

有线业务增速回落, 工程服务成明年最大看点

——日海通讯(002313)公司投资价值分析

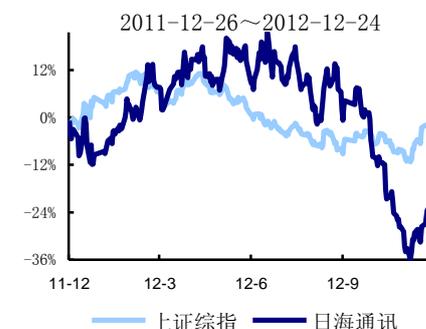
核心观点

- 1、公司为我国 ODN 领域龙头, 受益光纤宽带建设的稳步推进。**公司主营 ODN 业务, 主要为各级通信网络线路提供连接、分配、保护等服务。运营商大规模接入网光纤改造对公司的 ODN 设备形成巨大需求, 08~11 年公司 ODN 业务复合增长率高达 46%。受用户实装率不足等因素影响, 运营商未来几年 FTTX 投资可能放缓, 公司的 ODN 业务增速也会随之慢下来, 转而进入更加平稳的增长阶段。
- 2、下游工程服务布局初成, 明年有望进入收获期。**工程业务包括前期基站及接入网部分的施工建设以及后续的网优运维, 这块业务是公司今后发展的主要方向。公司自去年下半年开始布局该领域, 通过收购控股的方式, 目前已成功进入 12 个省份, 预计明年将完成全国范围内的布局。三大运营商每年工程服务投资规模约在 1000 亿上下, 这也为公司今后成长提供了广阔空间。我们预计公司工程这块今年能做到 3~4 个亿, 明年有望取得 5 个亿左右的收入, 在未来 3 年持续的网络建设期, 业务增速有望达到 40%。
- 3、无线产品日益丰富, 有望受益运营商大规模基站建设。**无线业务主要指之前的通信网络保护产品, 也即基站用机房机柜, 还包括相应的供电系统, 今年公司加入了新产品: 基站天线、铁塔、基站馈线等。今年运营商投资重点在有线侧, 随着中移动 4G 建设的规模启动, 明年运营商资本支出又将向无线侧倾斜, 利好公司无线产品的销售。针对运营商投资风格的转换, 公司已提前储备产能, 预计明年无线这块整体增速将恢复至 30% 以上。
- 4、企业网业务孕育新希望。**企业网为公司新培育业务, 今年刚成立玮海技术来筹建企业网, 主要针对电力和政府机构内部网络互联、综合布线等问题, 产品主要包括排线和配线机柜等。目前, 我国综合布线市场总体量大约为 15 个亿, 公司今年预计收入 3000 万, 市场占有率约为 2%。这块产品盈利能力较好, 毛利率稳定在 35% 左右, 由于基数较低, 明年企业网业务也有望获得快速增长。
- 5、维持“短期推荐、长期 A”的投资评级。**我们预计公司今后三年的每股收益分别为 0.87 元, 1.11 元, 1.34 元。对应的动态市盈率分别为 18 倍, 14 倍和 12 倍。我们维持公司“短期_推荐, 长期_A”的投资评级。
- 6、风险提示:** 工程业务执行不达预期, 通信行业整体下行的系统性风险。

财务数据与估值

	2011.00	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1333.11	1906.46	2343.22	2828.64
同比增速(%)	47.87	43.01	22.91	20.72
净利润(百万)	145.47	208.64	266.42	320.53
同比增速(%)	44.35	43.43	27.69	20.31
EPS(元)	0.61	0.87	1.11	1.34
P/E	33.92	18.47	14.47	12.03

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24000.00
流通A股(万股)	14075.00
52周内股价区间(元)	13.18-48.15
总市值(亿元)	37.51
总资产(亿元)	17.18
每股净资产(元)	10.42
目标价	6个月
	12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-日海通讯(002313):工程业务成公司明年主要看点, 企业网孕育希望》 2012-11-22
- 《国都证券-公司研究-公司点评-日海通讯(002313):业绩稳定增长的配线设备龙头》 2011-07-14
- 《国都证券-公司研究-公司点评-日海通讯(002313):一季度业绩亮丽, 产业链整合可期》 2011-05-03

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、公司概况	4
二、运营商 ODN 投资放缓，但总量不变	5
2.1 用户带宽需求不变，运营商仍将持续推动宽带建设	7
2.2 国家政策支持力度不变	8
2.3 宽带建设能有效带动 GDP 增长及就业率提升	8
三、工程市场布局初成，明年将进入收获期	9
四、无线产品日益丰富，有望受益运营商基站建设	11
五、企业网业务孕育新希望	13
六、盈利预测及投资建议	14
1. 盈利预测	14
2. 相对估值	16

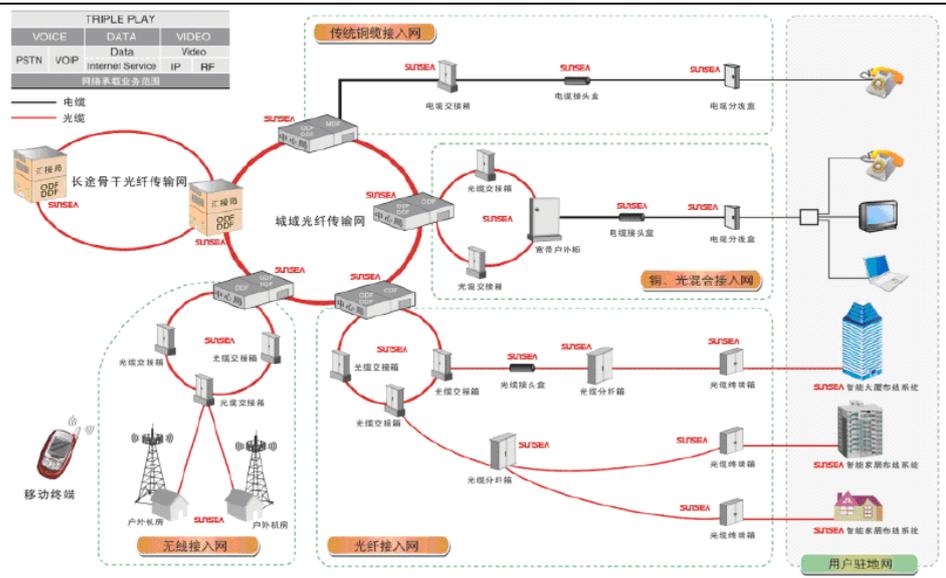
图表目录

图 1: 公司产品的应用场景	4
图 2: 公司主营业务收入结构变化	5
图 3: 公司主营业务收入和净利润变化 单位: 百万元	5
图 4: 公司股权结构图	5
图 5: 公司有线网设备之光纤配线产品	6
图 6: 公司有线网设备之光纤连接器	6
图 7: 08~12H1 公司有线业务的增长情况 单位: 百万元	6
图 8: 公司 ODN 业务增长预测 单位:百万元	7
图 9: 宽带对社会发展的贡献	9
图 10: 公司工程服务全国布局状况	10
图 11: 公司的无线网络产品	11
图 12: 公司无线产品增长情况预测 单位: 百万元	12
图 13: 公司企业网产品之布线机柜	13
图 14: 公司企业网产品之排线面板	13
图 15: 公司企业网业务增长预测 单位: 百万元	13
图 16: 日海通讯 PE-Bands	17
图 17: 日海通讯 PB-Bands	17
表 1: 各类网络应用所需带宽耗时	7
表 2: 各国光纤接入发展计划	8
表 3: 未来三年 ODN 市场容量测算	9
表 4: 公司控股工程子公司一览	11
表 5: 中移动未来两年 LTE 投资预测 单位: 亿元	12
表 6: 公司分产品毛利率预测	15
表 7: 公司未来三年业绩预测表 单位: 百万元	15
表 8: 公司未来三年利润表预测 单位: 百万元	16
表 9: 上市公司估值对照表	17
附录: 财务预测表	18

一、公司概况

日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备供应商，主营通信网络连接、分配类产品；通信网络保护类产品；综合布线类产品。公司目前的盈利模式以产品销售为主，同时为运营商提供工程施工、运维服务并收取相关服务费用。公司是国内 ODN（光接入物理配线系统）领域的龙头企业，2011 年市场占有率约为 12%，位于行业第一，竞争实力较强。公司自去年开始涉足工程服务领域，通过收购兼并的方式，目前已进入 11 个省份，预计明年将完成全国范围内的布局。此外，公司还于今年 7 月成立玮海技术，专门负责企业网业务的运行，主要针对电力和政府机关的内部网络提供综合布线产品。公司主要客户包括国内三大运营商和部分行业用户，近 3 年收入和净利润复合增速分别为 39.50%和 40.94%。

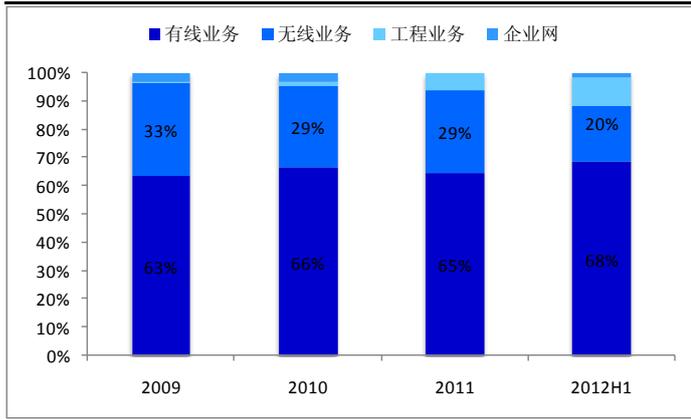
图 1：公司产品的应用场景



数据来源：日海通讯 国都证券

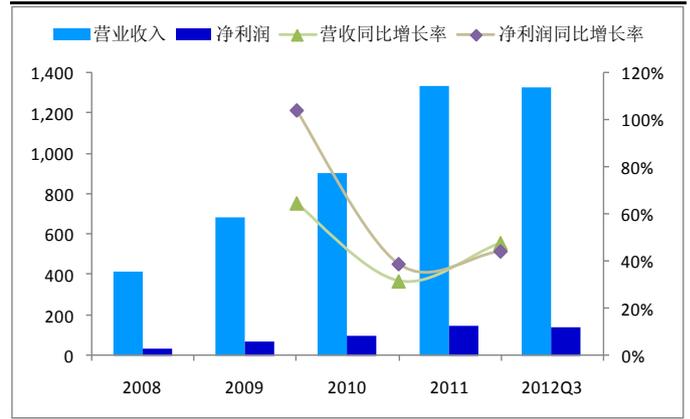
11 年公司有线产品、无线产品和工程服务分别占公司主营业务收入的 65%、29% 和 5%。11 年公司实现营业收入 13.33 亿元，同比增长 47.87%；实现净利润 1.45 亿元，同比增长 44.35%；12 年前三季度公司实现营业收入 13.30 亿元，同比增长 44.43%；实现净利润 1.44 亿元，同比增长 33.68%。作为通信设备类企业的典型代表，公司近三年的综合毛利率维持在 30%以上，净利润率维持在 11%左右，营收和净利润的增长率均维持在 30%以上，反映了其良好的盈利能力和成长性。今年第 3 季度公司业绩低于市场预期，主要由于运营商投资增速放缓所致。我们认为随着公司业务布局多元化，新兴业务陆续开始贡献业绩，公司未来仍将保持较快的增长。

图 2: 公司主营业务收入结构变化



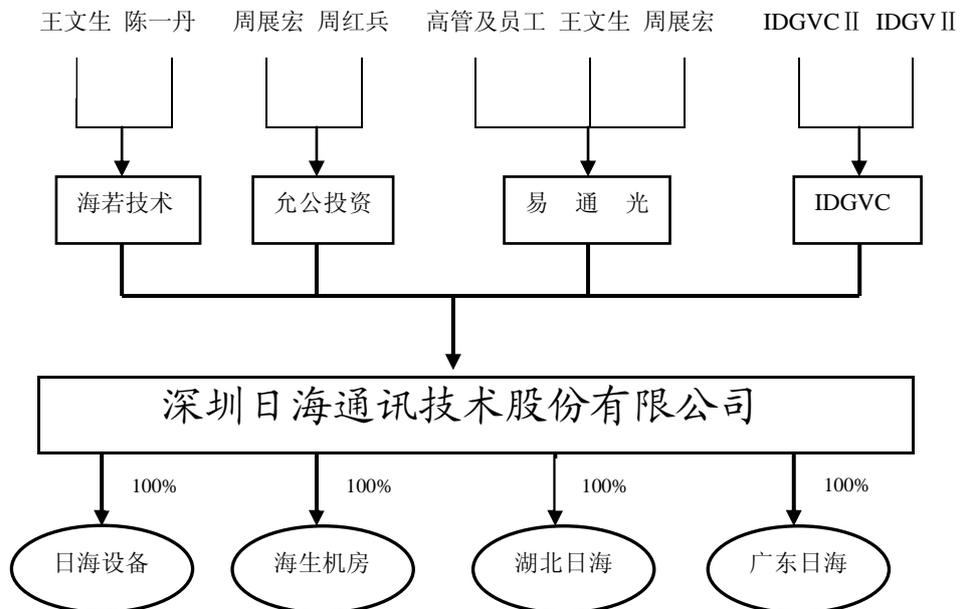
资料来源: 日海通讯 国都证券

图 3: 公司主营业务收入和净利润变化 单位: 百万元



资料来源: 日海通讯 国都证券

图 4: 公司股权结构图



数据来源: 日海通讯 国都证券

二、运营商 ODN 投资放缓, 但总量不变

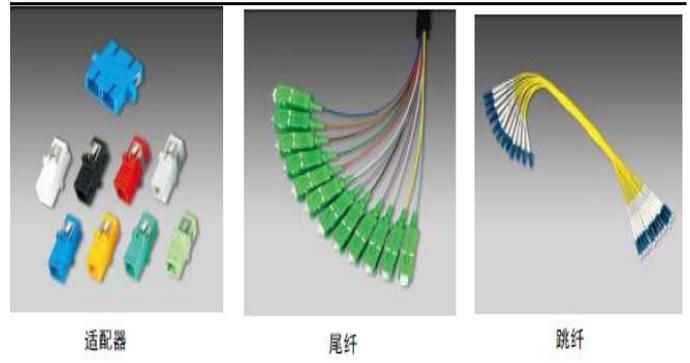
公司主营 ODN 业务, 主要为各级通信网络线路提供连接、分配、保护等服务。近年来, 运营商大规模接入网光纤化改造对公司的 ODN 设备形成巨大需求, 从而使得公司有线业务保持了高增长态势, 08~11 年的复合增长率高达 46%。考虑到资金成本和工程效率等问题, 运营商在接入网建设初期, 通常采用“薄覆盖”的策略进行组网, 即光纤铺至楼层, 再根据实装用户量安排入户光缆的铺设。据则算, “薄覆盖”阶段与 ODN 相关的投资占到总体规模的 60%以上, 而今年 5 月份出台的《宽带网络基础设施“十二五”规划》提出, 到“十二五”期末, 我国光纤入户网络将覆盖 2 亿个家庭, 按照目前 FTTH 模式下端到端户均覆盖成本约为 1400 元/户计算, 整个“十二五”期间, FTTH 带动的接入网投资规模将达 2800 亿元, 对应的 ODN 设备需求预计将在 1680 亿左右。

图 5: 公司有线网设备之光纤配线产品



资料来源: 日海通讯 国都证券

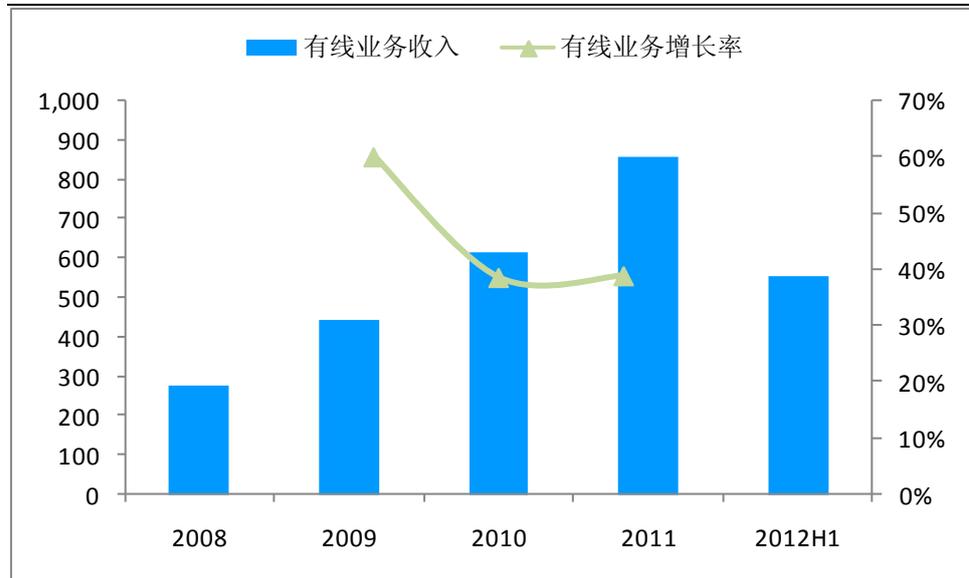
图 6: 公司有线网设备之光纤连接器



资料来源: 日海通讯 国都证券

图 7: 08~12H1 公司有线业务的增长情况

单位: 百万元

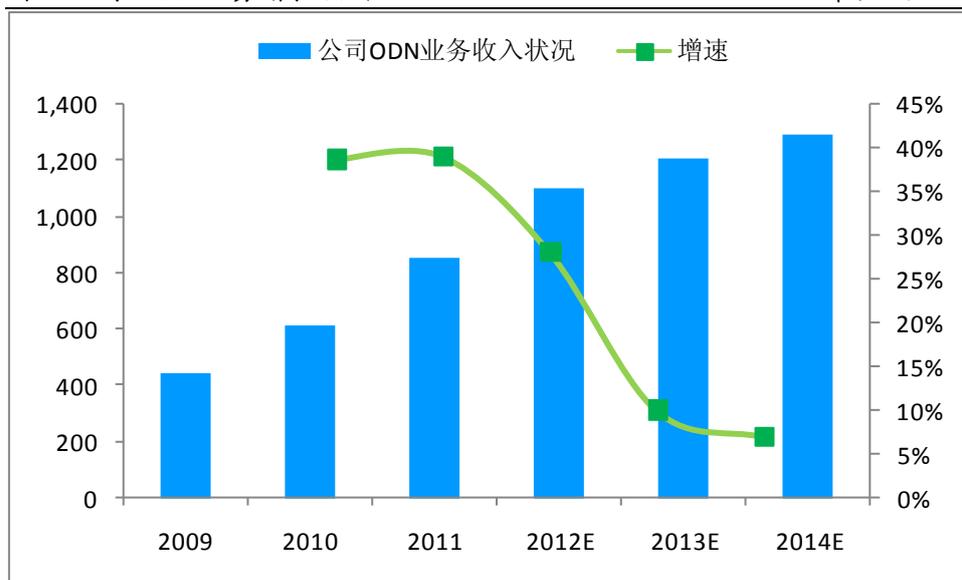


数据来源: 日海通讯 国都证券

从我们近期了解到的情况来看,受“18大”期间封网影响,运营商3季度资本支出有所减缓,相应的接入网建设也明显降温,公司第三季度ODN收入环比出现负增长,同比也仅个位数增长。按照三大运营商各自的光纤宽带建设目标,今年将合计新增光纤薄覆盖用户3500万,使得总的覆盖用户数达到7680万户,其中,电信5500万户,联通2000万户,移动180万户。而目前实装用户数才不过1500万户,用户开通率不足20%。实装用户数的不足将直接导致运营商未来几年FTTX投资放缓,公司的ODN业务增速也会随之慢下来,从去年逾40%的迅猛增长变为今后几年10%左右的平稳增长。

图 8: 公司 ODN 业务增长预测

单位: 百万元



数据来源: 公司资料 国都证券

运营商投资虽有所放缓, 但我们认为推动我国宽带建设的基本刺激因素没有发生改变, 因此, 光纤宽带建设仍将是三大运营商, 尤其是电信、联通今后工作的重要内容, 理由如下:

2.1 用户带宽需求不变, 运营商仍将持续推动宽带建设

用户需求的增长永远是运营商带宽升级的第一推动力。从最初潜水 BBS, 浏览门户网站到后来收听在线音乐, 观看网络视频, 各种互联网新应用层出不穷, 每一次用户偏好的转变都伴随着网络带宽的升级, 相比 10 年前拨号上网 256Kbps 的速率, 如今主流的 ADSL 接入方式已经可以提供 2Mbps 的下行速度, 从而使得在线听音乐, 欣赏普清电影成为可能。未来, 随着三网融合的全面开展, IPTV, 3D 影像, 远程教育, 医疗等各种云计算服务必将促使 FTTH 加快普及, 因为只有 FTTH 提供的 100Mb+/S 的下行速率才能更好的满足用户的应用需求, 支撑起越来越丰富的网络增值服务。

表 1: 各类网络应用所需带宽耗时

宽带技术	ISDN	ADSL	FTTB	FTTH
网速	256kbps	2Mbps	10Mbps	100Mbps
网页浏览 (160KB)	5 秒	1 秒	<1 秒	<1 秒
在线音乐 (5MB)	2 分 35 秒	20 秒	4 秒	<1 秒
观看视频 (20MB)	10 分 25 秒	1 分 20 秒	16 秒	2 秒
低画质电影 (700MB)	6 时 04 分 35 秒	46 分 40 秒	9 分 20 秒	56 秒
高清电影 (4GB)	34 时 43 分 20 秒	4 时 26 分 40 秒	53 分 20 秒	5 分 20 秒

资料来源: 公开资料 国都证券

2.2 国家政策支持力度不变

全球金融危机过后，各个发达国家和地区陆续出台了各自的宽带发展战略，拟以大规模宽带建设投资拉动经济发展。将宽带建设提升到国家战略高度已成为各国的共识，高速，流畅，便捷的通信网络也已成为一国综合国力的体现以及国民生活质量的重要指标。

表 2: 各国光纤接入发展计划

国家	宽带战略名称	投资金额	战略目标
美国	连接美国——国家宽带战略	72 亿美元	年内保证 1 亿个家庭实现下行 100Mb/s、上行 50Mb/s 的宽带接入，扩大宽带覆盖面；到 2015 年，80% 用户达到 50Mbps 下行接入和 20Mbps 上行接入。
欧盟	数字化议程	50 亿欧元	到 2013 年，实现欧盟全部人口的宽带覆盖；到 2015 年，实现欧盟 50% 的购物和使用公共服务的行为通过在线方式实现；到 2020 年，欧盟最少一半的家庭宽带速率超过 100Mbps。
韩国	韩国 IT 未来战略	1673 亿美元	到 2012 年在全国建成全球最先进的双向信息传输、速率 10 倍于目前网络的有线和无线宽带汇聚网络。
日本	i-Japan 战略 2015	19 亿美元	到 2015 年实现以光纤 Gb 级速率快速且简单的网络接入，建设高质量、高稳定性的超高速宽带基础设施。
巴西	国家宽带计划	57 亿美元	在全国的低收入家庭中普及宽带网络，实现全国范围内的宽带网络覆盖。

资料来源：公开资料 国都证券

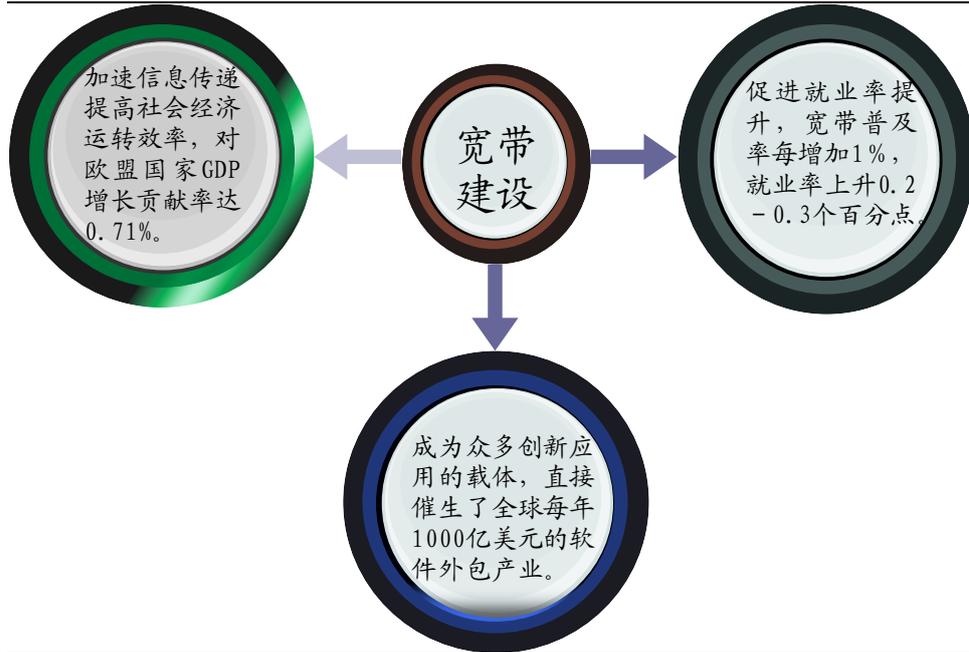
近年来，宽带建设的重要性也获得党和国家的高度重视，并从政策上给予了实际支持。去年 10 月，七部委曾联合印发《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。《意见》明确指出：未来三年要加快国内光纤宽带网络的建设。到 2013 年，光纤宽带端口超过 8000 万，城市用户接入能力平均达到 8 兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到 2Mbps 以上；未来 3 年内光纤宽带网络建设投资超过 1500 亿元，新增宽带用户超过 5000 万。今年 3 月份，工信部正式启动“宽带普及提速工程”，该工程目标是到 2015 年，我国要实现宽带接入用户超过 2.5 亿户，接入宽带能力城市家庭平均达到 20M，农村家庭平均达到 4M 以上，以期解决多年来被消费者所诟病的“宽带不宽、网速不快、费用昂贵”等问题。

我们认为在国家政策的支持和监管部门的推动下，宽带建设仍将是运营商今后工作的重点。

2.3 宽带建设能有效带动 GDP 增长及就业率提升

欧盟研究表明，宽带能加速信息传递，提高社会经济运转效率，对欧盟国家 GDP 增长的贡献率达到 0.71%。在拉动 GDP 增长的同时，宽带对就业率的提升也能起到一定的促进作用。美国布鲁金斯学会研究发现，宽带普及率每增加 1%，就业率上升 0.2 - 0.3 个百分点。1998 - 2002 年间，美国使用宽带的企业比不使用企业的员工的增长率高出 1 个百分点。此外，每个宽带制造业岗位将产生 2.91 个其他新工作岗位，每个宽带服务业岗位将产生 2.52 个其他岗位。宽带产业对上下游的就业拉动作用达传统行业的 1.17 倍。此外，宽带还能极大地整合社会资源，深化全社会精细分工，成为众多创新应用的载体，直接催生了全球每年 1000 亿美元的软件外包产业。

图 9: 宽带对社会发展的贡献



数据来源: 国都证券

正是基于以上三方面的原因, 我们认为运营商未来接入网投资增速虽会放缓, 但总量不会改变, 2 亿覆盖用户的目标可能会推迟到 17 年完成。假设今后三年新增覆盖用户数分别为 2300、2400、2500 万户, 实装率为 15%, 维护成本为 30 元/户年, 则我国 ODN 市场未来 3 年增速预计为 10%。从市场空间来看, 还是按照 FTTH 模式下端到端户均成本 1400 元/户、ODN 占比 60%来计算, 则未来三年的市场容量有望达到 500~700 亿元。

表 3: 未来三年 ODN 市场容量测算

	2013E	2014E	2015E
ODN 市场空间测算			
FTTH 新增覆盖用户 (万户)	2300	2400	2500
端到端户均覆盖成本 (元/户)	1400	1400	1400
光纤覆盖总成本 (亿元)	322	336	350
ODN 占比	60%	60%	60%
ODN 相关投资规模 (亿元)	193.2	201.6	210
三年合计市场容量 (亿元)	604.8		

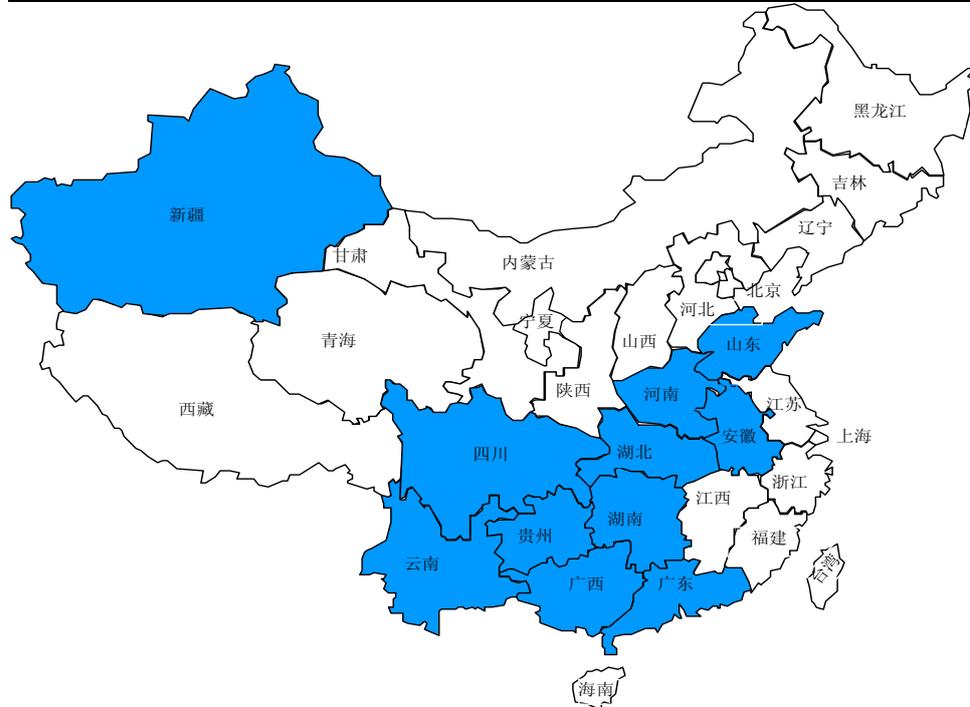
资料来源: 公开资料整理 国都证券

三、工程市场布局初成, 明年将进入收获期

工程业务包括前期基站及接入网部分的施工建设以及后续的网优运维, 这块业务是公司今后发展的主要方向。三大运营商每年工程服务投资规模, 也即工程这块市场规模

大约在 1000 亿上下，行业内除中通服一家独大外（收入 500 亿，市场占有率 50%），剩余厂商都是些区域性企业，规模过 10 亿的很少，A 股上市公司中主要有日海通讯（002313）及宜通世纪（300310）这两家从事工程业务。

图 10: 公司工程服务全国布局状况



数据来源：公司资料 国都证券

从下游需求面来看，三大运营商每年的工程业务需求可分为增量市场的施工建设服务以及存量市场的网优运维服务，整个市场规模比较稳定，行业本身增长有限，因此，业内公司主要通过收购兼并，不断打通、完善营销渠道，以市场份额的提升来实现自身增长。公司自去年下半年开始布局该领域，通过收购控股的方式，目前已进入 11 个省份，预计明年将完成全国范围内的布局。

从行业自身特性来看，通信工程服务具备一定壁垒，服务提供商需要获得工信部认可的施工资质，并且需要一定年限和施工经验才能由初级升为高级。此外，各地运营商在招标过程中，也会根据集成商的资质、实际能力和熟悉程度将其划分为不同的等级，那些与地方运营商长期合作、信用状况良好的供货商，能够获得的比例也较高。正是由于行业同时具有一定的区域壁垒，公司也是选择通过外延扩张，瞄准收购一批资质齐全，质地优良的地方性企业来介入工程领域。公司目前已拥有 8 家通信工程资质乙级以上的工程子公司，其中，河南恒联拥有通信信息网络系统集成、工程勘察、工程设计甲级资质，能够承接规模在 2000 万以上的通信工程项目。

我们认为，公司的全国性布局已现雏形，未来通过这 8 家公司可以基本辐射全国范围，形成全国性工程服务品牌，为公司未来业绩增长注入新的动力。

表 4: 公司控股工程子公司一览

收购标的	注册资本	持股比例	工程资质
广东日海通信工程有限公司	5000 万	100%	乙级
广西日海通信工程有限公司	1000 万	80%	乙级
贵州日海捷森通信工程有限公司	500 万	51%	乙级
武汉日海光孚通信有限公司	1550 万	51%	乙级
安徽日海国维通信工程有限公司	1342 万	51%	乙级
河南日海恒联通信技术有限公司	1000 万	51%	甲级
广州日海穗灵工程有限公司	301 万	51%	乙级
重庆日海平湖通信技术有限公司	505 万	51%	乙级

资料来源: 日海通讯 国都证券

我们预计今年公司工程这块收入能做到 3~4 个亿, 明年有望取得 5 个亿左右的收入, 在未来 3 年持续的网络建设期, 业务增速有望达到 40%。工程服务最大看点是后续能够形成持续稳定的现金流, 施工完成后, 在后期网络运营阶段, 公司还能产生稳定的维护收入:

- 有线侧: 针对宽带用户数承包, 公司能取得 30 元/户每年的持续运维收入;
- 无线侧: 针对基站站点, 按站点包年收费, 主要监测网络的流量和信号。

因此, 这块业务一旦发展起来, 还将对公司长期稳定经营构成利好。

四、无线产品日益丰富, 有望受益运营商基站建设

无线业务主要指之前的通信网络保护产品, 也即基站用机房机柜, 还包括相应的供电系统, 今年公司加入了新产品: 基站天线、铁塔、基站馈线等。由于这块产品定制化需求较高, 毛利率一直维持在较高的水平 (40%)。今年运营商投资重点在有线侧, 预计明年将重新转入无线侧, 从目前订单状况来看, 无线业务今年表现不会太好, 明年预计同比有望出现 30% 左右的增长。

图 14: 公司的无线网络产品



数据来源: 公司资料 国都证券

通信设备行业受运营商资本支出的影响较大。运营商今年的投资重点主要在有线侧，无线侧开支较为平淡，受此影响，公司上半年无线业务同比仅增长 18.98%，远低于有线业务的增速（43.90%），从目前订单状况来看，预计全年情况也不会太好。明年开始，移动大规模 4G 建设正式启动，预期将建成 18 万个 TD-LTE 基站，其中约 9 万个站为新建，每个新建基站无线配套投资额约 30 万左右，旧站升级对应的投资额约 6 万，因此移动明年无线配套投资大概在 324 亿左右，再加上联通，电信的跟随组网，我们保守估计整个无线侧（不含工程）明年的投资规模约在 450 亿上下。

表 5: 中移动未来两年 LTE 投资预测

单位: 亿元

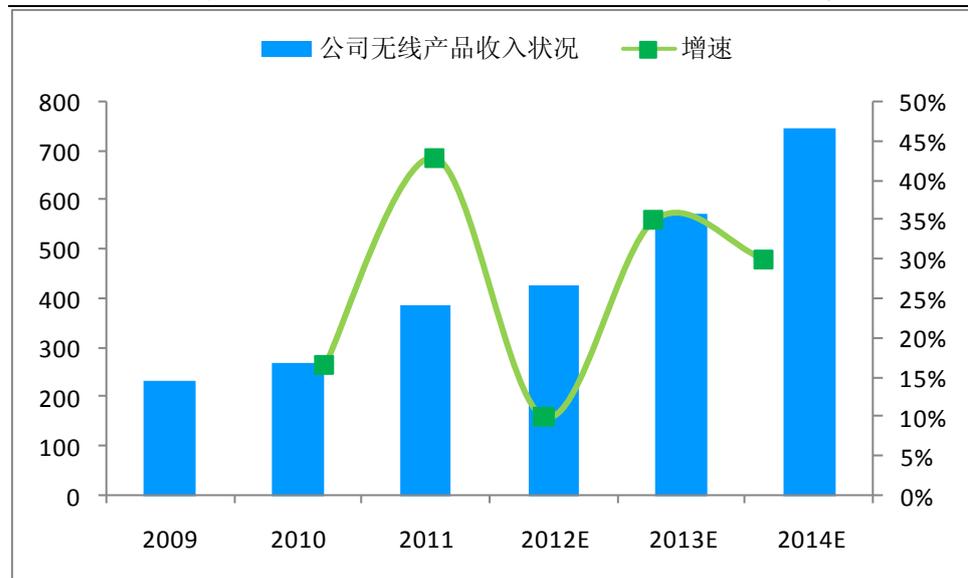
公司名称	分类设备	2012	2013	2014
中国移动	无线主设备	37.1	262.35	218.63
	配套设备	36	324	270
	传输设备	22	198	165
	合计	95.1	784.35	653.63

资料来源: 公司资料整理 国都证券

08 至 11 年公司无线产品复合增长率达 43%，这段时间正好是运营商大规模 3G 建设期，三大运营商 3G 投入总体规模合计高达 5000 亿，4 年建成 70 万个左右的 3G 基站，基本覆盖全国所有县级行政单位。从 11 年开始，宽带中国战略使得运营商加大了有线侧建设力度，尤其是今年，运营商高层换届加之“18 大”敏感期导致很多项目招标启动延迟，结算推后，资本支出不达年初预算。在通信行业整体景气度下行的情况下，公司无线业务也受到影响，上半年仅同比增长 18.59%，预计全年增速不会超过 20%。随着中移动 4G 建设的规模启动，明年运营商资本支出又将向无线侧倾斜，利好公司无线产品的销售。针对运营商投资风格的转换，公司已提前储备产能，今年新增了基站天线、铁塔、馈线等产品，预计明年无线这块整体增速将恢复至 30% 以上。

图 12: 公司无线产品增长情况预测

单位: 百万元



数据来源: 公司资料 国都证券

五、企业网业务孕育新希望

企业网为公司新培育业务，今年刚成立玮海技术来筹建企业网，主要针对电力和政府机构内部网络互联、综合布线等问题，产品主要包括排线和配线机柜等。目前，企业网前十大厂商主要都是国外品牌，主流消费者如电力、金融及政府部门对产品价格并不敏感，主要看重品牌及口碑，因此市场长期以来均被国外品牌厂商所占据。随着新兴互联网用户的崛起，产品性价比开始受到重视，对国内厂商凭借价格优势杀入该领域提供了机会。

图 13: 公司企业网产品之布线机柜



综合布线系统

资料来源：公司资料 国都证券

图 14: 公司企业网产品之排线面板



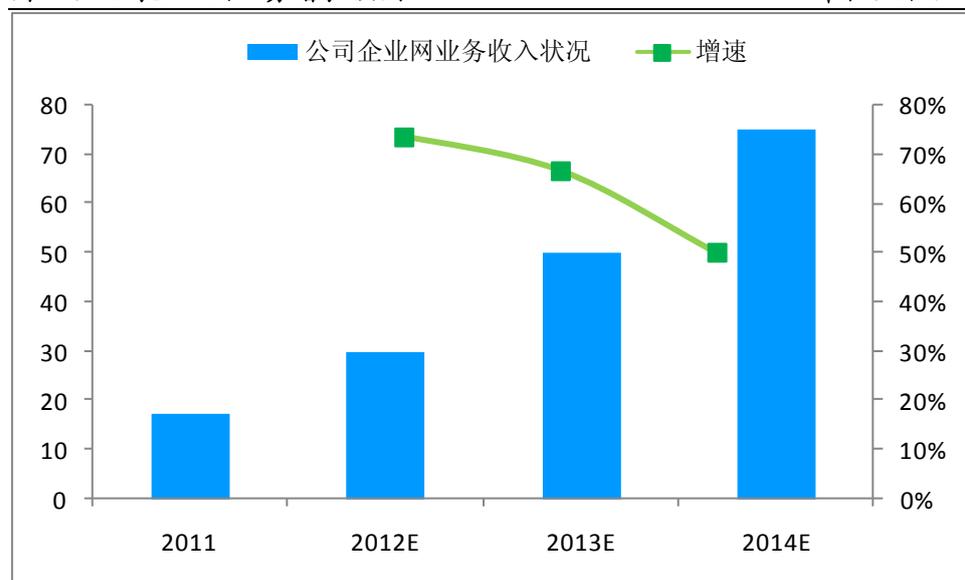
超六类产品

资料来源：公司资料 国都证券

随着本土厂商的加入，国内综合布线市场竞争日趋激烈，参与者众多，市场集中度较为分散。目前，我国综合布线市场总体量大约为 15 个亿，公司今年预计收入 3000 万，市场占有率约为 2%。这块产品盈利能力较好，毛利率稳定在 35% 左右，由于基数较低，明年企业网业务也有望获得快速增长。

图 15: 公司企业网业务增长预测

单位：百万元



数据来源：公司资料 国都证券

六、盈利预测及投资建议

1. 盈利预测

公司目前主营业务仍是 ODN 光纤配线网络设备的生产和销售，短期内受运营商接入网建设降温的影响，公司 ODN 业务发展预计将由之前的高速增长转入一个相对平稳的阶段。从长远来看，无论云计算还是物联网都对接入带宽提出了较高的要求，运营商的光纤宽带建设将是一个长期过程，也为公司 ODN 业务的长期发展打下了良好的基础。同时，在下游工程领域，公司已完成前期布局，明年将进入收获期，预计未来 3 年增速将达 40%。此外，无线产品和综合布线未来也有望成为公司新的增长点并进一步推高公司的估值水平。

我们对公司业绩预测主要依据如下：

1. 有线产品

公司有线产品包括 ODF、MDF、DDF 以及光纤连接器，主要用于接入侧和靠近用户端的各种线路的连接与分配，因此，公司有线产品的销售与运营商有线接入网建设投资息息相关。我们最近了解到的信息表明，运营商宽带建设正在降温，由于实装用户数并不高，还不到覆盖用户的 20%，运营商也逐渐改变之前高建快上的策略，开始放缓建设速度，拉长建设周期，之前预计到 2015 年覆盖用户数达到 2 亿的目标，预计将后延至 2017 年。在这样一个大背景下，我们预计公司 ODN 业务增速也将随之放缓，未来三年复合增长率仅为 10% 左右。

2. 工程业务

工程业务是公司明、后两年的一大看点，公司今年已成功进入 11 个省份，初步完成业务布局。明年移动 4G 大幕将正式开启，2 年内建成 35 万基站，预计投资规模在 1430 亿元左右，其中与工程相关的投资大概有 340 亿，无线侧在短暂沉寂后，又将进入一个高增长阶段。网络建成后，后期整网运维将为公司带来持续稳定的现金流。我们预计公司工程业务明后两年有望迎来 40% 左右的高增长，之后会进入一个相对平稳的发展阶段。

3. 无线产品

无线业务也是公司重点布局的领域之一，今年在原有产品的基础上公司又新增了基站天线、铁塔、基站馈线等产品，主要针对运营商明年新建基站的用料需求。由于今年运营商投资重点在有线侧，公司无线产品今年表现不会太好，从目前订单和上半年业绩状况来看，也印证了我们的看法。明年无线投资将再度升温，公司业已从产品和产能上做好了充分准备，我们预计公司无线业务明年有望实现 30% 以上的增长。

4. 企业网业务

企业网为公司正在培育的种子业务，目前国内这块市场整体规模约为 15 个亿，且参与者众多，主要为一些国外厂商，毛利率则相对可观稳定在 35% 左右。下游客户主要集中于电力部门，政府机关以及一些新兴的互联网企业。由于行业规模较小，未来随着新客户的突破，整个行业有望保持较快的增长。公司于年内成立玮海技术来负责综合布线业务的具体运营，今年的预期收入为 3000 万，明年收入有望达 5000 万，增速将

达 67%。由于基数较低，这块业务未来也将出现较快的增长，三年复合增长率预计为 58%。

5. 毛利率预测

毛利率方面，考虑到公司不断有新产品的导入以及定制化影响都会对毛利率有一定的提振作用，我们预计公司未来毛利率将稳中略升。

表 6: 公司分产品毛利率预测

毛利率 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
有线产品	33.93	33.68	33	32.70
无线产品	33.48	40.30	41.00	41.50
工程服务	25.03	26.00	27.00	28.00
企业网	NA	35.00	34.00	34.00
综合毛利率	33.29	33.77	33.69	33.88

资料来源：国都证券

6. 主营业务预测结果

综合以上分析假设，我们对公司未来三年的主营业务经营预测的结果如下：

表 7: 公司未来三年业绩预测表

单位：百万元

主营业务	2011A	2012E	2013E	2014E
有线业务				
收入	859.06	1100	1210	1294.7
YOY%	NA	28%	10%	7%
毛利率	33.93	33.68	33	32.70
无线业务				
收入	387.69	426.46	575.72	748.44
YOY%	NA	11%	35%	30%
毛利率	33.48	40.30	41.00	41.50
工程业务				
收入	69.08	350	507.5	710.5
YOY%	NA	407%	45%	40%
毛利率	25.03	26.00	27.00	28.00
企业网				
收入	17.28	30	50	75
YOY%	NA	74%	67%	50%
毛利率	NA	35.00	34.00	34.00
合计				
收入	1333.11	1906.46	2343.22	2828.64
YOY%	NA	43.01%	22.91%	20.72%
毛利率	33.29	33.77	33.69	33.88

资料来源：国都证券

表 8: 公司未来三年利润表预测

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1333.11	1906.46	2343.22	2828.64
营业成本	889.34	1262.62	1553.85	1870.23
营业税金及附加	11.10	10.61	16.28	17.70
营业费用	183.49	256.87	317.05	384.39
管理费用	88.28	123.92	131.22	161.23
财务费用	-4.23	8.76	11.51	18.76
资产减值损失	0.08	4.17	6.15	4.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	165.05	239.51	307.16	371.73
营业外收入	8.32	6.41	7.36	6.88
营业外支出	1.45	0.70	0.85	1.00
利润总额	171.92	245.22	313.67	377.62
所得税	24.13	33.30	43.06	52.04
净利润	147.78	211.92	270.61	325.58
少数股东损益	2.32	3.28	4.19	5.05
归属母公司净利润	145.47	208.64	266.42	320.53
EBITDA	181.48	262.90	344.72	416.49
EPS (摊薄)	0.61	0.87	1.11	1.34

资料来源: 国都证券

2.相对估值

我们预测公司 2012-2014 年每股收益为 0.87、1.11 和 1.34 元, 对应 12-14 年的动态市盈率为 18、14 和 12 倍, 公司 12-14 年的业绩复合增速将达到 24%, 目前公司 PB 为 2.00 倍。

从下表可以看出, 12 年、13 年可比公司平均动态市盈率为 17 倍和 13 倍, 按照我们的业绩预测, 公司 12 年和 13 年动态市盈率分别为 18 倍和 14 倍, 估值水平略高于行业平均水平。从业绩增长的动态角度考虑, 公司未来三年的净利润复合增长率为 24%, 对应公司目前的 PEG 为 0.75。按照 wind 的一致预期计算, 复合增速在 25% 左右的上市公司其 PEG 也都在 0.7 左右, 我们认为公司目前的 PEG 水平基本可以反映公司未来的成长性。

从公司自身的历史估值水平来看, 公司的 PE 和 PB 正处于历史底部, 具有一定的安全边际。未来随着工程及企业网市场的逐步启动, 公司的业绩还有很大的成长空间, 成长速度也会很快。因此我们认为以动态的眼光来看待公司目前的估值水平是相对合理的, 且随着公司各项新业务的业绩提升, 公司的估值水平有望得到进一步提升。

公司目前已经形成从有线到无线的全产业链布局, 能够有效降低运营商投资风格转换带来的系统性风险。公司 ODN 业务未来增长虽会逐渐放缓, 但工程及无线业务今后看点较多, 有望成为支撑公司业绩持续增长的重要引擎。同时, 企业网业务能够与公司现有业务形成良好的协同效应, 未来也有望成为公司新的利润蓝海。基于以上考量, 我们暂时维持公司短期推荐、长期 A 的投资评级。

表 9: 上市公司估值对照表

证券简称	收盘价	2011 EPS	2012 EPS	2013 EPS	2014 EPS	2011 PE	2012 PE	2013 PE	2014 PE	PB	CAGR 12-14	PEG
新海宜	6.05	0.43	0.41	0.56	0.73	14	15	11	8	2.46	21%	0.71
亨通光电	20.09	1.18	1.57	1.78	2.14	17	13	11	9	1.74	22%	0.58
烽火通信	20.00	0.92	1.18	1.49	1.84	22	17	13	11	1.87	26%	0.65
宜通世纪	8.69	0.37	0.45	0.59	0.75	24	19	15	12	2.64	27%	0.72
杰赛科技	10.21	0.45	0.54	0.73	0.92	23	19	14	11	1.82	27%	0.70
算术平均						20	17	13	10	2.10		0.67
日海通讯	16.06	0.61	0.87	1.11	1.34	26	18	14	12	2.00	24%	0.75

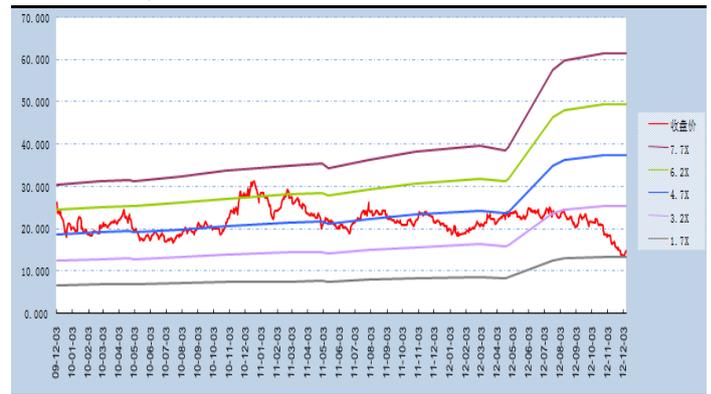
数据来源: Wind, 国都证券

图 16: 日海通讯 PE-Bands



数据来源: Wind, 国都证券

图 17: 日海通讯 PB-Bands



数据来源: Wind, 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			