

海能达 (002583)

各制式全面开花，助力业绩再上新台阶

——海能达公司调研报告

	王胜 (分析师)	宋嘉吉 (分析师)	朱威宇 (研究助理)
	021-38674874	021-38674943	021-38675853
	Wangsheng014132@gtjas.co	songjiayi@gtjas.com	zhuweiyu@gtjas.com
证书编号	S0880514060012	S0880514020001	S0880116060115

本报告导读:

2017-2018 年公司专网三大制式 (DMR/PDT/Tetra) 将全面开花，共同驱动公司业绩实现高增长。

投资要点:

- 维持“增持”，上调目标价至 18.6 元。市场对海能达能否实现连年高增长有所保留。我们发现，2017-2018 年公司专网三大制式 (DMR/PDT/Tetra) 将全面开花，共同驱动公司业绩实现高增长。上调 2016-2018 年 EPS 至 0.25/0.41/0.61 元 (原为 0.24/0.33/0.41 元)，因盈利预测上调，同步上调目标价至 18.6 元 (+11%)，维持“增持”。
- 专网三大制式 (DMR/PDT/Tetra) 将全面开花。DMR 方面，虽然海能达本身的“模拟转数字”早已完成，但是全市场的“模转数”正处于高峰期。我们判断，2017 年全市场专网终端增速 6-8%，而 DMR 终端市场增速在 20% 左右。相比模拟时代，数字时代的竞争格局更为良性，海能达 DMR 终端业务有望实现高速增长。PDT 方面，公安市场自从废除 Tetra 制式以来，从模拟转向 PDT 制式已经是必由之路，深圳市 PDT 项目将是一个标杆，PDT 高潮来临。Tetra 方面，藉由赛普乐和 HMF 的支撑，有望在海外市场实现高速增长。
- 收购赛普乐，海外品牌知名度进一步提升。公司 2 月份公告，拟以 6.5 亿人民币收购赛普乐 100% 股权。赛普乐 Tetra 终端业务在欧洲市场具有区域优势，2015 年收入约 15 亿人民币。虽然在整合期赛普乐业绩仍有可能出现波动，但是海能达与赛普乐在品牌、研发、销售、生产方面均具有较大的协同效应，后续有望与德国子公司 HMF 形成较强的互补。我们认为，全球专网市场格局正在发生变化，作为中国第一、全球第二的海能达将在此次“变化”中迎来发展良机，市场份额有望从当前的个位数水平提升到 20-30% 的水平，成就真正的跨国龙头。
- 催化剂：陆续获得海外发达国家专网大单；国内获得 PDT 专网大单。
- 风险提示：摩托罗拉市场份额进一步提升；华为中兴加大专网开拓。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,949	2,478	3,491	5,257	7,370
(+/-)%	16%	27%	41%	51%	40%
经营利润 (EBIT)	80	267	382	685	1,007
(+/-)%	-38%	233%	43%	79%	47%
净利润	43	253	426	716	1,060
(+/-)%	-68%	485%	68%	68%	48%
每股净收益 (元)	0.03	0.15	0.25	0.41	0.61
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	4.1%	10.8%	11.0%	13.0%	13.7%
净资产收益率 (%)	2.2%	11.1%	18.0%	26.1%	30.7%
投入资本回报率 (%)	2.5%	8.4%	23.0%	26.2%	40.5%
EV/EBITDA	43.6	43.5	34.4	21.1	14.0
市盈率	430.5	73.6	43.7	26.0	17.6
股息率 (%)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.60

上次预测: 16.75

当前价格: 13.78

2017.03.13

交易数据

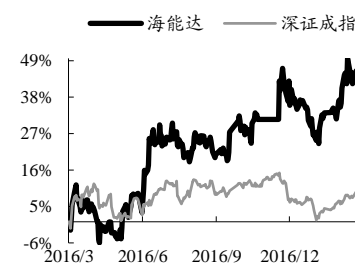
52 周内股价区间 (元)	8.96-14.77
总市值 (百万元)	23,818
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,728/841
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	49%
日均成交量 (百万股)	851.01
日均成交值 (百万元)	113.14

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,422
每股净资产	2.56
市净率	5.4
净负债率	3.97%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.04	-0.04
Q2	0.04	0.06
Q3	0.06	0.04
Q4	0.09	0.19
全年	0.15	0.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	3%	47%
相对指数	6%	6%	36%

相关报告

《地铁大扩容，带动无线专网需求近百亿》
2016.05.20

《海外扩张开花结果，规模效应显现》
2016.02.28

《拟发债募资 10 亿，为海外扩张蓄势》
2015.11.19

《中期高送转，业绩拐点期来临》2015.08.27

《全球专网格局生变，海能达成长空间打开》
2015.08.17

模型更新时间: 2017.03.13

股票研究

信息技术
电信运营

海能达 (002583)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.60**

上次预测: 16.75

当前价格: 13.78

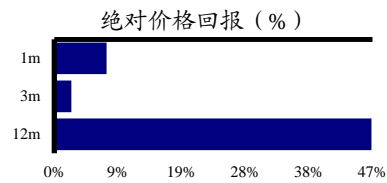
公司网址

www.hytera.com

公司简介

公司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。

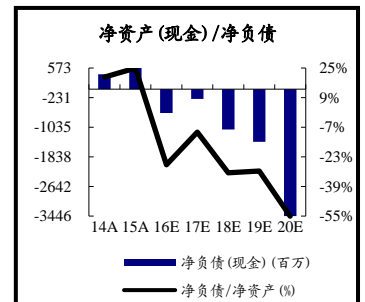
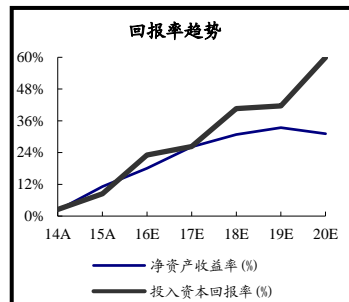
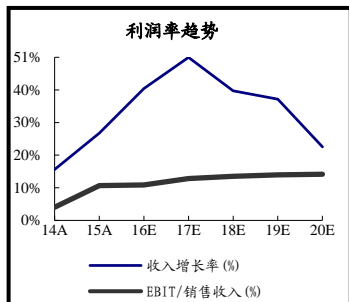
公司主要从事对讲机终端、集群系统等专业无线通信设备的研发、生产、销售和服务,并提供整体解决方案。



52 周价格范围: 8.96-14.77
市值 (百万): 23,818

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
损益表							
营业总收入	1,949	2,478	3,491	5,257	7,370	10,141	12,453
营业成本	1,122	1,250	1,858	2,779	3,923	5,452	6,795
税金及附加	11	19	28	42	59	81	100
销售费用	346	444	577	815	1,105	1,470	1,743
管理费用	389	497	646	936	1,275	1,704	2,030
EBIT	80	267	382	685	1,007	1,434	1,785
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	3	3	3	3	3
财务费用	73	34	48	59	74	64	66
营业利润	-23	195	310	598	902	1,341	1,689
所得税	16	39	15	80	118	172	216
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	43	253	426	716	1,060	1,550	1,941
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	475	533	1,410	1,830	2,464	2,904	5,024
其他流动资产	72	32	0	0	0	0	0
长期投资	46	119	119	119	119	119	119
固定资产合计	922	1,087	1,172	1,247	1,314	1,372	1,420
无形及其他资产	496	494	517	565	612	660	708
资产合计	3,642	4,604	5,130	7,059	8,546	11,148	13,723
流动负债	1,182	1,955	2,529	4,085	4,854	6,248	7,224
非流动负债	454	361	233	235	238	242	247
股东权益	2,006	2,291	2,370	2,741	3,455	4,659	6,254
投入资本(IC)	2,375	2,756	1,605	2,356	2,241	3,109	2,688
现金流量表							
NOPLAT	58	232	370	616	907	1,290	1,607
折旧与摊销	101	127	80	89	98	108	117
流动资金增量	-73	-268	926	-659	196	-794	484
资本支出	-212	-330	-57	-16	63	167	254
自由现金流	-126	-239	1,319	31	1,264	771	2,462
经营现金流	116	60	1,449	54	1,207	605	2,205
投资现金流	-229	-206	-54	-13	66	170	257
融资现金流	77	184	-517	379	-640	-336	-342
现金流净增加额	-36	37	877	420	634	440	2,121
财务指标							
成长性							
收入增长率	15.8%	27.1%	40.9%	50.6%	40.2%	37.6%	22.8%
EBIT 增长率	-38.2%	232.7%	42.9%	79.1%	47.1%	42.3%	24.5%
净利润增长率	-68.0%	485.2%	68.2%	68.1%	48.2%	46.1%	25.2%
利润率							
毛利率	42.4%	49.6%	46.8%	47.1%	46.8%	46.2%	45.4%
EBIT 率	4.1%	10.8%	11.0%	13.0%	13.7%	14.1%	14.3%
净利润率	2.2%	10.2%	12.2%	13.6%	14.4%	15.3%	15.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	2.2%	11.1%	18.0%	26.1%	30.7%	33.3%	31.0%
总资产收益率(ROA)	1.2%	5.5%	8.3%	10.1%	12.4%	13.9%	14.1%
投入资本回报率(ROIC)	2.5%	8.4%	23.0%	26.2%	40.5%	41.5%	59.8%
运营能力							
存货周转天数	138	163	120	95	95	95	95
应收账款周转天数	187	179	130	105	105	105	105
总资产周转天数	661	607	509	423	386	354	364
净利润现金含量	2.68	0.24	3.40	0.08	1.14	0.39	1.14
资本支出/收入	11%	13%	2%	0%	-1%	-2%	-2%
偿债能力							
资产负债率	44.9%	50.3%	53.8%	61.2%	59.6%	58.2%	54.4%
净负债率	20.1%	25.0%	-27.3%	-9.7%	-31.7%	-30.7%	-55.1%
估值比率							
PE	430.5	73.6	43.7	26.0	17.6	12.0	9.6
PB	3.7	7.2	7.0	6.0	4.8	3.6	2.7
EV/EBITDA	43.6	43.5	34.4	21.1	14.0	9.8	6.9
P/S	3.9	6.7	4.7	3.2	2.2	1.6	1.3
股息率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
股票投资评级		
行业投资评级		

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		