

2017年03月31日

海得控制 (002184.SZ)

公司快报

证券研究报告

二次设备

电气分销业务持续增长, 智能制造与新能源有望打开新空间

■事件: 海得控制公布 2016 年年报, 公司实现营业收入 17.48 亿元, 同比增加 0.36%; 归母净利 1,343 万元, 同比减少 82.76%。盈利下滑主要是由于智能制造业务和新能源业务分别下滑 17.3% 和 8.6% 且加大了在这两项业务的市场投入所致。公司同时公告, 拟每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税)。

■分销业务依然坚挺, 支柱业务提升信心: 公司 2016 年工业电气产品分销业务营业收入为 94,348.81 万元, 同比增长 14.78%, 实现毛利 11,053.63 万元, 同比增长 13.93%。今年国内整体经济下行, 设备制造业市场和投资项目市场持续低迷, 但是在逆境中公司工业电气产品分销团队通过优化经营管理流程, 持续降本增效, 实现毛利率维持同期水平, 且营业收入稳步提高。公司该业务主要依托子公司海得电气科技有限公司作为主体, 主要是为机械设备制造行业 OEM 用户和电力、交通、市政等项目市场的成套商与集成商用户提供电气与自动化产品的配套与服务。公司不断丰富可供产品种类, 提升资源配置能力, 坚持内部各级培训制度, 不断提升业务团队专业销售能力和技术支持能力, 从而作为公司支柱业务实现稳定增长。公司有信心在未来持续对产品进行革新, 成本进行控制, 以期营收和毛利双升。

■完成战略布局调整, 智能制造将成主旋律: 公司在 2016 年将原有的两大业务工业电气产品分销业务及系统集成业务, 通过组织架构调整, 工业自动化及通讯集成、产品合并为智能制造板块, 形成以“智能制造、大功率电力电子产品和工业电气产品分销为今后主营业务发展的三大业务板块, 确立了围绕“智能制造”的发展战略。因此公司对产品迭代研发、市场拓展能力、人才结构调整等进行了战略性投入。公司智能制造业务分为工业自动化及通讯集成业务和工业控制及通讯产品业务。其中工业自动化及通讯集成业务受到 2016 年国内经济下行影响, 港口、电力、冶金、矿场等系统集成业务总体订单出现下滑和滞后, 导致该业务的营业收入同比下降 14.84%, 但仍保持部分业务毛利率的略微增长。工业控制及通讯产品业务由于国内制造业整体处在转型和调整时期, 市场呈现疲软状态双重因素导致用户需求下滑和市场竞争加剧。公司及时调整方向, 在自主可控产品的销售市场上过内部资源的整合和研发、市场、销售端的组织机构调整, 不懈在 OEM 客户产品配套和系统集成商应用方案标准化的市场中努力实现了规模化的突破。

投资评级 **增持-A**

首次评级

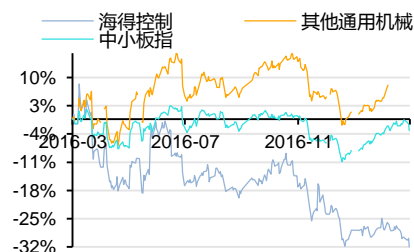
6 个月目标价: **22.00 元**

股价 (2017-03-30) **18.51 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,431.17
流通市值 (百万元)	2,486.66
总股本 (百万股)	239.39
流通股本 (百万股)	134.34
12 个月价格区间	18.51/29.62 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.56	-13.77	-29.09
绝对收益	-9.4	-10.58	-28.51

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

相关报告

■ **新能源板块持续创新，新设公司增厚盈利能力：**2016 年公司新能源业务板块实现整体营业收入 46,233.26 万元，较上年同期下降 8.60%，毛利率较上年同期下降 4.39%。公司新能源业务包括大功率电力电子产品业务和新能源电站 EPC 业务。其中大功率电力电子产品业务由于 2015 年风电抢装潮导致的 2016 年风电需求下滑，从而主要产品风电逆变器的销售量大幅低于同期。但公司同时加快新能源汽车电机驱动控制器的研发，加大研发经费和人员投入，为新能源板块添加新的盈利点。而新能源电站 EPC 业务方面公司 2016 年投资设立了南京海得电力科技有限公司，主动布局电站 EPC 业务，带动公司相关产品的市场导入，拓宽了公司新能源业务的发展空间，并且促进公司新能源业务保持合理增速。预计未来该项业务将帮助公司缓解风机市场增速常态化的问题，同时增厚公司的盈利能力。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.31/0.43/0.58 元，业绩增速分别为 459%、38%、36%。考虑到公司在智能制造和新能源业务的布局前瞻且有望逐步开花结果，首次覆盖给予公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 22.00 元。

■ **风险提示：**基础设施建设滞缓导致的订单量下滑；制造业不景气使得智能制造业务推进缓慢；新能源业务拓展不顺利。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,742.0	1,748.3	1,982.2	2,294.2	2,658.3
净利润	77.9	13.4	75.0	103.1	139.7
每股收益(元)	0.33	0.06	0.31	0.43	0.58
每股净资产(元)	3.40	4.64	4.84	5.16	5.63
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	56.9	330.0	59.1	43.0	31.7
市净率(倍)	5.4	4.0	3.8	3.6	3.3
净利润率	4.5%	0.8%	3.8%	4.5%	5.3%
净资产收益率	9.6%	1.2%	6.5%	8.3%	10.4%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
ROIC	7.7%	1.1%	6.5%	8.2%	10.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,742.0	1,748.3	1,982.2	2,294.2	2,658.3	成长性					
减:营业成本	1,328.2	1,371.0	1,552.4	1,788.4	2,062.7	营业收入增长率	12.8%	0.4%	13.4%	15.7%	15.9%
营业税费	8.9	11.5	10.1	11.7	13.6	营业利润增长率	37.1%	-99.2%	12833.4	43.5%	41.9%
销售费用	97.0	116.2	111.0	123.9	135.6	净利润增长率	40.4%	-82.8%	458.5%	37.5%	35.5%
管理费用	184.7	192.8	202.2	224.8	252.5	EBITDA 增长率	31.9%	-59.8%	163.9%	27.2%	28.6%
财务费用	16.7	14.3	14.4	15.1	14.6	EBIT 增长率	36.8%	-83.1%	509.5%	37.3%	36.4%
资产减值损失	39.6	40.1	20.0	25.0	28.4	NOPLAT 增长率	41.4%	-84.3%	554.7%	37.3%	36.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.6%	10.1%	9.2%	7.6%	14.6%
投资和汇兑收益	4.3	-1.9	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	5.6%	33.8%	4.9%	7.1%	9.5%
营业利润	71.1	0.6	76.1	109.2	154.9	利润率					
加:营业外净收支	29.6	33.0	23.0	26.0	29.0	毛利率	23.8%	21.6%	21.7%	22.0%	22.4%
利润总额	100.7	33.6	99.1	135.2	183.9	营业利润率	4.1%	0.0%	3.8%	4.8%	5.8%
减:所得税	11.6	6.1	11.9	16.2	22.1	净利润率	4.5%	0.8%	3.8%	4.5%	5.3%
净利润	77.9	13.4	75.0	103.1	139.7	EBITDA/营业收入	6.7%	2.7%	6.3%	6.9%	7.6%
						EBIT/营业收入	5.0%	0.8%	4.6%	5.4%	6.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	46	40	31	23	18
货币资金	181.1	191.0	158.6	183.5	212.7	流动营业资本周转天数	159	174	169	168	171
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	288	335	299	300	304
应收账款	761.7	828.6	695.0	1,167.7	1,038.8	应收账款周转天数	136	164	138	146	149
应收票据	267.2	262.4	326.6	363.1	434.9	存货周转天数	61	65	63	63	63
预付账款	36.7	29.9	31.5	45.2	44.9	总资产周转天数	360	422	382	366	356
存货	324.9	305.8	384.7	419.7	511.7	投资资本周转天数	219	240	232	217	208
其他流动资产	3.7	61.5	22.1	29.1	37.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	0.5	0.2	0.2	0.3	ROE	9.6%	1.2%	6.5%	8.3%	10.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	1.3%	4.2%	4.6%	6.1%
长期股权投资	30.0	24.2	24.2	24.2	24.2	ROIC	7.7%	1.1%	6.5%	8.2%	10.4%
投资性房地产	30.1	53.2	53.2	53.2	53.2	费用率					
固定资产	208.2	178.4	159.1	139.8	120.5	销售费用率	5.6%	6.6%	5.6%	5.4%	5.1%
在建工程	8.4	124.8	124.8	124.8	124.8	管理费用率	10.6%	11.0%	10.2%	9.8%	9.5%
无形资产	44.8	45.0	30.7	16.5	2.2	财务费用率	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%
其他非流动资产	42.4	51.0	41.5	44.8	45.7	三费/营业收入	17.1%	18.5%	16.5%	15.9%	15.1%
资产总额	1,939.2	2,156.3	2,052.2	2,611.8	2,651.4	偿债能力					
短期债务	420.6	258.7	267.4	304.6	347.3	资产负债率	51.8%	42.0%	36.1%	46.2%	42.0%
应付账款	297.9	456.8	234.8	612.1	398.4	负债权益比	107.4%	72.4%	56.4%	86.0%	72.4%
应付票据	185.8	101.2	130.2	192.1	178.2	流动比率	1.60	1.89	2.23	1.85	2.21
其他流动负债	82.9	70.3	93.3	82.2	109.6	速动比率	1.27	1.55	1.70	1.50	1.71
长期借款	-	-	-	-	63.4	利息保障倍数	5.25	1.04	6.27	8.21	11.60
其他非流动负债	17.0	18.3	14.7	16.6	16.5	分红指标					
负债总额	1,004.2	905.3	740.4	1,207.6	1,113.4	DPS(元)	0.14	-	0.11	0.11	0.12
少数股东权益	121.8	140.8	152.4	168.0	189.6	分红比率	42.4%	0.0%	34.0%	25.5%	19.8%
股本	220.0	239.4	239.4	239.4	239.4	股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
留存收益	593.1	870.8	919.9	996.9	1,109.0						
股东权益	934.9	1,251.0	1,311.7	1,404.2	1,538.0						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	89.1	27.5	75.0	103.1	139.7	EPS(元)	0.33	0.06	0.31	0.43	0.58
加:折旧和摊销	29.2	32.3	33.6	33.6	33.6	BVPS(元)	3.40	4.64	4.84	5.16	5.63
资产减值准备	39.6	40.1	-	-	-	PE(X)	56.9	330.0	59.1	43.0	31.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	4.0	3.8	3.6	3.3
财务费用	15.9	12.9	14.4	15.1	14.6	P/FCF	32.7	-17.0	-157.7	113.9	122.7
投资损失	-4.3	1.9	-4.0	-4.0	-4.0	P/S	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7
少数股东损益	11.3	14.1	12.2	15.9	22.1	EV/EBITDA	83.5	107.7	37.1	29.3	23.3
营运资金的变动	-148.2	-188.2	-135.9	-138.2	-244.3	CAGR(%)	10.1%	80.5%	10.0%	10.1%	80.5%
经营活动产生现金流量	13.1	-13.6	-4.7	25.5	-38.2	PEG	5.6	4.1	5.9	4.3	0.4
投资活动产生现金流量	-40.1	-82.8	4.4	3.9	3.9	ROIC/WACC	0.8	0.1	0.7	0.8	1.1
融资活动产生现金流量	86.1	75.8	-32.1	-4.5	63.4	REP	11.3	37.5	5.2	3.9	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034