

海能达：三季度收入高增长，盈利短期下滑 不扰长期向上，持续看好业绩稳增 买入（维持）

2019年10月28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）	38.42	22.48	19.59	17.98

投资要点

- **事件：**2019年前三季度实现营业收入49.20亿元，同比增长8.58%，实现归母净利润1.09亿元，同比下滑17.20%。其中第三季度实现营业收入22.14亿元，同比增长49.94%，实现归母净利润0.87亿元，同比下滑29.49%。
- **三季度营业收入符合预期，业绩拐点已现。**业绩增长的主要原因为：首先指挥车以及EMS业务收入增长迅速。其次海外业务进一步拓展，融合并购公司，稳固核心竞争力，提升市场占有率；截止到第三季度，全年国内外订单合同创历史新高；但是EMS以及指挥车业务毛利率较低的产品收入提升，使得2019年第三季度销售毛利率39.74%较2018年第三季度47.24%下降7.5pp，同时一次性费用支出拖累整体盈利，随着人员架构的稳定以及诉讼事宜的处理，发生大额一次性费用支出可能性的概率不断减小，我们认为业绩稳定向上的趋势将继续保持。
- **业绩信心十足，储贷力度不断加大：**2019年前三季度预付账款为2.19亿元，同比增长8.67%，占资产的比例为1.43%，较2018年年末提升0.7pp；存货为22.91亿元，同比增长10.77%，占资产的比例为14.94%，较2018年年末提升2.13pp。
- **核心技术持续领先，海外市场布局稳步拓展：**持续加大对入宽带专网技术等核心技术研发，2019年前三季度发生研发支出5.93亿元，同比增加14.04%。当前“一带一路”等海外国家专网通信需求强劲，潜在市场空间很大，海能达凭借领先的技术受益以及产品优势在欧洲以及拉美、非洲等新型市场不断取得突破。
- **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22.48/19.59/17.98X，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)	9.97
一年最低/最高价	6.79/12.29
市净率(倍)	2.97
流通A股市值(百万元)	10444.71

基础数据

每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	59.76
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：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》2019-08-26
- 2、《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
- 3、《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

1. 营收稳步向上，一次性费用拖累整体利润

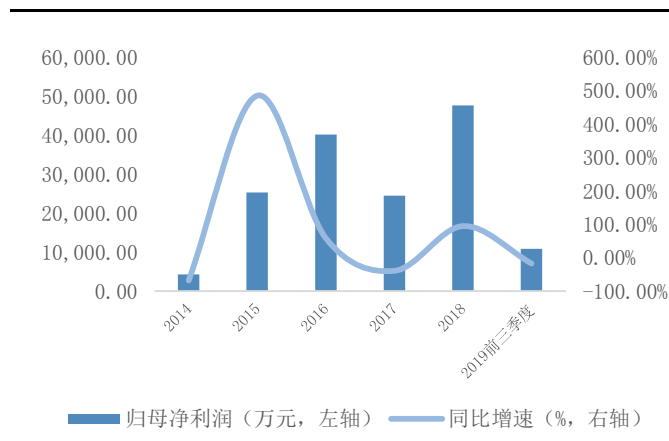
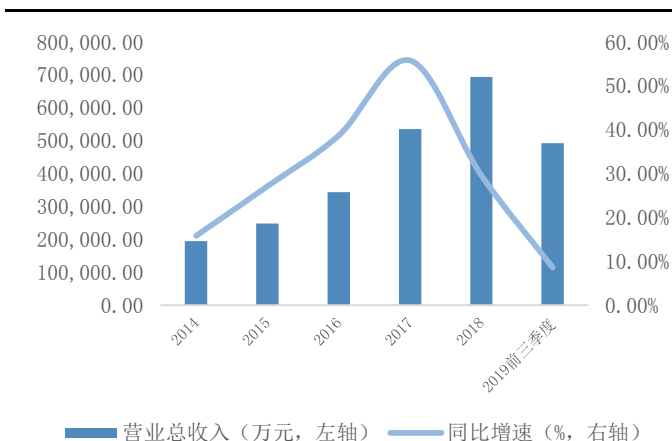
2019年前三季度实现营业收入49.20亿元，同比增长8.58%，实现归母净利润1.09亿元，同比下滑17.20%。其中第三季度实现营业收入22.14亿元，同比增长49.94%，实现归母净利润0.87亿元，同比下滑29.49%。

营业收入符合预期，业绩实现稳步增长；首先是海外业务进一步拓展，进一步融合并购公司，稳固核心竞争力，提升市场占有率。其次，指挥车以及EMS业务收入增长迅速；最后，前三季度国内大项目订单创历史新高，截止第3季度末，全年国内外公告合同金额超10亿元，较上年同期大幅提升；当前海能达营收达到拐点，业绩向上趋势有望继续保持。

盈利不及预期的主要原因为奖金以及法务等一次性费用拖累整体利润。

图1：营业总收入（万元）及同比增速（%）

图2：归母净利润（万元）及同比增速（%）

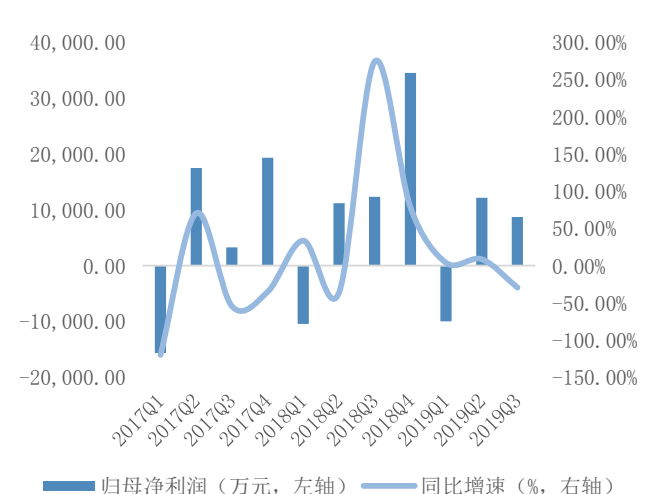
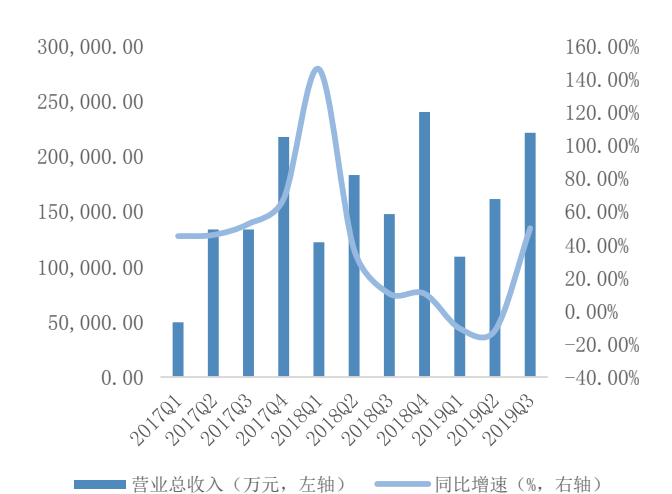


数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：单季度营业总收入（万元）及同比增速（%）

图4：单季度归母净利润（万元）及同比增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

2019年第三季度销售毛利率实现39.74%，较2018年第三季度47.24%下降7.5pp。2019年前三季度销售毛利率为41.65%，较2018年第三季度44.94%下降3.29pp。毛利率下滑的主要原因为指挥车以及EMS低毛利产品收入占比提升，拉低整体综合毛利。

第三季度费用支出增加，一次性费用是主要原因。2019年第三季度发生管理费用(含研发费用2.33亿元)4.68亿元，环比上涨32.20%，其中管理费用(不含研发费用)为2.35亿元，环比上涨13.24%，同比上涨50.74%。主要原因是同期奖金及法务费用增加所致。发生销售费用2.75亿元，环比上涨13.17%，主要原因为销售规模的增大。

图5：销售毛利率及销售净利率（单季度，%）

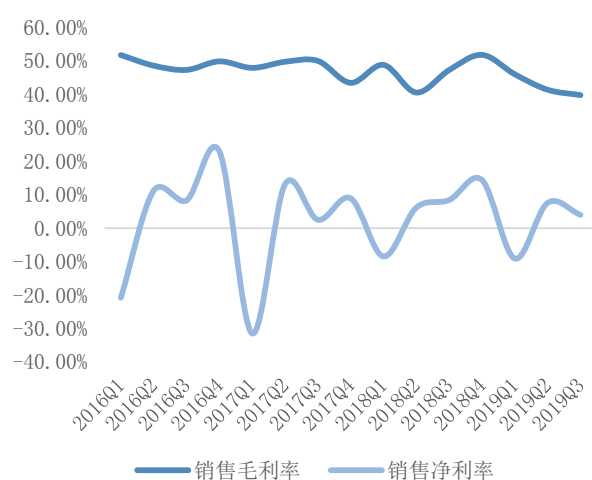
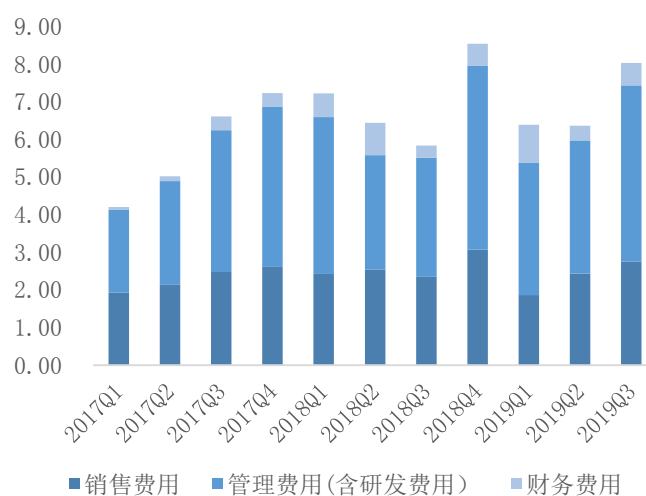


图6：三大费用（单季度，万元）



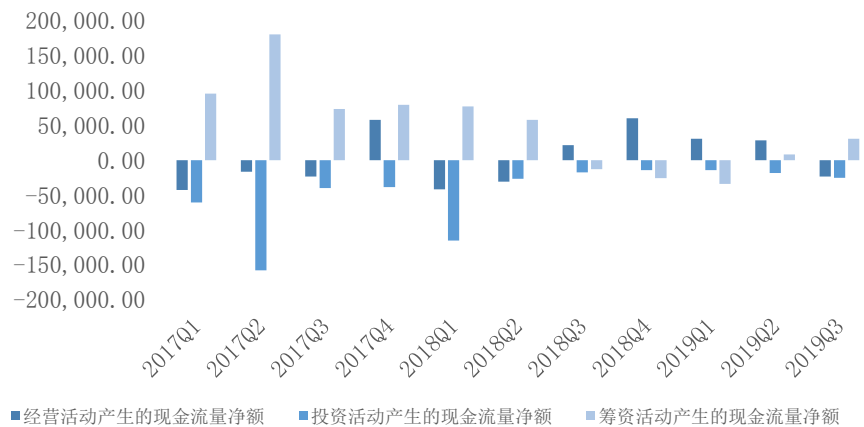
数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

现金流单季度承压，良性发展是长期趋势：2019年第三季度现金流净额为-1.67亿元，其中经营活动现金流净额为-2.31亿元，同比下滑207.19%，下滑的主要原因为，备货储备力度加大以及支付给员工的奖金增加。投资活动现金流净额为-2.50亿元，同比下滑43.24%。

前三季度经营现金流明显改善：从前三季度来看，经营活动产生的现金流量净额比去年同期增加8.69亿元，上升171.71%，主要原因是年内海能达加强销售回款管理，收到的销售回款增加所致。

图 7：海能达现金流情况（万元）

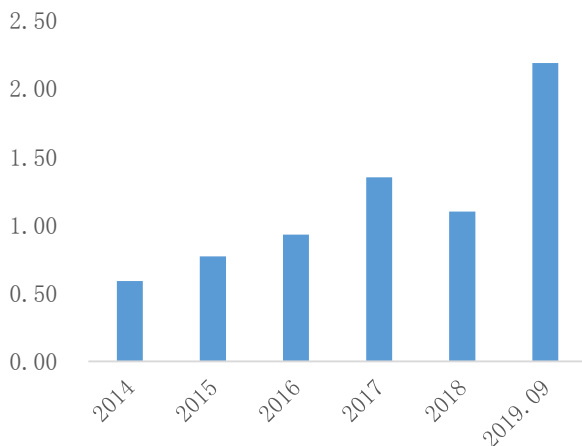


数据来源：Wind，东吴证券研究所

储货力度加大，业绩信心与战略性考虑兼具：2019 年前三季度预付账款为 2.19 亿元，同比增长 8.67%，占资产的比例为 1.43%，较 2018 年年末提升 0.7pp；存货为 22.91 亿元，同比增长 10.77%，占资产的比例为 14.94%，较 2018 年年末提升 2.13pp。

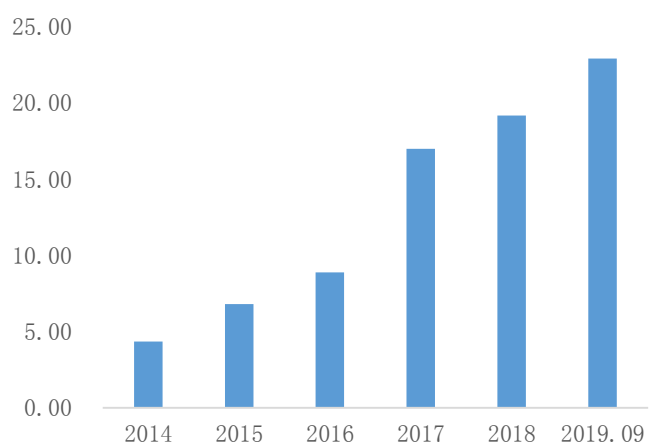
储货力度加大的主要原因为：前三季度订单创历史新高，同时考虑到外部因素的干扰，保证紧急情况下，运营保持正常。

图 7：海能达预付账款情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：海能达存货情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

总的来看，前三季度营业收入符合预期，一次性费用拖累整体盈利，但是业绩经营趋势稳步向上，营业收入增长趋势将继续保持。同时随着人员架构的稳定以及诉讼事宜的处理，发生大额一次性费用支出可能性的概率不断减小，我们持续看好业绩稳步发展。

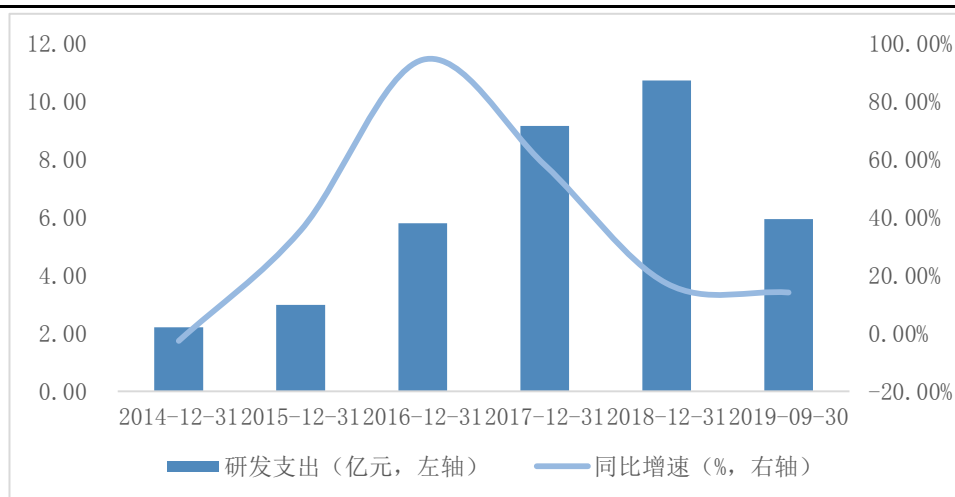
2. 聚焦专网通信核心业务，积极拓展海外市场

经过多年持续布局，海能达目前已经成长为全球为数不多的掌握关键数字无线集群

通信技术，并能同时提供 TETRA、PDT、DMR、宽带集群、卫星通信等全系列标准产品的专网通信设备商，逐步构建了完善的从窄带到宽带，从终端产品到系统应用，从语音到数据、再到视频的全系列产品布局。海能达始终坚持应客户所需，聚焦专网通信核心业务，专注效率效益提升。

加大研发支出，核心优势稳定保持：持续加大对入宽带专网技术等核心技术研发，2019 年前三季度发生研发支出 5.93 亿元，同比增加 14.04%。

图 7：海能达研发支出情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外市场持续发力，一带一路业务拓展顺利：当前“一带一路”专网通信需求强劲，潜在市场空间很大，海能达凭借领先的技术受益以及产品优势在欧洲以及拉美、非洲等新型市场不断取得突破。

海能达将凭借业界领先的核心技术、覆盖全球的营销网络、全球领先的产品布局，进一步提升核心产品竞争力，拓展海外的市场份额，持续为全球客户提供智慧融合的专网通信解决方案。

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 22.48/19.59/17.98X，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	38.42	22.48	19.59	17.98
					P/B	3.00	2.81	2.65	2.51
					EV/EBITDA	14.72	21.69	19.56	18.57

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>

