

海能达：专网通信龙头，内外整合加速市场份额拓张

买入（首次）

2018年10月30日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,352	7,955	10,289	13,089
同比（%）	55.8%	48.6%	29.3%	27.2%
归母净利润（百万元）	245	603	827	1,095
同比（%）	-39.1%	146.3%	37.1%	32.4%
每股收益（元/股）	0.13	0.33	0.46	0.60
P/E（倍）	50.92	20.67	15.09	11.39

投资要点

■ **专网通信行业持续增长，国内外市场全面开花：**全球专网通信市场规模百亿美元，CAGR 5%，近一半模拟终端有待替换。国内市场规模百亿元人民币，受模转数及增量需求的影响，国内公安、大交通及工商业将打开广阔的市场空间，龙头公司充分受益。

■ **PDT、DMR、TETRA 及宽窄带融合的全线产品驱动收入快速增长：**海能达 2017 年营业收入增长近 56% 达 53.5 亿元。受益于国内公安及地铁的建设，PDT 业务持续增加；同时公司 2017 年完成并购赛普乐整合研发实力，打开发达国家公共安全市场；加上海外中高端工商业的模转数发展以及宽窄带终端产品的推出，公司全线产品预计在未来实现高速增长。

■ **长期研发投入，专网通信龙头地位稳固：**公司全球研发中心超 10 个，研发投入占比 15%，研发人员占比 35%，参与国家公安专网技术标准制定，承担国家科技重大专项研发，累计申请专利超千项，具备全球市场竞争力，2017 年海外营收占比达 60%，控股股东长期支持公司发展，员工持股比例达 3%。

■ **盈利预测与投资评级：**我们持续看好公司未来发展，公司是国内无线通信设备的龙头，产品线齐全，市场拓展及研发不断深入，预计公司将受益于未来无线通讯行业的快速发展。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.33 元、0.46 元、0.60 元，对应 PE 为 20.67、15.09、11.39 倍。我们给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**国内 PDT 推进缓慢；国外市场份额拓张低于预期；持续高费用投入等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.87
一年最低/最高价	6.20/23.11
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	7223.11

基础数据

每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	59.86
总股本(百万股)	1815.73
流通 A 股(百万股)	1051.40

相关研究

内容目录

1. 国内专网市场龙头，全球专网领军者	4
1.1. 国产 PDT 标准驱动国内专网发展，国内市场稳居老大	5
1.2. TETRA 标准的全球市场规模最大，收购 Sepura 打开海外新市场	5
1.3. DMR 标准替代模拟产品，受益于“模转数”进程不断增加市场份额	6
1.4. 宽窄带融合业务引领专网未来发展趋势，终端产品已初步实现销售规模	8
2. 市场空间持续增长，行业趋于集中	8
2.1. 专网通信涉及国家安全，数字专网标准彰显大国实力	8
2.2. 全球专网市场规模百亿美元，国内增速更快	9
2.3. 公安安全、公共事业和工商业推动专网市场发展	10
2.3.1. 公安 PDT 发展推动政府及公共安全业务快速增长	10
2.3.2. 地铁市场打开公共事业新空间	11
2.3.3. 行业正处于模拟集群通信向数字集群通信转换的重要阶段	11
3. 技术&品牌&成本优势推动海内外市场份额持续提升	12
3.1. 巨额研发投入加并购，研发成果显著	12
3.2. 销售网络遍布全球，规模效应日益显现	12
4. 盈利预测与投资评级	13
4.1. 关键假设	13
4.2. 盈利预测	13
4.3. 投资建议	14
5. 风险提示	15

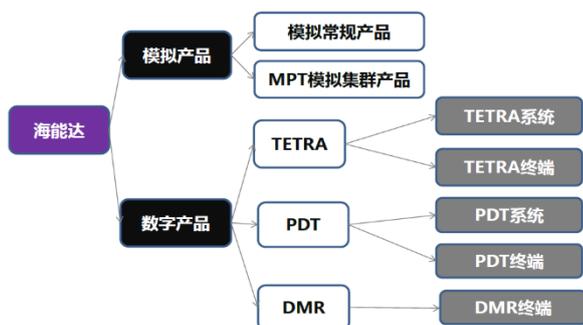
图表目录

图 1: 海能达主营产品	4
图 2: 海能达主营产品营收占比 (2017)	4
图 3: 营业收入及同比增速	4
图 4: 归母净利润及同比增速	4
图 5: 我国专网及 PDT 建设历程	5
图 6: 海能达营销网络分布	6
图 7: 海能达宽窄带融合终端产品	8
图 8: 全球专网通信市场规模 (亿美元)	9
图 9: 中国专网通信市场规模 (亿人民币)	9
图 10: 专业无线通信行业产业链	10
图 11: 海能达公司员工构成	12
图 12: 公司研发投入情况	12
图 13: 海能达增长规模 vs 全球增长规模	12
图 14: 海能达营销模式分布	12
表 1: 海能达多次并购完善 TETRA 产品线	6
表 2: 三大数字集群技术标准对比	7
表 3: 专网与公网的对比情况	9
表 4: 公司业务板块营收预测	14

1. 国内专网市场龙头，全球专网领军者

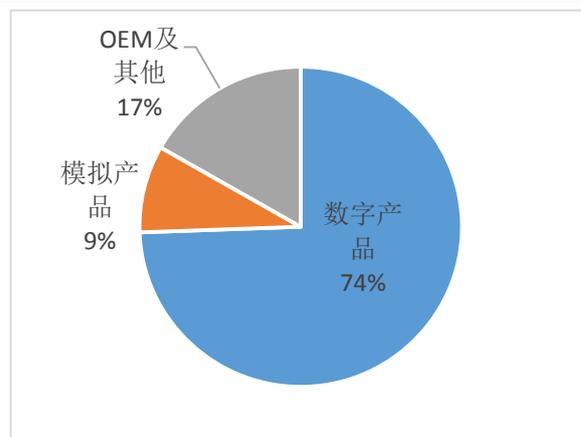
海能达是国内专业无线通信行业的龙头企业，也是全球主要的专业无线通信设备提供商之一，主要从事对讲机终端、集群系统等专业无线通信设备的研发、生产、销售和服务，并提供整体解决方案。主要产品包括系统和终端，覆盖了模拟与数字领域，主营业务占收入比重常年超过 80%。受技术的迭代及政策法规推动，海能达从 2009 年开始逐步推出数字产品，其收入占比逐年提升，由 2009 年的 5% 提高到了 2017 年的 74%。公司目前是全球唯一同时拥有 PDT、TETRA、DMR 三大标准的公司。2013-2017 年公司营业收入年复合增长率为 33.53%，2015 年-2017 年公司营收分别为 24.78 亿、34.35 亿、53.52 亿，主要原因是公司整体渠道布局开始进入收获期，海外收入快速增长，同时数字产品销售收入大幅增加，以及宽窄带融合产品也已实现初步销售规模。

图 1：海能达主营产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 2：海能达主营产品营收占比（2017）



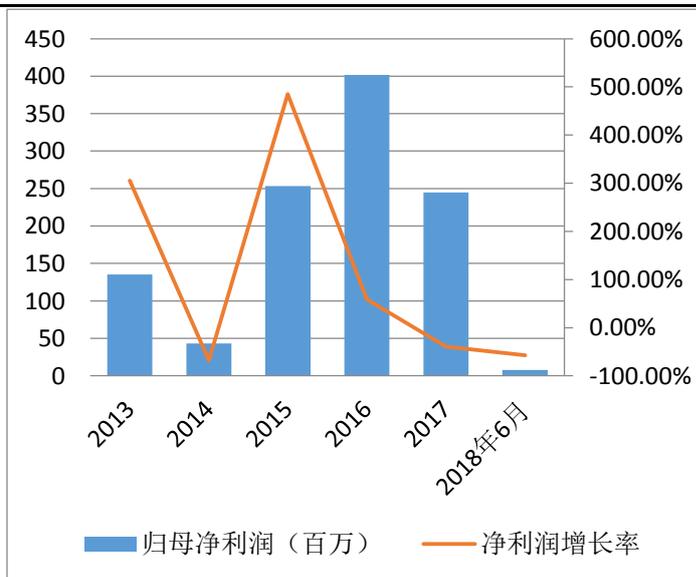
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：营业收入及同比增速



请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：归母净利润及同比增速



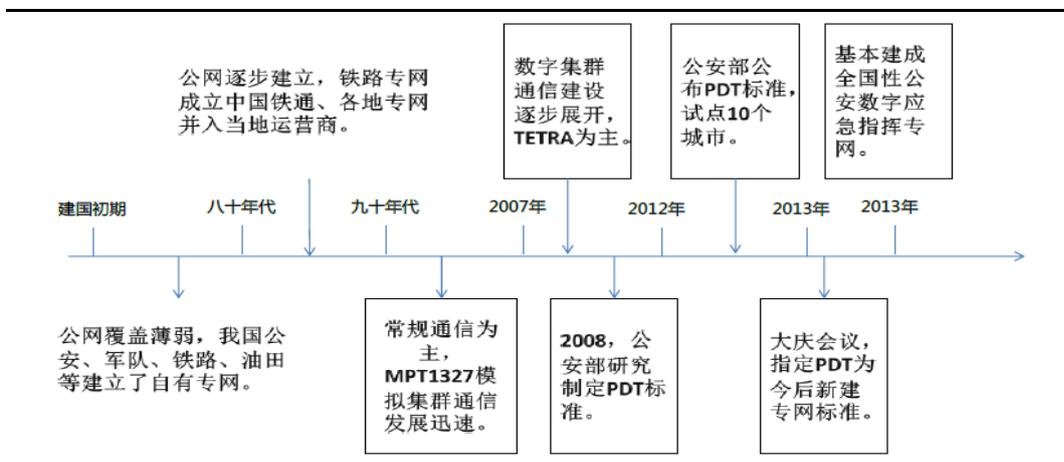
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1. 国产 PDT 标准驱动国内专网发展，国内市场稳居老大

PDT 是具有中国自主知识产权的专业无线通信数字集群标准，前期国内市场采用美国的 TETRA 系统，由于 TETRA 建网成本高，特别是加密接口不开放，造成信息安全隐患，中国迫切需要自己的专网标准。公安部牵头制定 PDT（Police Digital Trunking，警用数字集群）标准，主推全国联网的 PDT 专网，这也是国内公共安全系统第一个全国化的数字专网，2017 年底 PDT 正式成为国家标准。海能达是该技术最为领先的厂商，在技术、品质和功能上领先其他厂家较多，市场知名度和品牌影响力排名行业第一，主要应用于国内政府及公共安全领域。

图 5：我国专网及 PDT 建设历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

根据 2009 年 12 月工信部出台《关于 150MHz/400MHz 频段专用对讲机频率规划和使用管理有关事宜》，2011 年 1 月停止对模拟对讲机设备型号的核准，原有核准证到期后也不予以延期，而核准证的有效期为 5 年，因此，按规定，2016 年中国市场将停止使用模拟对讲机，全面进入数字对讲机时代。

1.2. TETRA 标准的全球市场规模最大，收购 Sepura 打开海外新市场

TETRA 是欧洲通信标准协会制订的开放性数字集群标准，其数据传输率高，产品成熟稳定且已被海外市场广泛应用，但建网及维护成本高且长期以来技术与专利门槛高。根据 Transparency Market Research 的数据，全球 TETRA 市场 2016 年约 40 亿美元规模，其中欧洲约 15.9 亿美元的市场规模。全球 TETRA 市场将在 2017-2025 年间保持 11.97% 的 CAGR，2025 年将达 121.67 亿美元规模。

海能达在 2011 年自主研发出终端产品，2012 年收购全球 TETRA 系统供应商之一的德国 PMR 公司和 FED 公司，成为除摩托罗拉外唯一同时掌握系统和终端技术的厂商。2013 年，海能达推出新一代 TEDS 系统，提升了技术的功能、安全性和稳定性。2017

年海能达收购了英国赛普乐公司，赛普乐拥有高质量的研发团队，掌握 TETRA 标准的核心技术，其终端在德国、英国、巴西等欧洲国家市场占有率都是第一，海能达据此加速拓展海外市场并强化了 TETRA 标准的相关专利和核心技术，在 TETRA 领域的技术实力和全球市场占有率不断提升，同时在国内市场上的份额遥遥领先。

表 1：海能达多次并购完善 TETRA 产品线

标的	时间	标的业务	收购价格
PMR	2012 年 3 月	TETRA 集群通信系统设备与服务	200 万欧元
FED	2012 年 10 月	TETRA 标准协议及相关软件的研发和销售	200 万欧元
Sepura	2017 年 5 月	TETRA 标准相关产品的研发、销售，掌握 TETRA 标准的主要相关专利和核心技术	7429 万欧元

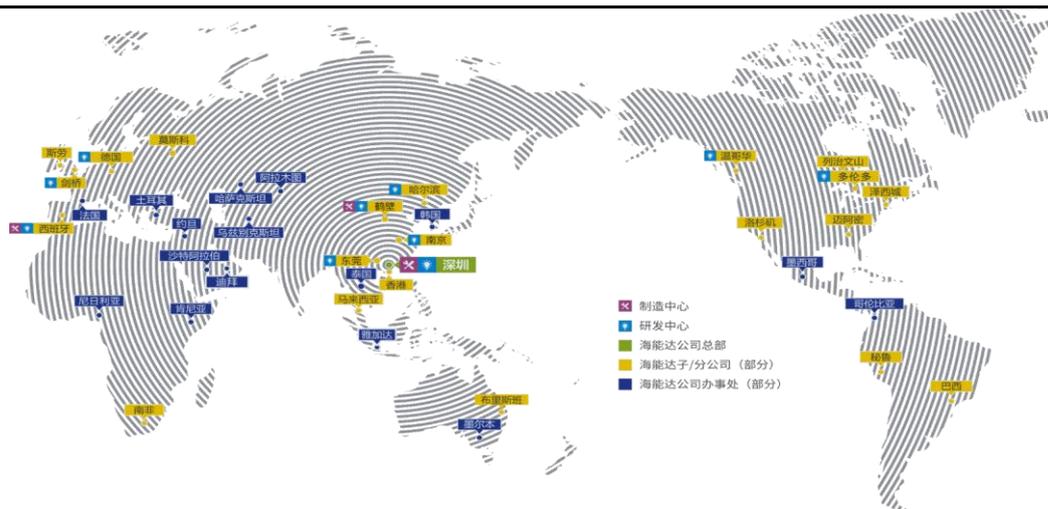
数据来源：c114、公司公告，东吴证券研究所

赛普乐是全球 TETRA 数字对讲机产品的供应商，主要为公安、军队、交通运输、公共事业和商业客户提供通信调度解决方案，提供包括 TETRA 标准终端、定制化终端、等产品，赛普乐目前占有 TETRA 全球 49% 的公安市场，并拥有多个行业第一技术和商业革新。

1.3. DMR 标准替代模拟产品，受益于“模转数”进程不断增加市场份额

传统模拟对讲机由于抗干扰能力差，信号容易衰减和失真，传输距离受限，各个国家都在推动数字对讲机替换模拟对讲机。DMR 是欧洲通信标准协会制订的开放性数字标准，是目前模拟常规产品向数字化升级的主流标准，主要应用于全球的中高端工商业，例如地铁运营、港口、酒店、景区等。海能达于 2008 年引进马来西亚摩托罗拉研究中心的 DMR 核心团队，于 2010 年成为第二家推出 DMR 终端的公司，并同时掌握 dPMR、DCR、NDR 技术，目前有能力在全球范围内成规模销售 DMR 产品的公司只有摩托罗拉和海能达两家公司。由于 DMR 的性价比比较高，同时可与模拟系统兼容，可实现从模拟向数字的平滑过渡，因此一方面在模拟用户的升级增加了 DMR 市场的容量，另一方面由于中高端商业的运营对接入规模、通话质量、安全管理要求较高，拉动了 DMR 产品的销售。海能达主要依靠分销渠道覆盖 DMR 工商业需求，目前公司在全球拥有 91 家分支机构，覆盖超过 120 个国家和地区，拥有超过 4000 家经销商合作伙伴。未来随着模拟向数字加快转型，有望在国内外注入持续的增长动力。

图 6：海能达营销网络分布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表 2：三大数字集群技术标准对比

标准	PDT	TETRA	DMR
应用领域	政府与公共安全、公用事业、高端工商业	政府与公共安全、公用事业	公共事业、工商业
应用地区	中国，计划在发展中国家推广	除北美外 80 多个国家和地区，以欧洲为主	欧洲乃至全球
制定	中国	欧洲	欧洲
区制	大区制	小区制	大区制
制式	TDMA 制式、双时隙	TDMA 制式、四时隙	TDMA 制式、双时隙
速率	9.6kbps	28.8kbps	9.6kbps
频宽	12.5khz	25khz	12.5khz
优势	建网及维护成本低，可拓展；国产算法；系统间互联规范；平滑升级，保护现有投资	传输速率高；用户密度高；产品成熟，广泛应用；支持全双工童话及复杂调度管理功能	产品可兼容模拟常规；终端价格较低；技术门槛较低
劣势	标准处于市场导入期，还需要市场的验证；不能支持较高速率的数据业务及全双工通信	建网维护成本高，终端价格高；加密协议开放性差；难以国产化；系统互联互通不规范	集群功能欠完善；通信安全业务能力弱；不支持高速率的数据业务及全双工通信

数据来源：c114，东吴证券研究所

1.4. 宽窄带融合业务引领专网未来发展趋势，终端产品已初步实现销售规模

语音是专网通信的刚性需求，宽窄带融合 LTE 智慧专网集群综合解决方案的研发符合未来专网发展的需求，能够帮助用户实现向智慧多媒体调度模式转变，是行业未来的发展趋势。同时从技术发展的角度来看，以窄带跑语音，LTE 宽带跑数据，宽窄带融合是大方向。未来宽带专网将造就数倍甚至十倍于窄带数字专网的市场规模。目前市场仍以数字窄带专网为主，宽带专网仍处于研发阶段。由于工作频点更高，覆盖同样区域，宽带专网需要部署数倍于窄带专网的基站（以中国为例，大概比例至少是十倍），因此，宽带专网将造就比现在大的多的市场规模。同时，宽带专网部署后，为满足各类行业客户的数据应用需求，上层应用将是一个更大的市场。

但从目前发展的情况来看，由于技术方案的成熟度和经济性还离产业大规模应用有一定距离，预计专网宽带化还需要相当长的一段时间。海能达于 2014 年开始宽窄带产品的研发，于 2017 年 5 月在香港举行的世界应急通信展览会上成功发布宽窄带融合的终端产品，得到全球专网行业用户的高度关注，并已在 2017 年实现 2537.81 万元的规模销售。

图 7：海能达宽窄带融合终端产品



TETRA	350-470 MHz	WLAN	802.11 b/g/n, 2.4GHz
NFC	13.56MHz	双蓝牙	V4.2 LE+EDR
定位系统	GPS/北斗/格洛纳斯	防尘防水等级	IEC 60529-IP67
冲击和振动	MIL-STD-810 G	工作温度	-20°C - 60°C
信道间隔	PDT : 25/20/12.5kHz TETRA : 25kHz	发射功率	PDT : 1W/4W TETRA:1W(Class 4) & 1.8W(Class 3L)
尺寸	139.5 x 68 x 25.3mm(高x宽x厚)	重量	≤378g
前置摄像头	1300万像素, 支持自动对焦	后置摄像头	1300万像素, 支持自动对焦
标配电池	2900 mAh	选配电池	4000mAh

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 市场空间持续增长，行业趋于集中

2.1. 专网通信涉及国家安全，数字专网标准彰显大国实力

专网通信是指为政府与公共安全、公用事业和工商业等提供的应急通信、指挥调度、日常工作通信等服务。专网是为满足行业生产指挥需要而生，密切结合行业特点，突出专用性和个性化服务。与此对应的是公网通信，主要服务于社会公众用户，二者具有本质区别，彼此无法替代，但又相互补充。专网通信不以盈利为目的，更加关注网络可靠性、稳定性和安全性，产品生命周期较长，注重平滑过渡，终端一般具有“三防”（防水、防尘、防震）等功能；公网更注重网络运营的经济利益。

专网通信始于 50 年代初，最初主要应用是常规对讲机，逐步发展为无线集群通信系统，经过了模拟集群通信阶段，逐步向数字集群通信系统阶段升级。当前公网通信处在 4G 时代，而专网通信仍处在模拟专网向窄带数字专网演进的阶段，宽带数字专网正处于预研阶段。

目前主流的专网通信均为数字化通信，模拟系统逐渐淡出市场。数字专网领域使用较多的标准为 TETRA、P25、DMR 和 PDT 等。其中 TETRA 和 DMR 均由欧洲提出，P25 由美国提出，只有 PDT 是中国自己的标准。由于通信标准的复杂性和技术难度，且专网市场基本正比于各国 GDP，因此只有大国才有能力制订和推行自己的标准。考虑到国家信息安全，专网标准是必要的。

表 3: 专网与公网的对比情况

	公网通信	专网通信
服务对象	公众	行业用户
网络部署	电信运营商	政府与公共安全部门、公用事业、工商业等
网络结构	大容量、全网互联/漫游	单独组网、无网络
网络目的	更强调企业经济效益	更强调社会效益
网络要求	覆盖广泛、速率高	管理、可靠、高效与安全
反应速度	接通时间可容忍范围大	接通时间短，小于 0.3 秒
其他特性	一般	防水、防尘、防震、防爆等

数据来源: c114, 东吴证券研究所

2.2. 全球专网市场规模百亿美元，国内增速更快

据中国产业调研网预测，2016 年全球专网通信市场规模为 95.1 亿美元。2014-2016 年 CAGR 5.1%。全球市场稳定，预计后续保持 5% 复合增速，到 2020 年将达到 115.6 亿美元的市场规模。2016 年中国专网通信市场规模为 81.0 亿人民币，2014-2016 年 CAGR 12.5%，预计后续保持 13% 复合增速，到 2020 年规模 132.1 亿元。

图 8: 全球专网通信市场规模 (亿美元)

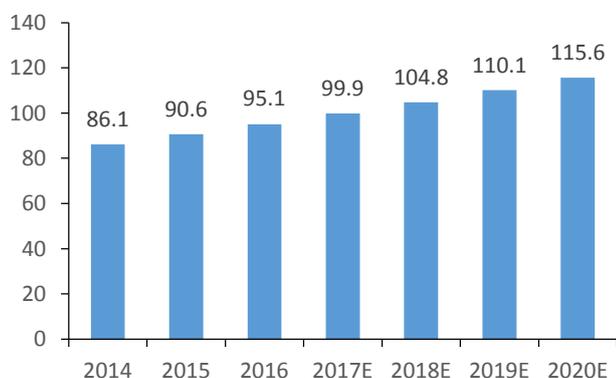
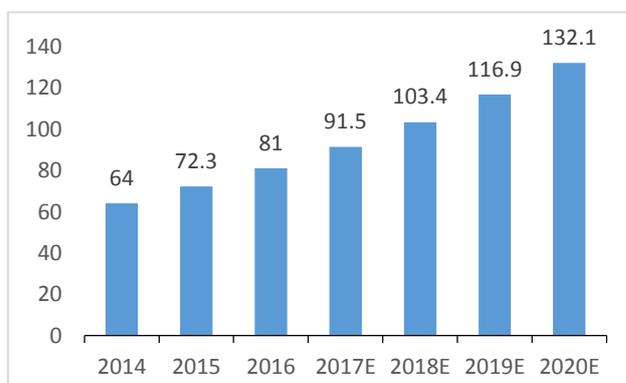


图 9: 中国专网通信市场规模 (亿人民币)



数据来源：China Industry Research，东吴证券研究所

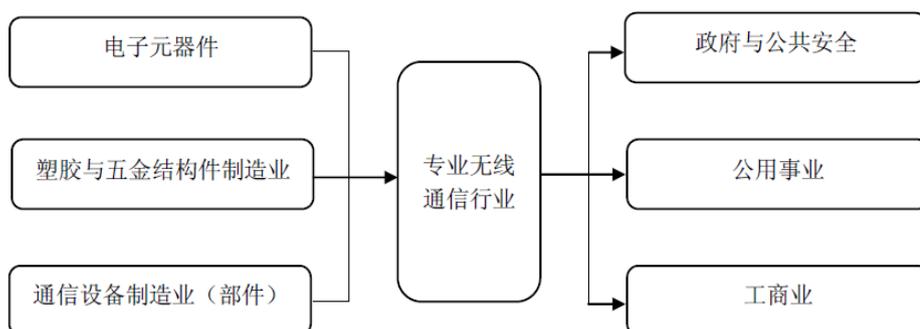
数据来源：China Industry Research，东吴证券研究所

海能达在国内专网市场上位列第一，在全球专网通信市场上仅次于摩托罗拉，位列全球第二。目前海能达已成为除摩托罗拉之外，全球唯一同时拥有 TETRA、DMR、PDT 标准的厂商。另外在宽窄带融合方面，公司从 2014 年开始布局宽带业务，开始研发宽带产品和解决方案，于 2017 年 5 月发布全融合整体解决方案，全面引领 LTE 领域的发展。

2.3. 公安安全、公共事业和工商业推动专网市场发展

海能达的上游行业主要为电子元器件制造业（如集成芯片、电阻、电容、晶振、LCD 屏、印刷电路板）、塑胶与五金结构件制造业（如塑胶、铝合金、五金插接件、机柜及其它结构件）和通信设备制造业（如收发器、交换机、天线、分路器、合路器）。其对海能达的影响主要体现在采购成本上。上游产业整体市场化程度比较高，相关原材料及部件价格呈逐年下降的趋势，海能达对上游供应商的议价能力较强。海能达的下游产业主要可分为三大类：政府与公共安全、公用事业以及工商业。

图 10：专业无线通信行业产业链



数据来源：C114，东吴证券研究所

政府与公共安全领域主要包括公安、消防、武警、司法、政府执法与应急指挥等政府与公共安全部门。公用事业领域主要包括交通运输（如轨道交通、机场港口）、能源（如石油石化、电力）、林业、水利、矿山等行业。工商业领域主要包括物业保安、服务业、建筑施工、物流及制造业等行业，专业无线通信产品作为一种便捷的通信工具，能够帮助用户提升管理效率及服务水平。据智研咨询统计，2014 年我国专网通信市场规模达到 76.2 亿元，其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%。我国和全球市场相比，政府和公共安全占比较低，工商业占比较高。

2.3.1. 公安 PDT 发展推动政府及公共安全业务快速增长

专网通信涉及到国家的公共安全，处于政治和国家的需要，大国和政治同盟需

要培养自己的技术供应商，美国培养了摩托罗拉，欧洲培养了 AIR BUS，中国也需要推出自己的标准、培养自己的专网通信供应商。因此，在国内公安推出 PDT 标准后，作为 PDT 总体组长单位的海能达将可能成为中国自己主要的供应商，享受国内 PDT 市场的快速增长。

“十三五”期间 PDT 建网提速。2014 年，公安部申请了专项配套资金，以增强地市级公安系统投资能力，加速推进 PDT 建网。2016 年，公安部提出，在“十三五”期间，以 PDT 标准为技术体制，全面推动公安无线通信由模拟向数字转换，建成全辖区联网、统一网管的公安数据指挥专网。

考虑到全国有超过 330 个地市，若未来需要全面覆盖，则还需要超过 100 亿元的投资。以单城市看，一般城市大约需要几千万投入，北上深等大型城市大约需要几个亿的投资，一般省份的投资大约在 3~6 个亿之间。

2.3.2. 地铁市场打开公共事业新空间

全国未来大约总共有 300 多条轨交线路待建，每条线路的专网投资大约在 3000 万元，整体而言，全国轨交专网有近百亿元市场规模。

按照国家发展改革委，交通运输部 2016 年 5 月 5 日联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，未来三年我国总新增城市轨道交通规划里程达到 2385 公里，共计 103 个轨道项目，其中 2016 年城轨规划建设长度达到 1274 公里，相比 2015 年增长 170%。根据三年发展规划，地铁的投资规模将达到 16 年 9098 亿元左右，17 年 4804 亿元左右，18 年 2537 亿元左右，总投资规模将达到 16439 亿元左右。按照每公里 150~200 万的专网投资成本，2016~2018 年的轨交项目大约需要 22、12、7.3 亿元投资，总计约 40 亿元左右，一般在项目开工 1~2 年后会进行专网招标。

在地铁专网市场，原来的市场份额基本都被摩托罗拉和 AIR BUS 占据，从 2014 年开始，海能达拿下深圳地铁专网订单，成为了国产第一单，之后公司陆续拿下长沙地铁专网市场，目前已占国内地铁市场份额的 30%。随着公司产品在地铁专网市场的成熟运营，基于公司产品的质量和性价比以及国产优势未来公司在地铁专网的市场份额将继续快速提升。

2.3.3. 行业正处于模拟集群通信向数字集群通信转换的重要阶段

专业无线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。传统模拟制式技术面临明显的技术劣势，主要是频谱利用率低、保密性差、业务种类单一，但由于价格优惠在中低端场景仍有大量需求。截至 2016 年底，全球仍有 56% 的在网终端为模拟制式，国内模拟终端估算接近 400 万台。工信部要求自 2011 年 1 月 1 日起停止对 150MHz 和 400MHz 频段内模拟终端的型号核准，已取得型号核准证的模拟终端到期后不再予以办理延期（其中 400MHz 模拟终端可申请延长至 2017 年 12 月 31 日）。从 2018 年起，模

拟转换的缓冲期正式结束，新更换终端强制要求满足数字制式标准，同时拉动数字系统产品销售。

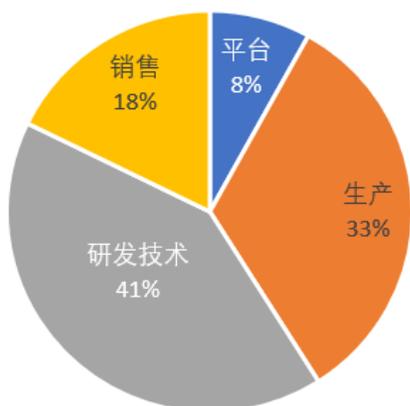
3. 技术&品牌&成本优势推动海内外市场份额持续提升

3.1. 巨额研发投入加并购，研发成果显著

公司在专网领域技术能力出众。公司是我国首个具有自主知识产权的专业数字集群标准（PDT）的核心起草单位，是全球极少数能同时提供 PDT、DMR、TETRA 全系列产品及解决方案的企业。

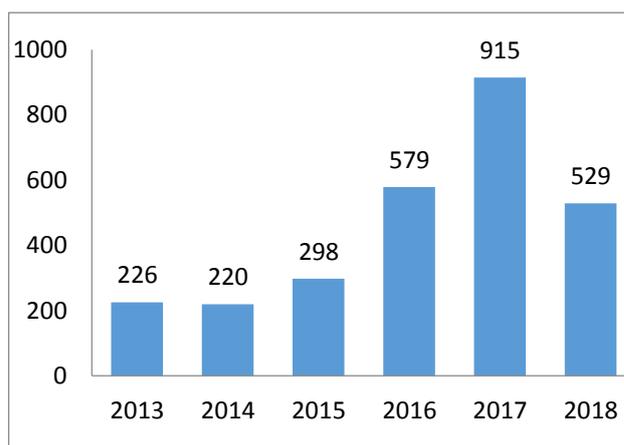
公司在全球建有深圳、德国巴特明德、哈尔滨、南京、鹤壁等 10 个研发中心。2016 年公司拥有 2352 人的研发团队，研发人员占员工总数的比例约 34.8%。公司已累计申请专利超过 1116 项。公司不断提升产品技术性能，持续将年销售收入的 14% 以上投入研发。

图 11：海能达公司员工构成



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 12：公司研发投入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

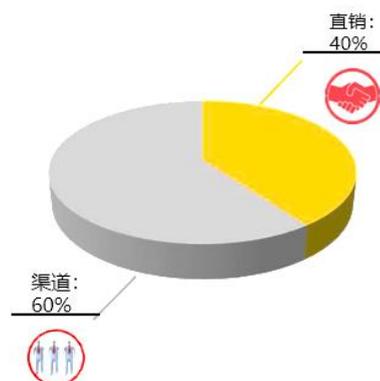
3.2. 销售网络遍布全球，规模效应日益显现

在国内，公司市场占有率本土品牌排名第一。国内覆盖全国东南西北四个大区，且各省均建立了自己的营销渠道。在海外，公司产品已遍布全球 120 多个国家和地区，公司约一半营收来自海外，并与 4000 多家经销商建立合作关系。根据 IHS Research 发布的 2011 年全球专业通信市场研究报告，公司在终端市场份额升至全球第二。

图 13：海能达增长规模 vs 全球增长规模

图 14：海能达营销模式分布

2012-17 CAGR		
行业增长率	36.4%	8.0%
数字增长率	48.5%	11.0%



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设

1. 全球专网通信市场保持稳定，占比 56% 的模拟终端有待替换，预计后续保持 5% 复合增速，市场规模将超千亿元。国内市场受公共安全、大交通及工商业需求的快速拉动，后有望继续保持 13% 复合增速，市场规模破百亿元。
2. 考虑到政治和安全的需要，国内公共安全领域必将大力推广具有中国自主知识产权的专业无线通信数字集群标准 PDT，公司作为制定 PDT 标准的总体组组长，未来将持续获益于国内公共安全领域市场规模的不断扩大。
3. 公司完成并购 Sepura 整合 TETRA 标准研发实力，打开发达国家公共安全市场，与公司目前业务协同效应明显，未来有望在国际市场上占据更大市场。
4. 中长期来看，未来专网通信将走向宽窄带融合，将带来数倍产值提升空间，公司在宽窄带融合技术方面的研发切入较早且具有明显优势，随着公司市场拓张和品牌推广，宽窄带融合业务将迎来爆发，成为公司下一个利润增长点。

4.2. 盈利预测

PDT 业务方面，中国全面进入数字对讲机时代，公司在国内公共安全领域的市场份额将进一步提升。此外，PDT 技术还有望在发展中国家的政府与公共事业领域推广。

TETRA 业务方面，考虑到 17 年收购 Sepura 打开了海外公共安全业务，公司在海外公共安全业务份额大幅提升，同时由于在收购 Sepura 的同时掌握了其在 TETRA 的关键技术和专利，预计未来毛利将稳中向好。

DMR 业务方面，受益于海外中高端商业的模转数发展及公司 12-16 年的渠道拓展，目前销售网络覆盖全球且销售上规模的除摩托罗拉外只有公司一家，因此公司 DMR 业务毛利将保持稳定。

预计 2018-2020 年，公司营业收入将达到 79.55 亿、102.89 亿、130.89 亿。，我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.33 元、0.46 元、0.60 元，对应 PE 为 20.67、15.09、11.39 倍

表 4：公司业务板块营收预测

业务分类	项目	2017	2018E	2019E	2020E
TETRA	营收（百万元）	1200	3000	4350	5655
	增速	15%	150%	45%	30%
PDT	营收（百万元）	1400	1820	2275	2730
	增速	20%	30%	25%	20%
DMR	营收（百万元）	2000	2600	3250	3900
	增速	30%	30%	25%	20%
模拟	营收（百万元）	257.59	206	165	132
	增速	-20%	-20%	-20%	-20%
OEM 及其他	营收（百万元）	493.94	1068.04	1348.04	1687.04
	增速	20%	-65.83%	47.48%	169.77%
合计	营收（百万元）	5351.53	7955	10289	13089
总 EPS（元）	-	0.13	0.33	0.46	0.60

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 投资建议

1、无线通信专业市场模转数的发展及未来宽窄带融合产品的发展是大势所趋，受市场需求影响及技术演进驱动，未来国内无线通信市场有望保持年复合 13% 的增速。公司凭借多年即使积累及市场拓展，目前在国内无线通信市场已稳居第一，全球市场排名第二。

2、海能达全面布局各大产品线，是目前除了摩托罗拉外唯一同时提供 PDT、TETRA 和 DMR 标准的公司，技术先进，完整覆盖公共安全、公共事业和工商业各大领域，能最大化分享无线通信行业成长带来的机遇。

3、公司积极宽窄带融合产品，从需求和技术发展的角度来看，以窄带跑语音，LTE

宽带跑数据，宽窄带融合是大方向。公司在宽窄带产品的研发方面巨有显著优势，并已初步实现销售规模。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.33 元、0.46 元、0.60 元，对应 PE 为 20.67、15.09、11.39 倍，我们给予公司“买入”评级。

我们给予“买入”评级，主要理由包括：1.公司是国内无线通信设备的龙头，产品线齐全，受市场拓展及研发的不断深入，公司将受益于未来无线通讯行业的快速发展；2.公司通过并购加速横向整合纵向布局，已具备挑战 MSI 的实力，营收增速明显超越；3.公司多年来内生发展强劲，业绩增长稳定，属于板块内优质白马股，在当前市场偏好下有较高配置价值。

5. 风险提示

国内 PDT 推进进程缓慢，产品技术推进及市场需求不及预期；

公司对国外市场份额拓张进程缓慢，公司业务订单量不及预期；

营业收入不及预期，公司可能存在资金流短缺风险。

研发费用投入持续走高，产品研发进程缓慢，产品推出进度不及预期。

海能达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7056	11718	13705	16124	营业收入	5352	7955	10289	13089
现金	1592	5000	5100	5200	减:营业成本	2834	5397	6862	8699
应收账款	3452	2615	3383	4303	营业税金及附加	50	36	46	59
存货	1700	3696	4700	5958	营业费用	914	620	803	1021
其他流动资产	313	406	522	662	管理费用	1465	988	1263	1574
非流动资产	6873	7377	7827	8352	财务费用	94	280	344	393
长期股权投资	0	0	0	50	资产减值损失	-304	130	180	230
固定资产	1869	2456	2986	3539	加:投资净收益	9	30	30	30
在建工程	426	338	341	372	其他收益	-63	143	140	138
无形资产	3390	3307	3227	3149	营业利润	244	676	962	1280
其他非流动资产	1188	1276	1273	1242	加:营业外净收支	3	40	20	20
资产总计	13930	19095	21532	24476	利润总额	247	716	982	1300
流动负债	6169	10954	13000	15386	减:所得税费用	2	57	79	104
短期借款	2780	5575	6142	6689	少数股东损益	-0	56	77	102
应付账款	1587	3105	3948	5005	归属母公司净利润	245	603	827	1095
其他流动负债	1801	2274	2909	3691	EBIT	255	1027	1426	1844
非流动负债	2111	2141	2171	2201	EBITDA	552	1317	1763	2230
长期借款	1628	1628	1628	1628					
其他非流动负债	482	512	542	572	重要财务与估值指标				
负债合计	8279	13095	15170	17586	每股收益(元)	0.13	0.33	0.46	0.60
少数股东权益	0	23	53	94	每股净资产(元)	3.11	3.29	3.48	3.74
归属母公司股东权益	5650	5977	6308	6796	发行在外股份(百万股)	1816	1816	1816	1816
负债和股东权益	13930	19095	21532	24476	ROIC(%)	3.3%	8.1%	9.6%	11.6%
					ROE(%)	4.3%	10.1%	13.1%	16.1%
					毛利率(%)	47.0%	32.2%	33.3%	33.5%
					销售净利率(%)	4.6%	8.3%	8.8%	9.1%
					资产负债率(%)	59.4%	68.6%	70.5%	71.9%
					收入增长率(%)	55.8%	48.6%	29.3%	27.2%
					净利润增长率(%)	-39.1%	146.3%	37.1%	32.4%
					P/E	50.92	20.67	15.09	11.39
					P/B	2.21	2.09	1.98	1.83
					EV/EBITDA	37.57	19.41	15.68	13.48

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

