

海能达 (002583)

证券研究报告

2018年11月19日

ITC 裁决落地显全球实力，国内 PDT 新市场获突破

事件：公司公告，公司中标河北省警用数字集群（PDT）通信系统项目，合计金额 5802 万元。同时，公司新产品已得到美国国际贸易委员会的不侵权确认。

首次规模突破河北市场，雄安新区战略意义重大

此次河北公安厅 PDT 项目，主要为雄安新区、保定、沧州、冀中、定州五个地区建设 PDT 数字集群网络，基本实现上述区域的 PDT 数字集群网络全覆盖，并提供 PDT 终端产品。

1) 海能达本项目提供 3219 部手持终端，合计金额为 5802 万元，占公司 2017 年总营收的 1.08%，合同履行将对公司 19 年收入和利润产生积极影响；2) 本项目是公司首次规模性进入河北市场，利于提升公司市占率，同时反映公安专网通信由模拟到数字的升级仍在持续；3) 其中雄安新区为国家级新区，具有重要战略意义，对其他市场具有良好示范效应；4) 据河北省公共资源交易中心显示，此次公安厅 PDT 项目合计金额为 2.1 亿元左右，全国公安市场 PDT 渗透还有较大空间。

美国 ITC 裁决公司产品不侵权，自主技术过硬，持续大力推进国际化

此前摩托罗拉向 ITC 申请对出口美国的对讲机设备和系统、相关软件及其组件（涉嫌专利侵权）展开调查，现已得到 ITC 的不侵权确认，后续公司将继续深耕美国市场；其次，裁决结果将打消消费者顾虑，为公司持续开拓美国市场奠定坚实的基础；再次，在本次应诉过程中，公司能够快速开发出新产品，及时解决了本次专利争议的问题，也体现了公司强大的研发实力和快速响应能力，同时在持续的国际化道路中，不断加强合规化管理和知识产权的保护，进一步为公司的全球化发展夯实基础。

专网龙头仍在持续恢复市场信心，长期发展值得期待。

专网“小华为”经历短期阵痛，不改长期发展趋势。

我们认为，海能达去年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（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。预计公司 2018-2020 年净利润为 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：专利诉讼反复、合同签订不确定性，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	8,023.09	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	549.44	781.90	1,038.63
增长率(%)	58.71	(39.06)	124.39	42.31	32.83
EPS(元/股)	0.22	0.13	0.30	0.43	0.57
市盈率(P/E)	31.04	50.94	22.97	16.14	12.15
市净率(P/B)	2.62	2.21	1.88	1.71	1.42
市销率(P/S)	3.63	2.33	1.57	1.20	0.96
EV/EBITDA	51.63	74.67	14.51	10.61	9.30

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	8.84 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,837.22
流通 A 股股本(百万股)	1,049.64
A 股总市值(百万元)	16,241.03
流通 A 股市值(百万元)	9,278.79
每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	59.86
一年内最高/最低(元)	22.44/6.20

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	rongzhineng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海能达-季报点评:业绩基本符合预期，盈利能力持续增强》2018-10-31
- 《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
- 《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



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	3,272.37	3,660.95	4,649.08
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	6,608.75	8,949.43	9,834.34
长期借款	363.22	1,628.49	1,786.07	548.27	731.36
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	2,286.07	924.20	1,184.02
负债合计	2,053.21	8,279.40	8,894.81	9,873.63	11,018.36
少数股东权益	0.00	0.25	0.25	0.25	0.25
股本	1,740.03	1,815.02	1,837.22	1,837.22	1,837.22
资本公积	1,988.07	2,678.99	3,204.23	3,204.23	3,814.53
留存收益	3,020.24	3,894.91	4,887.18	5,551.79	7,044.92
其他	(1,993.40)	(2,738.74)	(3,204.23)	(3,204.23)	(3,814.53)
股东权益合计	4,754.93	5,650.43	6,724.65	7,389.26	8,882.39
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	401.83	244.86	549.44	781.90	1,038.63
折旧摊销	151.52	320.72	413.01	436.59	461.23
财务费用	14.13	98.92	161.50	163.10	163.43
投资损失	(3.14)	(9.11)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(1,565.81)	(637.49)	(2,643.21)	376.95	(2,656.04)
其它	597.61	(261.16)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(403.88)	(243.26)	(1,529.25)	1,748.53	(1,002.74)
资本支出	580.96	3,956.96	227.05	346.08	123.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,730.50)	(6,921.97)	(399.35)	(481.86)	(258.03)
投资活动现金流	(1,149.54)	(2,965.00)	(172.29)	(135.78)	(134.77)
债权融资	600.52	4,408.61	5,358.44	4,401.03	5,635.70
股权融资	2,102.99	617.17	445.70	(163.10)	446.86
其他	(1,189.38)	(735.27)	(4,491.02)	(5,475.72)	(4,556.83)
筹资活动现金流	1,514.13	4,290.50	1,313.11	(1,237.79)	1,525.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(39.29)	1,082.24	(388.43)	374.96	388.23

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	161.50	163.10	163.43
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	525.87	788.95	1,057.26
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	553.87	801.95	1,065.26
所得税	17.73	1.75	4.43	20.05	26.63
净利润	401.83	244.86	549.44	781.90	1,038.63
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	549.44	781.90	1,038.63
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	38.66%	55.77%	49.92%	31.16%	24.60%
营业利润	45.41%	-13.76%	115.52%	50.03%	34.01%
归属于母公司净利润	58.71%	-39.06%	124.39%	42.31%	32.83%
获利能力					
毛利率	49.03%	47.04%	46.74%	46.81%	46.82%
净利率	11.70%	4.58%	6.85%	7.43%	7.92%
ROE	8.45%	4.33%	8.17%	10.58%	11.69%
ROIC	10.85%	8.32%	9.10%	9.22%	12.52%
偿债能力					
资产负债率	30.16%	59.44%	56.95%	57.20%	55.37%
净负债率	14.26%	16.78%	33.89%	31.57%	43.84%
流动比率	2.63	1.14	1.37	1.23	1.42
速动比率	2.05	0.87	1.09	0.92	1.12
营运能力					
应收账款周转率	1.76	1.86	1.80	1.80	1.80
存货周转率	4.38	4.14	4.51	4.51	4.51
总资产周转率	0.60	0.52	0.54	0.64	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.13	0.30	0.43	0.57
每股经营现金流	-0.22	-0.13	-0.84	0.96	-0.55
每股净资产	2.62	3.11	3.66	4.02	4.83
估值比率					
市盈率	31.04	50.94	22.97	16.14	12.15
市净率	2.62	2.21	1.88	1.71	1.42
EV/EBITDA	51.63	74.67	14.51	10.61	9.30
EV/EBIT	74.98	199.59	23.22	15.48	12.82

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