

海能达 (002583)

证券研究报告

2019 年 04 月 24 日

经营性现金流和三费持续改善，变革成果显现

事件：公司发布 2019 年一季报，实现营收 10.92 亿元，同比下降 10.72%，归属于上市公司股东净利润为亏损 9981 万元。

19Q1 实际业绩同比大幅减亏，经营性现金流改善明显

公司 2019Q1 收入 10.92 亿元，同比下降 10.72%，但实际上 2018Q1 因延迟确收新增了 3.5 亿元收入（2017 年末电容、功放等原材料供货影响，约有 3.5 亿元收入计入 2018Q1 报表），如果剔除该部分影响，19Q1 收入实际同比增长约 25%。

公司 2019Q1 亏损 9981 万元，主要源于经营具有季节周期性，一季度为经营淡季，而持续投入，实际上 19Q1 同比去年出现了大幅减亏（去年同期亏损 1.04 亿元，但是由于 2017 年末电容、功放等原材料供货影响，约有 3.5 亿元收入计入 2018Q1 报表，影响利润约为 1.82 亿元，因此去年 18Q1 经营对应的真实利润-2.86 亿元），公司精细化管理、提效控费、赛普乐、诺赛特整合/协同的效果显现，运营效率有较大提升。

经营性现金流持续改善，公司自去年 Q3、Q4 经营性现金流持续改善后，19Q1 淡季下，经营活动现金净流量为 3.09 亿元，同比去年（-4.1 亿元）大幅改善。同时，19Q1 管理费用率和销售费用率分别同比下降 1.91 和 2.76 个百分点。我们认为，公司精细化管理、提效控费、赛普乐、诺赛特整合/协同的效果显现，运营效率有较大提升，未来仍有望持续改善。

毛利率稳中略升，费用率有明显改善

2019Q1 公司整体毛利率为 45.97%，同比下降 2.81 个百分点，预计为公司产品结构变化影响。2019Q1 三项费用率为 58.5%（包含研发费用），同比下降 0.55 个百分点。其中管理费用率（包含研发）32.23%，同比下降 1.91 个百分点，销售费用率 17.04%，同比下降 2.76 个百分点，公司控费、精细化经营效果持续显现；财务费用率 9.23%，同比提升 4.12 个百分点，源于借款增加及市场利率上升，引起利息支出增加。我们认为，未来随着公司继续推进管理变革，提效控费（控制人员扩张，销售与盈利形成机制考核，ERP、CRM、PLM、HRMS 等项目的实施等），经营效率稳步提升，费用率有望持续下降，业绩将有望持续改善迎来快速增长。

向“高质量”增长转型，宽带化、智能化专网市场再迎重大机遇

未来专网通信在宽带化、智能化的大趋势下，市场空间有望持续快速扩大，这将是一个持续成长的行业。海能达深耕行业 20 年，已成为国内专网领域的龙头。我们认为，分散的市场格局下，公司凭借技术、品牌、渠道、成本和服务响应长期积累的优势，能快速抢占市场，份额持续提升，驱动收入快速增长，在公司持续控费的背景下经营效率稳步提升，费用率有望持续下降，从粗放式增长向高质量增长迈进。

投资建议：公司作为国内专网龙头，综合竞争力和市场份额持续提升，收入呈快速增长态势，历经“变革.夯实”之后，看好公司长期发展，未来高质增长值得期待。预计公司 2019-2021 年净利润为 7.22 亿、9.5 亿和 11.88 亿元，对应 19 年 PE 为 29x，维持“买入”评级。

风险提示：财务费用高企、汇率波动、国内公安市场发展不及预期等风险

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,837.22
流通 A 股股本(百万股)	1,047.17
A 股总市值(百万元)	20,687.10
流通 A 股市值(百万元)	11,791.08
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	58.55
一年内最高/最低(元)	12.34/6.20

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《海能达-年报点评报告:历经“变革.夯实”，宽带化、智能化时代有望再迎重大发展机遇》 2019-04-02
- 2 《海能达-公司点评:市场捷报频传，重整旗鼓有望再迎丰收之年》 2019-02-25
- 3 《海能达-公司点评:运营商公网宽带+北美市场大获突破，未来空间广阔》 2019-02-18



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,351.53	6,934.53	8,445.09	9,893.96	11,295.88
增长率(%)	55.77	29.58	21.78	17.16	14.17
EBITDA(百万元)	474.60	1,675.16	1,268.69	1,548.99	1,792.20
净利润(百万元)	244.86	476.81	721.90	950.24	1,188.10
增长率(%)	(39.06)	94.72	51.40	31.63	25.03
EPS(元/股)	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65
市盈率(P/E)	84.48	43.39	28.66	21.77	17.41
市净率(P/B)	3.66	3.38	3.02	2.68	2.37
市销率(P/S)	3.87	2.98	2.45	2.09	1.83
EV/EBITDA	74.67	10.63	18.27	15.02	12.34

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,591.89	1,103.26	1,266.76	1,484.09	1,694.38
应收账款	3,360.83	4,025.59	5,357.85	5,635.44	6,915.53
预付账款	135.10	109.81	262.57	174.37	326.18
存货	1,699.74	1,917.53	1,806.17	2,563.18	2,442.30
其他	268.76	377.56	209.69	309.40	255.05
流动资产合计	7,056.33	7,533.74	8,903.04	10,166.49	11,633.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,443.36	1,440.63	1,798.91	1,933.58	2,046.08
在建工程	426.06	596.06	286.42	154.57	0.00
无形资产	3,829.71	4,075.29	3,866.26	3,654.09	3,438.78
其他	1,174.37	1,324.31	1,084.06	1,130.05	1,100.78
非流动资产合计	6,873.50	7,436.30	7,035.66	6,872.29	6,585.65
资产总计	13,929.83	14,970.04	15,938.70	17,038.77	18,219.08
短期借款	2,506.16	3,087.37	4,252.88	4,185.71	3,085.12
应付账款	2,353.53	1,756.05	2,712.40	2,530.83	3,475.75
其他	1,309.16	1,588.30	1,516.17	1,676.26	1,902.11
流动负债合计	6,168.85	6,431.71	8,481.45	8,392.80	8,462.97
长期借款	1,628.49	936.63	100.00	113.39	100.00
应付债券	0.00	997.25	0.00	332.42	443.22
其他	482.05	489.65	500.00	490.57	493.40
非流动负债合计	2,110.54	2,423.53	600.00	936.38	1,036.63
负债合计	8,279.40	8,855.25	9,081.45	9,329.18	9,499.60
少数股东权益	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
股本	1,815.02	1,837.22	1,837.22	1,837.22	1,837.22
资本公积	2,678.99	2,758.83	2,758.83	2,803.48	2,803.48
留存收益	3,894.91	4,406.17	5,019.78	5,872.13	6,882.01
其他	(2,738.74)	(2,887.68)	(2,758.83)	(2,803.48)	(2,803.48)
股东权益合计	5,650.43	6,114.79	6,857.25	7,709.60	8,719.48
负债和股东权益总	13,929.83	14,970.04	15,938.70	17,038.77	18,219.08

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	557.40	700.03	620.55	749.34	874.73
折旧摊销	113.02	124.12	97.07	102.06	102.97
财务费用	(10.34)	14.61	3.07	22.26	14.56
投资损失	(13.25)	(51.46)	(20.00)	(22.00)	(24.00)
营运资金变动	(116.99)	(481.11)	(89.86)	(841.92)	229.11
其它	13.66	(28.94)	206.85	249.78	291.58
经营活动现金流	543.50	277.26	817.68	259.51	1,488.94
资本支出	122.51	(77.20)	(24.41)	1.20	1.84
长期投资	8.23	(0.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(329.12)	(18.15)	89.56	68.64	19.97
投资活动现金流	(198.38)	(95.48)	65.16	69.84	21.81
债权融资	119.51	121.76	577.94	1,096.23	328.08
股权融资	26.63	(105.21)	(13.72)	(65.76)	(8.06)
其他	(386.24)	(509.17)	(221.69)	(696.85)	(1,233.94)
筹资活动现金流	(240.10)	(492.62)	342.54	333.63	(913.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	105.02	(310.85)	1,225.37	662.97	596.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,351.53	6,934.53	8,445.09	9,893.96	11,295.88
营业成本	2,834.12	3,654.21	4,468.45	5,243.22	6,006.57
营业税金及附加	50.48	53.26	67.56	79.15	90.37
营业费用	913.93	1,037.72	1,182.31	1,335.68	1,468.46
管理费用	1,297.71	752.70	1,773.47	2,028.26	2,315.65
财务费用	94.32	237.64	148.58	151.03	124.26
资产减值损失	86.84	171.84	100.00	100.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	1.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.11	0.00	10.00	10.00	10.00
其他	(178.98)	514.88	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	244.00	511.23	714.72	966.61	1,210.56
营业外收入	4.08	9.45	15.00	10.00	10.00
营业外支出	1.47	3.34	2.00	2.00	2.00
利润总额	246.62	517.34	727.72	974.61	1,218.56
所得税	1.75	40.53	5.82	24.37	30.46
净利润	244.86	476.80	721.90	950.24	1,188.10
少数股东损益	(0.00)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	244.86	476.81	721.90	950.24	1,188.10
每股收益（元）	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.93%	35.47%	27.93%	22.42%	16.49%
营业利润	21.52%	92.72%	17.66%	20.30%	16.86%
归属于母公司净利润	21.77%	47.85%	31.39%	20.75%	16.73%
获利能力					
毛利率	43.33%	38.43%	38.14%	37.58%	37.16%
净利率	5.62%	6.13%	6.30%	6.21%	6.22%
ROE	11.08%	14.75%	16.72%	17.43%	17.35%
ROIC	22.79%	43.18%	46.18%	57.60%	46.43%
偿债能力					
资产负债率	35.64%	41.78%	49.78%	45.97%	44.73%
净负债率	-1.01%	-1.90%	18.74%	16.82%	-3.21%
流动比率	2.21	1.94	1.79	2.04	2.12
速动比率	1.69	1.42	1.25	1.52	1.49
营运能力					
应收账款周转率	5.46	5.68	5.54	5.63	5.71
存货周转率	5.76	6.43	5.29	5.24	5.21
总资产周转率	1.03	1.26	1.29	1.29	1.32
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.81	1.06	1.28	1.50
每股经营现金流	0.93	0.48	1.40	0.44	2.55
每股净资产	4.94	5.49	6.36	7.37	8.64
估值比率					
市盈率	28.67	19.39	14.76	12.22	10.47
市净率	3.18	2.86	2.47	2.13	1.82
EV/EBITDA	19.78	19.33	9.88	8.48	6.24
EV/EBIT	25.56	24.14	11.40	9.61	6.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com