

强烈推荐-A (维持)

海能达 002583.SZ

当前股价: 8.22 元

2020年02月02日

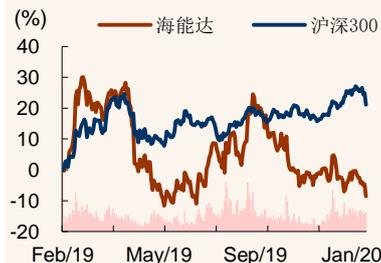
业绩基本符合预期, 海外市场持续增长

基础数据

上证综指	2977
总股本(万股)	183957
已上市流通股(万股)	104761
总市值(亿元)	151
流通市值(亿元)	86
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	59.8%
主要股东	陈清州
主要股东持股比例	51.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-4	-4
相对表现	-10	-9	-31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海能达(002583)——海外市场捷报频传, 验证公司宽窄融合优势》2019-11-03
- 2、《海能达(002583)——业绩基本符合预期, 收入拐点已逐步显现》2019-10-28
- 3、《海能达(002583)——突破北欧公共安全领域, 海外拓展持续强劲》2019-09-22

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

张皓怡
zhanghaoyi@cmschina.com.cn

事件: 公司 2 月 2 日发布 2019 年业绩预告, 预计 2019 年实现归母净利润 4.8-5.8 亿元, 同比增长 0.67%-21.64%。

评论:

1、业绩基本符合预期, 海外业务持续增长, 现金流改善显著

鉴于国内外宏观形势不确定因素增加, 导致公司非经常性损益存在一定的不确定性, 2019 年 12 月 23 日, 公司股东大会审议通过《关于修订公司第一期限制性股票激励计划相关内容的议案》, 在原有绩效考核指标的基础上新增营业收入增长率及扣非净利润增长率作为可供选择的考核指标, 公司分年度业绩满足原有或新增考核指标之一即可构成第一期限制性股票的解除限售条件达成。根据新增考核指标, 以 2018 年为基准, 公司 19-21 年营收增长率不低于 15%、30%和 45%; 扣非净利润增长率不低于 30%、60%和 90%。公司优化业绩解锁条件, 充分发挥股权激励作用, 调动员工工作积极性, 促进公司业务长期健康发展。

根据公司业绩预告, 公司 2019 年预计实现归母净利润 4.8-5.8 亿元, 中值为 5.3 亿元, 同比增长 11.1%, 业绩基本符合预期。其中, 四季度单季度预计实现归母净利润区间为 3.7-4.7 亿元, 中值为 4.2 亿元, 同比增长 22.0%。2019 年在宏观形势承压的背景下, 公司海外业务仍保持稳健增长, 海外本部及赛普乐业务拓展情况良好, 目前在手订单充裕, 公司国际竞争力和业务布局进一步夯实。我们推测, 2019 年由于改装车和 EMS 业务增长较快带来的产品结构变化, 公司综合毛利率可能同比略有下滑。但公司新业务发展情况良好, 2019 年 PoC、多模终端、指调系统等新产品均实现了规模出货, 未来有望带动公司盈利能力提升。

2019 年下半年由于奖金发放以及诉讼费用显著增加, 公司短期业绩承压。但公司持续推进精细化运营, 经营性费用管控良好, 全年经营性现金流显著改善, 公司整体态势已逐步向好, 全年收入有望保持稳定增长。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5352	6935	8084	9492	10975
同比增长	56%	30%	17%	17%	16%
营业利润(百万元)	244	511	580	731	909
同比增长	-14%	110%	13%	26%	24%
净利润(百万元)	245	477	539	676	838
同比增长	-39%	95%	13%	25%	24%
每股收益(元)	0.13	0.26	0.29	0.37	0.46
PE	61.0	31.7	28.0	22.4	18.0
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1：公司限制性股票解除限售条件

解除限售期	绩效考核指标
第一个解除限售期/ 预留第一个解除限售期	指标一：2018年度净利润不低于6.0亿元且2019年度净利润不低于7.8亿元；或2018年度净利润与2019年度净利润合计不低于14.0亿元；或 指标二：以2018年为基数，2019年营业收入增长率不低于15%，且扣非净利润增长率不低于30%
第二个解除限售期/ 预留第二个解除限售期	指标一：2020年度净利润不低于10.0亿元；或 指标二：以2018年为基数，2020年营业收入增长率不低于30%，且扣非净利润增长率不低于60%
第三个解除限售期/ 预留第三个解除限售期	指标一：2021年度净利润不低于12.5亿元；或 指标二：以2018年为基数，2021年营业收入增长率不低于45%，且扣非净利润增长率不低于90%

资料来源：公司公告、招商证券

2、海外订单储备丰富，全球专用通信需求依旧强劲

公司海外市场持续发力，公告大项目订单创同期新高。分地区来看，“一带一路”新兴市场增长较快，欧洲子公司整合效应持续显现。独联体、南亚、非洲等“一带一路”国家专网通信建设相对落后，但专网通信需求强劲，潜在市场空间较大。新兴市场缺乏前期专网技术积累，海能达凭借产品技术融合优势，在新兴市场不断取得突破。在欧洲地区，赛普乐深耕专网领域多年，在欧洲地区渠道优势明显，与海能达从技术、市场、产品等多个维度进行全面整合，综合竞争实力得到大幅提升。

2019年公司海外拓展较为顺利，公告大项目订单达历史同期最好水平，看好公司未来渠道能力的拓展和盈利水平的提升。公司凭借高质量的产品以及良好的服务不断在欧洲等发达市场以及拉美、非洲等新兴市场取得突破，全球业务实现稳健拓展。

3、宽窄融合、公专融合趋势逐步得到确认，有望为公司带来业务增量

公司 TETRA 及 DMR 产品在海外顺利拓展，国内 PDT 产品增速放缓，新产品落地有望成为公司新增长动力。海能达是全球稀缺的具有自研宽窄融合解决方案的专网厂商，目前已陆续推出宽带集群、多模终端、多媒体指挥中心、自组网通信等多类新产品。其中，宽窄带融合产品已实现量产交付，第三代融合指挥中心也在国内外开始规模商用。从目前新产品落地情况来看，短期公司新产品将率先在部分“一带一路”国家以及一些宽带网络建设成熟的市场实现商用；未来在欧洲、中国等专网建设相对成熟的市场将会随着标准、市场培育的进一步成熟陆续打开。

公司新产品在市场拓展策略的时间点以及侧重点选择上略有不同，但总的来说，宽窄融合、公专融合是既能保护现有投资，又能满足新应用需求的专网解决方案，已成为全球

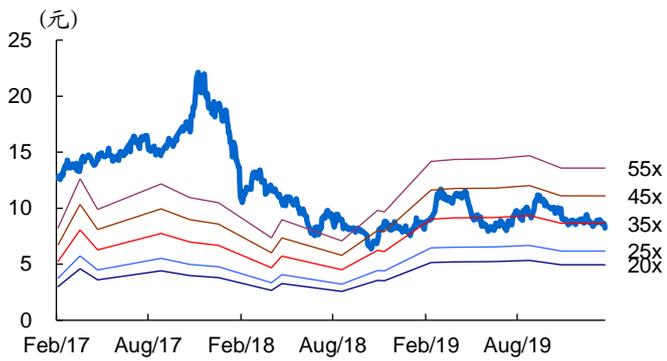
专网通信主流发展趋势。公司新产品在海外的成功落地也侧面验证了该方案的可行性。2019 年公司新产品收入贡献稳步提升，预计全年收入占比有望持续提高，打开公司未来增长空间。

4、海外市场持续拓展，宽窄融合+公专融合新业务加速落地，公司经营拐点逐步显现，维持“强烈推荐-A”评级

海能达是全球稀缺的具有全套自研窄带融合解决方案的专网通信龙头，海内外市场持续打开，新产品加速落地。公司逐步从跑马圈地式的粗放型增长向以盈利为目的的精细化运营转型，现金流状况改善明显。公司新产品陆续得到市场认可，未来有望乘搭专网宽带化之风，实现业绩和估值双增长。由于公司与摩托罗拉的诉讼仍存在一定不确定性，短期法务费用有所增加，考虑到公司 2019 年业绩受海外诉讼及前三季度非经营性费用增加影响，下调公司盈利预期，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 5.39 亿元、6.76 亿元、8.38 亿元，对应 2019 年-2021 年 PE 分别为 28.0、22.4 和 18.0 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

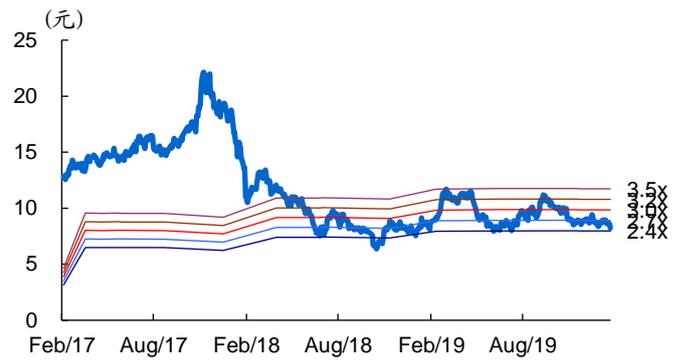
风险提示：中美贸易摩擦、业务拓展不及预期、费用控制不及预期、市场竞争加剧、海外诉讼影响

图 2: 海能达历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 海能达历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海能达 (002583) — 海外市场捷报频传, 验证公司宽窄融合优势》2019-11-03
- 2、《海能达 (002583) — 业绩基本符合预期, 收入拐点已逐步显现》2019-10-28
- 3、《海能达 (002583) — 突破北欧公共安全领域, 海外拓展持续强劲》2019-09-22
- 4、《海能达 (002583) — 中标非洲宽窄融合项目, 海外市场持续拓展》2019-09-09

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7056	7534	8331	9795	11343
现金	1592	1103	778	877	1053
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	91	121	141	166	192
应收款项	3219	3883	4504	5288	6114
其它应收款	142	142	166	195	225
存货	1700	1918	2310	2759	3170
其他	313	366	432	510	588
非流动资产	6873	7436	7149	6891	6661
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1443	1438	1526	1604	1674
无形资产	3390	3512	3160	2844	2560
其他	2040	2487	2462	2443	2427
资产总计	13930	14970	15480	16686	18003
流动负债	6169	6432	5564	6002	6501
短期借款	2506	3087	2205	2098	2097
应付账款	1329	1640	1984	2370	2723
预收账款	382	389	471	562	646
其他	1952	1315	904	972	1035
长期负债	2111	2424	3324	3524	3674
长期借款	1628	937	1837	2037	2187
其他	482	1487	1487	1487	1487
负债合计	8279	8855	8888	9526	10174
股本	1815	1837	1840	1840	1840
资本公积金	2619	2629	2629	2629	2629
留存收益	1216	1648	2123	2691	3360
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5650	6115	6592	7160	7829
负债及权益合计	13930	14970	15480	16686	18003

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(243)	97	617	529	610
净利润	245	477	539	676	838
折旧摊销	321	448	537	506	480
财务费用	99	222	265	255	261
投资收益	(9)	0	(89)	(89)	(97)
营运资金变动	(869)	(1051)	(641)	(826)	(878)
其它	(29)	1	6	7	7
投资活动现金流	(2965)	(1731)	(161)	(161)	(153)
资本支出	(1434)	(1792)	(250)	(250)	(250)
其他投资	(1531)	61	89	89	97
筹资活动现金流	4291	967	(781)	(269)	(281)
借款变动	3713	212	(454)	93	149
普通股增加	75	22	2	0	0
资本公积增加	637	11	0	0	0
股利分配	(174)	(45)	(64)	(108)	(169)
其他	40	768	(265)	(255)	(261)
现金净增加额	1082	(667)	(325)	99	175

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5352	6935	8084	9492	10975
营业成本	2834	3654	4421	5279	6067
营业税金及附加	50	53	62	73	84
营业费用	914	1038	1114	1312	1555
管理费用	598	753	1052	1109	1195
研发费用	700	774	899	1068	1284
财务费用	94	238	265	255	261
资产减值损失	87	172	(31)	70	81
公允价值变动	0	1	1	1	1
投资收益	10	88	88	88	96
营业利润	244	511	580	731	909
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	246	517	586	737	915
所得税	2	41	47	61	77
净利润	245	477	539	676	838
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净	245	477	539	676	838

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	56%	30%	17%	17%	16%
营业利润	-14%	110%	13%	26%	24%
净利润	-39%	95%	13%	25%	24%
获利能力					
毛利率	47.0%	47.3%	45.3%	44.4%	44.7%
净利率	4.6%	6.9%	6.7%	7.1%	7.6%
ROE	4.3%	7.8%	8.2%	9.4%	10.7%
ROIC	3.3%	6.3%	7.1%	7.8%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	59.4%	59.2%	57.4%	57.1%	56.5%
净负债比率	31.6%	30.7%	26.8%	25.4%	24.3%
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.2	2.0	2.1	2.1	2.0
应收帐款周转率	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
应付帐款周转率	2.9	2.5	2.4	2.4	2.4
每股资料 (元)					
EPS	0.13	0.26	0.29	0.37	0.46
每股经营现金	-0.13	0.05	0.34	0.29	0.33
每股净资产	3.11	3.33	3.58	3.89	4.26
每股股利	0.03	0.04	0.06	0.09	0.14
估值比率					
PE	61.0	31.7	28.0	22.4	18.0
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	62.6	32.2	21.2	19.6	17.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 工学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

张皓怡 招商证券通信行业研究助理 香港大学金融学硕士，专注于运营商、物联网、专网、5G下游应用等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。