

海能达 (002583)

证券研究报告

2017年09月19日

地铁专网市场在快速崛起，加固高增长确定性

事件：公司公告，全资子公司海能达技术成为长沙市轨道交通5号线一期工程专用无线通信系统采购及集成项目的中标候选人，拟中标金额为2058.12万元。

地铁专网是继公安之后又一块确定的大蛋糕

海能达此次中标项目将为长沙地铁5号线一期工程全线18个站点、控制中心及车辆段全部无线通信系统设备，主要产品为 Tetra 制式，合计金额为2058万。我们认为：1) 根据国家规划未来200个城市建设300条地铁，保守假设每条地铁专网的终端、设备和系统投入为2500万，则总计新增75亿的市场空间。2) 目前城市轨道交通建设正在向二三线城市蔓延，而海能达包揽长沙1、3、4、5号线的地铁专网项目，竞争优势凸显，公司未来有望随着轨交的规模建设快速提升份额，驱动收入快速增长。

Tetra+PDT 双线进军地铁，未来不仅仅是称雄国内市场

国内地铁专网市场，过去都是摩托罗拉等外资企业的天下。自公司收购德国 PMR 公司后，成为全球领先的 TETRA 系统解决方案提供商，2015 年成功中标深圳地铁三期工程 7、9、11 号线等项目，公司 Tetra 首次突破地铁市场，之后一路斩获多个地铁项目。

地铁专网分为地铁公安和指挥调度两张网络，其中海能达的 PDT 系统在地铁公安专网市场，从技术和国产化要求来看都具有明显优势；另外，地铁调度指挥专网主要用 Tetra 系统，海能达通过收购 PMR 和赛普乐整合之后，Tetra 产品的品牌和竞争力会得到大幅提升。我们认为，公司 PDT+Tetra 双线发力，崛起国内地铁市场，将不断侵蚀外资厂商的份额。

另外，海能达在海外轨交市场的竞争力也在持续提升，其系统方案（自主研发的 TETRA 二代）已成功应用于德国、葡萄牙、俄罗斯、土耳其、智利、泰国等国家的轨交专网项目，技术、服务等均达到国际领先水平。我们认为，未来随着公司全球品牌影响力提升，海外轨交市场份额也将不断提升。

投资建议：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 24x，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)	111.46	70.23	39.98	24.00	16.62
市净率(P/B)	12.34	5.93	5.30	4.54	3.75
市销率(P/S)	11.39	8.21	4.71	3.53	2.74
EV/EBITDA	57.54	51.63	32.75	20.07	14.44

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	16.15 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)	28,219.49
流通 A 股市值(百万元)	16,920.23
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:剑已出鞘，专网“小华为”驰骋全球市场》 2017-09-12
- 《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



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	111.46	70.23	39.98	24.00	16.62
市净率	12.34	5.93	5.30	4.54	3.75
EV/EBITDA	57.54	51.63	32.75	20.07	14.44
EV/EBIT	85.59	74.98	40.00	22.89	15.98

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