

# 海能达 (002583)

证券研究报告

2018年02月02日

## 订单延迟致业绩低于预期，增持彰显长期发展信心

**事件：**1) 1月30日公司发布业绩预告修正公告，三季报中预计2017年归属上市公司股东的净利润变动区间为5-7亿元，同比增长24.4%~74.2%；此次修正后，预计2017年业绩为2.5-3亿元，同比下降25.3%~37.8%；2) 2月1日公告，实际控制人陈清州和财务总监未来3个月内计划增持1.1亿元-2.12亿元。

### 业绩低于预期，波动性风险将加大未来业绩预测难度

公司三季报中预计的2017年度业绩为5-7亿元，此次修正后预计业绩为2.5-3亿元，二者相差确实较大，低于市场预期，主要是公司部分订单交付出现延迟，预计订单金额约5亿元，其中有3.5亿元在2018年1月30日前已完成交付。另外，我们认为公司持续加大研发投入、大规模扩招人员、外延并购、发债以及银行借款等行为，会产生很大的费用支出，也是业绩承压的重要因素。

我们认为，因为行业和业务属性，海能达每年收入的季节周期性比较明显，并且大部分收入是通过订单方式获取，因此会存在较大的波动性风险，那么市场预测公司未来业绩的难度也会加大。

### 全球市场扩张仍在大力推进，大股东增持坚定未来发展信心

业绩低于预期主要源于部分订单交付延迟，预计收入规模仍呈持续快速增长态势，意味着公司正常经营在抢占全球市场，当然费用控制上有待加强。董事长和财务总监计划增持1.1亿-2.12亿元，增持二人认为近期股价剧烈波动与公司近年来良好的实际经营情况不符，明确增持目的是基于对公司未来持续稳定发展前景的信心以及公司对长期投资价值的认可，维护长期基石投资者的信心。

我们认为，海能达业绩低于市场预期的同时，仍需客观看待行业和公司竞争力。专网通信每年市场规模近千亿元，近3年预计复合增速在6%左右，未来在宽带化的大趋势下，专网市场空间有望扩大数倍，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，专网分散的市场格局下，海能达凭借技术、品牌、渠道、成本和服务响应方面长期积累的优势，能快速抢占市场，份额持续提升，驱动收入快速增长，未来规模效应拐点值得期待。

**投资建议：**公司竞争优势凸出，市场份额持续提升，收入呈快速增长态势，看好公司长期发展，期待未来规模效应显现。考虑订单延迟以及高费用支出，下调2017-2019盈利预测为2.72亿、8.36亿和12.06亿元，对应18年PE 24x，同时下调目标价为17元，维持“买入”评级。

**风险提示：**业绩波动的不确定性，费用支出大，市场扩张低于预期等风险。

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	4,987.59	8,398.96	10,867.19
增长率(%)	27.09	38.66	45.18	68.40	29.39
EBITDA(百万元)	339.61	431.37	393.58	1,145.80	1,596.42
净利润(百万元)	253.18	401.83	271.78	835.71	1,206.23
增长率(%)	485.19	58.71	(32.36)	207.49	44.34
EPS(元/股)	0.14	0.22	0.15	0.46	0.66
市盈率(P/E)	79.85	50.31	74.39	24.19	16.76
市净率(P/B)	8.84	4.25	4.63	3.98	3.31
市销率(P/S)	8.16	5.88	4.05	2.41	1.86
EV/EBITDA	57.54	51.63	52.65	20.23	13.52

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	11.14元
目标价格	17元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,814.79
流通A股股本(百万股)	1,048.34
A股总市值(百万元)	20,216.73
流通A股市值(百万元)	11,678.56
每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	61.68
一年内最高/最低(元)	23.18/11.14

### 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  
rongzheneng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《海能达-公司点评:指挥系统有望打开新的市场空间，长期成长逻辑不变》2018-01-15
- 2 《海能达-公司深度研究:专网小巨头，业务布全球》2017-12-25
- 3 《海能达-季报点评:主体+并购带来营收高增长，规模效应将进一步体现》2017-10-25



## 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	732.25	1,226.25	1,575.74
应收账款	1,510.15	2,392.82	3,148.95	6,183.23	5,589.56
预付账款	76.83	93.33	145.61	236.04	208.54
存货	681.05	887.55	1,375.37	2,325.49	2,416.69
其他	54.01	176.92	127.05	154.03	182.00
<b>流动资产合计</b>	<b>2,854.69</b>	<b>4,055.00</b>	<b>5,529.22</b>	<b>10,125.04</b>	<b>9,972.53</b>
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	1,339.74	1,439.69	1,552.89
在建工程	87.39	211.25	132.50	93.00	0.00
无形资产	378.35	553.88	534.96	510.34	480.01
其他	283.92	826.37	448.71	487.06	548.61
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,749.02</b>	<b>2,753.14</b>	<b>2,455.90</b>	<b>2,530.09</b>	<b>2,581.52</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,603.71</b>	<b>6,808.14</b>	<b>7,985.12</b>	<b>12,655.13</b>	<b>12,554.05</b>
短期借款	730.95	235.85	1,156.95	3,598.13	3,320.98
应付账款	642.87	684.29	1,156.96	1,745.89	1,810.74
其他	580.86	624.15	752.13	1,130.05	1,087.45
<b>流动负债合计</b>	<b>1,954.68</b>	<b>1,544.28</b>	<b>3,066.05</b>	<b>6,474.08</b>	<b>6,219.17</b>
长期借款	231.62	363.22	431.09	972.24	100.00
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>362.27</b>	<b>508.93</b>	<b>553.55</b>	<b>1,105.18</b>	<b>233.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,316.95</b>	<b>2,053.21</b>	<b>3,619.60</b>	<b>7,579.26</b>	<b>6,452.88</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,537.70	1,740.03	1,814.78	1,814.78	1,814.78
资本公积	71.35	1,988.07	1,287.57	1,287.57	1,287.57
留存收益	752.39	3,020.24	2,550.75	3,261.10	4,286.39
其他	(74.68)	(1,993.40)	(1,287.57)	(1,287.57)	(1,287.57)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,286.76</b>	<b>4,754.93</b>	<b>4,365.52</b>	<b>5,075.88</b>	<b>6,101.17</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,603.71</b>	<b>6,808.14</b>	<b>7,985.12</b>	<b>12,655.13</b>	<b>12,554.05</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	253.18	401.83	271.78	835.71	1,206.23
折旧摊销	126.92	151.52	164.57	186.16	210.13
财务费用	31.12	14.13	51.89	156.25	180.17
投资损失	(1.16)	(3.14)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(137.66)	(1,565.81)	(379.66)	(3,167.97)	488.57
其它	(212.78)	597.61	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>59.62</b>	<b>(403.88)</b>	<b>103.58</b>	<b>(1,994.84)</b>	<b>2,080.10</b>
资本支出	287.30	580.96	268.25	211.52	199.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(493.36)	(1,730.50)	(483.31)	(428.43)	(394.84)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(206.06)</b>	<b>(1,149.54)</b>	<b>(215.06)</b>	<b>(216.91)</b>	<b>(195.60)</b>
债权融资	1,106.05	600.52	1,652.95	4,640.32	3,466.43
股权融资	10.46	2,102.99	(672.31)	(156.25)	(180.17)
其他	(932.84)	(1,189.38)	(641.29)	(1,778.31)	(4,821.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>183.67</b>	<b>1,514.13</b>	<b>339.35</b>	<b>2,705.76</b>	<b>(1,535.00)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>37.23</b>	<b>(39.29)</b>	<b>227.87</b>	<b>494.00</b>	<b>349.49</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,477.56</b>	<b>3,435.50</b>	<b>4,987.59</b>	<b>8,398.96</b>	<b>10,867.19</b>
营业成本	1,249.86	1,751.03	2,529.97	4,163.46	5,334.95
营业税金及附加	18.86	37.20	54.86	92.39	119.54
营业费用	444.40	595.32	897.77	1,343.83	1,738.75
管理费用	496.95	678.34	1,197.02	1,679.79	2,173.44
财务费用	33.72	14.07	51.89	156.25	180.17
资产减值损失	40.34	79.74	83.96	164.85	119.22
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	5.00	5.00	5.00
其他	(2.32)	(6.29)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>194.58</b>	<b>282.94</b>	<b>177.13</b>	<b>803.38</b>	<b>1,206.12</b>
营业外收入	99.62	140.67	120.00	120.00	120.00
营业外支出	2.33	4.05	8.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>291.88</b>	<b>419.56</b>	<b>289.13</b>	<b>908.38</b>	<b>1,311.12</b>
所得税	38.69	17.73	17.35	72.67	104.89
<b>净利润</b>	<b>253.18</b>	<b>401.83</b>	<b>271.78</b>	<b>835.71</b>	<b>1,206.23</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>253.18</b>	<b>401.83</b>	<b>271.78</b>	<b>835.71</b>	<b>1,206.23</b>
每股收益(元)	0.14	0.22	0.15	0.46	0.66

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.09%	38.66%	45.18%	68.40%	29.39%
营业利润	-932.56%	45.41%	-37.40%	353.55%	50.13%
归属于母公司净利润	485.19%	58.71%	-32.36%	207.49%	44.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.55%	49.03%	49.27%	50.43%	50.91%
净利率	10.22%	11.70%	5.45%	9.95%	11.10%
ROE	11.07%	8.45%	6.23%	16.46%	19.77%
ROIC	8.92%	10.85%	5.33%	18.12%	15.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.33%	30.16%	45.33%	59.89%	51.40%
净负债率	12.42%	14.26%	21.72%	24.32%	28.07%
流动比率	1.46	2.63	1.80	1.56	1.60
速动比率	1.11	2.05	1.35	1.20	1.21
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.90	1.76	1.80	1.80	1.85
存货周转率	4.44	4.38	4.41	4.54	4.58
总资产周转率	0.60	0.60	0.67	0.81	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.14	0.22	0.15	0.46	0.66
每股经营现金流	0.03	-0.22	0.06	-1.10	1.15
每股净资产	1.26	2.62	2.41	2.80	3.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	79.85	50.31	74.39	24.19	16.76
市净率	8.84	4.25	4.63	3.98	3.31
EV/EBITDA	57.54	51.63	52.65	20.23	13.52
EV/EBIT	85.59	74.98	90.49	24.15	15.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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