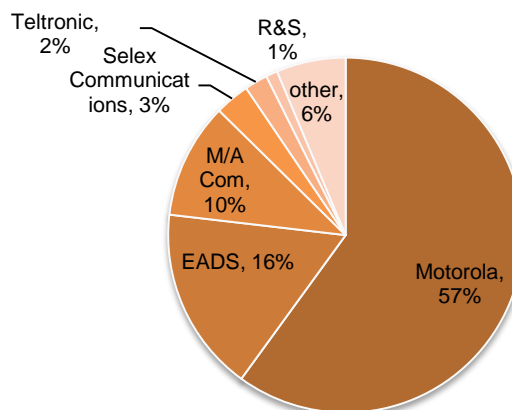
在陆地移动无线电专网通信领域，技术、品牌和渠道是决定市场的关键要素，目前实力较强的美国摩托罗拉系统(Moto Solutions，摩托罗拉于2011年拆分为移动和系统。本文仅涉及系统公司，后文以MOTO指代)，美国 Harris,欧洲空客(Airbus-EADS持有),日本健伍(Kenwood)，中国海能达(Hytera)，英国赛普乐(Sepura)等企业占据了全球专网通信市场80%以上的市场份额。其中摩托罗拉系统最为强势，2013年的统计显示其在全球份额中模拟和数字部分占有率均超过50%，尽管今年市场份额下滑，仍呈一家独大格局。目前尽管海能达全球出货量已达第二位，但由于专网市场系统和服务占比较高且对设备销售带动更为显著，海能达与MOTO差距巨大。

图表 11 2013 年模拟专网市场格局



资料来源: C114, 广证恒生

图表 12 2013 年数字专网市场格局



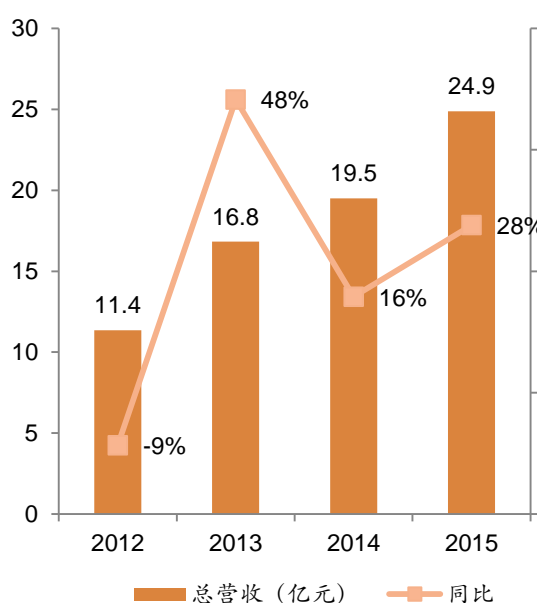
资料来源: C114, 广证恒生

3 业绩拐点来临, 开启加速油门

3.1 2015 年业绩转折, 海能达不鸣则已

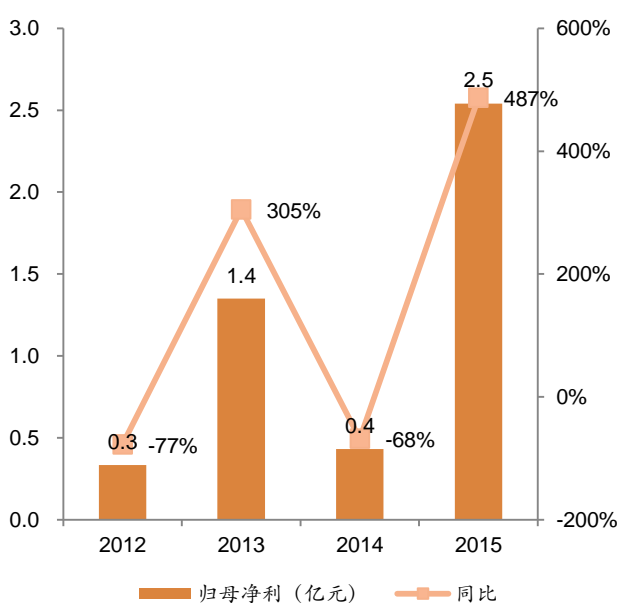
2015年度公司实现营业收入24.87亿元, 同比增长27.57%; 归属于上市公司股东的净利润2.54亿元, 同比增长487.23%。

图表 13 公司近年营收



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 14 公司近年归母净利



资料来源: WIND, 广证恒生

2015年利润增幅看似夸张, 实则常在理之中。从海能达上市后历史营收来看, 仅2014年出现利润下滑。实际上当年营收19.51亿元, 保持15.89%的增长, 而净利润4782万元, 同比下降64.59%。公司上市

敬请参阅最后一页重要声明

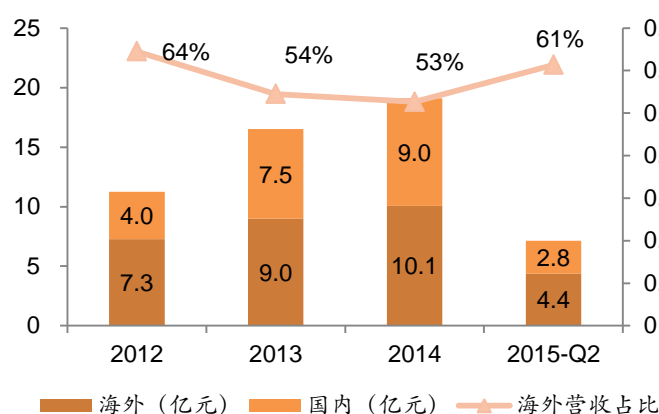
证券研究报告

以来销售收入稳定较快。当年利润下滑有三方面因素：1、与公司海外市场拓展费用以及研发费用投入增长较快。2、国内不良竞争致使产品价格下滑。3、人民币升值导致汇兑损失增加。

3.2 海外营收比例快速增加，国内利润率大幅回升

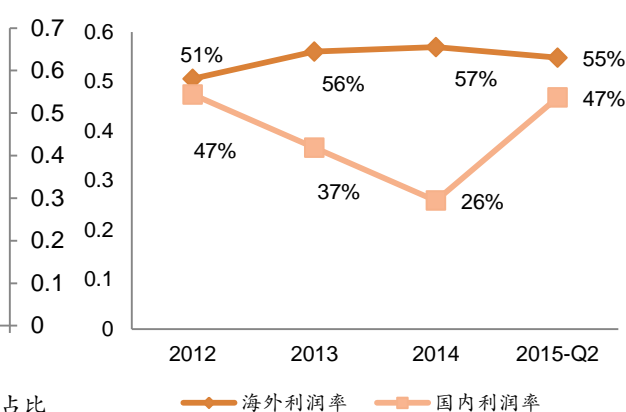
从公司营收地域分项来看，公司海外营收始终过半，2015年上半年海外收入占比达61%，同比增长15.1%，海外业务高利润率为公司业绩带来显著增长。另一方面，国内业务利润率较14年显著回升，同比增长80.8%，同样极大提升业绩水平。对比14年公司主要有以下变化：1、随着公司海外市场的突破，海外订单快速增加。2、尽管公司持续加大市场拓展销售以及研发投入，但随着公司业务规模的迅速扩大，费用率摊销比例将逐步降低。3、公司强化品牌服务，努力抵御国内PDT等业务不良的低价竞争。其中2、3或是国内利润率回升的重要因素。

图表 15 公司近海内外年营收比例



资料来源：WIND，广证恒生

图表 16 公司海内外业务利润率

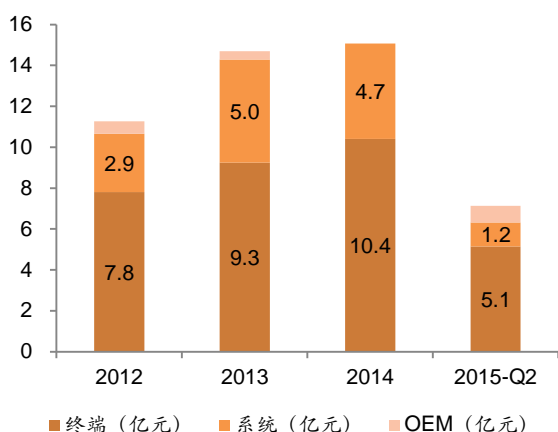


资料来源：WIND，广证恒生

3.3 系统业务带动终端业务，企业实现协同效应

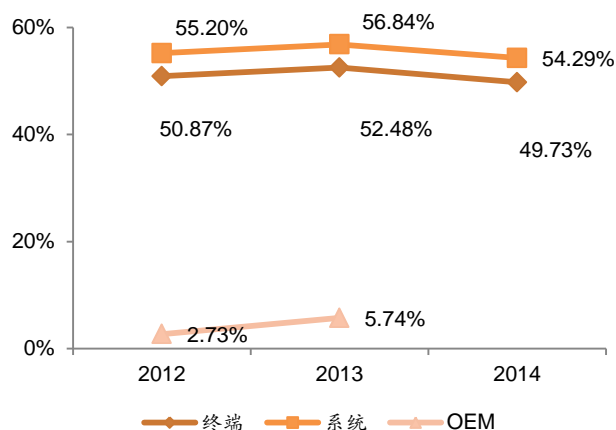
预计公司未来系统业务营收比例将进一步提高，长期看将是公司保持优势地位的重要一环。2015年公司系统业务贡献利润超过7000万，占比约30%，这一比例还将进一步提升。如前述，系统业务考验企业的技术实力、品牌地位等多方面因素。赖于系统业务可带动终端销售，实现企业协同效应和价值最大化。海能达近年屡中大单即为公司实力稳步增强的体现。

图表 17 公司近海内外年营收比例



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 18 公司海内外业务利润率



资料来源: WIND, 广证恒生

4 公司发展驶入快车道，未来数年高速增长无虞

4.1 趋势:初步进入快速增长周期，海能达只待一飞冲天

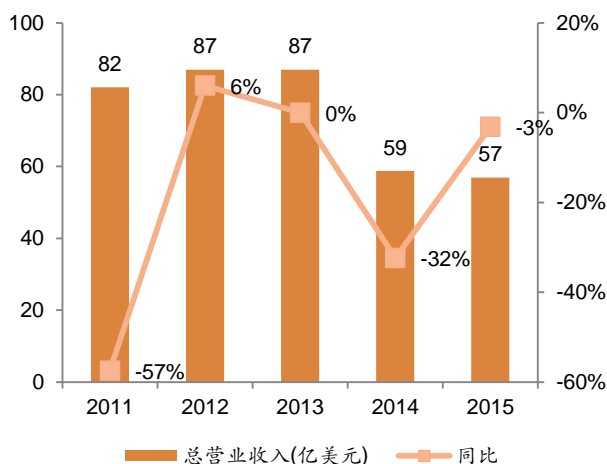
未来 3~5 年，我们强烈看好公司的发展趋势。主要理由有两点：第一国内市占高，需求增长利好龙头；第二，海外市占低，海能达在进攻。

对于国内市场，我们认为公安PDT领域仍是其增长最为强劲的带动者。非公安领域亦可保持较快增长水平，不再赘述。

对于海外市场，我们认为，基于海能达对于研发等高比例投入带来的持续创新力，在不发生各国政府重大政策导向以及意外风险的前提下，海能达前进空间巨大。持续将年销售收入的12%以上投入研发，在全球建有深圳、德国巴特明德、哈尔滨、南京、鹤壁等5个专网通信研发中心，拥有 1200余人的全球研发团队。2016年公司还将在全球增设10余个办事处，表明公司仍处于全球扩张的加速期。

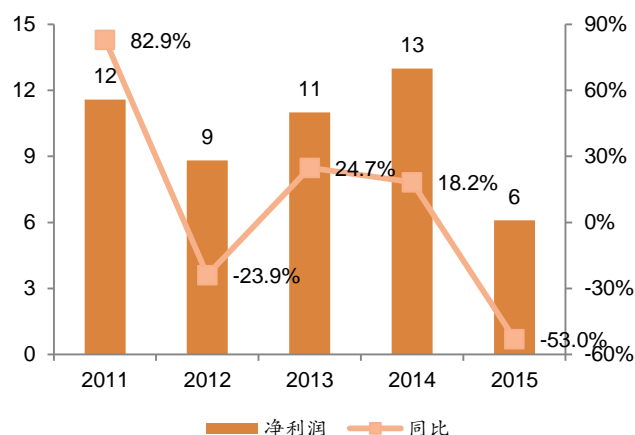
MOTO在2013年后营收呈下滑趋势。2014年由于出售企业业务、养老金结算以及所得税递延等非经常性损益因素使净利润同比上升较多。2015年营收、利润整体下滑，值得注意的是当年第四季度受惠于成本控制，其持续经营部门净利为2.77亿美元，同比增长39%，好于预期

图表 19 MOTO 近年营收走势



资料来源: WIND, 广证恒生

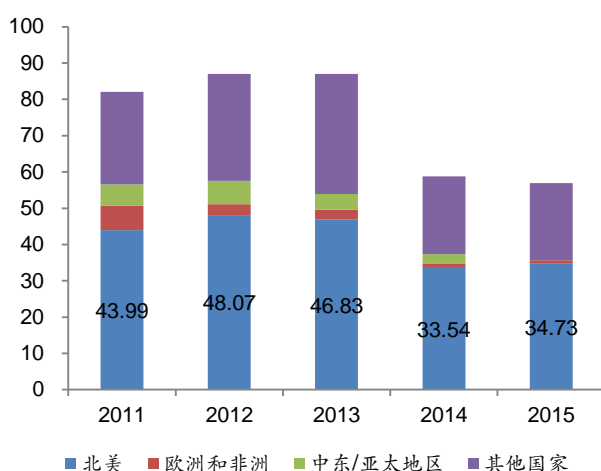
图表 20 MOTO 近年净利润走势



资料来源: WIND, 广证恒生

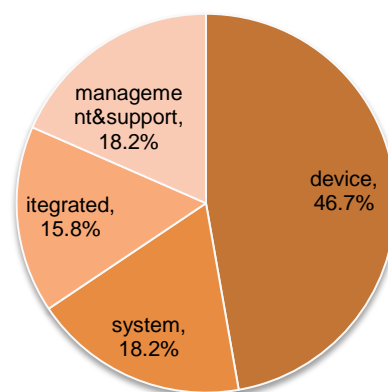
Moto盈利下滑不仅受其主场——北美市场需求下降影响,在非北美市场,面对海能达等对手企业的强力竞争,其份额均在萎缩。

图表 21 MOTO 近年全球业务分布 (亿美元)



资料来源: WIND, 广证恒生

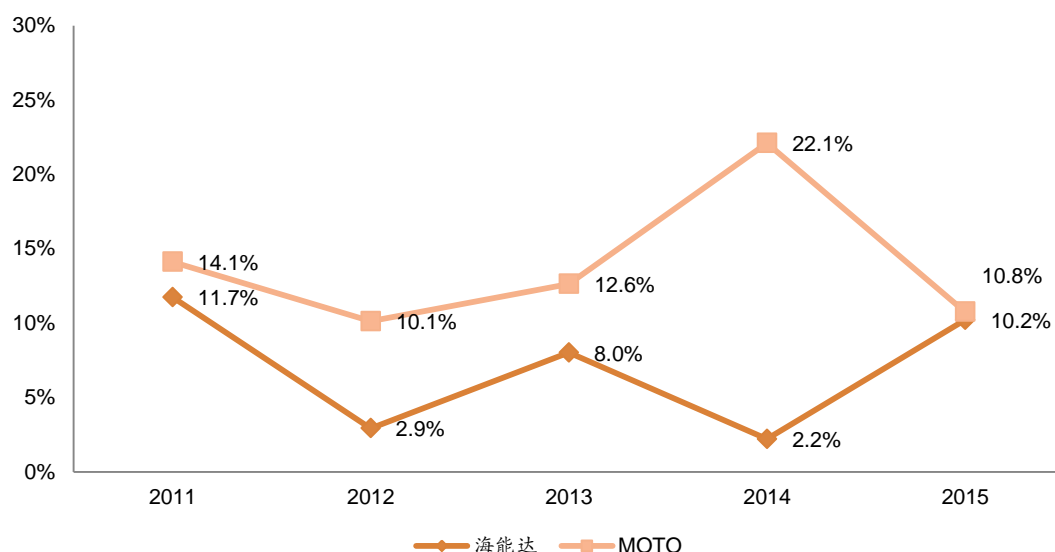
图表 22 2015 年 MOTO 业务构成



资料来源: WIND, 广证恒生

而海能达自2011年上市以来营收稳健增长(图6),利润率水平逐渐追赶MOTO。2012年收购德国HMF子公司以及其后加大海外市场营销费用以及研发费用等使得利润率水平有所下降。而2015年净利率10.2%与MOTO几乎持平,预计公司盈利水平进入稳步提升区间。**2016年公司费用摊销比进一步下降,预计净利率升至12%左右,预计未来三年有望达到15%左右净利率水平。**

图表 23 MOTO 与海能达历年销售净利率对比



资料来源：WIND，广证恒生

4.2 16 年业务趋势：系统业务比例提升， PDT 贡献翻倍，整体净利率提升

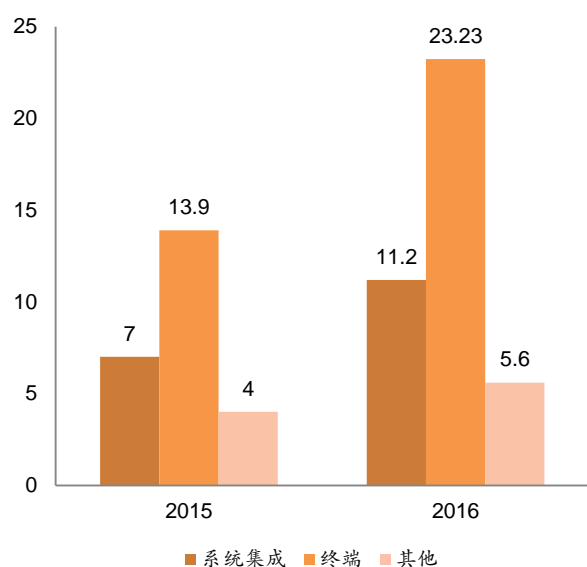
预计公司系统业务市场规模扩张，终端业务随之快速增长。海外专网市场中以MOTO为例，其2015年除设备以外的系统-集成-服务等业务收入占比53.3%，海能达这一比例不足30%。由于海外市场扩张态势良好，这部分业务有相当大的上升空间。2015年公司营收24.9亿，可以估计其中系统业务接近7亿元营收，占比不到30%。

如按产品划分，则2016年公司最大的增长点为PDT与TETRA业务。

其中PDT业务受国内警用换代确定性市场激励2016年有望实现翻倍。海能达做为国内PDT龙头以及标准制定者市占率超过50%，产品中DMR-TETRA-PDT三部分营收估计分别约10亿、3亿、4亿元人民币。公司2015年国内PDT订单总额8~9亿元人民币当年仅确认一半，余下将在2016上半年确认。PDT市场总规模在150~200亿元人民币之间，考虑公安部关于警用模转数期限延长两年，预计未2~3年仍是其快速发展期。若以警用PDT占公共PDT市场50%份额、海能达市占率平均50%估计，目前处于警用PDT转换率仅15%，未来两年更换率达到75%估算，仅警用PDT平均每年可为海能达带来超过10亿元营收。加上非警用PDT市场（起量速度或较慢）其规模还可进一步提升。

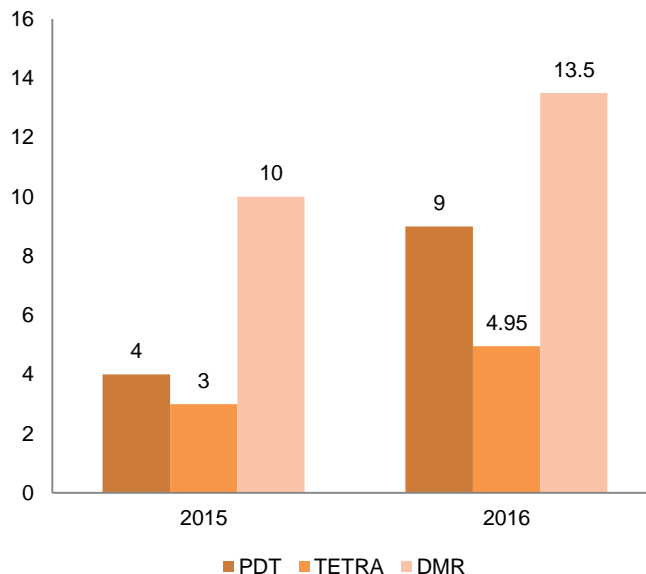
TETRA部分业务在海外进展迅速，预计16年营收。我们认为海能达凭借整合HMF、努力拓展海外销售渠道等方式，正在打破海外专网市场中更为高端的系统集成等业务。如前述，公司2015年击败MOTO,中标荷兰6亿大单项目即是突破标志。

图表 24 海能达分项目营收测算（亿元）



资料来源：广证恒生

图表 25 海能达三大主要产品营收测算（亿元）



资料来源：广证恒生

4.3 海能达主要财务指标预估

图表 26 主要财务指标

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1949.38	2490.00	4004.00	5736.40
同比(%)	0.16	0.28	0.61	0.43
归属母公司净利润	43.27	254.32	494.05	775.39
同比(%)	-0.68	4.88	0.94	0.57
毛利率(%)	42.44%	20.94%	23.79%	24.90%
ROE(%)	2.17%	11.98%	20.15%	25.76%
每股收益(元)	0.03	0.17	0.32	0.50
P/E	782.05	61.67	31.74	20.23
P/B	16.89	6.99	5.89	4.67
EV/EBITDA	213.04	35.61	22.79	15.13

资料来源：WIND，广证恒生

图表 27 附录：公司财务预测表(百万元)

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2158.64	1809.28	2887.94	4171.86
现金	475.35	996.00	1601.60	2294.56
应收账款	1040.58	323.70	520.52	745.73
其它应收款	62.95	36.65	143.28	118.15
预付账款	59.02	140.18	82.26	284.98
存货	435.29	295.29	457.69	646.17
其他	85.45	17.46	82.58	82.27
非流动资产	1483.10	2576.64	3825.02	5112.94
长期投资	0.00	320.00	640.00	960.00
固定资产	879.56	1011.04	1535.23	2131.12
无形资产	327.51	392.58	608.46	840.11
其他	276.03	853.02	1041.33	1181.71
资产总计	3641.73	4385.93	6712.96	9284.79
流动负债	1182.20	1752.27	3607.01	5465.30
短期借款	464.17	486.10	2302.42	3287.13
应付账款	442.60	314.55	702.54	733.39
其他	275.43	951.62	602.05	1444.79
非流动负债	456.18	333.24	388.36	403.39
长期借款	365.15	309.31	339.18	367.57
其他	91.03	23.93	49.18	35.82
负债合计	1638.38	2085.51	3995.37	5868.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2003.35	2243.75	2660.92	3359.43
负债和股东权益	3641.73	4329.26	6656.30	9228.13
利润表	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1949.38	2490.00	4004.00	5736.40
营业成本	1122.07	1968.59	3051.29	4307.80
营业税金及附加	11.48	12.45	20.02	28.68
营业费用	346.22	59.76	94.09	126.20
管理费用	389.24	261.45	412.41	573.64
财务费用	73.50	16.19	24.02	31.55
资产减值损失	33.01	2.49	4.00	5.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.75	0.45	0.45	0.45
营业利润	-23.37	169.53	398.60	663.24
营业外收入	84.91	110.39	143.50	186.56
营业外支出	1.79	1.96	2.16	2.38
利润总额	59.76	277.95	539.95	847.42
所得税	16.49	23.63	45.90	72.03
净利润	43.27	254.32	494.05	775.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	43.27	254.32	494.05	775.39
EBITDA	160.72	436.99	739.33	1135.95
EPS (摊薄)	0.03	0.17	0.32	0.50
数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生				
现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	116.04	1810.40	261.85	1343.43
净利润	43.27	254.32	494.05	775.39
折旧摊销	100.96	159.04	199.38	288.53
财务费用	73.50	16.19	24.02	31.55
投资损失	-2.75	-0.45	-0.45	-0.45
营运资金变动	-58.49	1390.61	-461.43	249.49
其它	-40.45	-9.31	6.28	-1.08
投资活动现金流	-229.28	-1253.43	-1447.27	-1575.59
资本支出	107.77	253.00	838.32	933.19
长期投资	32.96	331.51	320.00	320.00
其他	-88.55	-668.93	-288.95	-322.40
筹资活动现金流	76.88	-342.42	-25.30	-59.59
短期借款	-112.05	-284.17	0.00	0.00
长期借款	275.43	-55.84	29.87	28.39
其他	-86.50	-2.40	-55.17	-87.98
现金净增加额	-36.36	214.55	-1210.72	-291.75
主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入增长率	0.16	0.28	0.61	0.43
营业利润增长率	-1.29	8.25	1.35	0.66
归属于母公司净利润增长率	-0.68	4.88	0.94	0.57
获利能力				
毛利率	0.42	0.21	0.24	0.25
净利率	0.02	0.10	0.12	0.14
ROE	0.02	0.12	0.20	0.26
ROIC	0.02	0.08	0.09	0.11
偿债能力				
资产负债率	0.45	0.48	0.60	0.63
净负债比率	0.44	0.39	1.03	1.13
流动比率	1.83	1.03	0.80	0.76
速动比率	1.46	0.86	0.67	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.62	0.72	0.72
应收账款周转率	0.53	0.13	0.13	0.13
应付账款周转率	2.82	5.20	6.00	6.00
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.17	0.32	0.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	1.18	0.17	0.87
每股净资产 (最新摊薄)	1.30	1.46	1.73	2.18
估值比率				
P/E	782.05	61.67	31.74	20.23
P/B	16.89	6.99	5.89	4.67
EV/EBITDA	213.04	35.61	22.79	15.13



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北 机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海 机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深 机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
战略 与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。