

海能达 (002583)

证券研究报告

2017年09月12日

剑已出鞘，专网“小华为”驰骋全球市场

事件：

公司公告，近期与山西广电签署框架协议；同时，海能达全资子公司赛普乐签订了“伦敦希思罗机场 Tetra 通信网络建设项目”的合同，总金额 1648 万元。

专网宽带化先锋，打开巨大成长空间

海能达与山西广电在“有线无线融合网”市场展开合作，在广播电视+无线政务网、地铁专网、雪亮工程、城市物联网及车联网领域共同推进政企专网建设和运营。我们认为：1) 协议主要围绕宽带产品合作，能够快速激发当地宽带需求，带动专网从窄带向宽带升级，将推动海能达宽带产品逐步走向规模应用；2) 海能达可借助广电的客户关系和渠道资源，深耕政企专网，继续扩大市场份额；3) 合作模式可向其他国家、省份和地区推广，争做专网行业宽带化先锋，打开巨大成长空间。

剑已出鞘，Tetra 驰骋全球市场

全资子公司赛普乐斩获伦敦希思罗机场 TETRA 通信网络建设项目 (1648 万元)。我们认为：1) 收购整合效应显现，该项目是公司收购赛普乐以来签署的首个重要合同，说明赛普乐经营状况良好；2) 赛普乐 Tetra 技术优势凸显，伦敦希思罗国际机场世界最繁忙的机场之一，指挥调度需求非常复杂和多样化，对专网通信的技术水平和设备的抗干扰能力要求非常高，斩获该项目体现了赛普乐 Tetra 技术的全球领先性；3) 借助赛普乐品牌、渠道力拓全球市场，赛普乐的 TETRA 终端在欧洲大部分国家的市占率都是第一，很多国家超过 50%，北美和南美占有率也非常高，我们认为海能达不仅在 TETRA 技术上得到较大提升，而且在市场、品牌方面的良好协同效应，将助力公司开拓全球市场，持续快速提升份额。

盈利预测及投资评级

短期看，公司在国内公安 PDT、地铁 TETRA 持续拿单攻城掠地，非订单制 DMR 产品半年报实现营收 7.7 亿元，同比增速 61.8%。海外渠道和项目同时发力，收购德国 HMF 及英国赛普乐子公司后欧洲市场份额迅速提升，借力“一带一路”进军菲律宾和乌兹别克斯坦，收入呈快速增长态势。长期看，公司凭借技术、品牌和渠道优势，全球市场份额持续提升 (有望从 5% 到 30%) 带动收入快速增长，而费用刚性，规模效应显著，将推动公司业绩持续高增长。我们积极看好公司中长期发展，预计公司 2017-2019 年净利润为 7.06 亿、11.76 亿和 16.98 亿元，对应 18 年 PE 23x，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目进展不及预期，海外扩张受阻

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,477.56	3,435.50	5,991.14	7,986.43	10,300.21
增长率(%)	27.09	38.66	74.39	33.30	28.97
EBITDA(百万元)	339.61	431.37	869.21	1,402.53	1,995.59
净利润(百万元)	253.18	401.83	705.82	1,175.99	1,698.00
增长率(%)	485.19	58.71	75.65	66.61	44.39
EPS(元/股)	0.14	0.23	0.40	0.67	0.97
市盈率(P/E)	106.63	67.18	38.25	22.96	15.90
市净率(P/B)	11.81	5.68	5.07	4.34	3.59
市销率(P/S)	10.90	7.86	4.51	3.38	2.62
EV/EBITDA	57.54	51.63	31.35	19.19	13.82

资料来源：wind，天风证券研究所

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	15.85 元
目标价格	20 元
上次目标价	20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,747.34
流通 A 股股本(百万股)	1,047.69
A 股总市值(百万元)	27,695.29
流通 A 股市值(百万元)	16,605.92
每股净资产(元)	2.70
资产负债率(%)	54.67
一年内最高/最低(元)	16.88/11.32

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海能达-公司点评:定增过会兵强马壮弹药充足，宽窄融合研发引领变革》 2017-09-06
- 《海能达-半年报点评:Q2 表现出色中报扭亏为盈，高速成长路上趋势不变》 2017-08-28
- 《海能达-公司点评:竞争对手垂死挣扎，尽显专网“小华为”气质》 2017-08-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	532.65	504.38	898.67	1,197.96	1,545.03
应收账款	1,510.15	2,392.82	4,133.84	4,599.04	6,796.15
预付账款	76.83	93.33	207.20	189.27	315.37
存货	681.05	887.55	1,565.36	1,809.62	2,539.31
其他	54.01	176.92	147.32	138.33	200.25
流动资产合计	2,854.69	4,055.00	6,952.40	7,934.22	11,396.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	999.37	1,161.64	1,308.99	1,392.33	1,517.84
在建工程	87.39	211.25	112.99	77.20	0.00
无形资产	378.35	553.88	499.53	444.03	387.40
其他	283.92	826.37	445.05	503.01	573.25
非流动资产合计	1,749.02	2,753.14	2,366.56	2,416.57	2,478.49
资产总计	4,603.71	6,808.14	9,318.96	10,350.79	13,874.60
短期借款	730.95	235.85	977.30	1,321.14	2,313.56
应付账款	642.87	684.29	1,662.33	1,494.20	2,470.93
其他	580.86	624.15	718.03	983.28	1,110.86
流动负债合计	1,954.68	1,544.28	3,357.66	3,798.61	5,895.35
长期借款	231.62	363.22	517.53	201.83	321.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	130.65	145.71	122.46	132.94	133.70
非流动负债合计	362.27	508.93	639.99	334.77	455.57
负债合计	2,316.95	2,053.21	3,997.65	4,133.38	6,350.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,537.70	1,740.03	1,747.34	1,747.34	1,747.34
资本公积	71.35	1,988.07	2,001.86	2,001.86	2,001.86
留存收益	752.39	3,020.24	3,573.97	4,470.08	5,776.35
其他	(74.68)	(1,993.40)	(2,001.86)	(2,001.86)	(2,001.86)
股东权益合计	2,286.76	4,754.93	5,321.31	6,217.41	7,523.69
负债和股东权益总	4,603.71	6,808.14	9,318.96	10,350.79	13,874.60

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	253.18	401.83	705.82	1,175.99	1,698.00
折旧摊销	126.92	151.52	157.49	172.96	193.02
财务费用	31.12	14.13	48.22	68.99	96.04
投资损失	(1.16)	(3.14)	(2.35)	(2.22)	(2.57)
营运资金变动	(137.66)	(1,565.81)	(1,160.92)	(615.36)	(2,047.13)
其它	(212.78)	597.61	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	59.62	(403.88)	(251.75)	800.37	(62.63)
资本支出	287.30	580.96	175.48	154.54	183.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(493.36)	(1,730.50)	(300.99)	(339.91)	(374.42)
投资活动现金流	(206.06)	(1,149.54)	(125.51)	(185.37)	(190.48)
债权融资	1,106.05	600.52	1,559.74	1,592.92	2,680.86
股权融资	10.46	2,102.99	(21.79)	(68.99)	(96.04)
其他	(932.84)	(1,189.38)	(766.39)	(1,839.62)	(1,984.65)
筹资活动现金流	183.67	1,514.13	771.56	(315.70)	600.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	37.23	(39.29)	394.29	299.29	347.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,477.56	3,435.50	5,991.14	7,986.43	10,300.21
营业成本	1,249.86	1,751.03	2,889.19	3,838.14	4,971.83
营业税金及附加	18.86	37.20	65.90	87.85	79.31
营业费用	444.40	595.32	1,066.42	1,265.85	1,545.03
管理费用	496.95	678.34	1,214.06	1,517.42	1,854.04
财务费用	33.72	14.07	48.22	68.99	96.04
资产减值损失	40.34	79.74	46.20	49.82	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.16	3.14	2.35	2.22	2.57
其他	(2.32)	(6.29)	(4.70)	(4.44)	(5.14)
营业利润	194.58	282.94	663.51	1,160.57	1,706.53
营业外收入	99.62	140.67	80.00	80.00	80.00
营业外支出	2.33	4.05	2.57	2.68	2.91
利润总额	291.88	419.56	740.94	1,237.89	1,783.62
所得税	38.69	17.73	35.12	61.89	85.61
净利润	253.18	401.83	705.82	1,175.99	1,698.00
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	253.18	401.83	705.82	1,175.99	1,698.00
每股收益(元)	0.14	0.23	0.40	0.67	0.97

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	27.09%	38.66%	74.39%	33.30%	28.97%
营业利润	-932.56%	45.41%	134.50%	74.91%	47.04%
归属于母公司净利润	485.19%	58.71%	75.65%	66.61%	44.39%
获利能力					
毛利率	49.55%	49.03%	51.78%	51.94%	51.73%
净利率	10.22%	11.70%	11.78%	14.72%	16.49%
ROE	11.07%	8.45%	13.26%	18.91%	22.57%
ROIC	8.92%	10.85%	16.79%	20.96%	27.94%
偿债能力					
资产负债率	50.33%	30.16%	42.90%	39.93%	45.77%
净负债率	12.42%	14.26%	17.82%	24.76%	17.84%
流动比率	1.46	2.63	2.07	2.09	1.93
速动比率	1.11	2.05	1.60	1.61	1.50
营运能力					
应收账款周转率	1.90	1.76	1.84	1.83	1.81
存货周转率	4.44	4.38	4.88	4.73	4.74
总资产周转率	0.60	0.60	0.74	0.81	0.85
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.23	0.40	0.67	0.97
每股经营现金流	0.03	-0.23	-0.14	0.46	-0.04
每股净资产	1.31	2.72	3.05	3.56	4.31
估值比率					
市盈率	106.63	67.18	38.25	22.96	15.90
市净率	11.81	5.68	5.07	4.34	3.59
EV/EBITDA	57.54	51.63	31.35	19.19	13.82
EV/EBIT	85.59	74.98	38.28	21.89	15.30

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 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com