

日海通讯 (002313.SZ)

通信系统设备行业

评级: 增持 维持评级

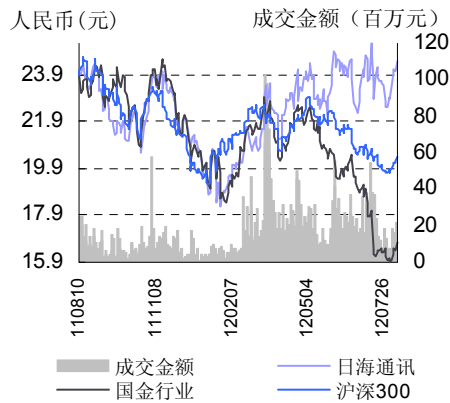
业绩点评

市价(人民币): 24.50元
目标(人民币): 25.50-27.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	50.00
总市值(百万元)	58.80
年内股价最高最低(元)	25.25/18.31
沪深300指数	2411.70
中小板指数	5129.07



相关报告

1.《继续部署下游工程领域 业绩增速有所趋缓》, 2012.2.28

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

业绩增长达预期, 新业务贡献仍待下半年实现

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.008	1.455	0.850	1.081	1.252
每股净资产(元)	9.26	10.42	8.58	9.40	10.32
每股经营性现金流(元)	0.68	-0.92	0.57	0.51	0.74
市盈率(倍)	57.26	27.84	28.81	22.67	19.57
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	20.94	20.94	20.94
净利润增长率(%)	38.92%	44.35%	40.29%	27.12%	15.81%
净资产收益率(%)	10.88%	13.97%	9.91%	11.50%	12.13%
总股本(百万股)	100.00	100.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 日海通讯 2012 年中期实现销售收入 8.14 亿, 同比增长 52.03%; 归属净利润 9145 万元, 同比增长 45.61%。公司增长快速, 基本符合预期。

经营分析

- **老业务快速增长, 毛利率稳中有升:** 公司本期调整了报告的业务分类口径。有线业务即原连接配线类业务, 以 ODN (光分配网) 为主。无线业务即原保护类业务, 以移动通信基站机房机柜为主。无线业务今年又新增铁塔、天线等新产品, 减少外购提升毛利率的同时增加了收入。今年中期有线类业务实现收入 5.54 亿元, 同比增长 41.69%, 毛利率 33.7%, 低于去年全年的 33.9%, 但高于去年同期的 32.6%。无线业务实现收入 1.63 亿元, 同比增长 38.12%。毛利率 40.6%, 高于去年全年的 33.5% 和去年同期的 31.2%。
- **新业务表现不一, 工程类业务业绩贡献仍待四季度体现:** 新业务方面, 企业网业务即原综合布线类业务, 主要面向石油、军队等专业用户, 今年中期实现收入 1142 万, 较去年同期下降 53.77%, 毛利率 34.94%, 较去年同期 32.55% 有所上升。工程类业务在去年初到今年一季度持续收购各地工程公司的带动下, 中期实现收入 8139 万, 毛利率 26.96%, 但由于收入结算需到年底体现, 因此本期工程类业务未产生业绩贡献。公司其他新拓展领域如佛山尚能 PLC 和深圳教迈光检测项目仍处于培育期, 也未对业绩产生贡献, 但对当期损益影响相当有限, 未来前景可期。

盈利调整

■ 我们提高公司盈利预测, 预计 2012、2013 年的归属净利润将分别达到 2.04 亿、2.59 亿, 同比增速分别为 40.29% 和 27.12%, 对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.85 元 (2012 年) 和 1.08 元 (2013 年)。

投资建议

■ 我们给予公司今年 30 倍、明年 25 倍估值, 对应目标价 25.5 元~27 元, 给予公司“增持”评级。当前公司估值较高, 建议回调买入。

风险提示

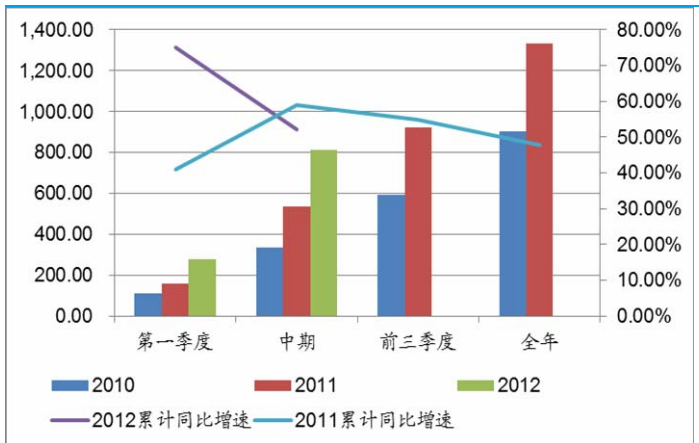
■ 竞争加剧、客户压价、原材料价格上涨带来的毛利率风险、费用扩张刚性与新业务实质性业绩贡献无法及时有效衔接的风险。

2012 年中期业绩点评

收入、业绩快速增长 基本符合预期

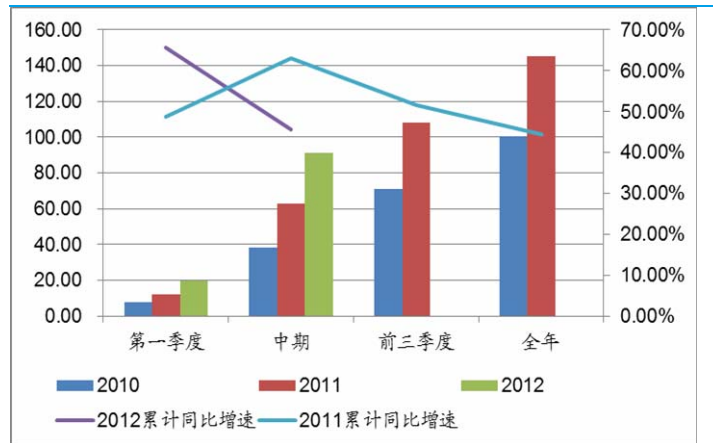
- 日海通讯 2012 年中期实现销售收入 8.14 亿，同比增长 52.03%；归属净利润 9145 万元，同比增长 45.61%。公司增长快速，基本符合预期。

图表1: 日海通讯收入及其增速 (左轴: 收入, 单位百万元, 右轴: 增速, 单位%)



来源: 国金证券研究所 公司公告

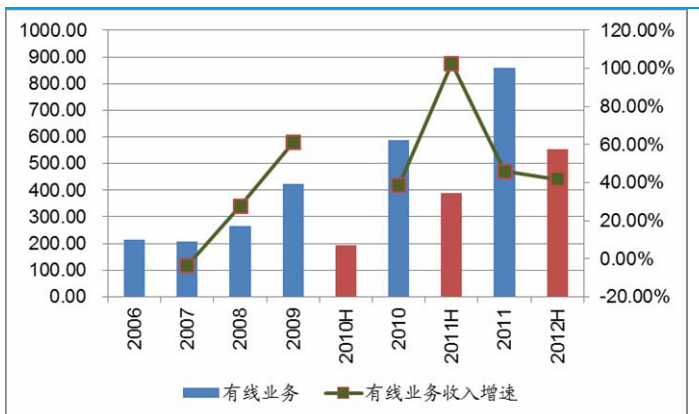
图表2: 日海通讯净利润及其增速 (左轴: 收入, 单位百万元, 右轴: 增速, 单位%)



分业务分析

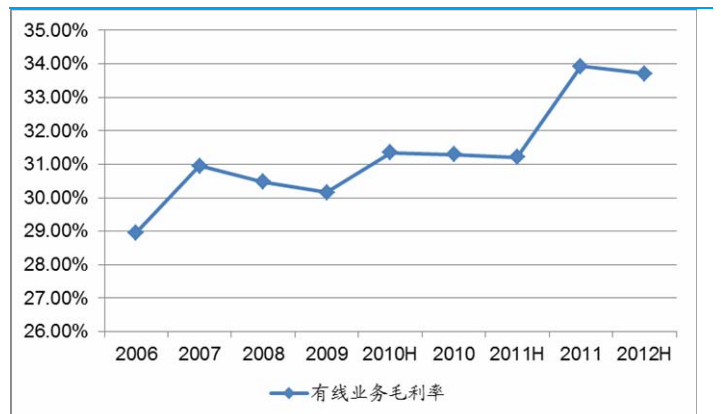
- 有线业务: 即原连接配线类业务, 以 ODN (光分配网) 为主。
 - 中期业绩: 今年中期实现收入 5.54 亿元, 同比增长 41.69%。毛利率 33.7%, 低于去年全年的 33.9%, 但高于去年同期的 32.6%。
 - 行业背景: 去年四季度中联通 2500 万线 PON 招标、今年一季度中电信 2500 万线 PON 招标规模均超各自上次招标规模, 增长幅度分别为 67% 和 31.58%。今年中电信预计将新增 2500 万户覆盖, 超过去年同期 2000 万户新增覆盖 25%; 中联通预计将新增光纤入户覆盖 1000 万户。行业的快速增长是公司有线业务增长的大背景。
 - 有线业务评价: 日海有线类业务面临新海宜等专业 ODN 上市民营企业, 华为中兴烽火等光设备厂商 (华为中兴该业务由其外包公司承担)、亨通等光纤光缆厂商, 以及各地小规模对手的竞争。公司业务规模相对较大, 机制相对原属邮电系统三产的地方企业优越, 而成本低于系统设备厂商, 从而保持了较高的增速和份额的提升。

图表3: 日海通讯有线业务 (连接类业务) 收入及其增速 (左轴: 收入, 单位百万元, 右轴: 增速, 单位%)



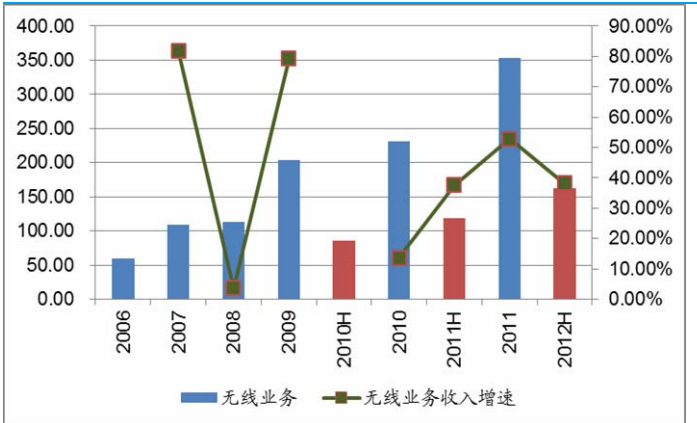
来源: 国金证券研究所 公司公告

图表4: 日海通讯有线类 (连接类) 毛利率

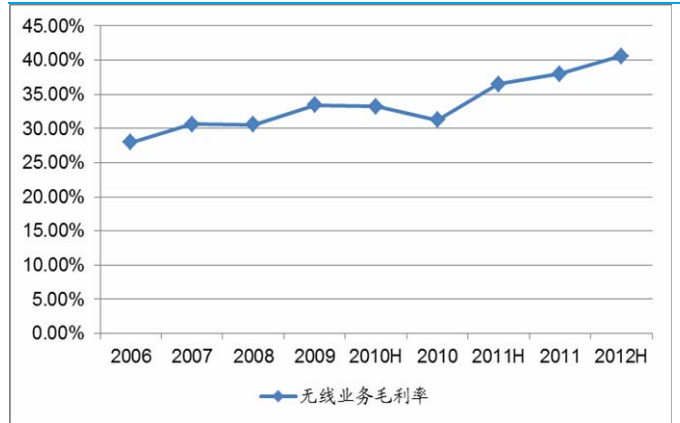


- 无线业务：即原保护类业务，以移动通信基站机房机柜为主。今年又新增铁塔、天线等新产品，减少外购提升毛利率的同时增加了收入。
- 中期业绩：今年中期无线业务实现收入 1.63 亿元，同比增长 38.12%。毛利率 40.6%，高于去年全年的 33.5%和去年同期的 31.2%。
- 无线业务评价：日海以全资子公司海生机房为平台拓展无线类业务，新增细分产品，减少外购，实现了收入和毛利率的提升。

图表5：日海通讯无线业务（保护类业务）收入及其增速



图表6：日海通讯无线业务（保护类业务）毛利率



来源：国金证券研究所公司公告

- 企业网业务：即原综合布线类业务，主要面向石油、军队等专业用户。
 - 今年中期实现收入 1142 万，较去年同期下降 53.77%。毛利率 34.94%，较去年同期 32.55%有所上升。
 - 企业网业务评价：企业网是所有通信设备企业发展的方向，该项业务当前收入业绩占比较小，仍在布局阶段。
- 工程类业务：
 - 今年中期实现收入 8139 万，毛利率 26.96%。
 - 工程类业务评价：公司从 2011 年上半年开始持续进行收购，已在广东、广西、贵州、湖北、河南、安徽、新疆等省区收购多家工程布线类公司。工程类业务和有线、无线业务面向同一客户，为有线、无线类业务产品的部署进行施工、布线，具有较强的协同性。公司在收购时选择了技术实力较强的标的，同时在业绩方面有硬性补偿规定，具有一定确定性。另一方面，尽管本期该业务尚未盈利，但考虑到运营商工程项目结算多在年底进行，因此公司拓展工程类业务的动作仍需年底验证。

图表7: 2011年以来公司收购及对外投资一览

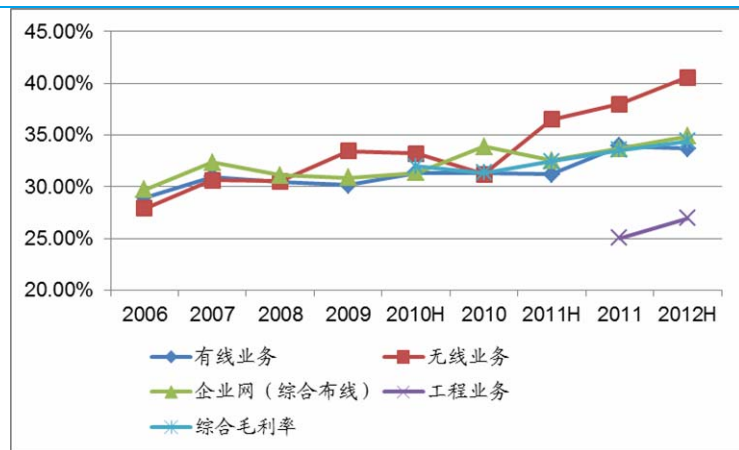
收购公司	合并日	本期营业收入(万元)	本期税后净利润(万元)	日海所占股权	少数股东权益(万元)
广东日海	2011年3月14日	4016.5	-779.1	100%	0.0
广西日海*	2010年12月31日	663.1	21.6	80%	4.3
广州日海**	2011年7月13日	0.0	5.6	51%	2.7
贵州捷森	2011年7月1日	1187.7	17.4	51%	8.5
新疆卓远	2012年3月15日	253.6	-35.3	51%	-17.3
安徽国维	2012年3月31日	655.5	112.1	51%	54.9
河南恒联	2012年3月29日	1314.3	287.1	51%	140.7
武汉光孚	2012年4月16日	535.9	44.9	51%	22.0
工程类子公司合计		8626.6	-325.7		215.9
尚能光电		4.4	-616.6	51%	-302.1
日海傲迈	2011年9月23日	1.9	-289.5	99%	-2.9
非工程类子公司合计		6.3	-906.1		-305.0

来源: 国金证券研究所 注*: 公司通过全资子公司海生机房持有广西日海 80%的股权, 注**: 公司通过全资子公司广东日海持有广州日海 51%的股权

毛利率分析

- 有线类业务: 今年上半年因钢铁等原材料成本下降、生产规模扩大、定制化程度提高, 公司有线类业务保持了较高的毛利率。但相比主设备、光纤光缆等毛利率下降压力较大的产品, 同为集采产品的有线类业务(ODN)的毛利率风险较大, 存在下降压力。
- 无线类业务: 上半年公司无线类业务毛利率提升的主要原因如前所述是铁塔、天线等外购产品自产所致。另一方面, 无线类产品并非集采, 因此毛利率压力相对较小。
- 其他: 公司企业网产品与有线类、无线类产品相当, 考虑到非集采因素, 毛利率基本相当。工程类业务毛利率则相对较低。

图表8: 日海通讯毛利率及其趋势



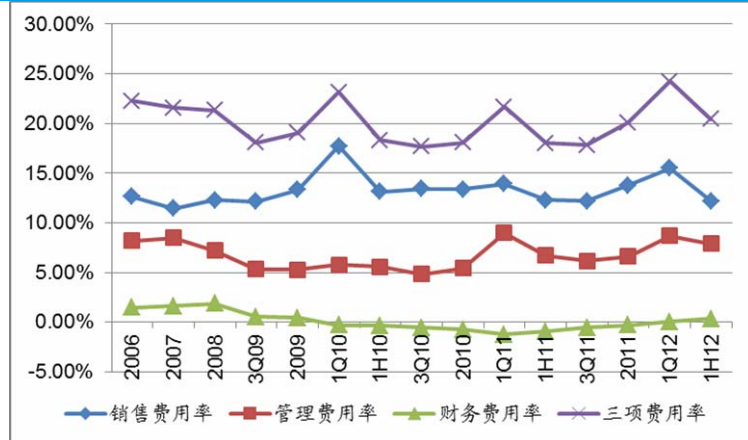
来源: 国金证券研究所 公司公告

费用分析

- 管理费用快速上升: 公司本期因收购多家工程公司新增管理人员及支出, 湖北基地虽未投产但人才储备已在进行, 此外光检测、无线新产品等相关的研发及人员支出也是费用上升的原因。公司本期管理费用 6439.7 万元, 较去年同期增长 79.5%。
- 销售费用快速上升: 公司本期因海外拓展、企业网平台搭建等因素, 致使销售费用快速上升。公司本期销售费用 9926.7 万元, 较去年同期增长 50.7%。

- 财务费用：公司本期财务费用净支出 282 万元，较去年同期增加 105.4%。随着公司增发结束，预计今年全年财务费用仍将为净收入。

图表9：日海通讯费用率及其趋势



来源：国金证券研究所公司公告

其他

- 公司本期营业外收入 341 万，对当期损益影响较小。少数股东权益因收购原因增加较多，达 89.1 万，对当期损益影响较小。

整体评价

- 公司在行业整体景气下行的环境中，仍保持扩张姿态。公司的扩张路径选择较为合理，注重协同性，极力在现有业务范围内（如产品、客户、招投标）进行有限、合理的扩展，在规避风险的同时保证了新业务能快速上量，并对业绩产生贡献，降低了新老业务过渡所产生的风险。
- 但需要指出的是，公司当前费用扩展较快，投资力度很大，尽管策略经过慎重选择，但如主业尤其是其毛利率压力对业绩形成较大压力，则将对公司价值造成损害。因此我们认为今年 3、4 季度公司工程类业务的实质性业绩贡献情况如何是较好的观察窗口。

盈利调整

- 我们提高公司盈利预测，预计 2012、2013 年的归属净利润将分别达到 2.04 亿、2.59 亿，同比增速分别为 40.29%和 27.12%，对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.85 元（2012 年）和 1.08 元（2013 年）。

图表10: 日海通讯收入预测



来源: 国金证券研究所

图表11: 日海通讯 EPS 预测



投资建议

- 目前股价对应全面摊薄后 EPS 分别为 28.82x12PE 和 22.69x13PE, 估值较高。考虑到公司现有业务增长的确切性和新老业务的协同性较高, 我们给予公司 25.5 元~27 元目标价, 对应 2012 年 30 倍 PE、2013 年 25 倍 PE, 维持“增持”评级。同时建议投资者密切关注工程业务 3、4 季度的表现。

风险提示

- 竞争加剧、客户压价、原材料价格上涨带来的毛利率风险、费用扩张刚性与新业务实质性业绩贡献无法及时有效衔接的风险。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	4	5	31
增持	0	0	0	2	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.13	1.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-09	增持	26.52	63.00 ~ 63.00
2 2011-04-08	增持	23.86	63.00 ~ 63.00
3 2011-07-28	增持	26.19	60.00 ~ 60.00
4 2012-02-28	增持	20.64	N/A

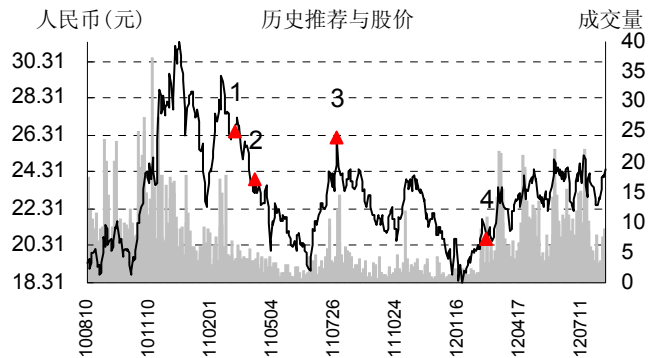
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B