

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

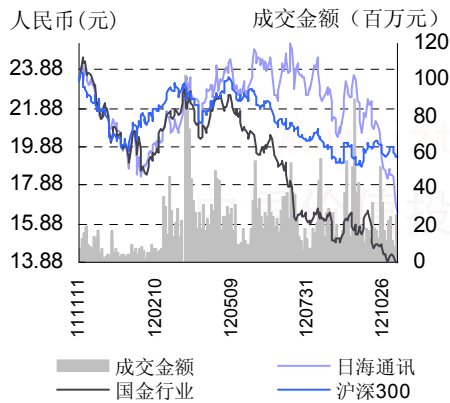
市价(人民币): 16.50元
目标(人民币): 17.60元

迅猛扩张, 遇短期需求不足

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)	39.60
年内股价最高最低(元)	25.25/16.50
沪深 300 指数	2240.92
中小板指数	4657.85



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	0.730	0.877	0.955
每股净资产(元)	9.26	10.42	8.40	8.94	9.54
每股经营性现金流(元)	0.68	-0.92	-0.27	0.15	0.50
市盈率(倍)	57.26	27.84	22.61	18.81	17.27
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	18.31	18.31	18.31
净利润增长率(%)	38.92%	44.35%	20.41%	20.23%	8.88%
净资产收益率(%)	10.88%	13.97%	8.48%	9.38%	9.42%
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 年前三季度实现销售收入 13.30 亿, 同比增长 44.43%; 归属净利润 1.44 亿, 同比增长 33.68%。业绩增速低于预期。

经营分析

- 前期扩张过猛, 行业形势突变, 整体趋势向下, 拐点仍未出现。公司前期扩张过于激进, 各方面支出过大, 现金流紧张是主因, 电信运营商 FTTx 投资放缓致收入下滑是导火索。尽管光纤到户产业链在明年仍有大概率继续按计划推进, 但也难以给公司的扩张策以足够容纳的空间。当行业景气高点已过, 多线出击且尚未见效的现状对公司的管理能力提出的极高的要求。
- 尽管我们认为由于增发完成、资金面情况得以改善, 公司经营面的短期风险已经排除。但公司当前的业务模式对现金有着极大的需求, 加上前期项目刚性的持续资金需求, 未来支撑公司业务继续高速发展的动力——现金仍然处于紧张状态。我们建议投资者关注公司现金流状况和经营方面的战略调整, 并密切关注回款、今年年底和明年年初的现金流状况以及公司经营策略的调整。

盈利调整

- 我们下调公司的盈利预测, 预计 2012、2013、2014 年的归属净利润将分别达到 1.49 亿、1.93 亿、2.26 亿, 同比增速分别为 2.12%、29.93% 和 16.98%, 对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.73 元 (2012 年)、0.88 元 (2013 年) 和 0.96 元 (2014 年)。

投资建议

- 目前股价对应全面摊薄后 EPS 分别为 22.60x12PE 和 18.75x13PE, 估值较高。考虑到公司短期财务风险已得到缓解, 我们给予公司 2013 年 20 倍 PE, 目标价 17.6 元, 维持“增持”评级。同时建议投资者密切关注回款以及今年年底和明年年初的现金流状况。

风险提示

- 运营商资本开支进一步不达预期。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。

相关报告

1. 《业绩增长达预期, 新业务贡献仍待下半年实现》, 2012.8.10
2. 《继续部署下游工程领域 业绩增速有所趋缓》, 2012.2.28

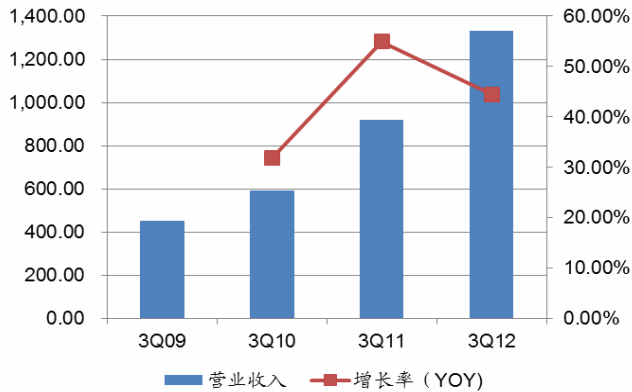
陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

2012 年三季度期业绩点评

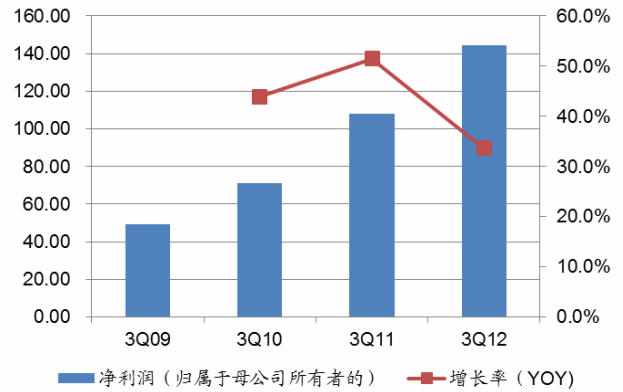
收入、业绩增长低于预期

- 日海通讯 2012 年前三季度实现销售收入 13.30 亿，同比增长 44.43%；归属净利润 1.44 亿，同比增长 33.68%。业绩增速低于预期。

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%)



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%)



来源: 国金证券研究所 公司公告

总体评价

- 前期扩张过猛，行业形势突变，整体趋势向下，拐点仍未出现。
 - 中国电信 ODN 及 FTTx 投资放缓致收入下滑是导火索。运营商在三四季度放缓投资，而公司主业一直保持扩张态势，新业务或有大量垫资需求，或一直难以贡献利润，收购和固定资产投资投入、人员招聘、研发和各项费用支出，因此导致公司在收入下滑时，业绩快速掉头，未达预期；
 - 公司前期扩张过猛，成本费用支出居高不下是深层次原因。公司自上市以来，保持高速扩张态势。在主业经营上，不断放大经营杠杆，应收账款、存货不断扩大且增速超过收入扩张，周转率不断下降，现金流较为脆弱。在发展思路，公司一方面在主业上实行规模扩张，大规模投资湖北基地，建设及相关人员费用引致的资金支出始终不断；另一方面，公司通过收购、合资实现外延式扩张，对资金、管理（及相应的人员支出）要求很高，以致年中资金链一度紧张。
 - 年中现金流最脆弱的时间已过，但未来资金需求量仍然很大。公司年中增发结束后，一方面通过募集资金置换前期投入的建设资金，另一方面通过闲置募集资金补充短期流动资金，共计获得了 2.6 亿元流动资金并且在三季度归还了部分短期贷款，资金面的紧张趋势获得缓解。随着增发资金到位、以及四季度公司设备、工程两块业务结算回款，公司资金面最紧张的时候已经过去。但公司 IPO 及增发项目今年建设机会仍然需要 3.25 亿的支出（按建设进度估算），公司三季报账面现金余额近 6.96 亿，同时明年（按建设进度估算）还有 3 个亿左右的资金需求（按建设进度估算，并且不考虑佛山尚能光电仍未进入批量生产的净投入的资金需求），因此我们认为公司未来 6 个月的经营策略调整计划十分关键。

图表3: 公司资本开支项目一览 (单位: 百万元)

项目	总投资额	2010	2011	2012	2013
湖北 ODN 项目	657.58			438.39	219.19
湖北 PLC 项目	281.81			187.87	93.94
湖北研发中心项目	61.21			61.21	
移动通信机房技改项目	67.13	15.92	21.34	29.87	
一体化户外通信机柜技术改造项目	66.94	99.45	完成		
宽带连接系统项目	21.79	19.26	0.66	1.87	
光纤到户 (FTTH) 系统技改项目	34.75	28.22	6.53	完成	
新型光纤连接器技改项目	43.71	31.70	12.01	完成	
日海设备研发大楼	34.05		2.40	3.41	
尚能光电洁净厂房	13		8.65	4.35	完成
尚能光电生产设备	68.58		55.05	19.48	完成
总计		194.55	106.64	746.45	313.13

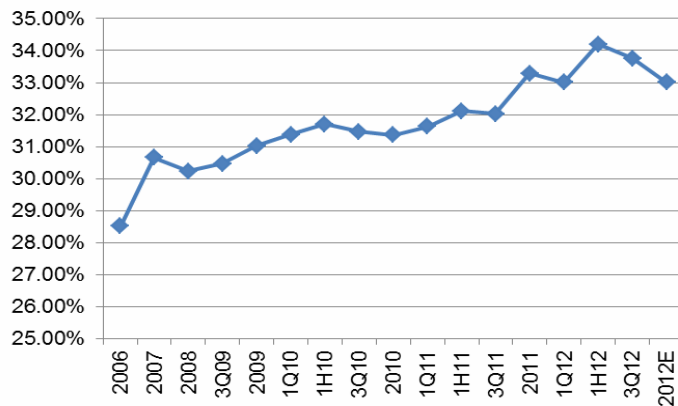
来源: 公司公告, 招股说明书, 国金证券研究所

- 我们认为公司当前的问题在于仍较为激进的扩张策略。尽管光纤到户产业链在明年仍有大概率继续按计划推进, 从而给公司的扩张策略以容纳的空间, 但多线出击对公司的管理能力提出的极高的要求。尽管我们认为公司经营面的短期风险已经排除, 但未来支撑公司业务继续高速发展的动力仍需观察。我们建议投资者关注公司工程类业务的进展及未来规划。

毛利率分析及预测

- 公司前三季度综合毛利率基本稳定, 前三季度综合毛利率 33.76%, 基本平稳。我们认为在中电信 ODN 采购放缓的带动下, 由于公司有线类业务毛利率较高, 因此收入结构的变化会对全年的毛利率产生一定的影响。我们预测今年全年公司毛利率 33.04%, 较去年下降 0.25 个百分点。

图表4: 日海通讯毛利率及其趋势



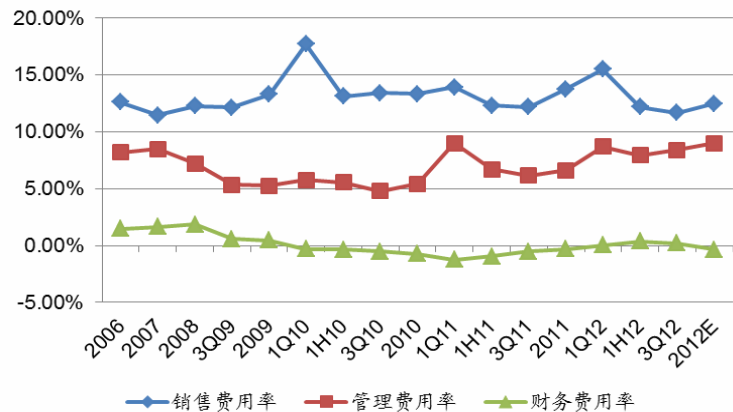
来源: 国金证券研究所 公司公告

费用分析及预测

- 管理费用快速上升, 趋势仍将持续: 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 1.11 亿, 较去年同期增长 97%。我们认为公司在业务整合、产能扩张建设、尚能光电投产提效等方面的人员和资源配置仍为刚性, 管理费用支出压力仍然很大, 因此我们预计公司全年管理费用支出 1.54 亿, 对应费用率 9%。

- 销售费用快速上升，但其收入占比有望稳定：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 1.55 亿，较去年同期增长 38.27%。公司当年的主要重点在业务整合、产能扩张建设、尚能光电投产提效，销售方面将保持稳健，单考虑到年底回款、工程业务竞标等因素，支出仍有较大刚性，因此我们预期全年销售费用率将于去年基本持平，略有下降，预计公司全年销售费用支出 2.14 亿，对应费用率 12.5%。
- 财务费用：公司上半年持续扩张下通过短期借贷补充流动性，因此利息成本较高。随着 8 月份增发募集资金到位，以及短期贷款逐步归还，财务费用有所下降；募投资金也会带来一部分利息收入。因此预计全年财务费用正贡献 289 万。

图表5：日海通讯费用率及其趋势



来源：国金证券研究所公司公告

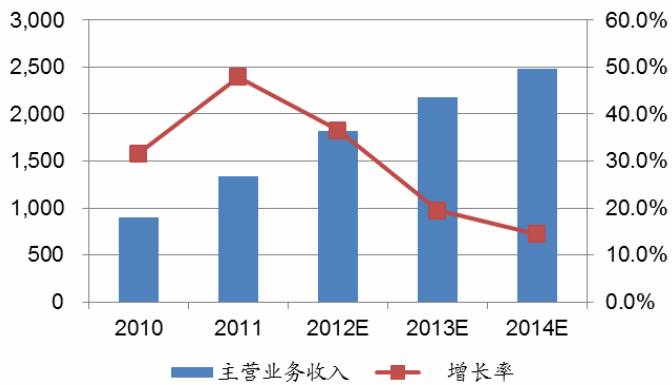
其他

- 营业外收入或略少于去年：公司本期收到尚能光电资产相关补贴 3000 万，本年度预计将摊入 300 万元。由于公司营业外收入多没有长期性，因此保守起见，我们预测公司今年的营业外收入基本持平，略少于去年；
- 收购公司并表，少数股东权益陡增：公司收购的子公司中今年并表的将从去年的 2 家，增至今年下半年的 9 家。因此，我们预计公司今年将产生不 8500 万的少数股东权益。

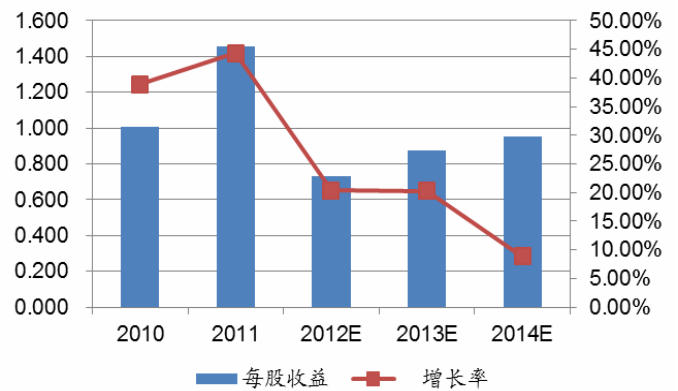
盈利调整

- 我们下调公司的盈利预测，预计 2012、2013、2014 年的归属净利润将分别达到 1.49 亿、1.93 亿、2.26 亿，同比增速分别为 2.12%、29.93%和 16.98%，对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.73 元（2012 年）、0.88 元（2013 年）和 0.96 元（2014 年）。

图表6: 日海通讯收入预测



图表7: 日海通讯 EPS 预测



来源: 国金证券研究所

投资建议

- 目前股价对应全面摊薄后 EPS 分别为 22.60x12PE 和 18.75x13PE, 估值较高。考虑到公司短期财务风险已得到缓解但中期业绩风险仍待释放, 我们给予公司 2013 年 20 倍 PE, 目标价 17.6 元, 维持“增持”评级。同时建议投资者密切关注回款以及今年年底和明年年初的现金流状况。

风险提示

- 运营商资本开支进一步不大预期。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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	0	4	5	7	18
增持	0	9	10	17	26
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.79	1.77	1.76	1.70

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
5 2012-08-10	增持	23.82	25.50 ~ 27.00

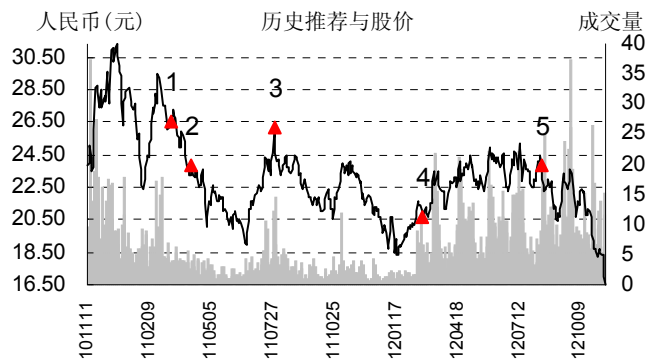
来源：国金证券研究所

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



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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作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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net