

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年12月5日
市场数据

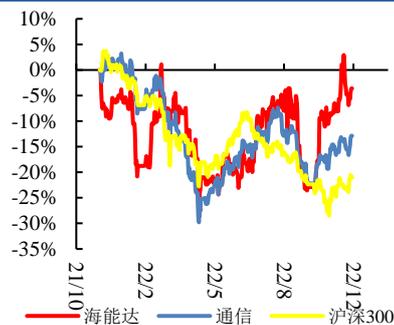
目前股价	5.60
总市值（亿元）	101.70
流通市值（亿元）	68.73
总股本（万股）	181,608
流通股本（万股）	122,724
12个月最高/最低	6.13/4.06

分析师

分析师：侯宾 S1070522080001

☎ 010-88366060

✉ houbin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

深耕专网领域稳居龙头地位，公专融合打开成长空间公司业绩可期

——海能达（002583）公司深度报告
盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6109	5719	5599	6285	7264
(+/-%)	-22.1%	-6.4%	-2.1%	12.2%	15.6%
归母净利润（百万元）	95	-662	336	442	535
(+/-%)	17.9%	-794.4%	150.7%	31.8%	20.9%
摊薄 EPS（元/股）	0.05	-0.36	0.18	0.24	0.29
PE	110	-15	30	23	19

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 专网基本盘业务+新业务双轮驱动，看好业绩稳健增长：**公司深耕窄带专网基本盘业务，其 H 系列对讲机等新一代产品获得市场高度认可；同时公司加强渠道合作与数字化营销，着力打造全球化经营体系；公司积极布局成长型业务，加快公专融合、宽带通信、指挥调度等新业务发展，打造第二增长曲线，业绩增长可期。
- “拼增长、抓效益”效果显著，2022 年业务指标逐步改善：**得益于公司推进精细化管理，费用控制持续优化，加之海外业务拓展顺利，2022 年前三季度公司实现归母净利润 3.53 亿，同比增长 409.68%，其中单三季度实现扣非后归母净利润 3.42 亿元，同比实现大幅增长。资产负债率稳步下降至 47%，费控效果显著，经营质量大幅改善。
- 持续领跑专网市场，公专融合进一步打开成长空间：**海能达是全球领先的专网龙头企业，产品类型丰富，全面掌握 PDT、DMR、TETRA 三大主流专网无线通信技术标准，其中 PDT 市场份额过半，持续引领中国 PDT 自主标准产业发展，DMR/TETRA 技术也处于行业领先水平，因此，基于产品和技术优势，我们看好海能达在专网领域持续领先；基于窄带业务的领先优势，海能达进一步前瞻布局公专融合领域，随着行业用户对于多媒体传输、智能化应用以及大数据分析等需求增长，进一步推动窄带和宽带在业务、平台、网络以及终端的多层协同，公专融合也将进一步打开成长空间。
- 投资建议：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 3.36/4.42/5.35 亿元，当前股价对应 PE 分别为 30/23/19 倍，鉴于公司所处专用通信行业的发展，未来业绩有望实现高速增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**海外诉讼风险、市场发展不及预期风险、专用通信行业竞争加剧风险、汇率波动风险。

目录

1. 海能达：深耕专网领域，龙头地位尽显	4
1.1 深耕专业无线通信领域，三十载攀登迎来新发展周期	4
1.2 专网+新业务双轮驱动，看好业绩稳健增长	5
1.3 财务指标逐步改善，业绩拐点已现	7
1.4 诉讼事宜逐步推进，业务影响管控良好	8
1.5 股权结构集中，股权激励计划稳步推进	9
2. 专网需求稳增，公专融合打开成长空间	10
2.1 海能达作为专网龙头，产品、技术持续领先	10
2.1.1 应用场景+政策支持双轮驱动，专网市场空间持续增长	10
2.1.2 海能达深耕专网通信，拥有丰富产品矩阵和领先的核心技术	12
2.2 海能达前瞻布局公专融合，进一步打开成长空间	13
2.2.1. 公专融合是专用通信宽带化演进的方向	13
2.2.2. 公专融合契合多行业需求，市场空间值得期待	14
2.2.3. 海能达深耕公专融合，产品全面、项目经验丰富	15
2.3 指挥调度市场高速增长，公司有望享受行业增长红利	17
2.4 专网频谱正式落地，5G 工业互联网业务加速增长	19
3. 盈利预测	20
3.1 关键假设	20
3.2 盈利预测	20
3.3 投资建议	21
4. 风险提示	21
附：盈利预测表	22

图表目录

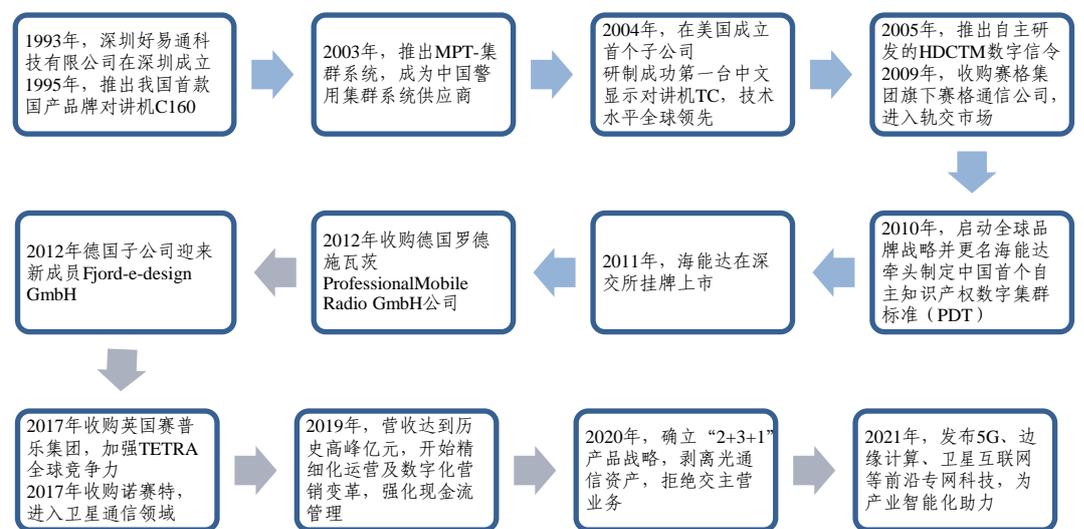
图 1:	公司发展历程	4
图 2:	公司业务驻点分布图	6
图 3:	2017-2022 年前三季度营收及增速 (亿元, %)	7
图 4:	2017-2022 年前三季度归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图 5:	海能达 2017-2022 年前三季度资产负债率 (%)	7
图 6:	海能达 2017-2022 年前三季度利息支出 (亿元)	7
图 7:	海能达 2017-2022 年前三季度研发费用 (亿元, %)	8
图 8:	海能达 2017-2021 人均创收与人均创利 (万元)	8
图 9:	公司股权结构图	9
图 10:	全球专网通信市场规模 (亿元, %)	10
图 11:	全球专网通信市场结构 (%)	10
图 12:	中国专网通信市场规模 (亿元, %)	11
图 13:	中国专网通信市场结构 (%)	11
图 14:	海能达 PDT 全国建设统计	13
图 15:	海能达 DMR/TETRA 产品组合	13
图 16:	海能达公专融合示意图	14
图 17:	海能达公专融合架构与关键技术	15
图 18:	专网解决方案向公专融合解决方案升级	16
图 19:	海能达公专融合应用行业	17
图 20:	海能达为印尼 G20 峰会提供公网专用通信平台和终端	17
图 21:	2014-2023 年我国指挥调度市场规模 (亿元)	18
图 22:	2021 年我国指挥调度市场结构 (%)	18
图 23:	可视化指挥调度系统	18
图 24:	DS-7000 一体化调度台	18
图 25:	海能达 5G 制造解决方案: 工业互联网灯塔工厂	20
表 1:	公司主要海外并购情况	5
表 2:	公司“2+3+1”产品矩阵	5
表 3:	公司宽领域通信产品	6
表 4:	公司诉讼历史进展	9
表 5:	公司股权激励情况	10
表 6:	2019-2022 年中国专网建设支持政策	12
表 7:	公网与专网对比	13
表 8:	公专融合在不同行业的应用	15
表 9:	公专融合在不同环节的探索和布局	16
表 10:	公司业务拆分	21

1. 海能达：深耕专网领域，龙头地位尽显

公司是我国专用通信领域的领军企业和全球专用通信领域的技术领先企业。聚焦于公共安全、政务应急、大交通、能源、工商业等行业。公司拥有多项达到业界领先水平的核心技术及自主知识产权，自成立以来先后被评为“国家规划布局内重点软件企业”、“广东省知识产权示范企业”、“深圳市工程实验室”。当前，公司继续围绕“2+3+1”业务战略，布局成长型和探索类业务，致力于成为全球值得信赖的专用通信及解决方案提供商。

1.1 深耕专业无线通信领域，三十载攀登迎来新发展周期

图 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究院整理

第一阶段：初创时期（1993-2011年）重点服务无线对讲机领域，夯实发展根基。公司前身为深圳好易通，自1993年成立以来，深耕专业无线通讯终端和系统工程的研发、制造和销售，主营产品年产值近4亿元人民币，成为全球专业无线对讲机市场主要供应商和国内最大的无线对讲机供应商。2010年3月，海能达通信股份有限公司成立，2011年，公司在深交所中小板挂牌上市。

第二阶段：快速成长时期（2013-2017年）产线接续扩充，并购浪潮迭起，奠定领先地位。2013年，公司提出“精工智坊”概念，完成首条座充全自动化生产线的交付运营。2015年，公司提出智能制造升级，并与西门子、IBM强强联手打造十余条智能生产样板线，行业影响力逐步提升。此外，公司（前身）曾于2009年收购赛格通信，又于2011年收购GmbH，于2017年先后收购赛普乐、诺赛特，通过优势互补实现公司专网完整产品线的全面发力。

表 1: 公司主要海外并购情况

年份	技术攻关、产品研发与供应商认证情况
2009 年	收购赛格集团旗下的赛格通信公司，进入轨交市场。“HYT”被认定为中国驰名商标
2011 年	收购德国罗德斯瓦茨旗下 Rohde&Schwarz Professional Mobile Radiio GmbH
2017 年	收购赛普乐，扩充 TETRA 系统+终端等领先技术
	收购诺赛特，扩充卫星通信技术

资料来源：公司公告，长城证券研究院

第三阶段：变革发展期（2018-至今）行稳致远，步步为“盈”。公司在多年实践中积累了丰富的丰富专网领域经验和客户资源。2018 年起，公司深化管理变革，通过 ERP 重构项目、HRMS 项目着力打造符合企业发展阶段的全面内部管控体系，并不断进行迭代创新；同时，公司积极布局 5G 专网领域，持续领跑专网通信数字化。经营管理的“双管齐下”，有效提升了公司经营质量和治理水平，有助于公司行稳致远，打开新的成长空间。

1.2 专网+新业务双轮驱动，看好业绩稳健增长

深耕窄带专网基本盘业务，产品矩阵丰富，夯实领先地位。公司持续深耕窄带领域，拥有从底层协议、系统网络到统一平台、智能终端，再到一站式落地交付的全产业链布局。公司产品线丰富，可为客户提供多种定制化通信产品和系统解决方案，应用场景广泛；同时，公司不断开发新一代商业终端，配合相关行业最新规划及国际行业标准的制定，夯实行业领先地位。

表 2: 公司“2+3+1”产品矩阵

	产品线	产品
2	PDT/DMR 数字对讲机与集群系统	专业 PDT 数字对讲机、商业 DMR 数字对讲机
		专业 PDT 数字车载台、商业 DMR 数字车载台
	TETRA 数字对讲机与集群系统	PDT 数字中转台、PDT 数字同播系统
		TETRA 数字对讲机、TETRA 数字车载台
3	公专融合	TETRA 网管系统、TETRA 核心网、TETRA 网关
	4G/5G 宽带产品和解决方案	卫星终端、执法记录仪、多模智能对讲机
	指挥调度智能集成	网管产品、BBU 产品、RU 产品
1	全融合现场综合应用方案	公共安全指挥调度、轨道交通指挥调度、融合通信平台指挥调度
		PUC 智慧云统一通信平台

资料来源：公司官网，长城证券研究院整理

H 系列产品替代进行时，赋能终端产品线业绩增长。公司推出的 H 系列对讲机、中继台等新一代数字集群产品和新型号商业终端获得市场高度认可，已基本全面替代老产品，包括 HP 手台系列（HP780）、HR 中转台系列、防爆系列、车台系列。该系列产品能够提供多种组网方案，满足更多行业的场景需求，为终端产品线带来业绩增长。

加强渠道合作，拓展专网新市场，业绩增速可期。为建成全球化经营体系并拓展专网新市场，公司曾开展多次海外并购，通过与西班牙 Teltronic 的业务协同顺利拓展当地市场，并购子公司英国赛普乐和德国 HMF 也为集团贡献较多利润。此外，公司在海外大力发展渠道业务，拓展重点地区的行业伙伴，在中东、欧洲、美洲等多个国家和地区开展合作伙伴峰会，发布全球渠道伙伴招募计划，储备了丰富的项目资源池，业绩增速可期。

图 2: 公司业务驻点分布图



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

布局成长型业务，打造第二增长曲线。公司继续围绕“2+3+1”业务战略，不断推动成长型业务，打造全融合通信解决方案能力。

在公专融合领域，公司积极推动行业标准制定和技术方案完善，面向海外发布《公专融合白皮书》，白皮书中提到：“对关键通信行业用户来说，以 3GPP LTE/5G 为代表的宽带不是替换窄带，而是趋向与窄带融合，即利用宽带在窄带语音的基础上增强关键通信，拓展关键数据和关键视频业务。完善 POC、MCS、多模终端等产品解决方案，与全球行业客户及 20 余家运营商合作搭建 300 余个公专融合平台，形成百余个行业应用案例，持续推动专网与公网在业务、平台、网络、终端多层面融合。2021 年，公专融合业务同比增长近 1 倍。

在 4G/5G 宽带通信领域，公司 4G 板卡助力多个合作伙伴中标运营商集采项目，成为国内开放架构双模基站的主流方案，并在海外运营商市场首次实现规模商用；基于 5G 技术的新一代 340M 视频图传项目在公共安全领域成功商用，在矿业、冶金、工业等领域打造 5G 行业应用的标杆项目。

表 3: 公司宽带领域通信产品

市场/客户	产品
4G 市场	向电信运营商提供基于开放架构的 4G 基带板卡及配套软件
国内 5G 市场	将工业互联网作为重点，推出面向 5G 垂直行业的端到端解决方案
海外 5G 市场	将 O-RAN 4G/5G 基站作为核心产品，在优势区域市场为部分电信运营商提供宽带解决方案

资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

在指挥调度领域，公司聚焦优势区域，重点打造依托人工智能、大数据分析的综合指挥调度集成项目，为客户提供集融合通信、智慧接处警、可视化指挥、大数据分析等业务功能一体的全新一代指挥中心综合解决方案。

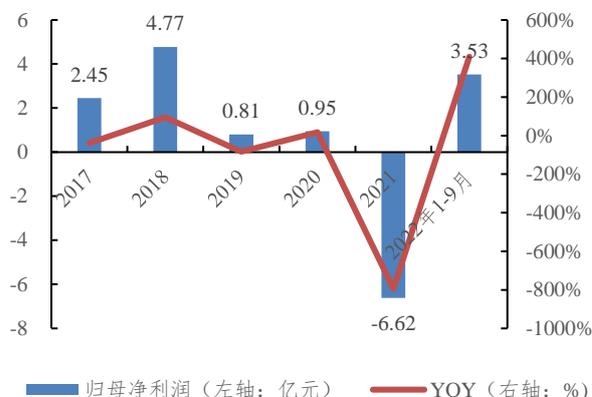
1.3 财务指标逐步改善，业绩拐点已现

图 3: 2017-2022 年前三季度营收及增速 (亿元, %)



资料来源: iFinD、长城证券研究院

图 4: 2017-2022 年前三季度归母净利润及增速 (亿元, %)



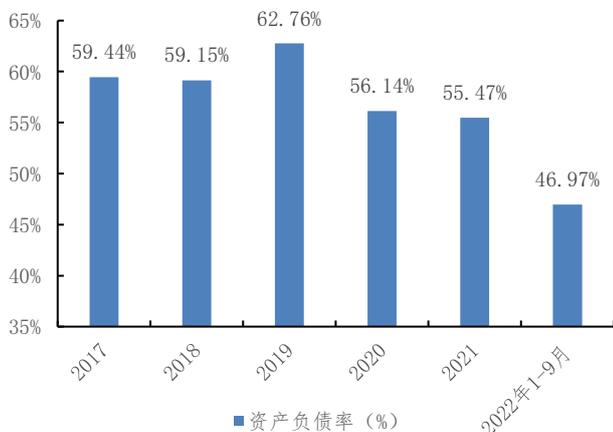
资料来源: iFinD、长城证券研究院

2022 年前三季度营业收入和归母净利润实现扭亏为盈。自 2020 年以来,受海外疫情反复以及诉讼等影响,公司在部分国家及地区市场营销活动略有放缓,公司业绩承压。但是 2022 年以来公司业绩逐步改善,2022 年前三季度公司实现营收 37.1 亿元,同比增长 3.95%;实现归母净利润 3.53 亿元,同比增长 409.68%,扣非后归母净利润为 0.23 亿元,同比增长 113.58%,其中第三季度实现扣非后归母净利润 3.42 亿元,同比增长 4014.19%。

我们分析,业绩的稳步改善主要得益于公司“拼增长、抓效益”总体方略实施效果显著,一方面,公司积极拓展海外渠道,新一代数字集群产品的上市推广助力窄带业务实现稳定增长;另一方面,公司持续推进精细化管理,费用方面整体稳重有降,其中销售费用率下降 4pct,管理费用率下降 11pct,费用控制得到优化,此外,汇兑损益也为前三季度贡献近 4000 万营收。

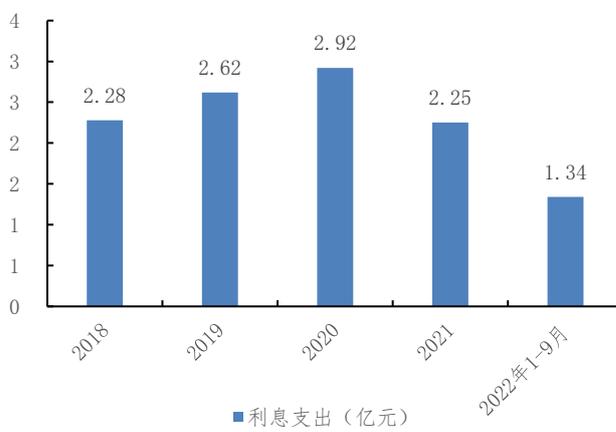
我们认为,公司作为专网行业的龙头,窄带业务持续向好,新业务营收及利润贡献逐步体现,加之公司进一步开拓渠道和市场,推动成长型业务和探索类业务布局,持续看好业绩稳健增长。

图 5: 海能达 2017-2022 年前三季度资产负债率 (%)



资料来源: iFinD、长城证券研究院

图 6: 海能达 2017-2022 年前三季度利息支出 (亿元)



资料来源: iFinD、长城证券研究院

资产负债率下降，利息支出减少。从负债情况来看，得益于财务费用优化管理，公司近两年资产负债率和利息支出下降趋势明显，其中2022年Q3有息负债较年初减少11亿元，资产负债率从55%降至47%，较2019年最高峰时下降15pct，有息负债的减少和融资成本的下降带来三季度利息支出同比减少约2600万元。

图 7: 海能达 2017-2022 年前三季度研发费用 (亿元, %)



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

图 8: 海能达 2017-2021 人均创收与人均创利 (万元)



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

专注技术研发，研发费用率稳步提升，铸就一流科研能力。公司重视技术研发，以稳中有进的研发支出铸就强大创新能力，在全球建有深圳、哈尔滨、南京、东莞松山湖、德国巴特明德、西班牙萨拉戈萨、加拿大温哥华及多伦多研发中心，研发人员比例超过40%；截至2022年上半年，公司累计申请专利3067项，其中PCT530项，已获授权专利1435项，并拥有多项达到业界领先水平的核心技术及自主知识产权。

人均创收有所改善，经营质量和治理水平稳步提升，助力公司行稳致远。公司人员结构持续优化，确保了主营业务和组织架构稳定的同时，人均创收得到了较为显著的提升。2020年来，受疫情影响公司业绩短期承压，人均创收和人均创利虽有所下降，但优化的治理体系为公司后续的增长和盈利奠定良好基础。

1.4 诉讼事宜逐步推进，业务影响管控良好

诉讼取得有利进展，利好公司基本面。2017-2018年，摩托罗拉及摩托罗拉马来西亚公司曾向美国伊利诺伊州法院提起对公司及美国公司、美西公司商业秘密侵权以及版权侵权的诉讼请求，法院判决海能达应支付52.71亿元赔偿款。2020-2021年，诉讼接连斩获有利进展，一是判赔金额有所调减，二是驳回摩托罗拉追加赔偿的动议；这有助于减少公司法务费用，并降低对公司业绩的影响。

表 4: 公司诉讼历史进展

时间	内容
2017.3.15	摩托罗拉及摩托罗拉马来西亚公司起诉公司即美国公司、美西公司商业秘密侵权
2018.8.2	摩托罗拉向伊利诺伊州法院提出增加版权侵权的诉讼请求
2019.9	案件证据开示全部结束
2020.2.14	陪审团作出裁决,公司应向摩托罗拉支付损害赔偿 34576.12 万美元及惩罚性赔偿 41880 万美元,合计 76456.12 万美元(约合人民币 52.71 亿元)
2020.3.5	一审支持陪审团服从裁决结果
2020.12.8	驳回摩托罗拉申请办法全球永久禁令以禁止公司在全球范围内销售涉诉产品的动议但同意适用合理的特许权使用费,具体金额有待协商,协商不成则有法院建议
2021.1.11	商秘部分损失赔偿金调减至 0.736 亿美元,惩罚性赔偿金额调减至 1.472 亿美元整体金额调减至 5.43 亿美元,减少 2.22 亿美元
2022.7.8	公司不认可一审判决金额并继续提出上诉
2022.11.2	公司对美国摩托罗拉专利侵权案、垄断和不正当竞争提起诉讼,在中国对摩托罗拉专利无效、专利侵权、滥用市场支配地位、专利合同纠纷提起诉讼

资料来源:公司公告,长城证券研究院整理

根据路透社报道,CMA 于 10 月 14 日表示,经过调研,摩托罗拉紧急移动无线通信服务解决方案在英国形成垄断,因此每年可以获得 1.6 亿英镑的超额利润,当前摩托罗拉拒绝 CMA 的调查结果。海能达与摩托罗拉的诉讼仍在二审中,同时公司也已经对于美国摩托罗拉专利侵权案、垄断和不正当竞争等积极提起反诉,以上诉讼均在进行中。

积极实施营销变革,海外业务向好发展。后疫情时代下海外地区商务活动逐步恢复,市场有回暖趋势,因此公司在策略、产品等各方面均做出积极改变。首先销售策略端,公司顺势而为积极实施营销变革,加大行业渠道和经销商的拓展力度,从大项目主导向渠道发力,发展更多海外合作伙伴。其次产品端,目前 H 系列产品顺利推广,公司以欧美渠道业务为突破口,2022 年前三季度海外收入实现小幅增长并向好发展。

我们认为,专利诉讼事件对公司业务影响有限。公司目前 H 系列新产品均为自主研发,逐步完成对于老产品的替代。因此,我们认为,当前时点,诉讼对于海能达在经营业务等方面的影响有限,随着公司产品更新、渠道资源拓展,将稳步带动公司业绩稳步向上。

1.5 股权结构集中,股权激励计划稳步推进

图 9: 公司股权结构图



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

公司股权结构集中，创始人深入参与公司经营。陈清州先生是公司创始人之一，自1993年在深圳好易通科技有限公司工作，时任董事长兼总经理。陈先生现任公司董事长，直接持有公司39.25%的股份，为公司最大控股股东，是公司的实际控制人。翁丽敏女士是陈先生之妻，直接持有公司0.97%的股份，二人互为一致行动人，合计控股比例超过40%。

表 5: 公司股权激励情况

公告日期	激励标的物	激励总数	股本比例	激励对象
2021.1.12	期权	2400.00	1.30%	共计 568 人，其中①公司董事、高管 5 人，②中层管理人员及核心技术骨干 563 人
2018.08.23	股票	3630.46	2.00%	共计 1000 人，其中公司董事、高管 6 人；②中层管理人员及核心技术骨干 994 人
2013.09.06	期权	633.70	2.28%	未披露

资料来源：公司公告、长城证券研究院整理

股权激励计划有序推行，企业上下凝心聚力。自上市以来，公司进行三次股权激励，共计发放 6664.16 万股股票激励，主要面向中层管理人员和核心技术骨干，有效建构长期利益机制，充分保障了核心团队和骨干员工的稳定性和调动其积极性。

2. 专网需求稳增，公专融合打开成长空间

2.1 海能达作为专网龙头，产品、技术持续领先

2.1.1 应用场景+政策支持双轮驱动，专网市场空间持续增长

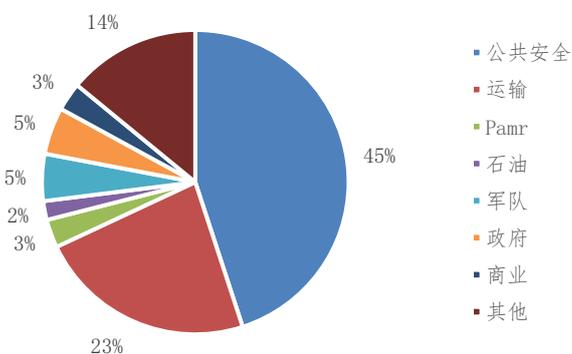
专网通信是指为政府与公共安全、公用事业和工商业等提供应急通信、指挥调度和日常工作通讯的通信服务，在应用中突出专用性和个性化服务。专网通信始于 50 年代初，最初主要应用是常规对讲机，逐步发展为无线集群通信系统，经过了模拟集群通信阶段，逐步向数字集群通信系统升级。当前，全球专网通信正逐步进入智慧专网时代。

图 10: 全球专网通信市场规模（亿元，%）



资料来源：共研产业研究院、长城证券研究院

图 11: 全球专网通信市场结构（%）



资料来源：共研产业研究院、长城证券研究院

应用领域广泛，全球专网市场空间增长趋势明朗。整体来看，全球专网通信市场规模保持稳健增长，据共研产业研究院预测，2022 年全球专网通信市场规模有望达到 250 亿美元。分市场看，公共安全是专网通信最大的细分市场，占比 45%；运输是第二大细分市场

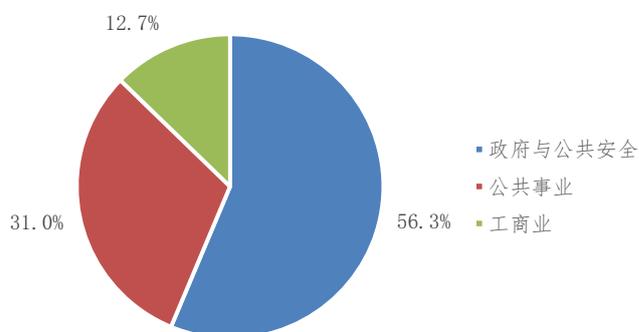
场，占比 23%。此外，专网通信还可应用于集群调度移动通信（Pamr）、石油、军队等领域。

图 12: 中国专网通信市场规模 (亿元, %)



资料来源: 共研产业研究院, 长城证券研究院

图 13: 中国专网通信市场结构 (%)



资料来源: 智研咨询, 长城证券研究院

我国专网通信产品主要应用于政府与公共安全、公用事业和工商业三大领域，分别占比 **56.3%/31%/12.7%**。其中，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建筑施工、制造业、物流、物业保安等行业。

表 6: 2019-2022 年中国专网建设支持政策

时间	部门	政策	相关内容
2019 年 11 月	工信部	《关于印发“5G+工业互联网”512 工程推进方案的通知》	到 2022 年,突破一批面向工业互联网特定需求的 5G 关键技术; 打造 5 个产业公共服务平台; 加快垂直领域“5G+互联网”的先导应用, 内网建设改造覆盖 10 个重点行业
2020 年 3 月	工信部	《关于推动工业互联网加快发展的通知》	改造升级工业互联网内外网络, 打造 20 个企业工业互联网外网优秀服务案例。鼓励工业企业升级改造互联网内网, 打造 10 个标杆网络
	发改委&工信部	《关于组织实施 2020 年新型基础设施工程(宽带网络和 5G 领域)》	建设包括医院内部网络、远程医疗专网; 面向“互联网+”协同制造的 5G 虚拟企业转网建设。建设服务企业或园区的 5G 网络, 搭建基于 5G 网络的工业协同制造平台
	工信部	《关于推动 5G 加快发展的通知》	开展 5G 行业(含工业互联网)专用频率规划研究, 适时实施技术试验频率许可
2021 年 1 月	工信部	《工业互联网创新发展行动计划(2021-2023 年)》	探索 5G 专网建设及运营模式, 规划 5G 工业互联网专用频率, 开展工业 5G 专网试点
2021 年 7 月	工信部等十部门	《5G 应用“扬帆”行动计划(2021-2023 年)》	要求到 2023 年大型工业企业的 5G 应用渗透率超过 35%, 电力、采矿领域 5G 应用实现规模化复制推广, 形成一批 5G+智慧教育、5G+智慧医疗、5G 文化旅游样板项目
2021 年 11 月	工信部	《“十四五”信息通信行业发展规划》	优化产业园区、港口、厂矿等场景 5G 覆盖, 推广 5G 行业虚拟专网建设
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	明确以建成全国公安指挥通信“一张网”为目标, 深化数字集群通信网络建设, 强化应急管理领域的跨网融合及应急协同指挥平台建设。

资料来源: 智研咨询、长城证券研究院整理

国内政策支持力度显著, 进一步驱动市场高速增长。2021 年 7 月工信部等部门发布的《5G 应用“扬帆”行动计划》要求, 到 2023 年大型工业企业的 5G 应用渗透率超过 35%, 因此制造、电力等重点行业建网数量在 2022 年快速增长。政策高度聚焦的“5G+工业互联网”应用模式将实现规模化复制推广, 智慧园区、智慧医疗、智慧煤矿、智慧物流等高频细分场景在 2022 年得到率先推广。

据共研产业研究院预测, 2028 年我国专网通信市场规模将达到 597.9 亿元, 2022-2028 CAGR 为 8.52%。**我们认为,**随着国家出台多项政策大力支持专网建设, 推动专网在更多行业落地, 国内市场将迎来放量增长。

2.1.2 海能达深耕专网通信, 拥有丰富产品矩阵和领先的核心技术

海能达产品线丰富, 技术、产品打造核心竞争优势。海能达作为全球领先的专用通信及解决方案提供商, 能够同时提供 TETRA、PDT、DMR、宽带集群、公专融合、融合通信平台、应急通信、卫星通信等全系列专用通信设备, 构建了完善的从窄带到宽带、从终端产品到系统应用、从关键语音到智能应用的产品布局, 并基于多年专用通信行业的经

验积累，贴近各行业用户的使用场景，为用户提供从终端到系统，从前端感知到上层数据分析，覆盖语音、视频、数据、人工智能等的综合解决方案。

海能达持续引领中国 PDT 自主标准通信产业发展。公司拥有多种类型基站、终端和配件，可根据不同应用场景提供定制化解决方案，且产品稳定、使用广泛。截至目前，公司已累计出货 PDT 终端 92 万部，载频 2.4 万个，系统产品占全国 PDT 市场 52% 以上；为公安部交换中心承建 357 个系统中的 178 个，并主导完成全国 20 个省份的联网工作，率先推出省-省联网平台（ICC），持续引领通信产业发展。目前海能达已在全球建立 3000 多张专业无线通信网络，为 1000 多万全球行业用户提供转网解决方案，其高可靠的品质和高效的性能有利保障了“通信生命线”的畅通，确保在任何情况下都能够安全、高效的满足场景需求。

图 14: 海能达 PDT 全国建设统计



资料来源：公司官网，长城证券研究院整理

图 15: 海能达 DMR/TETRA 产品组合



资料来源：公司官网，长城证券研究院整理

我们认为，随着专网通信市场进一步放量增长，公司作为业内龙头企业，全面掌握 PDT、DMR、TETRA 三大主流专业无线通信数字技术标准，为全球个行业用户提供不同场景下端到端产品及解决方案，有望享受行业红利并快速成长。

2.2 海能达前瞻布局公专融合，进一步打开成长空间

2.2.1. 公专融合是专用通信宽带化演进的方向

公网是指由网络服务提供商建设，供公共用户使用的公共通信网络，2020 年以来，随着 5G 网络建设进入快车道，公网正以前所未有的态势飞速发展。相较于专网，公网拥有更为强大的互联互通能力，覆盖范围广泛且成本更低；但在响应速度和可靠性上表现不及专网，无法满足专网的特有需求，如关键型语音通信。

表 7: 公网与专网对比

	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（移动、联通、电信等）	政府与公共安全部门、公用事业、工商业
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、高效安全
反应速度	接通时间可容忍范围大	接通时间短，一般小于 0.3 秒
其他	一般	防水、防尘、防震、防爆等特殊需求

资料来源：智研咨询，长城证券研究院

公专融合是专用通信宽带化演进的方向，更加切合行业的个性化需求。随着信息技术的发展，除了传统语音调度外，行业用户对多媒体传输、智能化应用、大数据分析等需求正快速增长，同时也希望拥有更可靠、更安全、更高速率的网络环境。但是不同行业的诉求与痛点各不相同，因此单纯的公网能快速传输，却无法**满足个性化的需求，而专网的安全、可靠、高隔离性、灵活以及定制化的能力能更好的满足行业客户的需求，于是，新的宽带技术与窄带技术融合共存、协同发展，并逐渐形成了公专融合的产业发展趋势。**公专融合依托公网管道资源的优势，并与窄带数字专网相结合，通过系统软件平台搭建相对私域的网络环境，配合智能化的终端和应用，形成一套业务、平台、网络、终端多层整体协同的解决方案。

头龙玩家相继布局，引领业界共识：摩托罗拉和海能达作为专网行业龙头相继布局公专融合，摩托将 LTE 与 P25 相融合，推出了 ADX NEXT 系列产品，成为其 LMR 业务增长的重要推动力，截至上半年拿下了 1.9 亿美元的订单，Q3 P25 系统及 ADX NEXT 设备再次拿下 1.65 亿美元订单；海能达在 2021 年也发布了其自己制作的《公专融合白皮书》，给出了明确了公专融合的定义及发展方向，其公专融合板块的业务增长也在 2021 年实现了翻倍，并且仍在保持快速的增长趋势。

2.2.2. 公专融合契合多行业需求，市场空间值得期待

公专融合市场空间或将是专网空间的 10 倍以上。公专融合不仅仅是简单的互联互通，而是专网与公网在业务、平台、网络、终端的多层协同，并应用于公共安全、应急、铁路、机场、城关等行业。这一深度融合进程不仅可助力基础设施升级、拓展用户业务与实战能力，还可通过产品创新实现独特价值，根据海能达官方公众号信息显示，**全球专网市场规模约为 100 亿至 200 亿美元，但公专融合市场的机会将扩大 10 倍以上。**

图 16: 海能达公专融合示意图



资料来源：公司公告，长城证券研究院

公网专网深度融合成为下一代专网通信新未来。窄带数字专网凭借其优越的关键语音、调度功能，多年以来在保障城市安全稳定、行业有序运转中发挥了关键作用，而随着关键通信行业用户需求的多样化，和 5G、AI 人工智能、物联网、大数据等新兴技术的持续

演进，智能化、融合化逐渐成为专网向宽带化演进的主流模式，公专融合应时而生，目前公专融合在公安、应急消防、机场、铁路等多个行业均开始逐步应用。

表 8: 公专融合在不同行业的应用

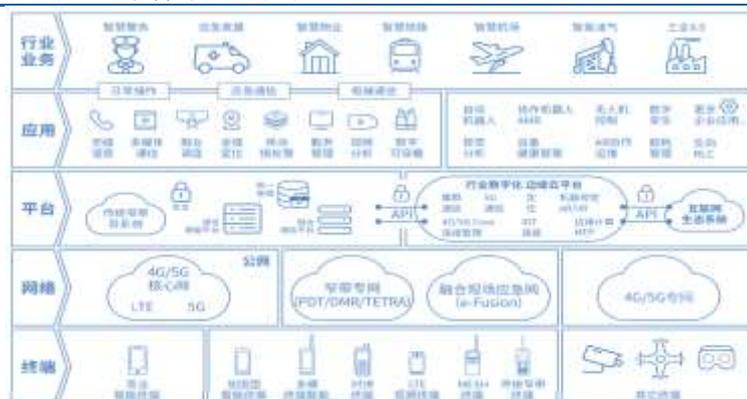
	专网通信	公专融合通信
公安行业	专网 PDT 终端定位上图率低、可视化调度不完善、郊区与室内覆盖不足等，需要平衡通信基础设施与业务发展	在 PDT 的基础上增加关键视频、关键数据、全域定位、智能化应用、移动警务应用等
应急消防	专网、公网终端设备标准不统一、可靠性不足	一警一号保证多模终端的号码呈现直观、统一；多组守候功能实现一部终端可同时参与多个组业务，端到端加密，确保业务沟通安全保密
机场行业	存在数据孤岛，资源调度、指挥以及可视化管理难度大，难以实现全场景统一调度	多模终端集成，窄带与公网同时接入，集成机场作业 App，实现关键通信、航班管理等流程操作，多机场、航空公司(集团)不同岗位的人员跨域实时沟通，让调度更精准
铁路行业	铁路通信主要包括关键类、运营类和公众服务类，运营及公众类信息数据量大，专网难以承载	关键安全业务专网承载，运营商网络和卫星网络作为补充。非关键通信包括旅客信息、视频传输、货物跟踪、列车传感监控、常规对讲等运营通信和公众服务业务，依托公网（包括 5G 网络）的广覆盖和大带宽来承载
物业行业	会建设独立专网实现语音无线通信，网络投资成本和通话体验效果会随用户数量以及周边环境不同而有所差异，对于视频和图像传输的需求增加	打通专网终端与公网终端间的语音、数据通道。平台支持多种形态终端，包括窄带终端、公网对讲机、工作记录仪等，实现语音对讲、视频、图像传输等业务。

资料来源：海能达《公专融合白皮书》，长城证券研究院整理

2.2.3. 海能达深耕公专融合，产品全面、项目经验丰富

海能达针对中国市场提出增强的技术方案 P-PoC(Private/Professional-PoC)，为任务关键型和业务关键型用户提供符合实战要求的公专融合解决方案：1.依托 4G/5G 公网扩展窄带网络覆盖，拓展全域定位、宽带数据和视频业务应用；2.宽带语音业务与窄带等同的功能、操作方式、用户无感知的切换和无缝链接；3.加固型多模融合终端满足用户携带减负要求；4.确保因 4G/5G 公网盲区、拥塞、故障或者被关闭时仍有保底的语音通信。

图 17: 海能达公专融合架构与关键技术



资料来源：海能达《公专融合白皮书》，长城证券研究院

海能达通过创新技术帮助用户分层实现融合：海能达通过应用融合、平台融合、网络融合和终端融合，提供端到端的安全解决方案，帮助行业用户在多种通信网络上建立统一的网络管理、呼叫控制和调度管理，在统一平台上、多形态终端实现语音对讲、数据传输、多样化智能应用，让行业用户聚焦业务应用。

表 9：公专融合在不同环节的探索和布局

各环节需求		海能达当前布局
平台层	兼容各类通信平台和异构系统	致力于打造融合通信中台，包括各类公网专用软件、多模同号、全域定位的深入融合能力，涵盖异构系统（视频会议、视频监控以及实战化平台等）的互通互联能力，并且继承专网用户的高频次使用的临时调度、定位等功能。
网络层	公网和专网要实现互联互通乃至无缝感知	发挥各网络优势，高带宽、低时延、高安全、低成本、易维护特性；兼容现有网络，平滑升级
终端层	要根据用户需求提供相应类型的终端	2017 年推出第一代多模终端，不断推动多模终端的系列化，也打造一系列纯公网终端和执法记录仪等设备，满足不同用户的需求
应用层	适应大量新的业务应用的开发和使用	打造了丰富的行业应用，如终端管控、应用管控、全域定位、指挥调度、录音录像、情指一体化等等

资料来源：公司官网，长城证券研究院整理

图 18：专网解决方案向公专融合解决方案升级



资料来源：印尼外媒，C114，长城证券研究院

海能达项目经验丰富，为多次重大会议提供保障。当前海能达公专融合解决方案已经在物业、能源、运营商、公安、泛执法、消防应急、交通等多个领域逐步开展应用。近日海能达在互动平台表示，公司公专融合产品为本次印尼 G20 峰会提供保障，也是公司的公专融合产品首次执行全球如此高规格、大容量的安保任务，未来将继续在各世界级峰会、赛事应用及亮相。

图 19: 海能达公专融合应用行业



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

图 20: 海能达为印尼 G20 峰会提供公网专用通信平台和终端



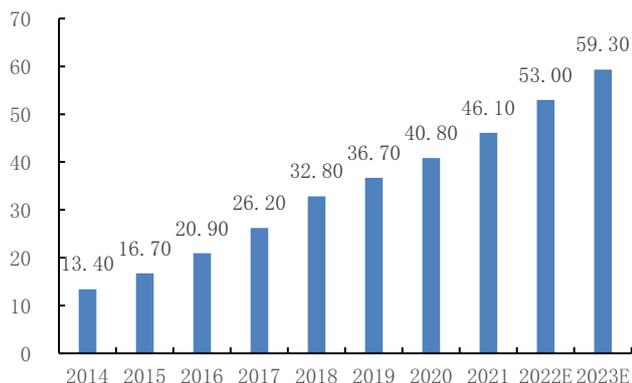
资料来源: 印尼外媒, C114, 长城证券研究院

新基建迎来高速发展期, 公司业务落地成果突出。2022 年初印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》明确指出, 将 5G、物联网、大数据、AI 等技术与交通运输深度融合纳入主要发展目标, 城市轨道交通运营里程五年内将从 6600 公里提升至 10000 公里。近日召开的中央财经委员会第十一次会议也提到要建设便捷高效的城际铁路网, 发展市域(郊)铁路和城市轨道交通。公司已陆续为国内深圳、长沙、厦门、合肥、西安、南宁、贵阳等多个城市的 20 多条地铁线路, 以及亚洲、欧洲、北美和拉美多个国家的轨道交通客户提供专用无线通信解决方案, 公司轨交业务落地成果突出。

2.3 指挥调度市场高速增长, 公司有望享受行业增长红利

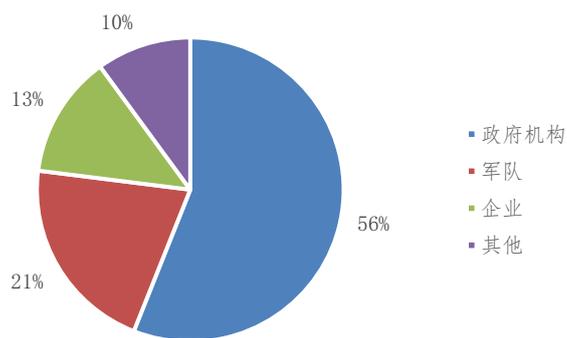
综合调度系统是以辅助决策、实时音视频呼叫、信息采集、指挥调度等功能为基础, 处理突发事件时进行信息共享、信息调度、信息保障的综合性平台。调度系统具备地理信息系统(GIS)、全球卫星定位、数字智能调度、即时通讯、视频监控等技术手段, 同时将设备、人员、程序和通讯联合为一个整体, 来实现多方面调度、信息资源处理、智能决策等。

图 21: 2014-2023 年我国指挥调度市场规模 (亿元)



资料来源: CSDN, 长城证券研究院

图 22: 2021 年我国指挥调度市场结构 (%)



资料来源: CSDN, 长城证券研究院

近年来我国指挥调度市场规模保持高速增长。2014 年至 2022 年, 指挥调度行业市场规模从 13.4 亿元增至 53.0 亿元, 期间 CAGR 达到 18%。行业规模增长迅速的主要原因, 一是下游客户需求快速增长, 下游终端采购量加大促使行业规模增长迅速; 二是我国政府曾要求至 2020 年底指挥调度建成率达到 100%, 高危行业、大中型企业的指挥调度建成率达到 80% 以上。随着下游客户对指挥调度重视程度的不断增加, 中国指挥调度市场规模持续增长, 预计 2023 年市场规模将达到 59.3 亿元人民币。

指挥调度系统产业链上游行业发展成熟, 议价能力较弱。调度系统产业链上游参与者以设备供应商、电子元件供应商以及零配件供应商为主。上游基础硬件提供商在综合了解调度行业特性的基础上进行需求分析、方案设计、软件研发、安装整合, 最终形成下游行业用户所需的完整解决方案。由于上游行业均属于电子制造行业, 行业发展较为成熟、供应厂商众多, 导致市场竞争激烈且供货稳定, 因此上游行业议价能力较弱, 同时, 上游行业专注于单一领域产品的生产和销售, 难以绕过中游调度行业直接向下游用户提供解决方案。

我国指挥调度市场下游行业议价能力强, 政府机构占全部客户半数以上。指挥调度产业链下游参与者为各类终端客户, 包括各级政府相关部门以及人防民防、公安消防、安全生产、石油化工、铁路运输、民政救灾、石油化工、环保安监等众多领域的行业客户。其中, 政府机构约占 56%、军队占 21%、企业占比约 13%、其他机构占 10%。由于指挥调度价格昂贵, 设备复杂、更新缓慢, 因此下游机构采购周期较长, 短期内不会轻易更改。指挥调度企业众多, 下游客户可选择范围更广并具有较强的议价能力。

图 23: 可视化指挥调度系统



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

图 24: DS-7000 一体化调度台



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

掌握全新一代融合指挥中心综合解决方案，满足多行业多场景需求。公司基于多年的行业经验和技術积累，为客户提供集智能指挥、视频可视化指挥、移动指挥、大数据分析、智能接处警等业务功能于一体的全新一代融合指挥中心综合解决方案，充分满足公共安全、政务应急、轨道交通、城市管理等行业多种场景下的合成指挥调度需求，提高用户决策和处置效率。

海能达指挥调度业务领域接连取得重大突破，业绩增长可期。2021年以来，公司先后中标阿拉贡省应急通信网络项目、南山区政府管理服务指挥中心项目、巴西 BAHIA 州公共安全部门 2.52 亿元专用通信及指挥调度平台服务项目，与巴西马托格罗索州、巴伊亚州分别签下公共安全大项目订单，指挥调度业务取得重大突破。

我们认为，随着全球各国对公共安全重视程度及要求的不断提高，指挥调度业务在专用通信整体解决方案中的重要性逐渐凸显，公司进一步将指挥调度智能集成等新业务作为重点发力方向，有望享受行业增长红利，业绩增长可期。

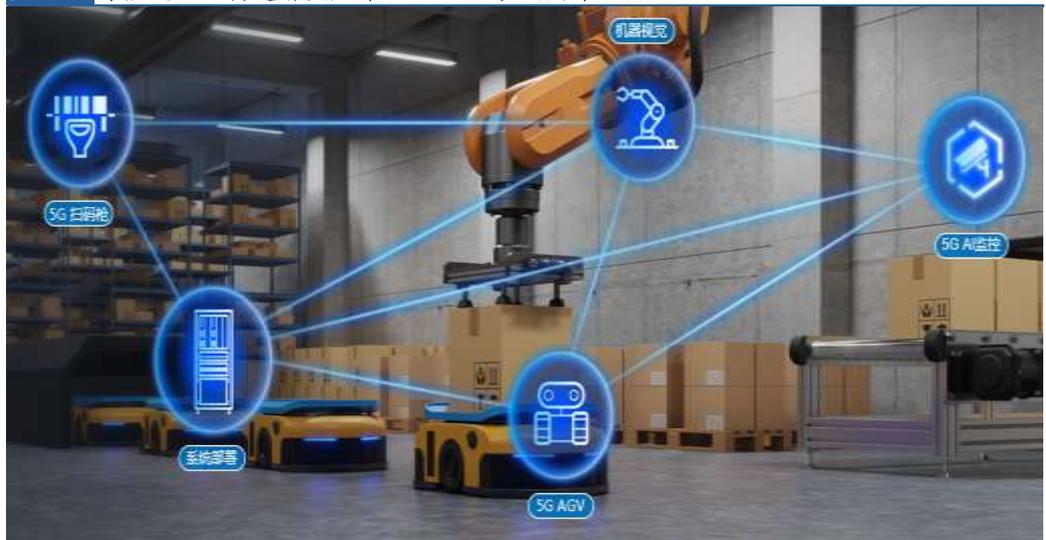
2.4 专网频谱正式落地，5G 工业互联网业务加速增长

政策支持推动 5G 行业专网迎来高速发展阶段，工业互联网普及率增长近 2 倍。国务院发布的《“十四五”数字经济发展规划》指出，要求加快企业数字化转型升级，全面深化重点行业、产业园区和集群数字化转型，鼓励工业企业利用 5G、TSN 等技术升级内外网，并提出了工业互联网平台应用普及率从 2020 年的 14.7% 提升到 2025 年的 45% 的主要指标，普及率增长接近 2 倍，初步测算年复合增速将在 25% 以上。

专网频谱正式落地，助力 5G 专网行业进一步发展。频谱资源是 5G 专网发展的关键，专网频谱为行业用户独立建网、实现专网传输可控且安全提供保障。2022 年 11 月 17 日，工信部发布首张企业 5G 专网的频率许可，划归 925~6125MHz 和 24.75~25.15GHz 为工业无线专用的频段。这将有效促进我国 5G 行业专网和 5G 工业互联网相关应用的快速衍生，并推动我国智能制造行业的快速发展，为 5G 专网行业的发展带来更多机会。

海能达重点发力 5G 工业互联网业务，推出 5G+工业互联网“云-管-端”全业务解决方案。公司自 2021 年起就将 5G 工业互联网作为重点发力的新业务方向之一，目前公司的 5G 轻量化核心网、扩皮基站和 O-RAN 小基站等产品已正式商用，在工业互联网领域推出了 5G+工业互联网“云-管-端”全业务解决方案，已配合运营商在部分工业、矿业、港口等行业落地应用项目，助力客户数字化升级，提升运营效率。

图 25: 海能达 5G 制造解决方案: 工业互联网灯塔工厂



资料来源: 海能达展厅资料, 长城证券研究院

“内外”兼修，公司 5G 工业互联网业务加速增长。对内，海能达正在打造自己的专用通信 5G 智慧工厂，SMT 产线中利用 5G 结合边缘计算进行智能视觉检查，劳动强度和用工量都得到大幅降低，极大提高了生产效率和产品质量，成为国家级“智慧工厂”应用示范基地和深圳首批工业互联网标杆企业。

对外，海能达为行业龙头企业中车南京提供了完全独立组网的 5G 专网解决方案（尊享模式），在厂区具有典型意义的总装车间和转向架车间进行信息化改造，利用 5G 大带宽低延时的特点，智能调度 300 多台无人物料运输车准时到达准确位置，运输效率相比人工提升了 50%，成本降低 30%。

3. 盈利预测

3.1 关键假设

根据公司近两年年报披露情况，结合公专融合趋势下专网良好的发展前景，对公司未来三年专用通信设备和解决方案以及 OEM 和其他业务营收预测如下：

公司作为全球领先的专用通信及解决方案提供商，构建了完善的从终端产品到系统应用的产品布局；基于多年专用通信行业的经验积累，贴近各行业用户的使用场景，营销网络覆盖全球。随着后疫情时代市场需求回暖、专网应用进一步扩大、以及公专融合的接续发展，我们预计：

1. 公司专用通信设备和解决方案 2022/2023/2024 年收入增速分别为 0.08%/12.78%/16.27%，对应毛利率分别为 53.38%/52.58%/52.61%。
2. 公司 OEM 及其他业务 2022/2023/2024 年收入增速分别为 -5%/10%/12.63%，对应毛利率分别为 18.41%/18.82%/20.42%。

3.2 盈利预测

根据公司业务布局，我们预计海能达 2022-2024 年营业收入达到 55.99/62.85/72.64 亿元，同比增速分别为-2.1%/12.2%/15.6%；预计归母净利润分别为 3.36/4.42/5.35 亿元，EPS 分别为 0.18/0.24/0.29 元。

表 10: 公司业务拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
专用通信设备和解决方案:				
营业收入 (亿元)	45.10	45.14	50.90	59.18
YOY (%)	-0.04%	0.08%	12.78%	16.27%
毛利率 (%)	49.79%	53.38%	52.58%	52.61%
OEM+其他:				
营业收入 (亿元)	11.44	10.87	11.95	13.47
YOY (%)	-17.99%	-5.00%	10.00%	12.63%
毛利率 (%)	17.82%	18.41%	18.82%	20.42%
合计:				
营业收入 (亿元)	57.20	56.00	62.86	72.65
YOY (%)	-3.17%	-2.09%	12.24%	15.58%
毛利率 (%)	42.82%	46.60%	46.16%	46.64%

资料来源: iFind、长城证券研究院

3.3 投资建议

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 3.36/4.42/5.35 亿元，当前股价对应 PE 分别为 30/23/19 倍，鉴于公司所处专用通信行业的发展，未来业绩有望实现高速增长，维持“买入”评级。

4. 风险提示

海外诉讼风险: 公司与主要竞争对手摩托罗拉公司在美国、德国、澳大利亚、中国等地存在一系列专利侵权纠纷、商业秘密及版权侵权纠纷等诉讼事项。若未来诉讼进展不及预期，公司可能面临法务费用上升的风险，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

市场发展不及预期风险: 全球新冠疫情持续反复、地缘政治冲突加剧，经济下行和通货膨胀压力增大，各国政府和行业客户的专用通信项目招标存在取消或者延期的风险，对业务拓展及项目履行可能带来不利影响。

专用通信行业竞争加剧风险: 窄带行业呈现向头部企业集中的趋势，竞争对手数量逐渐变少，但实力更强。此外，随着行业向宽带化、公专融合升级也吸引部分新进入者，可能给公司带来一定的不利影响。

汇率波动风险: 公司海外销售收入占公司销售收入一半以上，原材料采购也大量来自境外。公司原材料采购和产品出口大部分以美元和欧元进行计价，海外子公司日常运营货币主要为欧元、美元、英镑。若未来出现汇率大幅波动的情况，公司汇兑损失有进一步扩大的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6109.22	5719.03	5599.45	6284.70	7263.66	成长性					
营业成本	3200.33	3257.87	2990.28	3383.97	3875.71	营业收入增长	-22.11%	-6.39%	-2.09%	12.24%	15.58%
销售费用	807.14	863.41	727.93	754.16	835.32	营业成本增长	-33.16%	1.80%	-8.21%	13.17%	14.53%
管理费用	805.32	777.93	755.93	722.74	835.32	营业利润增长	69.81%	-2776.17%	163.98%	31.15%	22.92%
研发费用	930.23	1037.93	940.71	992.98	1038.70	利润总额增长	72.54%	-3706.60%	151.01%	31.15%	22.22%
财务费用	337.98	334.08	167.98	125.69	181.59	归母净利润增长	17.93%	-794.39%	150.71%	31.84%	20.88%
其他收益	206.68	154.55	150.00	180.00	161.52	盈利能力					
投资净收益	41.50	0.59	300.00	100.00	50.00	毛利率	47.61%	43.03%	46.60%	46.16%	46.64%
营业利润	23.25	-622.33	398.15	522.18	641.86	销售净利率	0.38%	-10.88%	7.11%	8.31%	8.84%
营业外收支	-3.41	-93.43	-33.01	-43.28	-56.57	ROE	1.52%	-11.37%	5.43%	6.70%	7.52%
利润总额	19.85	-715.76	365.14	478.89	585.29	ROIC	6.86%	-3.48%	7.83%	11.44%	19.39%
所得税	-75.45	-60.85	29.21	37.83	52.68	营运效率					
少数股东损益	0.00	6.83	0.34	-1.39	-2.23	销售费用/营业收入	13.21%	15.10%	13.00%	12.00%	11.50%
归母净利润	95.30	-661.74	335.59	442.45	534.85	管理费用/营业收入	13.18%	13.60%	13.50%	11.50%	11.50%
资产负债表						研发费用/营业收入	15.23%	18.15%	16.80%	15.80%	14.30%
流动资产	8122.29	6981.47	6075.07	8265.39	10426.85	财务费用/营业收入	5.53%	5.84%	3.00%	2.00%	2.50%
货币资金	1397.04	1408.94	345.49	2197.43	3849.44	投资收益/营业利润	178.47%	-0.09%	75.35%	19.15%	7.79%
应收票据及应收账款合计	3973.34	3075.76	4010.58	3185.97	4521.58	所得税/利润总额	-380.19%	8.50%	8.00%	7.90%	9.00%
其他应收款	543.21	94.35	60.00	60.00	60.00	应收账款周转率	1.39	1.63	1.59	1.76	1.89
存货	1666.43	1851.04	1166.88	2217.09	1443.30	存货周转率	3.36	3.25	3.71	3.71	3.97
非流动资产	6147.98	5952.39	4760.23	3249.68	2055.27	流动资产周转率	0.73	0.76	0.86	0.88	0.78
固定资产	1223.83	1135.07	1035.98	857.20	648.64	总资产周转率	0.40	0.42	0.47	0.56	0.61
资产总计	14270.28	12933.86	10835.29	11515.07	12482.12	偿债能力					
流动负债	6644.95	5600.67	3537.60	3638.73	4070.13	资产负债率	56.14%	55.47%	42.90%	42.84%	43.29%
短期借款	3201.88	2777.03	170.78	125.00	156.25	流动比率	1.22	1.25	1.72	2.27	2.56
应付款项	2123.17	1623.41	1752.25	2094.83	2466.64	速动比率	0.97	0.92	1.39	1.66	2.21
非流动负债	1365.83	1573.45	1110.70	1294.36	1333.78	每股指标 (元)					
长期借款	772.43	545.44	300.00	375.00	468.75	EPS	0.05	-0.36	0.18	0.24	0.29
负债合计	8010.78	7174.12	4648.30	4933.08	5403.91	每股净资产	3.45	3.08	3.32	3.54	3.81
股东权益	6259.50	5759.74	6186.99	6581.99	7078.21	每股经营现金流	0.44	0.39	0.59	0.45	0.61
股本	1839.57	1816.08	1816.08	1816.08	1816.08	每股经营现金/EPS	8.89	-1.08	3.21	1.86	2.08
留存收益	4543.99	3908.98	4211.02	4607.40	5105.86	估值					
少数股东权益	0.45	159.56	159.89	158.51	156.27	PE	112.00	-15.56	30.30	22.99	19.01
负债和权益总计	14270.28	12933.86	10835.29	11515.07	12482.12	PEG	1.68	0.08	0.50	0.34	-0.10
现金流量表						PB	1.62	1.82	1.69	1.58	1.47
经营活动现金流	807.70	704.04	1077.07	820.78	1112.04	EV/EBITDA	12.66	36.77	9.02	6.40	4.46
其中营运资本减少	-198.95	-17.10	426.01	-174.05	-80.65	EV/SALES	2.07	1.94	1.67	1.21	0.84
投资活动现金流	-1757.00	-117.85	948.45	1093.39	673.11	EV/IC	1.66	1.66	1.79	1.97	2.15
其中资本支出	-1972.17	-157.10	-658.61	-1071.39	-644.61	ROIC/WACC	2.42	-0.46	1.03	1.51	2.56
融资活动现金流	438.89	-542.61	-3088.97	-62.23	-133.13	REP	0.69	-3.63	1.74	1.30	0.84
净现金总变化	-510.41	43.58	-1063.45	1851.94	1652.01						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>