

海能达 (002583)

证券研究报告

2018年04月24日

收入持续快速增长，未来严控费用业绩改善仍值得期待

事件：公司发布2018年一季度报，营收12.23亿元，同比增长146.16%；一季度亏损1.04亿元；同时，公司2018上半年业绩预告为0-900万元，同比变动幅度为-100%~-51%。

收入持续高增长，费用高企致短期业绩承压。

公司2018年一季度营收12.23亿元，增速146%，高增长源于：1) 去年部分延期交付订单的收入确认；2) 收购的赛普乐和诺赛特并表贡献；3) 公司主营数字产品销售收入增长。

一季度净亏损1.04亿元，源于一季度属于淡季，收入占比低，但是销售和研发仍需规模投入；同比亏损幅度收窄(17Q1亏损1.57亿元)，主要源于：去年延迟订单确认收入后带来利润贡献，亏损幅度收窄。另外，公司18年上半年业绩预告为0-900万元，同比去年下降，主要源于：1) 产品收入结构变化，整体毛利率同比有所下降；2) 研发、销售的大规模投入，以及收购、基建和运营资金需求使贷款增加，预计三费仍较快增长。单看二季度，去年同期净利润为1.75亿元，18年Q2预计为1.57~1.66亿元。

从费用端来看，一季度管理费用率为34.14%，同比下降10个百分点；销售费用率19.8%，同比下降20个百分点；财务费用率5.11%，同比提升3.5个百分点。我们认为，公司仍在持续加大研发和全球销售网络建设，以及受赛普乐和诺赛特并表影响，销售和管理费用仍在快速增长(管理费用同比增加1.98亿元，销售费用同比增加4900万元)，但是一季度收入基数较大，从营收占比来看是同比下降的。一季度财务费用6251万，主要是基建、收购和营运资金需求导致借款余额大增。**展望全年，三费压力仍较大。**

整体来看，公司扩张市场，收入持续快速增长，研发、营销费用投入大，基建、收购和运营的借款增多，导致公司三费较高，短期业绩承压。但是，未来随着公司采取严控费用战略(控制人员扩张、销售与盈利形成机制考核等)，未来业绩改善值得期待。

专网龙头短期业绩波动影响市场信心，长期发展仍值得期待。

我们认为，海能达业绩大幅波动的同时，仍需客观看待行业和公司竞争力。据汉鼎咨询数据，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，在公司开始严控费用的背景下，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。预计2018-2020年业绩为7.35亿、11.04亿和15.05亿元，18年PE为27x，维持“买入”评级。

风险提示：费用支出大导致业绩低于预期，市场扩张低于预期等风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,435.50	5,351.53	8,323.95	10,823.70	13,311.61
增长率(%)	38.66	55.77	55.54	30.03	22.99
EBITDA(百万元)	431.37	474.60	1,164.39	1,566.77	1,997.47
净利润(百万元)	401.83	244.86	735.10	1,103.59	1,505.54
增长率(%)	58.71	(39.06)	200.21	50.13	36.42
EPS(元/股)	0.22	0.13	0.41	0.61	0.83
市盈率(P/E)	49.55	81.31	27.09	18.04	13.23
市净率(P/B)	4.19	3.52	2.96	2.59	2.15
市销率(P/S)	5.80	3.72	2.39	1.84	1.50
EV/EBITDA	51.63	74.67	19.81	13.79	11.09

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	10.97元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,815.02
流通A股股本(百万股)	1,047.27
A股总市值(百万元)	19,910.80
流通A股市值(百万元)	11,488.61
每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	58.63
一年内最高/最低(元)	23.18/10.10

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-年报点评报告:短期业绩波动影响市场信心，长期成长仍值得期待》2018-04-03
- 2 《海能达-公司点评:订单延迟致业绩低于预期，增持彰显长期发展信心》2018-02-02
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	504.38	1,591.89	1,248.59	1,623.56	1,996.74	营业收入	3,435.50	5,351.53	8,323.95	10,823.70	13,311.61
应收账款	2,392.82	3,360.83	5,425.56	5,999.45	8,051.69	营业成本	1,751.03	2,834.12	4,356.13	5,662.86	6,969.75
预付账款	93.33	135.10	227.91	244.00	336.81	营业税金及附加	37.20	50.48	66.59	108.24	133.12
存货	887.55	1,699.74	1,930.37	2,788.69	3,019.44	营业费用	595.32	913.93	1,331.83	1,677.67	1,930.18
其他	176.92	268.76	237.97	259.06	259.29	管理费用	678.34	1,297.71	1,748.03	2,164.74	2,662.32
流动资产合计	4,055.00	7,056.33	9,070.40	10,914.76	13,663.97	财务费用	14.07	94.32	158.35	152.07	140.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	79.74	86.84	80.00	90.00	90.00
固定资产	1,161.64	1,443.36	1,728.47	1,854.23	1,973.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	211.25	426.06	218.42	127.37	0.00	投资净收益	3.14	9.11	10.00	10.00	10.00
无形资产	553.88	3,829.71	3,584.23	3,334.93	3,081.83	其他	(6.29)	(178.98)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
其他	826.37	1,174.37	1,016.05	920.48	851.22	营业利润	282.94	244.00	593.02	978.11	1,396.14
非流动资产合计	2,753.14	6,873.50	6,547.17	6,237.00	5,906.51	营业外收入	140.67	4.08	150.00	150.00	150.00
资产总计	6,808.14	13,929.83	15,617.57	17,151.76	19,570.48	营业外支出	4.05	1.47	2.00	2.00	2.00
短期借款	235.85	2,506.16	3,170.27	3,596.07	4,285.21	利润总额	419.56	246.62	741.02	1,126.11	1,544.14
应付账款	684.29	2,353.53	2,002.59	3,660.27	3,309.48	所得税	17.73	1.75	5.93	22.52	38.60
其他	624.15	1,309.16	1,459.80	1,607.98	1,913.04	净利润	401.83	244.86	735.10	1,103.59	1,505.54
流动负债合计	1,544.28	6,168.85	6,632.66	8,864.33	9,507.72	少数股东损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	363.22	1,628.49	1,748.81	237.37	334.04	归属于母公司净利润	401.83	244.86	735.10	1,103.59	1,505.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.22	0.13	0.41	0.61	0.83
其他	145.71	482.05	500.00	375.92	452.66						
非流动负债合计	508.93	2,110.54	2,248.81	613.29	786.69						
负债合计	2,053.21	8,279.40	8,881.48	9,477.62	10,294.42						
少数股东权益	0.00	0.25	0.25	0.25	0.25	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1,740.03	1,815.02	1,815.02	1,815.02	1,815.02	成长能力					
资本公积	1,988.07	2,678.99	3,080.06	3,080.06	3,402.28	营业收入	38.66%	55.77%	55.54%	30.03%	22.99%
留存收益	3,020.24	3,894.91	4,920.82	5,858.87	7,460.79	营业利润	45.41%	-13.76%	143.04%	64.94%	42.74%
其他	(1,993.40)	(2,738.74)	(3,080.06)	(3,080.06)	(3,402.28)	归属于母公司净利润	58.71%	-39.06%	200.21%	50.13%	36.42%
股东权益合计	4,754.93	5,650.43	6,736.09	7,674.14	9,276.06	获利能力					
负债和股东权益总	6,808.14	13,929.83	15,617.57	17,151.76	19,570.48	毛利率	49.03%	47.04%	47.67%	47.68%	47.64%
						净利率	11.70%	4.58%	8.83%	10.20%	11.31%
						ROE	8.45%	4.33%	10.91%	14.38%	16.23%
						ROIC	10.85%	8.32%	9.95%	11.20%	15.99%
						偿债能力					
						资产负债率	30.16%	59.44%	56.87%	55.26%	52.60%
						净负债率	14.26%	16.78%	33.83%	31.45%	41.28%
						流动比率	2.63	1.14	1.37	1.23	1.44
						速动比率	2.05	0.87	1.08	0.92	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	1.76	1.86	1.89	1.89	1.89
						存货周转率	4.38	4.14	4.59	4.59	4.58
						总资产周转率	0.60	0.52	0.56	0.66	0.72
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.13	0.41	0.61	0.83
						每股经营现金流	-0.22	-0.13	-0.65	1.11	-0.16
						每股净资产	2.62	3.11	3.71	4.23	5.11
						估值比率					
						市盈率	49.55	81.31	27.09	18.04	13.23
						市净率	4.19	3.52	2.96	2.59	2.15
						EV/EBITDA	51.63	74.67	19.81	13.79	11.09
						EV/EBIT	74.98	199.59	30.70	19.12	14.41

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