

# 海能达 (002583)

证券研究报告

2020年02月04日

## 荷兰项目实现关键交付，全球竞争力进一步提升

**事件：**近期公司公告，1) 预计 2019 年归属于上市公司股东的净利润为 4.8 亿-5.8 亿元，同比增长 0.67%-21.64%；2) 荷兰项目进展，由 HMF 承建的 Tetra 基站系统向荷兰现有指挥系统的迁移服务已基本完成，系统正式全面上线并投入使用。

### 业绩稳定增长，含金量提升（控费提效取得成效，经营性现金流显著改善）

公司预计 2019 年归属于上市公司股东的净利润为 4.8 亿-5.8 亿元，同比增长 0.67%-21.64%，呈稳定增长，源于公司海外业务实现良好拓展，同时公司推进业务从专网通信向专用通信及解决方案转型，基于智能、宽带、融合平台的新业务也实现规模销售；

值得重视的是，公司经营性现金流显著改善，控费提效、回款管理效果显现。公司自去年 Q3、Q4 经营性现金流持续改善后，19Q1 淡季下，经营活动现金净流量为 3.09 亿元；19H1 经营活动现金净额为 5.94 亿元；2019 前三季度经营活动现金净额为 3.63 亿元，同比均实现大幅转正，反映公司从“粗放式”增长到“高质量”增长转型成效显著，预计未来该趋势将持续。

### 荷兰项目保质报量交付，国际市场竞争力进一步提升

德国子公司 HMF 承建的荷兰 C2000 项目取得阶段性进展，HMF 承建的 Tetra 基站系统向荷兰现有指挥系统的迁移服务已基本完成，系统正式全面上线并投入使用。荷兰 C2000 项目及后续新增部分已基本完成，待后续试运营结束后全部交付给客户，并进入维保阶段。本项目累计合同金额约 1.28 亿欧元（约合人民币 9.86 亿元），目前已累计确认收入 9,160.72 万欧元（约合人民币 7.07 亿元），收到款项 6,214.12 万欧元（约人民币 4.80 亿元）。后续将按照合同约定进行收入的确认和回款。

本项目是由公司承接的欧洲发达国家公共安全专用通信网络建设项目，是公司承接的规模最大的国际项目之一，其网络覆盖荷兰全境，实施过程具有一定的复杂性，在面临外部诸多不利因素背景下，保质保量实现了关键阶段交付，充分体现了公司面对客户复杂需求的研发能力以及快速响应能力，是对公司国际超大型专网项目承接能力的一次有力论证。随着世界各国对专用通信需求的不断提升，及公司在专用通信行业地位的不断提升，有望持续获得更多的海外大项目机会，本次荷兰 C2000 项目的顺利交付，有利于进一步提升公司在全球市场的竞争力，公司份额有望进一步提升。

### 向“高质量”增长持续转型，宽带化、智能化专网市场有望再迎发展机遇

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，份额有望持续提升，驱动收入快速增长，在公司持续控费的背景下经营效率稳步提升，费用率有望持续下降，从粗放式增长向高质量增长持续进阶。

**投资建议：**公司作为国内专网龙头，全球综合竞争力和市场份额持续提升，收入规模持续增长，历经“变革夯实”之后，看好公司长期发展，未来高质增长值得期待。考虑公司短期毛利和费用压力，调整公司 2019-2021 年净利润为 5.5 亿、7.2 亿和 9.1 亿元（原值为 6.29 亿、8.45 亿和 11.1 亿元），对应 20 年 PE 为 18x，维持“买入”评级。

**风险提示：**诉讼案件的不确定，费用高企，汇率波动等风险。

### 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   | 7.17 元   |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,839.57   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,047.61   |
| A 股总市值(百万元)   | 13,189.75  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,511.39   |
| 每股净资产(元)      | 3.36       |
| 资产负债率(%)      | 59.76      |
| 一年内最高/最低(元)   | 12.34/6.75 |

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@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-季报点评:收入呈快速增长势头，积极期待业绩拐点》 2019-10-29
- 2 《海能达-半年报点评:经营性现金流同比大幅转正，看好公司未来发展》 2019-08-26
- 3 《海能达-公司点评:公安市场的深度覆盖和扩容不可小觑，持续夯实高质量增长》 2019-06-03

| 财务数据和估值     | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E     |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 5,351.53 | 6,934.53 | 8,019.94 | 9,323.42 | 10,667.87 |
| 增长率(%)      | 55.77    | 29.58    | 15.65    | 16.25    | 14.42     |
| EBITDA(百万元) | 1,174.60 | 1,675.16 | 1,132.19 | 1,350.59 | 1,582.18  |
| 净利润(百万元)    | 244.86   | 476.81   | 547.11   | 722.95   | 912.94    |
| 增长率(%)      | (39.06)  | 94.72    | 14.75    | 32.14    | 26.28     |
| EPS(元/股)    | 0.13     | 0.26     | 0.30     | 0.39     | 0.50      |
| 市盈率(P/E)    | 53.87    | 27.66    | 24.11    | 18.24    | 14.45     |
| 市净率(P/B)    | 2.33     | 2.16     | 1.97     | 1.80     | 1.62      |
| 市销率(P/S)    | 2.46     | 1.90     | 1.64     | 1.41     | 1.24      |
| EV/EBITDA   | 30.17    | 10.63    | 12.33    | 11.60    | 8.17      |

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)      | 2017             | 2018             | 2019E            | 2020E            | 2021E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 1,591.89         | 1,103.26         | 2,704.61         | 1,398.51         | 3,705.33         |
| 应收票据及应收账款       | 3,309.45         | 4,004.32         | 4,015.62         | 5,307.80         | 5,360.07         |
| 预付账款            | 135.10           | 109.81           | 252.53           | 172.15           | 315.43           |
| 存货              | 1,699.74         | 1,917.53         | 1,705.83         | 2,540.97         | 2,334.84         |
| 其他              | 250.91           | 287.41           | 408.67           | 357.50           | 475.89           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>6,987.10</b>  | <b>7,422.33</b>  | <b>9,087.25</b>  | <b>9,776.93</b>  | <b>12,191.56</b> |
| 长期股权投资          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产            | 1,443.36         | 1,440.63         | 1,617.77         | 1,712.46         | 1,744.69         |
| 在建工程            | 426.06           | 596.06           | 393.63           | 284.18           | 200.51           |
| 无形资产            | 3,829.71         | 4,075.29         | 3,819.40         | 3,563.51         | 3,307.62         |
| 其他              | 1,174.37         | 1,324.31         | 1,281.44         | 1,287.67         | 1,301.90         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>6,873.50</b>  | <b>7,436.30</b>  | <b>7,112.24</b>  | <b>6,847.82</b>  | <b>6,554.72</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>13,929.83</b> | <b>14,970.04</b> | <b>16,299.49</b> | <b>16,718.30</b> | <b>18,847.94</b> |
| 短期借款            | 2,506.16         | 3,087.37         | 2,000.00         | 2,372.02         | 1,800.00         |
| 应付票据及应付账款       | 1,587.30         | 1,917.63         | 2,430.40         | 2,665.75         | 3,185.22         |
| 其他              | 2,075.39         | 1,426.71         | 2,468.06         | 1,623.00         | 2,858.01         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>6,168.85</b>  | <b>6,431.71</b>  | <b>6,898.46</b>  | <b>6,660.78</b>  | <b>7,843.22</b>  |
| 长期借款            | 1,628.49         | 936.63           | 1,200.00         | 1,231.64         | 1,400.00         |
| 应付债券            | 0.00             | 997.25           | 990.00           | 990.00           | 990.00           |
| 其他              | 482.05           | 489.65           | 500.00           | 490.57           | 493.40           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>2,110.54</b>  | <b>2,423.53</b>  | <b>2,690.00</b>  | <b>2,712.21</b>  | <b>2,883.40</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>8,279.40</b>  | <b>8,855.25</b>  | <b>9,588.46</b>  | <b>9,372.99</b>  | <b>10,726.63</b> |
| 少数股东权益          | 0.25             | 0.25             | 0.25             | 0.25             | 0.24             |
| 股本              | 1,815.02         | 1,837.22         | 1,839.57         | 1,839.57         | 1,839.57         |
| 资本公积            | 2,678.99         | 2,758.83         | 2,758.83         | 2,778.61         | 2,778.61         |
| 留存收益            | 3,894.91         | 4,406.17         | 4,871.21         | 5,505.50         | 6,281.49         |
| 其他              | (2,738.74)       | (2,887.68)       | (2,758.83)       | (2,778.61)       | (2,778.61)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>5,650.43</b>  | <b>6,114.79</b>  | <b>6,711.03</b>  | <b>7,345.31</b>  | <b>8,121.31</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>13,929.83</b> | <b>14,970.04</b> | <b>16,299.49</b> | <b>16,718.30</b> | <b>18,847.94</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2017              | 2018              | 2019E             | 2020E             | 2021E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 净利润            | 244.86            | 476.80            | 547.11            | 722.95            | 912.94          |
| 折旧摊销           | 320.72            | 447.90            | 341.18            | 350.65            | 357.34          |
| 财务费用           | 98.92             | 222.18            | 220.58            | 216.12            | 218.47          |
| 投资损失           | (9.11)            | 0.00              | (20.00)           | (40.00)           | (15.00)         |
| 营运资金变动         | (640.80)          | (1,343.56)        | 1,715.49          | (2,621.14)        | 1,635.25        |
| 其它             | (257.85)          | 293.51            | (0.00)            | (0.00)            | (0.00)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(243.26)</b>   | <b>96.83</b>      | <b>2,804.36</b>   | <b>(1,371.42)</b> | <b>3,109.00</b> |
| 资本支出           | 3,956.96          | 804.48            | 49.65             | 89.43             | 47.16           |
| 长期投资           | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| 其他             | (6,921.97)        | (2,535.95)        | (78.23)           | (122.98)          | (90.27)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,965.00)</b> | <b>(1,731.47)</b> | <b>(28.58)</b>    | <b>(33.55)</b>    | <b>(43.11)</b>  |
| 债权融资           | 4,408.61          | 5,592.98          | 4,590.00          | 4,993.66          | 4,590.00        |
| 股权融资           | 617.17            | (204.69)          | (89.38)           | (196.34)          | (218.47)        |
| 其他             | (735.27)          | (4,421.03)        | (5,675.05)        | (4,698.44)        | (5,130.60)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>4,290.50</b>   | <b>967.26</b>     | <b>(1,174.43)</b> | <b>98.88</b>      | <b>(759.08)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,082.24</b>   | <b>(667.38)</b>   | <b>1,601.35</b>   | <b>(1,306.09)</b> | <b>2,306.82</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>5,351.53</b> | <b>6,934.53</b> | <b>8,019.94</b> | <b>9,323.42</b> | <b>10,667.87</b> |
| 营业成本             | 2,834.12        | 3,654.21        | 4,348.04        | 5,096.15        | 5,850.97         |
| 营业税金及附加          | 50.48           | 53.26           | 64.16           | 83.91           | 106.68           |
| 营业费用             | 913.93          | 1,037.72        | 1,082.69        | 1,212.04        | 1,333.48         |
| 管理费用             | 597.71          | 752.70          | 801.99          | 885.72          | 960.11           |
| 研发费用             | 700.00          | 773.94          | 822.04          | 955.65          | 1,066.79         |
| 财务费用             | 94.32           | 237.64          | 220.58          | 216.12          | 218.47           |
| 资产减值损失           | 86.84           | 171.84          | 130.00          | 130.00          | 140.00           |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 1.06            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 投资净收益            | 9.11            | 0.00            | 20.00           | 40.00           | 15.00            |
| 其他               | (178.98)        | (259.06)        | (40.00)         | (80.00)         | (30.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>244.00</b>   | <b>511.23</b>   | <b>570.44</b>   | <b>783.81</b>   | <b>1,006.37</b>  |
| 营业外收入            | 4.08            | 9.45            | 15.00           | 12.00           | 13.00            |
| 营业外支出            | 1.47            | 3.34            | 3.40            | 10.00           | 5.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>246.62</b>   | <b>517.34</b>   | <b>582.04</b>   | <b>785.81</b>   | <b>1,014.37</b>  |
| 所得税              | 1.75            | 40.53           | 34.92           | 62.87           | 101.44           |
| <b>净利润</b>       | <b>244.86</b>   | <b>476.80</b>   | <b>547.11</b>   | <b>722.95</b>   | <b>912.94</b>    |
| 少数股东损益           | (0.00)          | (0.00)          | (0.00)          | (0.00)          | (0.00)           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>244.86</b>   | <b>476.81</b>   | <b>547.11</b>   | <b>722.95</b>   | <b>912.94</b>    |
| 每股收益(元)          | 0.13            | 0.26            | 0.30            | 0.39            | 0.50             |

  

| 主要财务比率         | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 营业收入           | 55.77%  | 29.58%  | 15.65% | 16.25% | 14.42% |
| 营业利润           | -13.76% | 109.52% | 11.58% | 37.41% | 28.39% |
| 归属于母公司净利润      | -39.06% | 94.72%  | 14.75% | 32.14% | 26.28% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 毛利率            | 47.04%  | 47.30%  | 45.78% | 45.34% | 45.15% |
| 净利率            | 4.58%   | 6.88%   | 6.82%  | 7.75%  | 8.56%  |
| ROE            | 4.33%   | 7.80%   | 8.15%  | 9.84%  | 11.24% |
| ROIC           | 8.32%   | 9.21%   | 7.89%  | 12.31% | 11.23% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 59.44%  | 59.15%  | 58.83% | 56.06% | 56.91% |
| 净负债率           | 49.85%  | 73.42%  | 28.09% | 48.94% | 10.89% |
| 流动比率           | 1.14    | 1.17    | 1.33   | 1.48   | 1.57   |
| 速动比率           | 0.87    | 0.87    | 1.08   | 1.10   | 1.27   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 1.91    | 1.90    | 2.00   | 2.00   | 2.00   |
| 存货周转率          | 4.14    | 3.83    | 4.43   | 4.39   | 4.38   |
| 总资产周转率         | 0.52    | 0.48    | 0.51   | 0.56   | 0.60   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.13    | 0.26    | 0.30   | 0.39   | 0.50   |
| 每股经营现金流        | -0.13   | 0.05    | 1.52   | -0.75  | 1.69   |
| 每股净资产          | 3.07    | 3.32    | 3.65   | 3.99   | 4.41   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |        |
| 市盈率            | 53.87   | 27.66   | 24.11  | 18.24  | 14.45  |
| 市净率            | 2.33    | 2.16    | 1.97   | 1.80   | 1.62   |
| EV/EBITDA      | 30.17   | 10.63   | 12.33  | 11.60  | 8.17   |
| EV/EBIT        | 40.38   | 14.07   | 17.64  | 15.67  | 10.56  |

### 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<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |