

海能达 (002583)

证券研究报告

2018年10月31日

业绩基本符合预期，盈利能力持续增强

事件: 公司发布 2018 年三季报, 前三季度收入 45.3 亿元, 同比增长 42.77%; 归属上市公司股东净利润 1.31 亿元, 同比增长 155.76%; 同时, 公司 2018 年业绩预告为 4.5 亿-5.7 亿元, 同比增长幅度为 83.78%~132.78%。

业绩基本符合预期, 收入持续快速增长, 未来业绩有望持续改善

公司 2018 前三季度营收 45.3 亿元, 增速 42.77%, 主要销售规模扩大, 剔除掉并表因素 (同比增加 9.27 亿元), 同比增长 33.64%, 快速增长源于: 1) 海外市场持续快速扩张; 2) 赛普乐和诺赛特并表; 3) 新产品新增贡献, 第三代融合指挥中心、宽窄带融合解决方案实现规模销售; 4) OEM 受益高端制造升级, 高速增长。整体来看, 数字产品、海外业务、新产品和 OEM 呈快速增长态势。

公司前三季度净利润 1.31 亿元, 同比增长 155.76%, 基本符合市场预期。同时, 公司预计 18 年净利润为 4.5 亿-5.7 亿元, 同比增长幅度为 83.78%~132.78%, 主要源于公司海外市场拓展较好, 销售收入保持较快增长, 主营产品毛利率保持稳定; 今年公司逐步推进精细化管理模式, 控制费用措施取得积极效果, 运营效率不断提高。根据预告值, 公司 Q4 可实现盈利 3.26~4.46 亿元, 也是公司历史上 Q4 季度最好业绩。可见, 公司经历暂时业绩波动后, 盈利能力在持续改善。

费用率下降, 受业务结构变化影响毛利率下降, 未来规模效应值得期待

从费用端来看, 前三季度费用率为 43%, 同比下降 6.89 个百分点。其中管理费用率 (包含研发费用) 为 22.9%, 同比下降 4.58 个百分点; 销售费用率 16.13%, 同比下降 4.45 个百分点; 财务费用率 3.97%, 同比提升 2.15 个百分点。整体来看, 公司管理和销售费用的控制初见成效, 但财务费用受有息负债产生利息费用, 预计短期 1-2 年仍将维持在高位 (预计 2 亿元以上)。

从毛利率看, 前三季度整体毛利率 44.94%, 同比下降 4.6 个百分点, 主要是公司业务结构变化所致, 其中 OEM 收入体量占比快速提升, 中报披露 OEM 业务收入达 7.7 亿元, 而 OEM 除了代工 PCBA, 还新增了代料, OEM 毛利率 19.78%, 同比下滑了 6.3 个百分点。中报显示, 剔除掉 OEM 及其他, 公司主营的终端和系统的毛利率为 54.3%, 同比增长 1 个百分点。

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, 导致公司短期三费较高。但是, 随着公司推进管理变革, 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, ERP、CRM、PLM 等项目的实施), 经营效率稳步提升, 费用率有望持续下降, 未来业绩改善值得期待。

专网“小华为”经历短期阵痛, 不改长期发展趋势。

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。因银行借款额度较大, 利息增加, 财务费用高企, 我们下调盈利预测, 将 2018-2020 年业绩从 6.04 亿、8.56 亿和 11.37 亿元, 下调为 5.5 亿、7.8 亿和 10.4 亿元, 18 年 PE 为 23x, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外市场扩张低于预期, 费用管控不及预期

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	6.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,815.73
流通 A 股股本(百万股)	1,051.40
A 股总市值(百万元)	12,474.08
流通 A 股市值(百万元)	7,223.11
每股净资产(元)	3.10
资产负债率(%)	59.98
一年内最高/最低(元)	23.18/6.20

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
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:新兴市场订单持续落地, 收入保持快速增长势头》 2018-09-10
- 2 《海能达-半年报点评:收入持续快速增长, 历尽风雨后的彩虹值得期待》 2018-08-21
- 3 《海能达-公司点评:高业绩解锁条件强化发展信心, 业绩改善值得期待》 2018-07-09

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	8,023.09	10,522.83	13,111.03
增长率(%)	38.66	55.77	49.92	31.16	24.60
EBITDA(百万元)	431.37	474.60	1,100.39	1,388.63	1,681.93
净利润(百万元)	401.83	244.86	549.01	781.03	1,037.73
增长率(%)	58.71	(39.06)	124.21	42.26	32.87
EPS(元/股)	0.22	0.13	0.30	0.43	0.57
市盈率(P/E)	31.04	50.94	22.72	15.97	12.02
市净率(P/B)	2.62	2.21	1.86	1.69	1.41
市销率(P/S)	3.63	2.33	1.55	1.19	0.95
EV/EBITDA	51.63	74.67	14.39	10.52	9.23

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	504.38	1,591.89	1,203.46	1,578.42	1,966.65
应收账款	2,392.82	3,360.83	5,553.71	6,138.33	8,429.48
预付账款	93.33	135.10	220.99	245.46	335.57
存货	887.55	1,699.74	1,861.18	2,803.27	3,007.03
其他	176.92	268.76	232.96	260.40	255.51
流动资产合计	4,055.00	7,056.33	9,072.29	11,025.88	13,994.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,161.64	1,443.36	1,728.47	1,854.23	1,973.47
在建工程	211.25	426.06	218.42	127.37	0.00
无形资产	553.88	3,829.71	3,584.23	3,334.93	3,081.83
其他	826.37	1,174.37	1,016.05	920.48	851.22
非流动资产合计	2,753.14	6,873.50	6,547.17	6,237.00	5,906.51
资产总计	6,808.14	13,929.83	15,619.46	17,262.89	19,900.75
短期借款	235.85	2,506.16	3,294.23	3,683.57	4,672.47
应付账款	684.29	2,353.53	1,919.57	3,677.77	3,294.59
其他	624.15	1,309.16	1,416.80	1,610.71	1,890.66
流动负债合计	1,544.28	6,168.85	6,630.60	8,972.05	9,857.73
长期借款	363.22	1,628.49	1,786.06	548.25	731.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.71	482.05	500.00	375.92	452.66
非流动负债合计	508.93	2,110.54	2,286.06	924.17	1,184.00
负债合计	2,053.21	8,279.40	8,916.67	9,896.22	11,041.72
少数股东权益	0.00	0.25	0.25	0.25	0.25
股本	1,740.03	1,815.02	1,815.73	1,815.73	1,815.73
资本公积	1,988.07	2,678.99	3,204.23	3,204.23	3,814.52
留存收益	3,020.24	3,894.91	4,886.81	5,550.69	7,043.05
其他	(1,993.40)	(2,738.74)	(3,204.23)	(3,204.23)	(3,814.52)
股东权益合计	4,754.93	5,650.43	6,702.79	7,366.67	8,859.03
负债和股东权益总	6,808.14	13,929.83	15,619.46	17,262.89	19,900.75

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

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,435.50	5,351.53	8,023.09	10,522.83	13,111.03
营业成本	1,751.03	2,834.12	4,273.10	5,597.34	6,972.36
营业税金及附加	37.20	50.48	64.18	84.18	104.89
营业费用	595.32	913.93	1,323.81	1,725.74	2,137.10
管理费用	678.34	1,297.71	1,604.62	2,083.52	2,595.98
财务费用	14.07	94.32	161.94	163.99	164.35
资产减值损失	79.74	86.84	80.00	90.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.14	9.11	10.00	10.00	10.00
其他	(6.29)	(178.98)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	282.94	244.00	525.44	788.06	1,056.34
营业外收入	140.67	4.08	30.00	15.00	10.00
营业外支出	4.05	1.47	2.00	2.00	2.00
利润总额	419.56	246.62	553.44	801.06	1,064.34
所得税	17.73	1.75	4.43	20.03	26.61
净利润	401.83	244.86	549.01	781.03	1,037.73
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	401.83	244.86	549.01	781.03	1,037.73
每股收益(元)	0.22	0.13	0.30	0.43	0.57

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

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