

海能达 (002583)

证券研究报告

2020年09月22日

专网龙头主业夯实，5G行业专网+军工未来可期

事件：公司发布2020年中报，2020上半年实现营收30.46亿元，同比增长12.6%，归母净利润2.62亿元，同比增长1109.1%，扣非后归母净利润1.8亿元，同比增长295.7%。

海外市场拓展顺利，精细化经营战略成果持续显现

公司2020H1营收30.46亿元，同比增长12.6%，其中海外销售收入20.06亿元，同比增长24.79%；国内销售收入10.4亿元，同比下降5.26%。分业务看，终端收入15.73亿元，同比增长34.53%；系统收入6.33亿元，同比下降20.76%；OEM及其他收入为8.41亿元，同比增长13.96%。以上看出，公司收入增长尤其终端业务显著增长，主要受益于欧洲及部分新兴市场等海外区域的业务增长，国内业务受疫情影响有所下滑。

公司2020H1归母净利润2.62亿元，同比大幅增长1109.1%，主要源于1)公司主营产品销售收入同比实现稳定增长；2)综合毛利率同比提升；3)公司持续推进精细化运营，费用率同比下降。具体看，2020H1公司整体毛利率为48.79%，同比提升5.57个百分点，其中终端毛利率64.05%，同比提升12.25个百分点，系统毛利率52.36%，同比提升0.17个百分点，OEM及其他毛利率17.57%，同比下降2.33个百分点；三项费用率29.37%，同比下降4.45%，研发费用率13.59%，同比略提升0.28个百分点。我们认为公司从“粗放式”增长到“高质量”增长转型成效较为明显，预计未来该趋势将持续。

数字窄带、窄带融合专网夯实基本盘，5G行业专网+军工值得期待

首先，数字窄带、窄带融合专网夯实基本盘。海能达深耕专网20年，已成为国内专网领域的龙头，在技术、品牌、渠道、成本和服务响应长期积累的优势有望持续显现，海外整合和市场开拓顺利推进，为公司持续发展的奠定坚实基础。

其次，5G行业专网未来大有可为。公司积极加大5G行业专网相关产品及应用的研发，基本完成了面向行业客户的轻量化核心网、小基站、边缘终端等产品的研发工作，并构建核心技术能力，轻量化核心网和分布式基站等相关产品已入围运营商选型流程。同时，报告期内公司与多家5G解决方案厂商签署了双模基站合作开发、技术服务及框架采购协议，未来5G行业专网机会值得期待。

再次，军工布局有望进入收获期。公司全资子公司鹤壁天海电子是军用通信车、方舱、通信设备、通用特种车等装备专业生产厂家之一，曾研制出我军第一辆厢式通信车，也是第一批进入军工研制、生产的地方国有军工企业，2012年为海能达收购。鹤壁天海电子2020H1实现营收2.11亿元，净利润4358万元（同比增长254%），2019年净利润为2.56亿元。我们认为，未来公司特种装备业务有望享受国防军工红利进入收获期。

投资建议：

公司作为国内专网龙头，全球综合竞争力强劲，数字窄带和窄带融合奠定公司坚实发展基础，历经“变革.夯实”之后，精细化运营和管理变革成效持续显现，同时5G行业专网和特种装备相关业务面临良好发展契机，值得期待。考虑国内外市场受到疫情影响，我们调整公司2020-2022年盈利预测为4.54亿、5.99亿和7.60亿元（2020-2021年原值为7.2亿和9.1亿元）对应20年PE为31x，同时将评级从“买入”调整为“增持”。

风险提示：海外诉讼风险，“新冠”病毒疫情影响，5G行业专网推进低于预期，大项目建设延迟等风险

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 通信/通信设备 |
| 6个月评级 | 增持（调低评级） |
| 当前价格 | 7.96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) | 1,053.33 |
| A股总市值(百万元) | 14,643.01 |
| 流通A股市值(百万元) | 8,384.53 |
| 每股净资产(元) | 3.43 |
| 资产负债率(%) | 60.81 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.92/5.75 |

作者

王奕红 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

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

容志能 分析师
SAC执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@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:荷兰项目实现关键交付，全球竞争力进一步提升》2020-02-04
- 2 《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
- 3 《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

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,934.53 | 7,843.54 | 8,726.54 | 9,981.85 | 11,455.85 |
| 增长率(%) | 29.58 | 13.11 | 11.26 | 14.38 | 14.77 |
| EBITDA(百万元) | 2,375.16 | 1,452.21 | 1,092.09 | 1,253.66 | 1,438.09 |
| 净利润(百万元) | 476.81 | 80.81 | 453.97 | 598.84 | 759.62 |
| 增长率(%) | 94.72 | (83.05) | 461.80 | 31.91 | 26.85 |
| EPS(元/股) | 0.26 | 0.04 | 0.25 | 0.33 | 0.41 |
| 市盈率(P/E) | 29.90 | 176.43 | 31.40 | 23.81 | 18.77 |
| 市净率(P/B) | 2.33 | 2.32 | 2.14 | 1.94 | 1.78 |
| 市销率(P/S) | 2.06 | 1.82 | 1.63 | 1.43 | 1.24 |
| EV/EBITDA | 7.50 | 12.94 | 14.54 | 13.33 | 10.26 |

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) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1,103.26 | 1,259.86 | 1,396.25 | 1,597.10 | 2,557.06 | 营业收入 | 6,934.53 | 7,843.54 | 8,726.54 | 9,981.85 | 11,455.85 |
| 应收票据及应收账款 | 4,004.32 | 4,818.81 | 3,907.73 | 6,074.12 | 5,381.73 | 营业成本 | 3,654.21 | 4,788.17 | 5,039.48 | 5,725.66 | 6,560.15 |
| 预付账款 | 109.81 | 137.66 | 282.29 | 194.84 | 351.84 | 营业税金及附加 | 53.26 | 52.15 | 69.81 | 89.84 | 114.56 |
| 存货 | 1,917.53 | 1,969.75 | 2,229.81 | 2,541.57 | 2,925.22 | 营业费用 | 1,037.72 | 1,034.82 | 1,047.18 | 1,197.82 | 1,374.70 |
| 其他 | 287.41 | 376.45 | 491.57 | 307.52 | 565.27 | 管理费用 | 52.70 | 1,022.40 | 872.65 | 948.28 | 1,088.31 |
| 流动资产合计 | 7,422.33 | 8,562.54 | 8,307.65 | 10,715.15 | 11,781.12 | 研发费用 | 700.00 | 852.38 | 894.47 | 1,048.09 | 1,179.95 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | 237.64 | 243.70 | 206.59 | 183.25 | 172.15 |
| 固定资产 | 1,440.63 | 1,344.52 | 1,612.96 | 1,757.69 | 1,815.20 | 资产减值损失 | 171.84 | (25.28) | 130.00 | 150.00 | 140.00 |
| 在建工程 | 596.06 | 835.98 | 537.59 | 370.55 | 252.33 | 公允价值变动收益 | 1.06 | (1.06) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 4,075.29 | 4,271.27 | 3,952.08 | 3,632.88 | 3,313.68 | 投资净收益 | 0.00 | 0.16 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | 1,324.31 | 1,382.21 | 1,270.28 | 1,287.69 | 1,305.09 | 其他 | 514.88 | (137.60) | (20.00) | (20.00) | (20.00) |
| 非流动资产合计 | 7,436.30 | 7,833.98 | 7,372.91 | 7,048.81 | 6,686.31 | 营业利润 | 511.23 | 13.69 | 476.35 | 648.91 | 836.03 |
| 资产总计 | 14,970.04 | 16,482.17 | 15,780.55 | 17,862.99 | 18,562.31 | 营业外收入 | 9.45 | 2.79 | 10.00 | 12.00 | 13.00 |
| 短期借款 | 3,087.37 | 3,499.42 | 1,735.74 | 2,478.35 | 1,800.00 | 营业外支出 | 3.34 | 4.98 | 3.40 | 10.00 | 5.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,917.63 | 2,631.20 | 2,408.28 | 3,317.38 | 3,242.77 | 利润总额 | 517.34 | 11.50 | 482.95 | 650.91 | 844.03 |
| 其他 | 1,426.71 | 1,740.91 | 2,487.26 | 1,879.48 | 2,988.73 | 所得税 | 40.53 | (69.30) | 28.98 | 52.07 | 84.40 |
| 流动负债合计 | 6,431.71 | 7,871.52 | 6,631.27 | 7,675.21 | 8,031.49 | 净利润 | 476.80 | 80.81 | 453.97 | 598.84 | 759.62 |
| 长期借款 | 936.63 | 901.13 | 1,000.00 | 1,313.02 | 1,000.00 | 少数股东损益 | (0.00) | 0.00 | (0.00) | (0.00) | (0.00) |
| 应付债券 | 997.25 | 998.15 | 990.00 | 990.00 | 990.00 | 归属于母公司净利润 | 476.81 | 80.81 | 453.97 | 598.84 | 759.62 |
| 其他 | 489.65 | 572.82 | 500.00 | 520.82 | 531.21 | 每股收益(元) | 0.26 | 0.04 | 0.25 | 0.33 | 0.41 |
| 非流动负债合计 | 2,423.53 | 2,472.09 | 2,490.00 | 2,823.84 | 2,521.21 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 8,855.25 | 10,343.61 | 9,121.27 | 10,499.05 | 10,552.70 | 成长能力 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 营业收入 | 29.58% | 13.11% | 11.26% | 14.38% | 14.77% |
| 股本 | 1,837.22 | 1,839.57 | 1,839.57 | 1,839.57 | 1,839.57 | 营业利润 | 109.52% | -97.32% | 3378.46% | 36.23% | 28.84% |
| 资本公积 | 2,758.83 | 2,769.72 | 2,769.72 | 2,965.36 | 2,965.36 | 归属于母公司净利润 | 94.72% | -83.05% | 461.80% | 31.91% | 26.85% |
| 留存收益 | 4,406.17 | 4,433.59 | 4,819.46 | 5,524.11 | 6,169.79 | 获利能力 | | | | | |
| 其他 | (2,887.68) | (2,904.57) | (2,769.72) | (2,965.36) | (2,965.36) | 毛利率 | 47.30% | 38.95% | 42.25% | 42.64% | 42.74% |
| 股东权益合计 | 6,114.79 | 6,138.56 | 6,659.28 | 7,363.93 | 8,009.61 | 净利率 | 6.88% | 1.03% | 5.20% | 6.00% | 6.63% |
| 负债和股东权益总计 | 14,970.04 | 16,482.17 | 15,780.55 | 17,862.99 | 18,562.31 | ROE | 7.80% | 1.32% | 6.82% | 8.13% | 9.48% |
| | | | | | | ROIC | 9.21% | 19.18% | 6.79% | 9.25% | 9.24% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 59.15% | 62.76% | 57.80% | 58.78% | 56.85% |
| | | | | | | 净负债率 | 73.42% | 73.74% | 40.99% | 48.67% | 20.39% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.17 | 1.10 | 1.27 | 1.41 | 1.48 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.87 | 0.85 | 0.93 | 1.08 | 1.11 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 1.90 | 1.78 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.83 | 4.04 | 4.16 | 4.18 | 4.19 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.48 | 0.50 | 0.54 | 0.59 | 0.63 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.26 | 0.04 | 0.25 | 0.33 | 0.41 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.05 | 0.59 | 1.09 | -0.39 | 1.24 |
| | | | | | | 每股净资产 | 3.32 | 3.34 | 3.62 | 4.00 | 4.35 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 29.90 | 176.43 | 31.40 | 23.81 | 18.77 |
| | | | | | | 市净率 | 2.33 | 2.32 | 2.14 | 1.94 | 1.78 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 7.50 | 12.94 | 14.54 | 13.33 | 10.26 |
| | | | | | | EV/EBIT | 9.06 | 19.36 | 23.25 | 20.09 | 14.63 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 476.80 | 80.81 | 453.97 | 598.84 | 759.62 |
| 折旧摊销 | 447.90 | 514.60 | 409.15 | 421.50 | 429.91 |
| 财务费用 | 222.18 | 251.26 | 206.59 | 183.25 | 172.15 |
| 投资损失 | 0.00 | (0.16) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | (1,343.56) | 409.90 | 941.79 | (1,901.91) | 921.61 |
| 其它 | 293.51 | (177.66) | (0.00) | (0.00) | (0.00) |
| 经营活动现金流 | 96.83 | 1,078.75 | 2,001.50 | (708.32) | 2,273.30 |
| 资本支出 | 804.48 | 738.45 | 132.82 | 59.18 | 39.61 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,535.95) | (1,500.25) | (197.17) | (128.20) | (75.48) |
| 投资活动现金流 | (1,731.47) | (761.80) | (64.35) | (69.02) | (35.87) |
| 债权融资 | 5,592.98 | 5,786.66 | 4,125.74 | 5,181.37 | 4,190.00 |
| 股权融资 | (204.69) | (236.47) | (71.74) | 12.39 | (172.15) |
| 其他 | (4,421.03) | (5,604.83) | (5,854.76) | (4,215.57) | (5,295.31) |
| 筹资活动现金流 | 967.26 | (54.64) | (1,800.76) | 978.20 | (1,277.47) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (667.38) | 262.31 | 136.39 | 200.85 | 959.97 |

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