海能达（002583）

证券研究报告
2017 年 07 月 23 日

诺赛特收购拉锯战终落地，产业链整合布局全球

事件：

海能达成功完成对加拿大公司专网与卫星通信公司诺赛特（Norsat）100%股权收购，收购价格锁定在 11.50 美元/股，公司于 7 月 20 日以现金方式支付约 7056 万美元（折合人民币 4.8 亿元）。

虎口夺食成功拿下诺赛特，技术升级+新市场拓展实现“1+1>2”的效果

此次收购，海能达与对手 Privet Fund Management 连续竞价收购诺赛特，目标清晰明确，可以说是虎口夺食。我们认为，诺赛特方面考虑的绝不仅仅是价格，海能达近年来在海外专网通信领域的订单持续落地，对专网基站天线（尤其是宽带专网基站及天线系统）的需求快速增长，诺赛特能够有效补充海能达在基站天线的技术短板，降低公司生产采购成本。其次，卫星通讯作为专网通讯的补充，将有效提升专网系统的覆盖区域。因此，海能达在专网方面的领先优势、近年内在全球范围的市场布局，将有效地保证诺赛特公司被收购后借助海能达的渠道，在专网通信领域继续健康发展，同时此次收购将使海能达快速进入卫星通信领域，结合现有专网产品，为专网用户提供更全面的整体解决方案，实现 1+1>2 的效果。

“十三五”规划通知利好专网通信行业，行业龙头受益显著

7 月 19 日，我国国务院办公厅发布国家突发事件应急体系建设“十三五”规划通知，通知主要提出加强卫星应急专网通信能力、完善基层应急专业保障队伍装备，因此有望从应用（无线及卫星通信）和数量（宽窄融合）上增加对应急通信基础设施设备的需求。海能达在专网通信终端占据国内绝对领先地位，在下一代终端及系统方面通过上下游产业链整合及横向并购，从而控制成本并扩大市场份额。公司也在近期发布新一代宽窄融合产品系列，契合国家政策导向，此次成功整合诺赛特卫星通信技术，进一步受益。

盈利预测及投资评级

我们坚定看好公司成长逻辑：**份额提升+规模效应**。短期内，公司作为国内专网通信产品及系统的龙头，将持续受益于国内市场模转数及 PDT 替换 TETRA 标准的升级换代。海外市场，公司海外子公司 15 年获得荷兰公共安全 6.1 亿元大单，紧接着拿下 FIFA 球赛项目的 TETRA 专网建设及“一带一路”沿线上国家专网设备采购订单；随着公司收购 TETRA 终端先进厂家赛普乐落地并表，我们预计国际市场份额有望持续提升。中长期看，随着公司在研发及销售上的不断投入，规模效应不断显现。技术及产品拥有标准制定者的话语权，同时向海外市场输出 PDT 标准，有助于打开发展中国家市场。公司中报预计中报净利润 1000~2500 万元，二季度随着订单确认以及之前执行的合同逐步交付验收，我们预计二季度公司利润表现出色，公司 17~19 年 EPS 分别为 0.46 元，0.69 元和 0.98 元，重申“买入”评级。

风险提示：诺赛特收购进度低于预期，海外订单落实不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,477.56	3,435.50	5,991.14	7,986.43	10,300.21
增长率(%)	27.09	38.66	74.39	33.30	28.97
EBITDA(百万元)	339.61	431.37	965.07	1,426.49	1,995.59
净利润(百万元)	253.18	401.83	798.85	1,202.70	1,702.58
增长率(%)	485.19	58.71	98.80	50.55	41.56
EPS(元/股)	0.15	0.23	0.46	0.69	0.98
市盈率(P/E)	113.71	71.64	36.04	23.94	16.91
市净率(P/B)	12.59	6.05	5.34	4.57	3.78
市销率(P/S)	11.62	8.38	4.81	3.60	2.79
EV/EBITDA	57.54	51.63	30.02	20.07	14.68

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	16.49 元
目标价格	20 元
上次目标价	20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,745.82
流通 A 股股本(百万股)	855.79
A 股总市值(百万元)	28,788.55
流通 A 股市值(百万元)	14,111.98
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	37.56
一年内最高/最低(元)	16.88/11.11

作者

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

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《海能达-公司点评:海外大订单持续落地，为业绩高增长保驾护航》2017-07-12

2 《海能达-公司点评:提升对 Norsat 要约收购价格，彰显上下游整合决心》2017-05-30

3 《海能达-公司点评:顺利收购 TETRA 领先企业，提升市场份额加速成长》2017-05-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	532.65	504.38	898.67	1,197.96	1,545.03
应收账款	1,510.15	2,392.82	4,133.84	4,599.04	6,796.15
预付账款	76.83	93.33	207.20	189.27	315.37
存货	681.05	887.55	1,565.36	1,809.62	2,539.31
其他	54.01	176.92	147.32	138.33	200.25
流动资产合计	**2,854.69**	**4,055.00**	**6,952.40**	**7,934.22**	**11,396.11**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	999.37	1,161.64	1,308.99	1,392.33	1,517.84
在建工程	87.39	211.25	112.99	77.20	0.00
无形资产	378.35	553.88	499.53	444.03	387.40
其他	283.92	826.37	445.05	503.01	573.25
非流动资产合计	**1,749.02**	**2,753.14**	**2,366.56**	**2,416.57**	**2,478.49**
资产总计	**4,603.71**	**6,808.14**	**9,318.96**	**10,350.79**	**13,874.60**
短期借款	730.95	235.85	930.16	1,276.20	2,265.05
应付账款	642.87	684.29	1,662.33	1,494.20	2,470.93
其他	580.86	624.15	718.03	983.28	1,110.86
流动负债合计	**1,954.68**	**1,544.28**	**3,310.52**	**3,753.67**	**5,846.84**
长期借款	231.62	363.22	499.28	161.03	281.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	130.65	145.71	122.46	132.94	133.70
非流动负债合计	**362.27**	**508.93**	**621.74**	**293.97**	**414.81**
负债合计	**2,316.95**	**2,053.21**	**3,932.26**	**4,047.64**	**6,261.65**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,537.70	1,740.03	1,745.82	1,745.82	1,745.82
资本公积	71.35	1,988.07	1,997.59	1,997.59	1,997.59
留存收益	752.39	3,020.24	3,640.87	4,557.33	5,867.13
其他	(74.68)	(1,993.40)	(1,997.59)	(1,997.59)	(1,997.59)
股东权益合计	**2,286.76**	**4,754.93**	**5,386.69**	**6,303.15**	**7,612.95**
负债和股东权益总	**4,603.71**	**6,808.14**	**9,318.96**	**10,350.79**	**13,874.60**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	253.18	401.83	798.85	1,202.70	1,702.58
折旧摊销	126.92	151.52	157.49	172.96	193.02
财务费用	31.12	14.13	46.42	64.84	91.23
投资损失	(1.16)	(3.14)	(2.35)	(2.22)	(2.57)
营运资金变动	(137.66)	(1,565.81)	(1,160.92)	(615.36)	(2,047.13)
其它	(212.78)	597.61	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	**59.62**	**(403.88)**	**(160.52)**	**822.92**	**(62.86)**
资本支出	287.30	580.96	175.48	154.54	183.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(493.36)	(1,730.50)	(300.99)	(339.91)	(374.42)
投资活动现金流	**(206.06)**	**(1,149.54)**	**(125.51)**	**(185.37)**	**(190.48)**
债权融资	1,106.05	600.52	1,494.35	1,507.18	2,591.60
股权融资	10.46	2,102.99	(25.77)	(64.84)	(91.23)
其他	(932.84)	(1,189.38)	(788.25)	(1,780.60)	(1,899.97)
筹资活动现金流	**183.67**	**1,514.13**	**680.33**	**(338.25)**	**600.40**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**37.23**	**(39.29)**	**394.29**	**299.29**	**347.07**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,477.56**	**3,435.50**	**5,991.14**	**7,986.43**	**10,300.21**
营业成本	1,249.86	1,751.03	2,889.19	3,838.14	4,971.83
营业税金及附加	18.86	37.20	47.93	63.89	79.31
营业费用	444.40	595.32	988.54	1,265.85	1,545.03
管理费用	496.95	678.34	1,214.06	1,517.42	1,854.04
财务费用	33.72	14.07	46.42	64.84	91.23
资产减值损失	40.34	79.74	46.20	49.82	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.16	3.14	2.35	2.22	2.57
其他	(2.32)	(6.29)	(4.70)	(4.44)	(5.14)
营业利润	**194.58**	**282.94**	**761.17**	**1,188.69**	**1,711.34**
营业外收入	99.62	140.67	80.00	80.00	80.00
营业外支出	2.33	4.05	2.57	2.68	2.91
利润总额	**291.88**	**419.56**	**838.60**	**1,266.00**	**1,788.43**
所得税	38.69	17.73	39.75	63.30	85.84
净利润	**253.18**	**401.83**	**798.85**	**1,202.70**	**1,702.58**
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	**253.18**	**401.83**	**798.85**	**1,202.70**	**1,702.58**
每股收益（元）	0.15	0.23	0.46	0.69	0.98

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	27.09%	38.66%	74.39%	33.30%	28.97%
营业利润	-932.56%	45.41%	169.02%	56.17%	43.97%
归属于母公司净利润	485.19%	58.71%	98.80%	50.55%	41.56%
获利能力					
毛利率	49.55%	49.03%	51.78%	51.94%	51.73%
净利率	10.22%	11.70%	13.33%	15.06%	16.53%
ROE	11.07%	8.45%	14.83%	19.08%	22.36%
ROIC	8.92%	10.85%	19.05%	21.37%	27.94%
偿债能力					
资产负债率	50.33%	30.16%	42.20%	39.10%	45.13%
净负债率	12.42%	14.26%	17.60%	24.42%	17.63%
流动比率	1.46	2.63	2.10	2.11	1.95
速动比率	1.11	2.05	1.63	1.63	1.51
营运能力					
应收账款周转率	1.90	1.76	1.84	1.83	1.81
存货周转率	4.44	4.38	4.88	4.73	4.74
总资产周转率	0.60	0.60	0.74	0.81	0.85
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.23	0.46	0.69	0.98
每股经营现金流	0.03	-0.23	-0.09	0.47	-0.04
每股净资产	1.31	2.72	3.09	3.61	4.36
估值比率					
市盈率	113.71	71.64	36.04	23.94	16.91
市净率	12.59	6.05	5.34	4.57	3.78
EV/EBITDA	57.54	51.63	30.02	20.07	14.68
EV/EBIT	85.59	74.98	35.88	22.84	16.25

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com