

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

**联系人：**

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

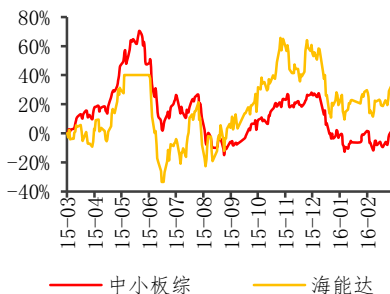
从业证书编号:S1070112090016

**市场数据**

目前股价	10.56
总市值（亿元）	162.37
流通市值（亿元）	60.06
总股本（万股）	153,758
流通股本（万股）	84,031
12个月最高/最低	13.34/5.27

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,541	4,460	5,287
(+/-%)	42.9%	26.0%	18.5%
净利润	412	605	808
(+/-%)	62.9%	46.7%	33.5%
摊薄 EPS	0.27	0.39	0.53
PE	39	27	20

**股价表现**


数据来源：WIND

**相关报告**

&lt;&lt;等了好久终于等到今天！&gt;&gt; 2015-08-26

&lt;&lt;业绩拐点来临&gt;&gt; 2015-08-18

&lt;&lt;初步呈现费用和收入剪刀差&gt;&gt;

# 业绩终于释放、等待终获回报

## ——海能达（002583）公司 2015 年年报点评

**投资建议**

公司公布了 2015 年年报，业绩如期释放，投资者的等待也终获回报。2016 年随着国内 PDT 项目的陆续结转以及海外 DMR 需求的上升，预计公司仍将维持较高收入增速及毛利率的提升，收费费用剪刀差也会进一步显现威力。我们上调公司 2016-2018 年 EPS 为 0.27 元、0.39 元及 0.53 元，对应目前股价 PE 为 39x、27x 及 20x，维持公司“强烈推荐”评级。

**投资要点**

- 公司 2015 年收获 24.8 亿收入。2.5 亿利润，均为历年最高：**公司 2015 年共收获 24.8 亿收入，同比增长 27.1%，实现归母净利润为 2.5 亿，同比增长 485.2%，实现扣非后归母净利润为 1.7 亿，同比增长 1612.7%，每股收益为 0.16 元，公司业绩符合市场预期。公司 2015 年收入大幅增长主要来源于国内 PDT 及 DMR 需求的放量。另外由于公司产品结构的调整使得毛利率大幅上升，利润得以释放。
- 公司收入快速提升，数字终端销售收入增幅达到 55%：**全年来看，数字产品收入增长仍然迅猛，数字终端和数字系统营业收入分别同比增长 54.5% 和 21.2%，占公司收入结构比进一步上升。可喜的是模拟终端维持住了 2014 年水平，并未再次出现大幅度下滑。
- 公司整体毛利率提升超 7 个百分点：**公司全年毛利率为 49.6%，同比去年提升超过 7 个百分点，其中数字系统毛利率提升最为明显，从 48.2% 提升为 60.3%，数字终端毛利率基本稳定，分标准来看主要是 Tetra 产品毛利率有了大幅提升。
- 公司销售和管理费用率略微上升，但整体费用率下降：**公司 2015 年管理和销售费用率均有小幅度的上升，超出我们预期（我们预期下降），主要是在宽带人才储备上面继续大力投入的结果，但从整体费用率来看由于汇兑收益的影响，公司去年整体费用率下降。
- 我们认为公司 2016 年仍将是高速发展期：**总体来看我们认为公司 2016 年仍是高速发展期，理由如下：
  - ✓ 公司通过荷兰项目已经打开了海外市场，有望趁着行业龙头 MOTO 低迷的时间窗口拓展份额。欧洲、东南亚均是有希望继续突破的地区，海外毛利率普遍高于国内，有利于业绩释放；
  - ✓ 国内公安地铁（总计 1 亿多）以及重庆项目（2 亿）在 2016 年进入结转期，目前能确认的 PDT 订单已经有接近 3 亿体量，总体来看随着 2016 年公安 PDT 项目进一步招标，公司 2016 年有望实现 PDT

2015-04-27

业务的翻倍增长；

✓ 随着公司 2016 年收入的再次大幅增长（预计 YoY 40%+），费用剪刀差效果会进一步体现；

■ **投资建议：**2016 年随着国内 PDT 项目的陆续结转以及海外 DMR 需求的上升，预计公司仍将维持较高收入增速及毛利率的提升，收费费用剪刀差也会进一步显现威力。我们上调公司 2016-2018 年 EPS 为 0.27 元、0.39 元及 0.53 元，对应目前股价 PE 为 39x、27x 及 20x，维持公司“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**创业板下跌引发的系统风险，2016 年全年模拟终端下滑，非公开发行受阻，发债受阻，财务费用增加超预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,949	2,478	3,541	4,460	5,287	<b>成长性</b>					
营业成本	1,122	1,250	1,845	2,371	2,813	营业收入增长	15.8%	27.1%	42.9%	26.0%	18.5%
销售费用	346	444	538	616	687	营业成本增长	27.3%	11.4%	47.6%	28.5%	18.6%
管理费用	389	497	602	705	793	营业利润增长	-128.5%	-932.6%	111.1%	50.0%	35.4%
财务费用	73	34	90	90	90	利润总额增长	-62.0%	388.4%	63.0%	46.7%	33.5%
投资净收益	3	1	3	3	3	净利润增长	-68.0%	485.2%	62.9%	46.7%	33.5%
营业利润	(23)	195	411	616	835	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	83	97	65	82	97	毛利率	42.4%	49.6%	47.9%	46.8%	46.8%
利润总额	60	292	476	698	932	销售净利率	2.2%	10.2%	11.6%	13.6%	15.3%
所得税	16	39	63	93	124	ROE	2.2%	11.8%	16.8%	21.1%	23.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	2.1%	7.6%	12.4%	15.1%	18.0%
净利润	43	253	412	605	808	<b>营运效率</b>					
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	17.8%	17.9%	15.2%	13.8%	13.0%
流动资产	135	146	248	312	370	管理费用/营业收入	20.0%	20.1%	17.0%	15.8%	15.0%
货币资金	475	533	885	1,115	2,036	财务费用/营业收入	3.8%	1.4%	2.5%	2.0%	1.7%
应收账款	1,054	1,418	2,018	2,007	1,745	投资收益/营业利润	-11.8%	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%
应收票据	435	681	922	1,067	844	所得税/利润总额	27.6%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
存货	135	146	248	312	370	应收账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.2	2.8
非流动资产	213	173	173	173	173	存货周转率	2.6	2.2	2.3	2.4	2.9
固定资产	880	999	1,018	1,030	1,035	流动资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
资产总计	3,642	4,604	5,931	6,387	6,891	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
流动负债	140	334	480	522	563	<b>偿债能力</b>					
短期借款	464	731	681	631	631	资产负债率	44.9%	50.3%	55.8%	51.4%	45.9%
应付款项	482	727	1,015	1,186	1,125	流动比率	1.8	1.5	1.5	1.7	2.0
非流动负债	0	0	0	0	0	速动比率	1.7	1.4	1.4	1.6	1.9
长期借款	365	232	382	482	502	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	1,636	2,317	3,308	3,283	3,160	EPS	0.06	0.16	0.27	0.39	0.53
股东权益	2,006	2,287	2,623	3,105	3,731	每股净资产	2.9	1.5	1.7	2.0	2.4
股本	697	1,538	1,538	1,538	1,538	每股经营现金流	0.3	0.2	0.1	0.6	0.9
留存收益	442	678	1,014	1,496	2,122	每股经营现金/EPS	4.0	1.1	0.4	1.5	1.8
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>估值</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	2,006	2,287	2,623	3,105	3,731	PE	170.0	64.1	39.4	26.8	20.1
现金流量表	( 百万 )					PEG	-	-	-	-	-
经营活动现金流	174	273	170	895	1,453	PB	3.7	7.1	6.2	5.2	4.4
其中营运资本减少	(73)	(151)	(492)	26	366	EV/EBITDA	42.3	42.0	25.3	18.4	13.7
投资活动现金流	(275)	(402)	(177)	(177)	(177)	EV/SALES	3.9	6.7	4.7	3.6	2.9
其中资本支出	(168)	(340)	(150)	(150)	(150)	EV/IC	2.7	5.1	4.1	3.8	3.1
融资活动现金流	66	203	(69)	(592)	(355)	ROIC/WACC	0.2	0.7	1.2	1.4	1.7
净现金总变化	(82)	109	(150)	202	794	REP	13.5	7.1	3.5	2.6	1.8

**研究员介绍及承诺**

**金炜:** 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

**刘浩然:** 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员。

**何恩霖:** FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>