

日海通讯 (002313.SZ) 通信系统设备行业

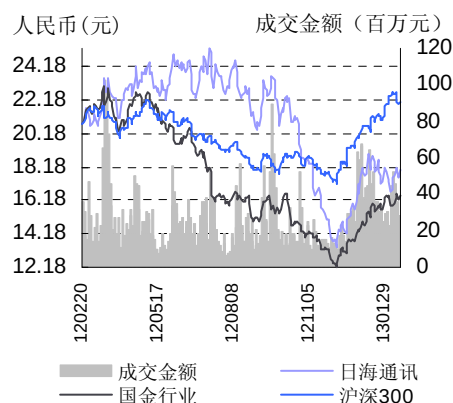
评级: 买入 上调评级
业绩点评

市价(人民币): 18.03 元

目标(人民币): 21.60 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)	140.75
总市值(百万元)	43.27
年内股价最高最低(元)	25.25/13.31
沪深 300 指数	2702.64
中小板指数	5343.68


相关报告

1. 《迅猛扩张,遇短期需求不足》, 2012.11.12
2. 《业绩增长达预期,新业务贡献仍待下半年实现》, 2012.8.10
3. 《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

邢开允 联系人
(8621)61038223
xingky@gjzq.com.cn

最艰难时刻已经过去 迎接 2013 的高弹性

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	0.718	0.983	1.171
每股净资产(元)	9.26	10.42	8.59	9.45	10.45
每股经营性现金流(元)	0.68	-0.92	0.95	0.41	0.86
市盈率(倍)	57.26	27.84	25.12	18.35	15.39
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%	18.42%	36.91%	19.21%
净资产收益率(%)	10.88%	13.97%	8.35%	10.40%	11.21%
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

- 日海通讯公告 2012 年业绩预告, 预计当年实现收入 19.29 亿元, 同比增长 44.73%。实现归属净利润 1.71 亿元, 同比增长 17.76%。

经营分析

- 日海属于重资产强周期模式, 2012 年收入增长大幅高于业绩增长主要原因在于费用的刚性上升, 2013 费用增长大幅放缓将有望实现利润的高增长;
- 工程业务的新亮点: 设备业务增长趋缓, 收入高增长来自工程业务助益。公司在 2011 年到 2012 年先后收购超过 10 家工程公司, 预计 2012 年实现收入 2.8 亿。除去这部分收入外, 公司 2012 年新增收入规模仅 3.16 亿, 收入增速下降至 23.7%。按照工程业务 8% 的净利润率估算其净利润贡献超过 1000 万, 对业绩增速贡献接近 7 个百分点, 可见工程业务已成为公司增长的重要边际贡献力量。而我们估计三大运营商工程业务市场规模近 500 亿, 公司 2012 年该业务市占率仅 5-6%, 增长前景可期。
- 收入端分析: 我们预计 2013 年 LTE 驱动无线业务增长、出口以及工程业务将成为公司收入端的主要业绩力。LTE 驱动无线产品收入增长将弥补 ODN 产品需求增速下降的影响, 同时海外出口和工程业务的继续扩张将共同驱动公司 2013 年收入实现 25.61% 的增长。在经过 2012 年 Q4 的行业投资下滑后, 公司重资产、低周转、高经营杠杆的模式有望在行业投资恢复性增长中体现更大的弹性;
- 成本费用端分析: 管理费用率下降、尚能光电良率提升、武汉基地利用提升将成为公司成本费用端的主要业绩驱动力。随着武汉基地利用率逐步提升、尚能光电良率提升, 这两项硬性成本将逐步产生收入, 使得管理费用总额得到有效控制, 是公司在 2013 年迎来业绩高增长的另一弹性来源。

盈利调整

- 我们提高公司 2013/2014 归属净利润的预测至 2.36、3.29 亿, 净利润同比增长 36.91% 和 19.21%, 对应 2013、2014 年 EPS 0.983 元、1.171 元。

投资建议

- 公司的强周期模式在投资扩张的情况下有较大的业绩弹性, 工程业务的巨大空间给公司提供了广阔的增长前景。同时公司通过限制性股票和持股公司已完成传统业务骨干和工程公司的激励机制, 使我们有理由看好公司的短期弹性和长期前景。目前股价对应 18.34X2013PE, 我们提高对公司的投资评级至“买入”, 给予公司 6-12 个月目标价 21.6 元, 对应 22X2013PE。

2012 年业绩尘埃落定符合预期

日海通讯业绩预告

- 日海通讯发布 2012 年业绩预告，预计当年实现收入 19.29 亿元，同比增长 44.73%。实现归属净利润 1.71 亿元，同比增长 17.76%。

设备业务增长趋缓，收入高增长来自工程业务助益

- **强周期模式的投资机会：**2012 年中期后由于行业整体投资下滑，我们考虑公司现金流状况趋紧，同时公司重资产低周转模式、快速扩张的资本开支压力对资金的高度需求，认为短期风险较大，因此提示了相关风险。去年 12 月以来，随着行业投资的恢复性增长，尤其是 2013 年 LTE 带来的投资扩张，我们认为公司基本面即将迎来一个较大的反转，今年有望取得较高的增长弹性。
- **工程业务的新亮点：**到 2012 年光纤到户进程基本过半，公司设备业务增长趋缓，收入高增长将越来越多地来自工程业务。公司在 2011 年以来先后收购超过 10 家工程公司，预计 2012 年实现工程业务收入 2.8 亿。除去这部分收入外，公司 2012 年新增收入规模仅 3.16 亿，收入增速下降至 23.7%。利润贡献方面，按照工程业务 8% 的净利润率估算其净利润贡献超过 1000 万，对业绩增速贡献接近 7 个百分点，可见工程业务已成为公司增长的重要边际贡献力量。更重要的是，我们估计三大运营商工程业务市场规模近 500 亿，公司 2012 年该业务市占率仅 6%，增长前景可期。

图表1：日海通讯资本开支规模预估（单位：百万元）

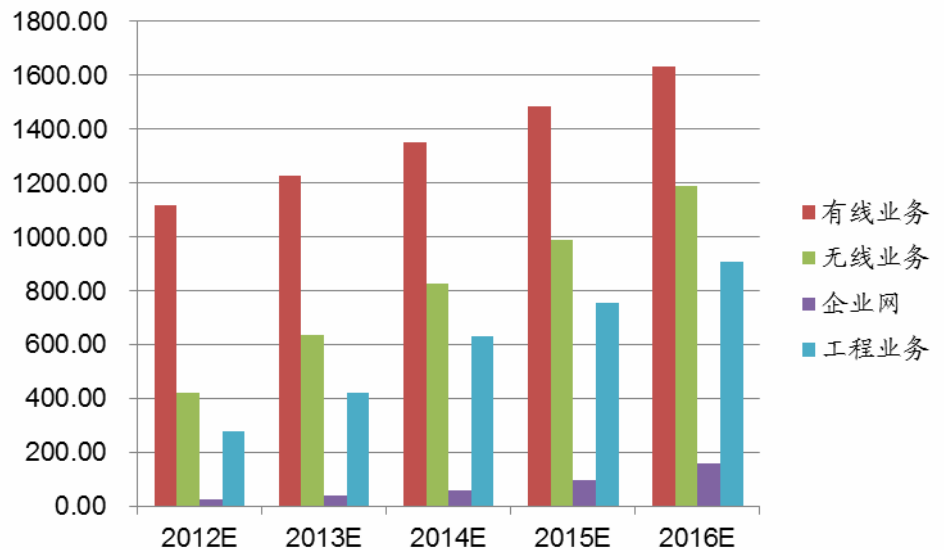
项目	总投资额	年限	开始时间	结束时间	2009	2010	2011	2012	2013
湖北ODN项目	657.58	18个月	2012	2013				438.39	219.19
湖北PLC项目	281.81	18个月	2012	2013				187.87	93.94
湖北研发中心项目	61.21	12个月	2012	2013				61.21	
移动通信机房技改项目	67.13	36个月	2010	2013		15.92	21.34	取决于后续进度	
一体化户外通信机柜技术改造项目	66.94	36个月	2010	2013		99.45	完成		
宽带连接系统项目	21.79	36个月	2010	2013		19.26	0.66	取决于后续进度	
光纤到户（FTTH）系统技改项目	34.75	36个月	2010	2013		28.22	6.53	完成	
新型光纤连接器技改项目	43.71	36个月	2010	2013		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	714.71	313.13

来源：国金证券研究所 公司公告

三大动力驱动公司 2013 年收入持续增长

- **我们预计 2013 年 LTE 驱动无线业务增长、出口以及工程业务将成为公司收入端的主要业绩力：**LTE 驱动无线产品收入增长将弥补 ODN 产品需求增速下降的影响，同时海外出口和工程业务的继续扩张将共同驱动公司 2013 年收入实现 25.61% 的增长。在经过 2012 年 Q4 的行业投资下滑后，公司重资产、低周转、高经营杠杆的模式有望在行业投资恢复性增长中体现更大的弹性；

图表2：日海通讯收入预测



来源：国金证券研究所

费用下降 资产利用率提升成本费用侧的主要业绩增长动力

- 随着武汉基地利用率逐步提升、尚能光电良率提升，这两项硬性成本将逐步产生收入，使得管理费用总额得到有效控制，是公司在 2013 年迎来业绩高增长的另一弹性来源。
 - 公司武汉基地投资规模超过 9 亿，尚能光电投资规模超过 1 个亿。但由于 2012 年武汉基地开工率较低，尚能光电产品良率达不到量产要求，我们估计两者产生的刚性折旧成本和人工费用近 1.5 亿，对 2012 年的业绩构成了较大压力；
 - 2013 年由于行业投资的恢复性增长和 LTE 投资驱动，武汉基地的利用率将实质性提升，同时尚能光电有望在 2013 年一季度实现 70% 的良率，达到盈亏平衡，并开始大规模供货，使公司 ODN 业务的光分路器 PLC 芯片基本实现自给，而该项成本占 ODN 业务总成本估计为 20-25%，长期来看将大大有利于公司的毛利率和市场份额扩张。

盈利预测和投资建议

盈利调整

- 我们提高公司 2013/2014 归属净利润的预测至 2.36 亿、3.29 亿，净利润同比增长 36.91% 和 19.21%，对应 2013、2014 年 EPS 0.983 元、1.171 元。

投资建议

- 公司的强周期模式在投资扩张的情况下有较大的业绩弹性，工程业务的巨大空间给公司提供了广阔的增长前景。同时公司通过限制性股票和持股公司已完成传统业务骨干和工程公司的激励机制，是我们有理由看好公司的短期弹性和长期前景。目前股价对应 18.34X2013PE，我们提高对公司的投资评级至“买入”，给予公司 6-12 个月目标价 21.6 元，对应 22X2013PE。

图表3：日海通讯收入预测

项 目	1H11	2011	1H12	2012E	2013E	2014E	2015E
有线业务							
销售收入（百万元）	390.64	859.06	554.25	1,116.78	1,228.46	1,351.30	1,486.43
增长率（YOY）	102.50%	45.80%	41.88%	30.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	31.21%	32.43%	33.71%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本（百万元）	268.72	580.47	367.41	748.24	823.06	905.37	995.91
增长率（YOY）	102.88%	116.01%	-36.70%	103.65%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	121.92	278.59	186.84	368.54	405.39	445.93	490.52
增长率（YOY）	101.66%	128.50%	-32.94%	97.25%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	72.98%	64.63%	68.43%	60.39%	52.89%	47.09%	44.59%
占主营业务利润比重	70.20%	62.44%	67.00%	59.96%	52.86%	47.75%	45.67%
无线业务							
销售收入（百万元）	117.96	352.99	162.94	423.58	635.38	825.99	991.19
增长率（YOY）	37.51%	52.83%	38.13%	20.00%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	36.52%	38.00%	40.58%	38.00%	37.24%	36.50%	35.77%
销售成本（百万元）	74.88	218.85	96.82	262.62	398.76	524.54	636.69
增长率（YOY）	30.72%	192.27%	-55.76%	171.25%	51.84%	31.54%	21.38%
毛利（百万元）	43.08	134.14	66.12	160.96	236.61	301.45	354.50
增长率（YOY）	51.18%	211.37%	-50.71%	143.44%	47.00%	27.40%	17.60%
占总销售额比重	22.04%	26.56%	20.12%	22.91%	27.35%	28.78%	29.74%
占主营业务利润比重	24.80%	30.06%	23.71%	26.19%	30.86%	32.28%	33.01%
企业网							
销售收入（百万元）	26.68	48.02	11.42	28.81	38.90	62.24	99.58
增长率（YOY）	22.05%	66.42%	-57.20%	-40.00%	35.00%	60.00%	60.00%
毛利率	32.54%	33.69%	34.91%	33.00%	32.34%	31.69%	31.06%
销售成本（百万元）	18.00	31.85	7.43	19.30	26.32	42.51	68.65
增长率（YOY）	19.93%	76.94%	-76.66%	159.75%	36.33%	61.53%	61.48%
毛利（百万元）	8.68	16.18	3.99	9.51	12.58	19.72	30.93
增长率（YOY）	26.68%	86.33%	-75.36%	138.54%	32.30%	56.80%	56.80%
占总销售额比重	4.98%	3.61%	1.41%	1.56%	1.67%	2.17%	2.99%
占主营业务利润比重	5.00%	3.63%	1.43%	1.55%	1.64%	2.11%	2.88%
工程业务							
销售收入（百万元）	0.00	69.08	81.39	280.00	420.00	630.00	756.00
增长率（YOY）	-100.00%	50.00%		305.33%	50.00%	50.00%	20.00%
毛利率	31.35%	25.03%	26.95%	27.00%	26.73%	26.46%	26.20%
销售成本（百万元）	0.00	51.79	59.45	204.40	307.73	463.28	557.94
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	14.80%	243.80%	50.55%	50.55%	20.43%
毛利（百万元）	0.00	17.29	21.93	75.60	112.27	166.72	198.06
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	26.86%	244.67%	48.50%	48.50%	18.80%
占总销售额比重	0.00%	5.20%	10.05%	15.14%	18.08%	21.95%	22.68%
占主营业务利润比重	0.00%	3.88%	7.87%	12.30%	14.64%	17.85%	18.44%
销售总收入（百万元）	535.28	1329.15	809.99	1849.18	2322.73	2869.53	3333.20
销售总成本（百万元）	361.60	882.95	531.11	1234.57	1555.88	1935.71	2259.19
毛利（百万元）	173.68	446.19	278.88	614.61	766.85	933.82	1074.01
平均毛利率	32.45%	33.57%	34.43%	33.24%	33.02%	32.54%	32.22%

来源：国金证券研究所

图表4：日海通讯报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	902	1,333	1,849	2,323	2,870
增长率	31.6%	47.9%	38.7%	25.6%	23.5%
主营业务成本	-619	-889	-1,235	-1,556	-1,936
% 销售收入	68.6%	66.7%	66.8%	67.0%	67.5%
毛利	283	444	615	767	934
% 销售收入	31.4%	33.3%	33.2%	33.0%	32.5%
营业税金及附加	-3	-11	-18	-23	-29
% 销售收入	0.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-120	-183	-235	-292	-357
% 销售收入	13.4%	13.8%	12.7%	12.6%	12.4%
管理费用	-49	-88	-159	-177	-214
% 销售收入	5.4%	6.6%	8.6%	7.6%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	111	161	202	275	334
% 销售收入	12.3%	12.1%	10.9%	11.8%	11.6%
财务费用	7	4	3	6	0
% 销售收入	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	0.0%
资产减值损失	-5	0	-3	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	112	165	202	279	332
营业利润率	12.5%	12.4%	10.9%	12.0%	11.6%
营业外收支	4	7	6	8	9
税前利润	117	172	209	286	341
利润率	12.9%	12.9%	11.3%	12.3%	11.9%
所得税	-16	-24	-31	-43	-51
所得税率	13.6%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	101	148	177	243	290
少数股东损益	0	2	5	8	9
归属于母公司的净	101	145	172	236	281
净利率	11.2%	10.9%	9.3%	10.2%	9.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	101	148	177	243	290
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	15	16	39	62	80
非经营收益	-1	1	-1	-4	-1
营运资金变动	-46	-257	12	-202	-163
经营活动现金净流	68	-92	228	100	206
资本开支	-70	-252	-571	-401	-101
投资	0	-30	-201	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-70	-282	-772	-401	-101
股权募资	2	33	873	0	0
债权募资	0	27	-30	122	6
其他	-11	-32	-4	-28	-39
筹资活动现金净流	-9	27	838	94	-33
现金净流量	-10	-347	294	-208	72

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	620	274	568	360	432
应收款项	426	606	750	973	1,202
存货	227	389	423	575	716
其他流动资产	47	88	125	158	196
流动资产	1,321	1,356	1,867	2,066	2,545
% 总资产	91.9%	78.9%	62.9%	58.7%	63.2%
长期投资	0	0	201	200	200
固定资产	99	261	636	985	1,017
% 总资产	6.9%	15.2%	21.4%	28.0%	25.3%
无形资产	16	99	263	264	264
非流动资产	116	362	1,102	1,451	1,483
% 总资产	8.1%	21.1%	37.1%	41.3%	36.8%
资产总计	1,437	1,718	2,969	3,518	4,029
短期借款	0	30	0	122	127
应付款项	492	541	759	956	1,188
其他流动负债	16	30	67	86	108
流动负债	509	602	826	1,163	1,423
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0
负债	509	602	826	1,163	1,424
普通股股东权益	926	1,042	2,063	2,267	2,508
少数股东权益	2	75	80	87	96
负债股东权益合计	1,437	1,718	2,969	3,518	4,029

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益	1.008	1.455	0.718	0.983	1.171
每股净资产	9.261	10.416	8.595	9.447	10.450
每股经营现金净流	0.684	-0.919	0.950	0.415	0.858
每股股利	0.300	0.300	0.100	0.130	0.169
回报率					
净资产收益率	10.88%	13.97%	8.35%	10.40%	11.21%
总资产收益率	7.01%	8.47%	5.80%	6.70%	6.98%
投入资本收益率	10.33%	12.07%	8.02%	9.44%	10.40%
增长率					
主营业务收入增长率	31.61%	47.87%	38.71%	25.61%	23.54%
EBIT增长率	31.90%	45.06%	25.69%	36.01%	21.51%
净利润增长率	38.92%	44.35%	18.42%	36.91%	19.21%
总资产增长率	31.16%	19.60%	72.79%	18.48%	14.53%
资产管理能力					
应收账款周转天数	137.8	129.9	135.0	140.0	140.0
存货周转天数	84.7	126.5	125.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	133.6	129.0	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	39.2	32.5	57.7	69.5	60.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-66.84%	-21.84%	-26.51%	-10.11%	-11.67%
EBIT利息保障倍数	-16.7	-38.0	-59.0	-49.1	19,682.4
资产负债率	35.40%	35.03%	27.83%	33.06%	35.36%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	6
增持	0	1	3	16	33
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.33	2.13	1.98

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
6 2012-11-12	增持	16.64	17.60 ~ 17.60

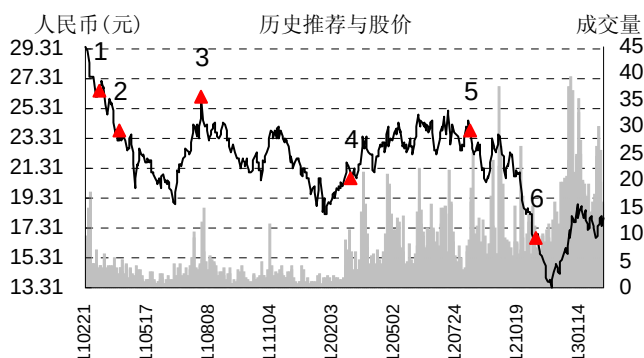
来源：国金证券研究所

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