

控费提效显成果，迎接宽带专网大时代

增持|维持

——2019年半年报点评

事件：

2019年8月25日，公司发布2019年半年报，2019年上半年实现收入27.06亿元，同比下降11.42%；实现归母净利润2170.57万元，同比增长176.03%。

点评：

● 结算影响以及OEM客户业务季节性回落导致收入下滑

上半年收入低于预期，主要原因是受结算影响以及部分OEM客户业务季节性回落。细分来看，终端业务实现收入11.69亿元，同比减少8.27%，对应毛利率51.80%，较2018H1减少5.75pct；系统业务实现收入7.99亿元，同比减少6.16%，对应毛利率52.19%，较2018H1增加2.69pct；OEM业务实现收入7.38亿元，同比减少20.56%，对应毛利率19.90%，较2018H1增加0.12pct。公司总体业务毛利率达到43.22%，较2018上半年43.82%的毛利率水平有小幅下滑。

● 控费提效成果显著，费用和现金流改善明显

从2018年开始，公司持续开展精细化运营，效果明显，现金流和费用率明显改善。上半年经营性现金流净额5.94亿元，较2018上半年-7.22亿元改善明显，且连续四个季度保持经营性现金流为正。费用方面同比均有所减少，销售费用4.29亿元，同比减少13.44%；管理费用3.46亿元，同比减少4.26%；财务费用1.4亿元，同比减少5.5%；研发投入4.53亿元，同比减少14.41%。

● 并购效果逐渐显现，海外市场进展顺利

上半年海外实现收入16.07亿元，与2018年上半年基本持平。核心原因在于与海外子公司整合持续深入，不断提升了海外市场份额。报告期内公告的大项目订单达历史同期最好水平，公告合同总金额接近10亿元，较去年同期取得大幅增长。其中海外市场表现靓丽，在东南亚、拉美、欧洲等地区陆续中标大单。

● 宽带专网趋势渐明，研发成果初步体现

新场景、新需求驱动专网宽带化，直接带动专网通信市场规模逾千亿元。公司持续投入专网宽带化，卡位优势明显。目前宽窄带融合产品实现量产交付，第三代融合指挥中心在省市部署应用，交付产品市场反响良好。我们认为公司有望在宽带专网时代迈入新的台阶。

● 投资建议与盈利预测

公司作为专网领域的龙头企业，从2018年开始持续进行精细化管理，费用率和现金流指标明显改善。同时，海外收购公司与母公司协同效应逐渐显现，陆续在地铁、公共安全领域中标大单。此外，公司宽窄带融合产品和第三代融合指挥中心陆续贡献收入，在专网宽带化的趋势下，公司发展有望迈入新的台阶。参考公司半年报数据，我们下调公司收入和净利润，预计2019-2021年公司收入分别为77.72亿、93.26亿、115.23亿，归母净利润分别为6.73亿、9.1亿、11.07亿元，对应EPS 0.37、0.5、0.6，对应当前股价的PE分别为27.2、20.1、16.5倍，给予公司“增持”评级，目标价12.25元。

当前价/目标价：9.95元/12.25元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：11.75 / 6.39

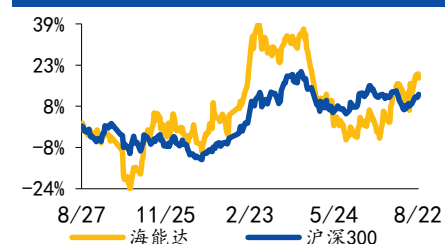
A股流通股（百万股）：1047.61

A股总股本（百万股）：1837.22

流通市值（百万元）：10423.76

总市值（百万元）：18280.34

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-海能达(002583)2018年年报点评：精细化管理显成效，现金流明显改善》2019.04.03

《国元证券公司研究-海能达(002583)：收入继续高速增长，全球竞争力日益显现》2017.08.28

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020115080058

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

● **风险提示**

专网通信竞争加剧的风险；宽带业务拓展不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5351.53	6934.53	7771.97	9326.36	11522.52
收入同比 (%)	55.77	29.58	12.08	20.00	23.55
归母净利润(百万元)	244.86	476.81	672.53	909.54	1107.46
归母净利润同比(%)	-39.06	94.72	41.05	35.24	21.76
ROE (%)	4.33	7.80	9.87	11.95	12.90
每股收益 (元)	0.13	0.26	0.37	0.50	0.60
市盈率(P/E)	74.66	38.34	27.18	20.10	16.51

资料来源：Wind,国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7056.33	7533.74	8358.30	10516.08	13093.98
现金	1591.89	1103.26	1266.14	2235.26	3296.07
应收账款	3218.69	3883.26	4319.90	5004.75	5966.00
其他应收款	142.14	142.33	196.78	223.36	274.71
预付账款	135.10	109.81	117.30	131.75	150.17
存货	1699.74	1917.53	2147.09	2548.68	3024.08
其他流动资产	268.76	377.56	311.09	372.28	382.94
非流动资产	6873.50	7436.30	7262.34	7160.10	7060.95
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1443.36	1440.63	1615.15	1623.61	1548.89
无形资产	3390.03	3511.53	3424.43	3329.31	3258.19
其他非流动资产	2040.11	2484.13	2222.76	2207.18	2253.88
资产总计	13929.83	14970.04	15620.64	17676.18	20154.93
流动负债	6168.85	6431.71	6220.31	6903.16	7671.13
短期借款	2506.16	3087.37	2550.87	2656.00	2648.69
应付账款	1587.30	1917.63	2247.76	2698.99	3340.89
其他流动负债	2075.39	1426.71	1421.68	1548.16	1681.56
非流动负债	2110.54	2423.53	2583.79	3160.82	3898.55
长期借款	1628.49	936.63	1236.63	1936.63	2736.63
其他非流动负债	482.05	1486.90	1347.16	1224.19	1161.92
负债合计	8279.40	8855.25	8804.10	10063.98	11569.69
少数股东权益	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
股本	1815.02	1837.22	1837.22	1837.22	1837.22
资本公积	2678.99	2758.83	2758.83	2758.83	2758.83
留存收益	1215.92	1647.33	2255.56	3061.23	4029.46
归属母公司股东权益	5650.18	6114.54	6816.29	7611.95	8585.00
负债和股东权益	13929.83	14970.04	15620.64	17676.18	20154.93

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-243.26	96.83	991.87	893.41	1007.17
净利润	244.86	476.80	672.53	909.54	1107.46
折旧摊销	320.72	447.90	374.41	402.56	408.74
财务费用	94.32	237.64	281.39	280.00	299.36
投资损失	-9.11	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-955.67	-1135.46	-285.90	-734.16	-855.82
其他经营现金流	61.62	69.95	-50.57	35.47	47.43
投资活动现金流	-2965.00	-1731.47	-115.73	-235.98	-234.12
资本支出	1434.47	1792.13	0.00	0.00	0.00
长期投资	-94.83	0.00	0.20	-0.07	0.02
其他投资现金流	-1625.36	60.66	-115.53	-236.05	-234.10
筹资活动现金流	4290.50	967.26	-713.26	311.70	287.77
短期借款	2270.31	581.21	-536.50	105.14	-7.32
长期借款	1265.28	-691.86	300.00	700.00	800.00
普通股增加	75.00	22.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	690.91	79.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-11.00	975.87	-476.76	-493.43	-504.92
现金净增加额	1026.80	-635.54	162.88	969.13	1060.81

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5351.53	6934.53	7771.97	9326.36	11522.52
营业成本	2834.12	3654.21	4189.36	5067.41	6257.23
营业税金及附加	50.48	53.26	54.40	60.62	80.66
营业费用	913.93	1037.72	1111.39	1305.69	1590.11
管理费用	597.71	752.70	777.20	951.29	1255.95
研发费用	700.00	773.94	780.00	860.00	1000.00
财务费用	94.32	237.64	281.39	280.00	299.36
资产减值损失	86.84	171.84	82.35	92.22	102.60
公允价值变动收益	0.00	1.06	0.53	0.62	0.66
投资净收益	9.11	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	244.01	511.23	720.78	961.38	1159.50
营业外收入	4.08	9.45	9.00	9.15	9.10
营业外支出	1.47	3.34	2.72	2.92	2.86
利润总额	246.62	517.34	727.06	967.60	1165.75
所得税	1.75	40.53	54.53	58.06	58.29
净利润	244.86	476.80	672.53	909.54	1107.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	244.86	476.81	672.53	909.54	1107.46
EBITDA	659.05	1196.77	1376.58	1643.93	1867.60
EPS (元)	0.13	0.26	0.37	0.50	0.60

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	55.77	29.58	12.08	20.00	23.55
营业利润 (%)	-14.01	109.52	40.99	33.38	20.61
归属母公司净利润 (%)	-39.06	94.72	41.05	35.24	21.76
获利能力					
毛利率 (%)	47.04	47.30	46.10	45.67	45.70
净利率 (%)	4.58	6.88	8.65	9.75	9.61
ROE (%)	4.33	7.80	9.87	11.95	12.90
ROIC (%)	4.01	6.56	8.73	10.46	11.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.44	59.15	56.36	56.94	57.40
净负债比率 (%)	53.25	51.90	48.39	50.66	50.82
流动比率	1.14	1.17	1.34	1.52	1.71
速动比率	0.86	0.86	0.99	1.14	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.48	0.51	0.56	0.61
应收账款周转率	1.82	1.81	1.75	1.85	1.94
应付账款周转率	2.56	2.09	2.01	2.05	2.07
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.26	0.37	0.50	0.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.13	0.05	0.54	0.49	0.55
每股净资产 (最新摊薄)	3.08	3.33	3.71	4.14	4.67
估值比率					
P/E	74.66	38.34	27.18	20.10	16.51
P/B	3.24	2.99	2.68	2.40	2.13
EV/EBITDA	34.46	18.97	16.50	13.81	12.16

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188