



简要分析

海能达 (002583.SZ) 人民币 20.31 元

投资者日巩固了我们的信心

最新消息

海能达于 11 月 23 日举行了投资者日活动，我们借此机会拜访了公司董事长和首席财务官，并参观了公司的全球制造中心。此次活动巩固了我们对于海能达的信心。

分析

潜在市场规模：以收入计，专网通信(PMR)当前全球市场规模约为 100 亿美元。管理层预计，向宽带的演进有望推动这一市场扩张至当今规模的 10 倍，因为公司相信在同等级覆盖条件下宽带基站数量需为窄带基站数量的 10 倍。

产品：(1) 专业数字集群(PDT)：海能达估算 2017 年 PDT 产品收入将从 2016 年的人民币 6 亿元升至 15 亿元。管理层预计整体 PDT 市场规模为人民币 100 亿-150 亿元，而且模转数升级将在未来 3-5 年完成。**(2) 陆上集群无线电(TETRA)：**是海能达和 MSI 之间的主战场。海能达今年早先对赛普乐的收购能够解决公司在 TETRA 终端产品上的技术落后问题。在完成收购后，海能达在欧洲 TETRA 市场中拥有 20%-30% 的份额，而 MSI 的市场份额为 50%。管理层目标是主要借助协同采购而将赛普乐的生产成本降低 15%。**(3) 宽带：**海能达在今年 5 月推出了全球首款宽带融合的产品 PDC760，支持 TETRA/DMR/LTE/CDMA/GSM 标准。宽带业务对 2017 年的收入贡献有限，管理层预计 2018 年贡献占比为 20%，到 2020 年占比超过 50%。

利润率：管理层预计，得益于规模效应和生产自动化的提振，未来 3-5 年制造成本每年同比下降 10%（包括 3%-5% 的原材料成本降幅）。公司相信采用先进的内部 IT 系统也有助于提高效率，并推动未来 3-5 年的净利润率从 2016 年的 12% 提高至 15%，与我们的预测相符。

潜在影响

我们对海能达的评级为买入，我们基于 24 倍 2019 年预期市盈率计算的 12 个月目标价格为人民币 23 元，隐含 13% 的上行空间。主要风险：PMR 需求波动；汇率风险；应收账款周转天数长于预期。

所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

侯雪婷 执业证书编号: S1420515060001
+86(21)2401-8694 tina.hou@gnss.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

会议要点

海能达 2017 年 11 月 23 日在深圳举行了投资者日活动。我们于当日上午拜访了公司创始人兼董事长陈清州先生及首席财务官兼董秘张钜先生，并观摩了公司的展示厅；当日下午我们参观了海能达的全球制造中心，并与公司高级副总裁曾华先生进行了问答交流。总体而言，此次活动巩固了我们对于海能达的信心。管理层的目标是未来成为全球最大的 PMR 供应商。

潜在市场规模

以收入计，专网通信(PMR)当前全球市场规模约为 100 亿美元，主要基于窄带技术。管理层表示，向宽带的演进将提供视频相关功能，有望推动这一市场扩张 10 倍至 1,000 亿美元，因为公司相信，在同等覆盖条件下，宽带基站因为频段较高而需要的基站数量为窄带基站的 10 倍。虽然我们预计最终将达到这一规模，但是会耗时较长。因为预算仍需由各个政府实体决定，目前还不清楚他们是否能够提供将支出增加 10 倍的理由。我们预计宽带覆盖将始于热点地区，并逐渐扩展至城郊和农村。

按产品细分

- (1) **专业数字集群(PDT)**: 海能达估算 2017 年 PDT 产品收入将从 2016 年的人民币 6 亿元升至 15 亿元。管理层预计整体 PDT 市场规模为人民币 100 亿-150 亿元，而且模转数升级将在未来 3-5 年完成。管理层预计中国 PDT 的下一潜在增长市场来自于辅警队伍。目前中国只有在编警察才被要求携带 PMR 警务终端。但是中国辅警人数大约是在编警察的五倍，而且他们的 PMR 携带率很低，只有约 10%-20%。展望未来，我们认为他们日后在巡逻时候也可能被要求携带 PMR 终端。我们认为这意味着潜在市场为人民币 500 亿元。
- (2) **陆上集群无线电(TETRA)**: 是海能达和 MSI 之间的主战场。海能达今年早先对赛普乐的收购能够解决公司在 TETRA 终端产品上的技术滞后问题。在完成收购后，海能达在欧洲 TETRA 市场中拥有 20%-30% 的份额，而 MSI 的市场份额为 50%。管理层目标是主要借助协同采购而将赛普乐的生产成本降低 15%。据海能达管理层表示，在并购之后，赛普乐团队非常稳定。海能达在欧洲保留了赛普乐品牌，可以延续其强大的品牌形象和客户认可度。公司下一步将在欧洲推出新的产品和服务。管理层相信，与 MSI 相比，海能达在硬件方面拥有技术优势、在研发方面拥有成本优势（海能达在中国招聘工程师的成本仅为 MSI 在美国招聘的三分之一）。
- (3) **宽带**: 海能达在今年 5 月推出了全球首款宽窄带融合的产品 PDC760，支持 TETRA/DMR/LTE/CDMA/GSM 标准。宽带业务对 2017 年的收入贡献有限，管理层计划 2018 年贡献占比为 20%，到 2020 年占比超过 50%。宽带技术应能为 PMR 带来更多新功能。例如智能调度、智能警力部署、实时定位跟踪以及温度测量等。海能达在三年前开始开发自己的宽带产品，主要竞争对手包括华为和中兴。据管理层表示，宽带 PMR 需要与窄带产品结合，才能保障应急通信的可靠性。目前，中国的现有用户主要使用海能达系统和终端。由于这个行业的用户具有高度粘性，管理层认为仅作为宽带解决方案供应商的华为将难以打入 PMR 市场。

利润率

管理层预计，得益于规模效应和生产自动化的提振，未来 3-5 年制造成本每年同比下降 10%（包括 3%-5% 的原材料成本降幅）。公司相信采用先进的内部 IT 系统也有助于提高效率，并推动未来 3-5 年的净利润率从 2016 年的 12% 提高至 15%，与我们的预测相符。

收购赛普乐之后，管理层计划将赛普乐的制造流程与海能达相整合。赛普乐曾将制造业务分别外包于欧洲和马来西亚。目前制造业务的整合工作已经进行了三个月，管理层预计下个月开始在深圳生产。海能达计划利用原材料采购的规模效应将赛普乐的制造成本降低 15%。目前海能达的年产能能为 400 万台终端和 3 万个基站。

词汇表

CDMA（码分多址）：CDMA 指 2G 和 3G 使用的无线通信协议。

DMR（数字移动无线电）：DMR 标准制定于 2005 年，是欧洲的数字专业移动无线电标准。DMR 采用 TDMA 技术，并在 12.5 kHz 频道间隔中运行。DMR 的设计适用于较广覆盖区域内无线电流量较高的情况，而且成本相对低于 TETRA。

GSM（全球移动通讯系统）：GSM 是欧洲电信标准化协会开发的标准，描述平板机等移动终端使用的 2G 数字蜂窝网络协议，最早于 1991 年由芬兰采用。

LTE（长期演进技术）：LTE 是由 3GPP（第三代合作伙伴计划）开发的一种高速无线宽带技术。LTE 解决方案可满足邮件、安全网络服务、视频和图像发送等数据流量较大的 PMR 服务的需求。

PDT（专业数字集群）：PDT 标准制定于 2008 年，是由海能达和中国公安部门联合开发的中国拥有自主知识产权的数字专业移动通信标准。PDT 使用 TDMA（时分多址）技术，并在 12.5 kHz 频道间隔中运行。PDT 的设计完全符合中国安全标准。

PMR：PMR 在美国指专网通信或 LMR（陆上移动无线通信）。PMR 是一种用于执行关键任务的无线通讯技术。其网络系统通常由终端（最简单的形式是对讲机）、基站和控制中心设备组成。

TETRA（陆上集群无线电）：TETRA 标准制定于 1995 年，是欧洲的数字专业移动无线电标准。TETRA 使用 TDMA 技术，并在 25 kHz 频道间隔中运行，能够支持较高的用户密度但覆盖范围相对小于其他标准。TETRA 的设计适用于人口稠密的城市环境下较小覆盖区域内无线电流量较高的情况。

高华证券感谢高盛分析师包博闻在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，侯雪婷，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从 1 到 3 对公司进行并购评分，其中 1 分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2 分代表概率为中等(15%-30%)，3 分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为 1 或 2 的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为 3 被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50 关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对 ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

侯雪婷：A 股电信与科技、大中华电信与科技。

A 股电信与科技：光迅科技、中国联通(A)、大华股份、烽火通信、歌尔股份、汇顶科技、海康威视、海能达、圣邦股份、立讯精密、欧菲光、网宿科技、中兴通讯(A)。

大中华电信与科技：中国通信服务、中国移动、中国移动(ADR)、中电信、中电信(ADR)、中国联通(H)、中国联通(ADS)、华虹半导体、联发科、谱瑞科技、矽力杰、中芯国际、中芯国际(ADR)、舜宇光学、台积电、台积电 (ADR)、联电、联电 (ADR)、中兴通讯(H)。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：海能达 (Rmb20.31)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的未来前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。

暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。

没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2017 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。