

收入增速转正，看好海外市场扩张潜力

——海能达 (002583.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件：

公司发布 2019 年三季度报，前三季度实现营业收入 49 亿元，同比增长 8.6%；归属于上市公司股东的净利润 1.1 亿元，同比下降 17%；其中 Q3 单季收入 22 亿元，同比增长 50%；单季归母净利润 8713 万元，同比下降 29%；符合预期。

◆单季收入快速放量，扭转今年以来收入负增长态势

受益于海外市场放量等因素，公司第三季度收入实现 50% 的快速增长，扭转今年以来收入负增长态势。今年以来，公司陆续公告海外大单数量达 12 个，累计金额超 10 亿人民币，创历史新高，截至三季度末，约 4 亿订单处于已验收或验收阶段，6 亿处于规划/备货/交付过程中。

◆OEM 等业务增长影响综合毛利率，费用管控效果显著

前三季度综合毛利率 42%，同比下降 3.3pct，主要由于改装车和 OEM 业务增长较快拉低了整体毛利水平。销售费用率同比下降 1.81pct，管控效果显著。管理费用率同比上升 0.97pct，主要因同期奖金及法务费用增加所致。公司继续保持研发投入，研发费用收入占比 12%。

◆看好海外扩张以及精细化管理改善

公司与子公司赛普乐整合效果显著，欧洲市场地位不断提升，此外在拉美、亚太、中东等新兴市场不断突破。公司持续推进精细化管理，费用管控效果显著。我们认为，在公司业务稳步增长，同时持续加大费用管控力度情况下，收入费用剪刀差有望带来利润和现金流的持续改善。

◆维持“买入”评级

我们持续看好公司海外市场扩张能力，以及精细化管理带来的费用率持续下降，以及新产品线带来的长期成长性。考虑到国内 PDT 建设需求有所放缓，下调 19~21 年 EPS 预测由 0.35/0.47/0.64 至 0.27/0.40/0.57 元，对应 PE 分别为 36X/25X/17X，估值处于低位，看好业绩好转对估值的提升效应，维持“买入”评级。

◆风险提示：收入确认的季节性波动，国内市场需求低于预期，海外扩张低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,352	6,935	8,131	9,965	11,869
营业收入增长率	55.77%	29.58%	17.25%	22.55%	19.11%
净利润 (百万元)	245	477	502	740	1,049
净利润增长率	-39.06%	94.72%	5.33%	47.44%	41.69%
EPS (元)	0.13	0.26	0.27	0.40	0.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.33%	7.80%	7.49%	9.95%	12.35%
P/E	74	38	36	25	17
P/B	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 28 日

买入 (维持)

当前价：9.97 元

分析师

石崎良 (执业证书编号：S0930518070005)
021-52523856
shiqi@ebsec.com

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebsec.com

市场数据

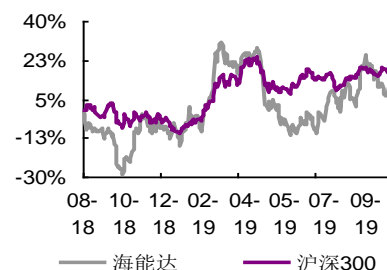
总股本(亿股)：18.37

总市值(亿元)：183.17

一年最低/最高(元)：6.79/12.29

近 3 月换手率：70.71%

股价表现(一年)



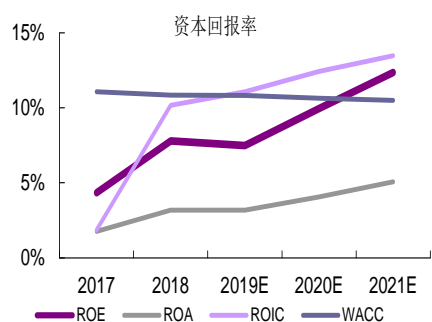
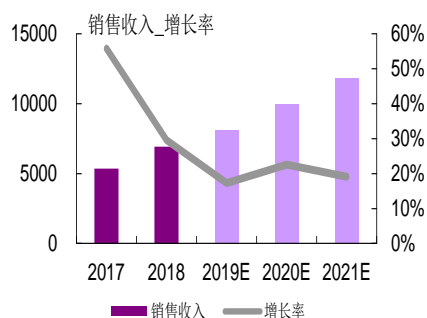
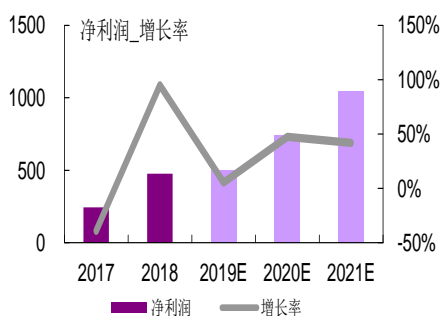
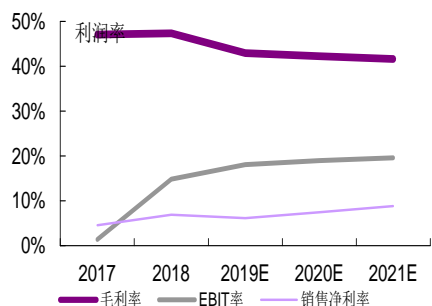
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.70	1.37	14.46
绝对	-9.55	2.36	37.24

资料来源：Wind

相关研报

精细化管理成效显著，现金流大幅改善——海能达 (002583.SZ) 2019 年中报点评
..... 2019-08-26
海外持续扩张，看好收入费用剪刀差效应——海能达 (002583.SZ) 日常跟踪研究
..... 2019-07-31



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,352	6,935	8,131	9,965	11,869
营业成本	2,834	3,654	4,638	5,757	6,932
折旧和摊销	321	448	429	512	604
营业税费	50	53	73	90	107
销售费用	914	1,038	1,016	1,146	1,246
管理费用	1,298	753	837	977	1,104
财务费用	94	238	278	367	428
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	9	0	0	0	0
营业利润	244	511	535	789	1,119
利润总额	247	517	540	796	1,128
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	245	477	502	740	1,049

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	13,930	14,970	15,812	18,205	20,698
流动资产	7,056	7,534	8,130	9,607	11,191
货币资金	1,592	1,103	1,057	1,295	1,543
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,219	3,883	4,362	4,950	5,616
应收票据	91	121	110	159	186
其他应收款	142	142	122	149	178
存货	1,700	1,918	2,217	2,747	3,304
可供出售投资	20	20	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,443	1,438	2,294	3,145	3,987
无形资产	3,390	3,512	3,341	3,179	3,025
总负债	8,279	8,855	9,107	10,760	12,203
无息负债	3,871	3,262	3,451	4,049	4,634
有息负债	4,409	5,593	5,656	6,711	7,569
股东权益	5,650	6,115	6,705	7,445	8,495
股本	1,815	1,837	1,837	1,837	1,837
公积金	2,823	2,924	2,974	3,048	3,153
未分配利润	1,072	1,482	1,934	2,601	3,545
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-243	97	772	846	1,212
净利润	245	477	502	740	1,049
折旧摊销	321	448	429	512	604
净营运资金增加	81	1,788	402	889	1,009
其他	-890	-2,616	-562	-1,296	-1,450
投资活动产生现金流	-2,965	-1,731	-697	-1,305	-1,405
净资本支出	-1,420	-1,731	-641	-1,305	-1,405
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,545	0	-56	0	0
融资活动现金流	4,291	967	-121	697	441
股本变化	75	22	0	0	0
债务净变化	3,808	1,184	63	1,055	859
无息负债变化	2,418	-609	189	598	585
净现金流	1,027	-636	-46	238	248

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	55.77%	29.58%	17.25%	22.55%	19.11%
净利润增长率	-39.06%	94.72%	5.33%	47.44%	41.69%
EBITDA 增长率	-8.46%	273.57%	10.75%	26.57%	21.98%
EBIT 增长率	-73.51%	1285.58%	16.09%	28.63%	23.12%
估值指标					
PE	74	38	36	25	17
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	44	14	13	10	9
EV/EBIT	128	19	16	13	11
EV/NOPLAT	129	20	18	14	12
EV/Sales	4	3	3	3	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	47.04%	47.30%	42.96%	42.23%	41.60%
EBITDA 率	7.38%	21.27%	23.33%	24.09%	24.68%
EBIT 率	1.39%	14.81%	18.06%	18.95%	19.59%
税前净利润率	4.61%	7.46%	6.64%	7.99%	9.50%
税后净利润率 (归属母公司)	4.58%	6.88%	6.18%	7.43%	8.84%
ROA	1.76%	3.19%	3.18%	4.07%	5.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.33%	7.80%	7.49%	9.95%	12.35%
经营性 ROIC	1.83%	10.17%	11.06%	12.43%	13.48%
偿债能力					
流动比率	1.14	1.17	1.07	1.08	1.11
速动比率	0.87	0.87	0.78	0.77	0.78
归属母公司权益/有息债务	1.28	1.09	1.19	1.11	1.12
有形资产/有息债务	2.12	1.81	2.08	2.13	2.23
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.13	0.26	0.27	0.40	0.57
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.13	0.05	0.42	0.46	0.66
每股自由现金流(FCFF)	-0.50	-0.94	0.46	0.10	0.28
每股净资产	3.08	3.33	3.65	4.05	4.62
每股销售收入	2.91	3.77	4.43	5.42	6.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼