

强烈推荐-A (维持)

海能达 002583.SZ

当前股价: 9.25 元

2019 年 08 月 09 日

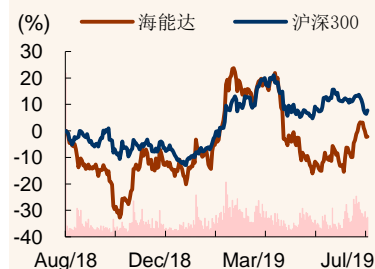
中标智利地铁项目，轨交市场份额进一步提升

基础数据

上证综指	2795
总股本(万股)	183722
已上市流通股(万股)	104761
总市值(亿元)	170
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	58.5%
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	7	14	3
相对表现	10	1	-8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海能达(002583)一精细化运营效果显著,全球份额持续提升》2019-07-16
- 2、《海能达(002583)一密集中标海内外项目,逐步向高质量增长转型》2019-06-03
- 3、《海能达(002583):经营性现金流转正,提效控费效果显著,专网龙头拐点显现》2019-04-02

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

蒋颖

jiangying2@cmschina.com.cn
S1090519070005

事件: 8月9日,海能达下属全资孙公司海能达专网通信智利公司中标智利地铁 TETRA 通信系统项目,中标金额为 480.58 万美元(折合人民币约为 3385 万元)。

评论:

1、中标智利地铁 TETRA 项目,公司轨交市场拓展进展顺利

此次海能达中标智利地铁 TETRA 通信系统项目,中标金额为人民币 3385 万元,占公司 2018 年度经审计营业收入的 0.49%,项目中标后,合同的履行会对公司未来总收入和营业利润产生一定的积极影响。本项目主要为智利首都圣地亚哥地铁 2 号线扩建及北韦斯普西奥车辆段建设 TETRA 通信系统,并为其提供相应的应用软件和终端,提供后续服务。项目所使用的 TETRA 产品及软件由公司及其德国子公司 HMF 共同提供。

本项目是继 2014 年 HMF 中标智利地铁 TETRA 通信系统项目(约人民币 7800 万元)以来,再次中标智利地铁扩容及更新项目,体现了专网行业较强的客户粘性以及客户对海能达产品及服务的满意程度。此次中标进一步提升了公司在南美洲地区轨道交通行业的市场占有率,同时也为其他国家和城市的轨交行业拓展起到良好的示范效应。

2、海外业务持续突破,海外子公司并购整合效应凸显

近年来,公司陆续在海外并购了德国子公司 HMF、英国子公司赛普乐、加拿大子公司诺赛特,并购整合效应逐步凸显,公司整体在全球市场中的综合竞争力不断提升,真正实现了 1+1>2。HMF 和赛普乐在 TETRA 领域有着深厚的积累,在欧美等发达国家及地区市场具有较强的客户粘性,为公司的海外拓展铺平道路。

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	7975	8889	10116
同比增长	56%	30%	15%	11%	14%
营业利润(百万元)	244	511	758	979	1285
同比增长	-14%	110%	48%	29%	31%
净利润(百万元)	245	477	700	901	1178
同比增长	-39%	95%	47%	29%	31%
每股收益(元)	0.13	0.26	0.38	0.49	0.64
PE	68.6	35.6	24.3	18.9	14.4
PB	3.0	2.8	2.5	2.3	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

2019 年以来，公司密集中标海外项目（包括北美洲、东南亚、欧洲、南美洲等多个地区），公告中标总金额超过 5 亿元。近期公司在拉美市场进展顺利，密集中标智利、秘鲁、墨西哥等多个国家和地区的 TETRA 通信系统项目。目前公司在拉美地区已有较多储备订单，有望在下半年落地。公司目前海外收入主要来源于欧美、中东等较早启动专网建设的发达地区，“一带一路”沿线国家收入占比较低。但随着新兴市场国家对专网通信设备需求的不断增加，未来有望进入高速建设期。公司在新兴市场布局较早，有望率先受益。

表 1：2019 年公司中标海外合同

项目名称	时间	采购方	中标金额（万元人民币）
智利地铁 TETRA 通信系统项目	2019 年 8 月 9 日	智利圣地亚哥地铁客运公司	3385 万（480.58 万美元）
秘鲁国家警察 TETRA 系统扩容项目	2019 年 6 月 10 日	秘鲁国家警察相关部门	4479 万元（2149.57 万索尔）
墨西哥瓜纳华托州公共安全 TETRA 通信项目	2019 年 5 月 28 日	瓜纳华托州公共安全部	超过 2000 万元（300 万美元）
西欧某国公共安全 TETRA 终端设备采购	2019 年 2 月 25 日	西欧某国公共安全客户	11300
巴西 GOIAS 州公共安全全部 TETRA 终端采购项目	2019 年 2 月 22 日	巴西戈亚斯州公共安全全部	4705.33
巴西 CEARA 州公共安全专网通信网络项目（TETRA 专网通信网络和终端产品）	2019 年 1 月 4 日	巴西塞阿拉州公共安全全部	21400
菲律宾国家警察专业无线通信设备采购项目	2019 年 1 月 2 日	菲律宾国家警察总局	3959.35

资料来源：公司公告、招商证券

3、产品结构持续优化，新产品布局逐步进入收获期

专网业务需求逐步从单一的语音业务向多媒体业务转变，海能达始终牢牢把握行业发展趋势，投入研发新一代基于宽带智能平台的新型终端形态。目前除了传统数字对讲机与集群系统以外，公司陆续推出宽带系统、双模终端、PoC 对讲、第三代融合指挥中心和专网物联网等新型产品，预计将在今年逐步放量，为公司带来新的业务增长动力。尽管公司受到国内整体去杠杆所带来的需求收缩影响，但公司通过拓展新产品线、开拓新客户等方式，保障国内业务在逆境中平稳发展。国内宽窄带融合趋势确定，公司深耕专网通信领域，随着国内需求回暖，公司有望实现业绩和估值双增长。

4、公司在美业务收入占比较低，整体美洲业务发展态势良好

8 月 8 日，美国国防部、总务署及太空总署联合宣布禁止美国承包商采购海能达产品，限制从 8 月 13 日生效，截至 2020 年 8 月，为期一年。此次事件实际上是 2018 年 5 月通过的《国防授权法》提案的落地，与之前市场预期一致，公司基本面没有发生较大变化。作为全球领先的专网通信产品和解决方案提供商，海能达目前在美国业务收入占比

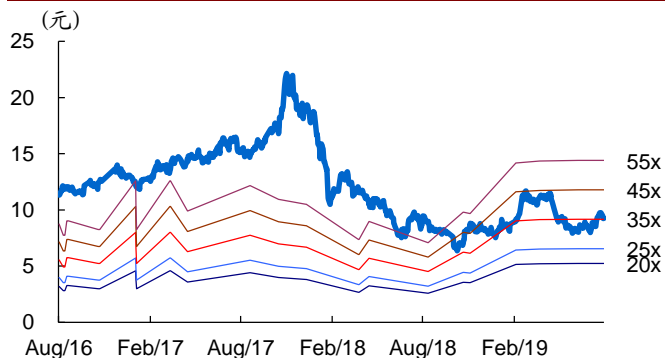
较低，且主要专注于民用及商用市场，在政府采购领域涉及较少。此次联邦采购限制对公司目前在美国的业务基本没有太大影响。目前来看，公司在拉美业务拓展顺利，今年陆续中标多个项目，今日再次中标智利地铁项目，整体美洲发展态势良好，暂且没有受到该事件的过多影响。

5、公司国内外业务同步发力，全球份额持续提升，维持“强烈推荐-A”评级

公司国内 PDT 业务稳定增长，新产品逐步落地加快变现，有望为公司带来新的增长点。海外业务持续取得突破，全球市场稳健拓展，海外子公司整合效应日渐凸显。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，现金流状况持续改善。公司作为全球专网通信龙头之一，一直坚持通过自主研发布局宽窄融合技术。专网宽带化是行业的确定性趋势，预计将会带来数倍的市场规模增长。公司宽窄带融合终端有望在今年率先落地，系统及解决方案将在 2020 年开始逐步放量，待国内专网宽带市场逐步启动，公司有望迎来新一轮高增长。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 7.00 亿元、9.01 亿元、11.78 亿元，对应 2019 年-2021 年 PE 分别为 24.3、18.9 和 14.4 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

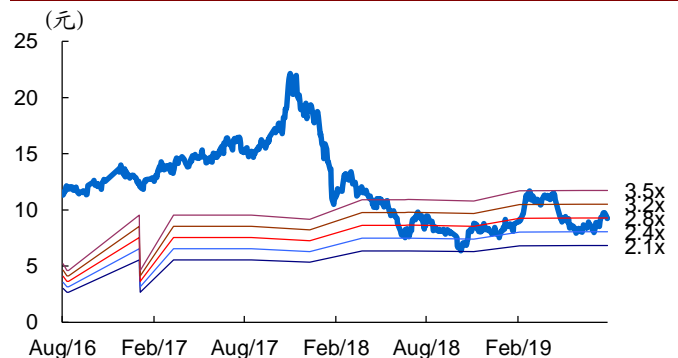
风险提示：海外业务拓展不及预期，费用控制不及预期。

图 1：海能达历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：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）—密集中标海内外项目，逐步向高质量增长转型》2019-06-03
- 2、《海能达（002583）：经营性现金流转正，提效控费效果显著，专网龙头拐点显现》2019-04-02
- 3、《海能达（002583）—海外国内接连中标，专网龙头业务拓展持续深入》2019-02-15

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	8056	8817	10102
现金	1592	1103	751	757	909
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	91	121	139	155	177
应收款项	3219	3883	4443	4952	5636
其它应收款	142	142	164	182	208
存货	1700	1918	2141	2308	2647
其他	313	366	418	462	526
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	15204	15708	16763
流动负债	6169	6432	6030	5773	5875
短期借款	2506	3087	2976	2517	2208
应付账款	1329	1640	1839	1983	2274
预收账款	382	389	436	470	539
其他	1952	1315	778	804	855
长期负债	2111	2424	2424	2424	2424
长期借款	1628	937	937	937	937
其他	482	1487	1487	1487	1487
负债合计	8279	8855	8454	8197	8299
股本	1815	1837	1837	1837	1837
资本公积金	2619	2629	2629	2629	2629
留存收益	1216	1648	2284	3045	3997
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5650	6115	6751	7511	8464
负债及权益合计	13930	14970	15204	15708	16763

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(243)	97	740	961	993
净利润	245	477	700	901	1178
折旧摊销	321	448	537	506	480
财务费用	99	222	184	193	154
投资收益	(9)	0	(89)	(89)	(97)
营运资金变动	(869)	(1051)	(597)	(555)	(728)
其它	(29)	1	5	4	6
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	(931)	(793)	(688)
借款变动	3713	212	(683)	(459)	(309)
普通股增加	75	22	0	0	0
资本公积增加	637	11	0	0	0
股利分配	(174)	(45)	(64)	(140)	(225)
其他	40	768	(184)	(193)	(154)
现金净增加额	1082	(667)	(353)	7	151

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	7975	8889	10116
营业成本	2834	3654	4098	4417	5065
营业税金及附加	50	53	61	68	78
营业费用	914	1038	1196	1333	1497
管理费用	1298	753	869	960	1082
财务费用	94	238	184	193	154
资产减值损失	87	172	140	120	100
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资收益	10	88	88	88	96
营业利润	244	511	758	979	1285
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	764	985	1291
所得税	2	41	64	85	113
净利润	245	477	700	901	1178
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	245	477	700	901	1178
EPS (元)	0.13	0.26	0.38	0.49	0.64

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	56%	30%	15%	11%	14%
营业利润	-14%	110%	48%	29%	31%
净利润	-39%	95%	47%	29%	31%
获利能力					
毛利率	47.0%	47.3%	48.6%	50.3%	49.9%
净利率	4.6%	6.9%	8.8%	10.1%	11.6%
ROE	4.3%	7.8%	10.4%	12.0%	13.9%
ROIC	3.3%	6.3%	8.0%	9.7%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	59.4%	59.2%	55.6%	52.2%	49.5%
净负债比率	31.6%	30.7%	25.7%	22.0%	18.8%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	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	2.0	2.0	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	2.3	2.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.26	0.38	0.49	0.64
每股经营现金	-0.13	0.05	0.40	0.52	0.54
每股净资产	3.11	3.33	3.67	4.09	4.61
每股股利	0.03	0.04	0.08	0.12	0.19
估值比率					
PE	68.6	35.6	24.3	18.9	14.4
PB	3.0	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	27.4	14.1	8.7	7.7	6.7

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。

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。