

海能达: H1 利润大幅增长, 现金流较去年同期大幅转正, 持续看好下半年业绩稳增 买入 (维持)

2019 年 08 月 25 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 6,935 | 9,684 | 12,510 | 15,637 |
| 同比 (%) | 29.6% | 39.6% | 29.2% | 25.0% |
| 归母净利润 (百万元) | 477 | 815 | 935 | 1,019 |
| 同比 (%) | 94.7% | 70.9% | 14.7% | 8.9% |
| 每股收益 (元/股) | 0.26 | 0.44 | 0.51 | 0.55 |
| P/E (倍) | 38.34 | 22.43 | 19.55 | 17.95 |

投资要点

- **事件:** 2019 年上半年实现营业收入 27.06 亿元, 同比下降 11.42%; 归属上市公司股东的净利润为 2,170.57 万元, 同比增长 176.03%; 其中 2019 年第 2 季度, 实现营业收入 16.14 亿元, 较去年同期同比下降 11.88%, 实现归母净利润 1.22 亿元, 较去年同比增长 8.69%。
- **现金流改善明显, 较去年同期大幅转正:** 2019 年上半年经营活动产生的现金流净额为 5.94 亿元, 同比增长 182.31%, 占总收入的比例为 116.63%, 较去年同期大幅提升。
- **研发支出下滑, 但结构性研发支出依然稳定:** 2019 年上半年发生研发支出 4.53 亿元, 较去年同期下滑 14.41%, 但是从研发支出占收比的角度来看, 上半年研发支出占收比为 16.74%, 与去年上半年 (17.32%) 下降 0.58pp。我们认为, 虽然上半年研发支出较去年同期下滑幅度较大, 从结构性投资角度来看, 研发支出占收比稳定, 因此, 我们认为海能达的研发支出力度将继续保持稳定, 稳定保持产品及市场前瞻性。
- **立足国内优势, 拓展海外市场:** 持续利用 PDT 领域优势, 继续推动国内公安 PDT 网络建设及应用扩展, 同时 DMR 作为众多高端行业的首选, 未来将持续聚焦行业解决方案, 加大销售力度及渠道覆盖, 继续保持 DMR 销售收入的高速增长进一步加强业务整合, 提升公司在 TETRA 领域的市场竞争力, 拓展欧洲及其他地区的 TETRA 市场, 提高全球公共安全、公用事业等行业市场占有率。
- **盈利预测与评级:** 我们持续看好海能达业绩稳健增长趋势, 我们预计 2019-2021 年营业收入分别实现 96.84 亿元、125.10 亿元以及 156.37 亿元, EPS 分别为 0.44 元、0.51 元和 0.55 元, 对应的 PE 估值分别为 22.43/19.55/17.95X, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 专网市场需求不及预期风险; 产品研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 9.95 |
| 一年最低/最高价 | 6.17/12.29 |
| 市净率(倍) | 3.01 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10423.76 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 3.31 |
| 资产负债率(%) | 58.81 |
| 总股本(百万股) | 1837.22 |
| 流通 A 股(百万股) | 1047.61 |

相关研究

- 1、《海能达 (002583): 海能达: 精细化管理效果初现, 一季度亏损同比收窄》2019-04-24
- 2、《海能达 (002583): 海能达: 核心业务驱动业绩稳健增长, 海外市场业绩贡献逐渐显现》2019-04-02
- 3、《海能达 (002583): 预中标中国移动项目订单, 专网通信龙头加速市场份额扩张》2019-02-11

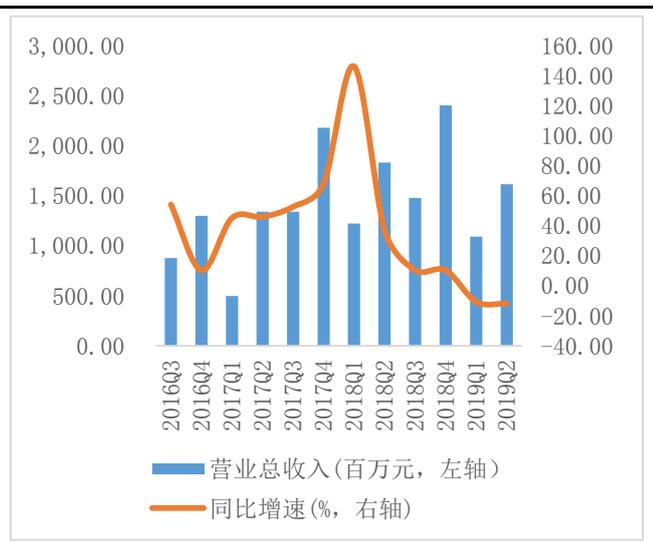
1. 2019 年上半年财务情况分析

2019 年上半年实现营业收入 27.06 亿元，同比下降 11.42%；归属上市公司股东的净利润为 2,170.57 万元，同比增长 176.03%；其中 2019 年第 2 季度，实现营业收入 16.14 亿元，较去年同期同比下降 11.88%，实现归母净利润 1.22 亿元，较去年同比增长 8.69%。

上半年营业收入有所下降，利润大幅增长，我们认为主要原因为：

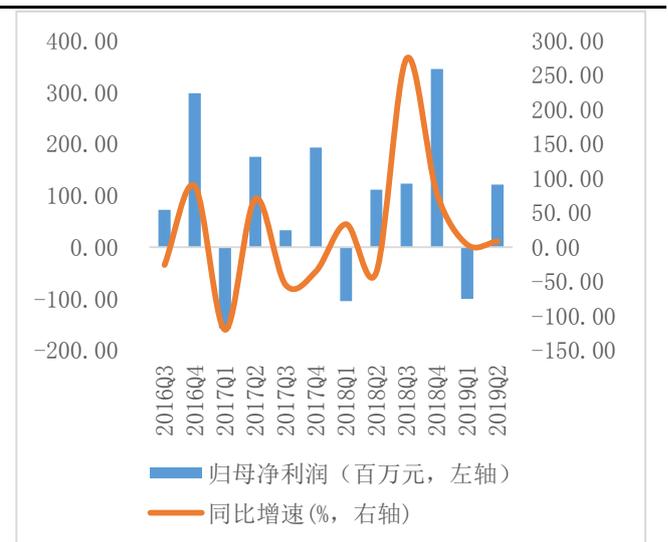
- 1、全球专网业务稳步拓展，持续深入整合海外子公司，大项目订单达到历史同期最好。
- 2、精细化运营效果显著，销售费用和管理费用明显下降，财务管控水平显著。
- 3、季节性收入的影响。

图 1：单季度营业总收入（百万元）及同比增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：单季度归母净利润（百万元）及同比增速（%）

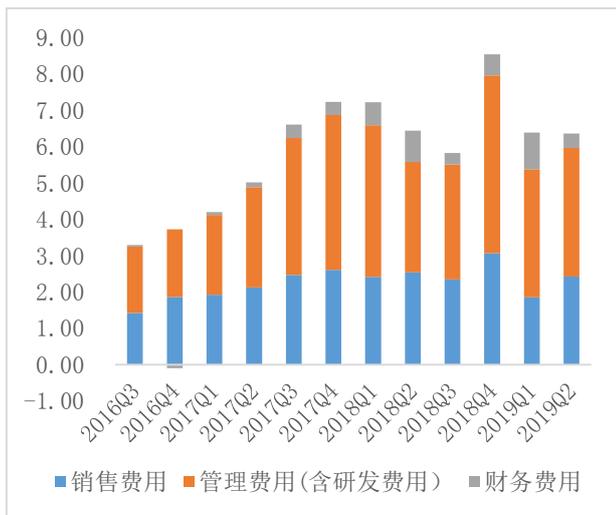


数据来源：wind，东吴证券研究所

精细化运营效果逐现，三大费用稳步减少，2019 年上半年，发生销售费用 4.29 亿元，同比下降 13.44%；发生管理费用（不含研发费用）3.46 亿元，同比下降 4.29%；发生财务费用 1.40 亿元，同比下降 5.50%。从单季度来看，第 2 季度管理费用（含研发费用）为 3.54 亿元，较第 1 季度环比上涨 0.57%，发生销售费用 2.43 亿元，较第一季度环比上涨 30.65%；

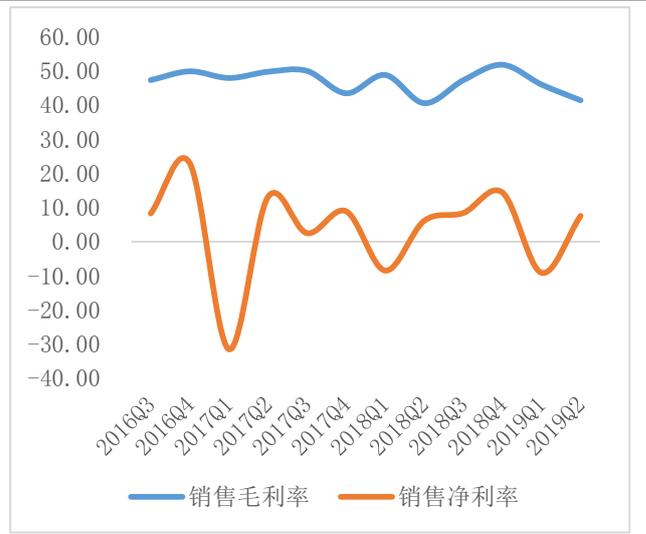
2019 年上半年毛利率实现 43.22%，较去年同期下降 0.6pp。下降的主要原因为专业无线通信设备产品营收下滑，使产品毛利下滑 2.37pp。从单季度角度来看，2019 年第 2 季度毛利率为 41.35%，较第 1 季度下滑 4.62pp。我们认为收入的季节性变动影响产品毛利率，随着下半年收入的逐步确认，海能达产品毛利将继续保持稳中向好的趋势。

图 3：海能达三大费用（单季度，亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

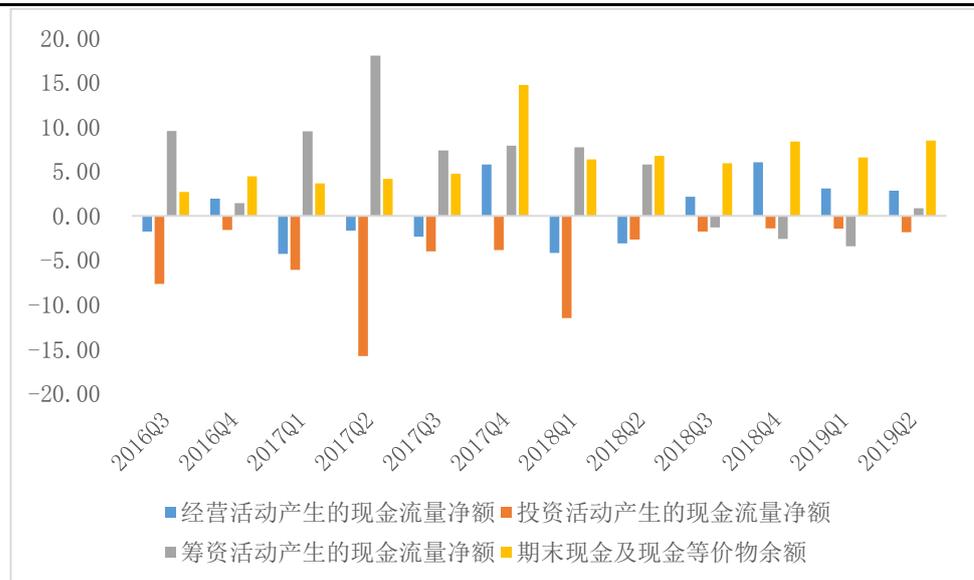
图 4：销售毛利率及销售净利率（单季度，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

现金流改善明显，较去年同期转正：2019 年上半年经营活动产生的现金流净额为 5.94 亿元，较去年同比增长 182.31%，占总收入的比例为 116.63%，较去年同期大幅提升。

图 5：单季度现金流情况（亿元）



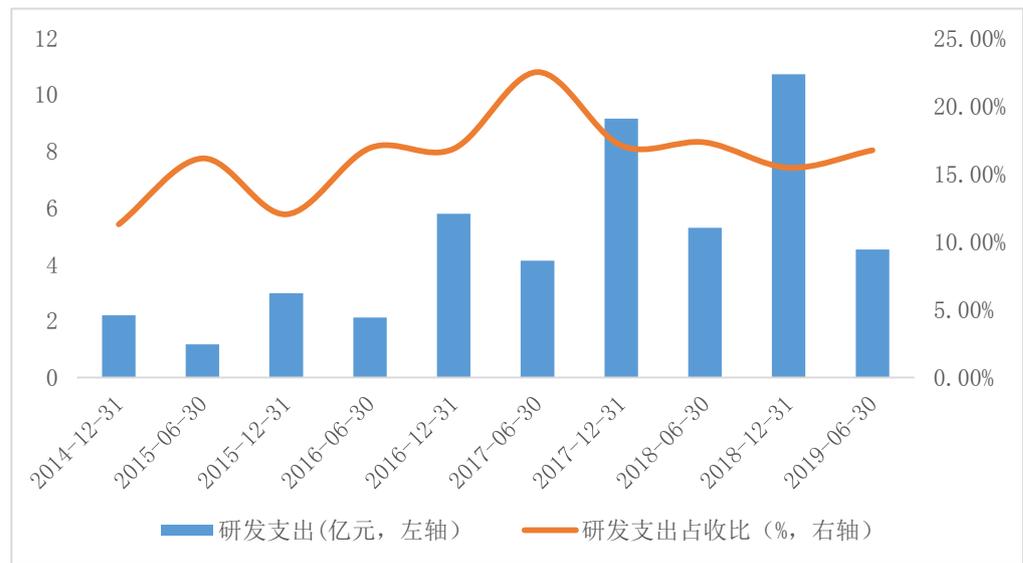
数据来源：wind，东吴证券研究所

作为全球专网行业的领先企业，大力投入宽带专网技术研发，目前推出的宽带智慧专网集群综合解决方案可实现多种制式窄带专网系统与宽带专网集群系统的互联互通及平滑过渡。

2019 年上半年发生研发支出 4.53 亿元，较去年同期下滑 14.41%，但是从研发支出占收比的角度来看，上半年研发支出占收比为 16.74%，与去年上半年（17.32%）下降 0.58pp。我们认为，虽然上半年研发支出较去年同期下滑幅度较大，从结构性投资角度

来看，研发支出占收比稳定，我们认为海能达的研发支出力度将继续保持稳定，稳定保持产品及市场前瞻性。

图 6：研发支出（亿元）及研发支出占收比（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 立足国内优势行业和市场，拓展海外市场

持续利用 PDT 领域优势，继续推动国内公安 PDT 网络建设及应用扩展，提升公司大项目的攻单和交付能力，进一步扩大国内公共安全领域市场份额。

目前，DMR 产品推广销售已进入良性扩展阶段，已成为众多高端行业的首选，未来将持续聚焦行业解决方案，加大销售力度及渠道覆盖，继续保持 DMR 销售收入的高速增长进一步加强业务整合，提升公司在 TETRA 领域的市场竞争力，拓展欧洲及其他地区的 TETRA 市场，提高全球公共安全、公用事业等行业市场占有率。借助数字产品的优势，拉动宽窄带融合产品、综合指挥调度中心及卫星通信的快速增长。

以渠道作为业务基础、争取更多项目的理念，扩大渠道覆盖，强化大项目营销能力，实现关键领域的项目突破，继续提升整体解决方案能力，成为全球领先的专业通信解决方案提供商。

3. 盈利预测与评级

我们持续看好海能达业绩稳健增长趋势，我们预计 2019-2021 年营业收入分别实现 96.84 亿元、125.10 亿元以及 156.37 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.51 元和 0.55 元，对应的 PE 估值分别为 22.43/19.55/17.95X，我们维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、中美贸易摩擦加剧风险；
- 2、专网市场需求不及预期风险；
- 3、海外市场拓展进程不及预期风险；

海能达三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 7534 | 12454 | 14801 | 17438 | 营业收入 | 6935 | 9684 | 12510 | 15637 |
| 现金 | 1103 | 5000 | 5100 | 5200 | 减:营业成本 | 3654 | 5515 | 7234 | 9209 |
| 应收账款 | 4147 | 3184 | 4113 | 5141 | 营业税金及附加 | 53 | 82 | 106 | 133 |
| 存货 | 1918 | 3778 | 4955 | 6307 | 营业费用 | 1038 | 1453 | 1876 | 2346 |
| 其他流动资产 | 366 | 492 | 633 | 790 | 管理费用 | 1001 | 1570 | 1991 | 2457 |
| 非流动资产 | 7436 | 8010 | 8449 | 8914 | 财务费用 | 238 | 266 | 300 | 347 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -229 | 130 | 180 | 230 |
| 固定资产 | 2037 | 2698 | 3221 | 3767 | 加:投资净收益 | 0 | 30 | 30 | 30 |
| 在建工程 | 596 | 389 | 357 | 377 | 其他收益 | -669 | 147 | 144 | 141 |
| 无形资产 | 3512 | 3424 | 3340 | 3259 | 营业利润 | 511 | 846 | 996 | 1087 |
| 其他非流动资产 | 1292 | 1499 | 1531 | 1511 | 加:营业外净收支 | 6 | 40 | 20 | 20 |
| 资产总计 | 14970 | 20464 | 23251 | 26353 | 利润总额 | 517 | 886 | 1016 | 1107 |
| 流动负债 | 6432 | 11483 | 13866 | 16531 | 减:所得税费用 | 41 | 71 | 81 | 89 |
| 短期借款 | 3659 | 5532 | 6078 | 6646 | 少数股东损益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1918 | 3173 | 4162 | 5298 | 归属母公司净利润 | 477 | 815 | 935 | 1019 |
| 其他流动负债 | 855 | 2779 | 3626 | 4587 | EBIT | 1437 | 1181 | 1416 | 1604 |
| 非流动负债 | 2424 | 2454 | 2484 | 2514 | EBITDA | 1846 | 1487 | 1772 | 2012 |
| 长期借款 | 937 | 937 | 937 | 937 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1487 | 1517 | 1547 | 1577 | 重要财务与估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 8855 | 13937 | 16350 | 19044 | 每股收益(元) | 0.26 | 0.44 | 0.51 | 0.55 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(元) | 3.33 | 3.55 | 3.76 | 3.98 |
| 归属母公司股东权益 | 6115 | 6527 | 6901 | 7308 | 发行在外股份(百万股) | 1837 | 1837 | 1837 | 1837 |
| 负债和股东权益 | 14970 | 20464 | 23251 | 26353 | ROIC(%) | 12.3% | 8.5% | 9.0% | 9.6% |
| | | | | | ROE(%) | 7.8% | 12.5% | 13.6% | 13.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 47.3% | 43.0% | 42.2% | 41.1% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 6.9% | 8.4% | 7.5% | 6.5% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 59.2% | 68.1% | 70.3% | 72.3% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 29.6% | 39.6% | 29.2% | 25.0% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 94.7% | 70.9% | 14.7% | 8.9% |
| | | | | | P/E | 38.34 | 22.43 | 19.55 | 17.95 |
| | | | | | P/B | 2.99 | 2.80 | 2.65 | 2.50 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.70 | 21.67 | 19.54 | 18.55 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

