

通信传输设备

署名人: 齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

日海通讯

002313

推荐

战略拼图打造完成, 4G 接力宽带续推加速引擎

市场认为公司宽带业务比重过高、产品技术壁垒不高, 持续成长难以为继。而我们则认为公司通过一系列并购扩张已经成长为新型的“配网综合性服务厂商”, 竞争力显著增强, 将在 4G 时代将续写辉煌。

投资要点:

- **ODN 行业仍有持续成长空间。**虽然国内经过三年大规模宽带建设, 但我们认为未来 ODN 行业持续成长的驱动有四: 1、未来城镇化战略推动大量人口进入城镇; 2、宽带战略实施将为光配网加速建设铺路; 3、前期运营商薄覆盖建设模式为后期宽带持续投资预留空间; 4、未来传统 ODN 将快速向智能 ODN 升级带来新增需求。我们预计未来 3 年每年 FTTX 宽带改造规模仍将在 3000 万户左右, 且智能 ODN 有望带来 100 亿元左右新增市场容量。

- **4G 将令配网综合性服务厂商充分受益。**配网行业的特点是产品与服务粘性极强, 个性化需求程度高, 且国内运营商建设周期重叠性特点对于快速响应和资源整合能力都提出了很高要求。行业内设计、施工、供货实现一体化整合的趋势十分明显, 综合性服务厂商优势明显。预计 2013 年 LTE 建设为综合性服务厂商带来市场规模保守估计在 60 亿以上。

- **产业链整合+商业模式创新构筑公司强大竞争优势。**公司通过上市后的资本运作, 上游切入光器件领域实现成本协同, 横向切入工程服务、无线天线等领域实现业务协同, 同时以借船出海战略实现国际市场扩张。相比于国内竞争对手产品服务单一、市场区域狭窄的特点, 公司已经形成难以模仿的强大竞争优势。未来国际市场的扩张有望再造一个日海。

- **盈利预测与估值。**我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.76 元, 0.95 元, 1.2 元, 对应 PE 为 28X、22X、18X。估值在 4G 板块中仍处于低端。

- **风险因素。**运营商 4G 建设推进进度不达预期

6-12 个月目标价: 25-30 元

当前股价: 20.70 元

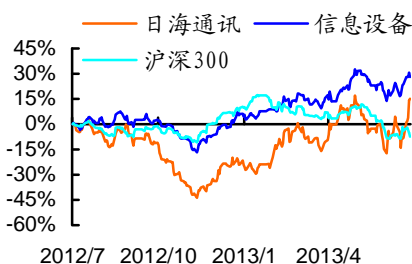
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	1992.65
总股本(百万)	319
流通股本(百万)	235
流通市值(亿)	49
EPS	0.08
每股净资产(元)	6.35
资产负债率	32.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
日海通讯	23.51%	28.73%	51.34%
信息设备	3.23%	10.86%	20.65%
沪深 300	-8.76%	-13.55%	-15.60%



相关报告

主要财务指标

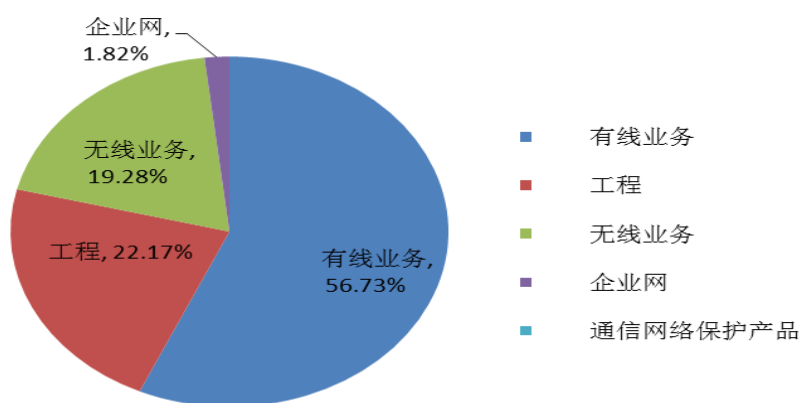
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1925	2451	3292	4484
收入同比(%)	44%	27%	34%	36%
归属母公司净利润	171	243	304	383
净利润同比(%)	18%	42%	25%	26%
毛利率(%)	33.0%	31.8%	31.0%	30.1%
R E(%)	8.8%	11.4%	13.0%	14.8%
每股收益(元)	0.71	0.76	0.95	1.20
P/E	29.96	28.11	22.47	17.81
P/B	3.49	3.20	2.92	2.63
EV/EBITDA	27	19	15	12

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司简介:

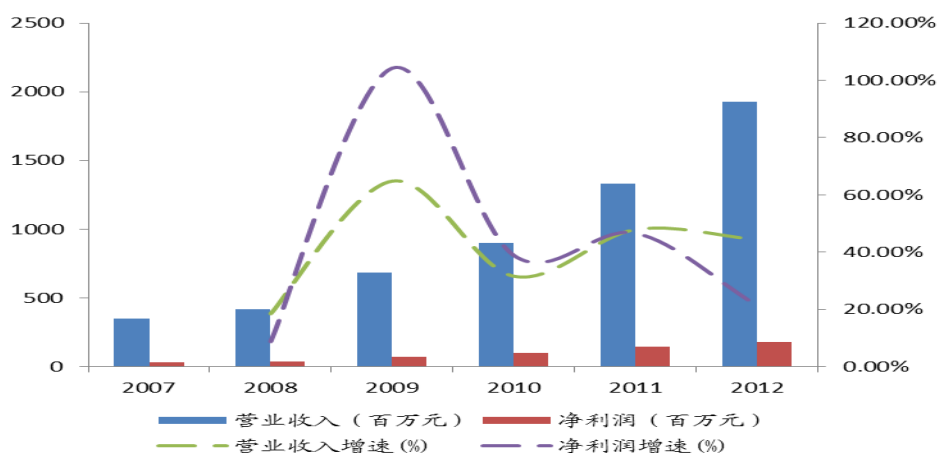
公司是国内最大的通信网络物理连接设备供应商，专注于为国内外电信运营商、电信主设备商和网络集成商提供一流的通信网络连接、分配和保护的产品及整体解决方案。公司上市以来进行了一系列并购，上游成功切入光器件领域，具备了配线网全产业链产品生产能力；下游横向拓展切入各类无线、有线工程服务领域，逐步向配线网综合服务提供商转型。公司抓住了配线网产品与服务粘合度高、客户需求差异化程度高的特点，利用自身高超的生产管理能力及快速反应能力，取得了快速发展。

日海通讯 2012 年营收构成一览



资料来源：公司公告

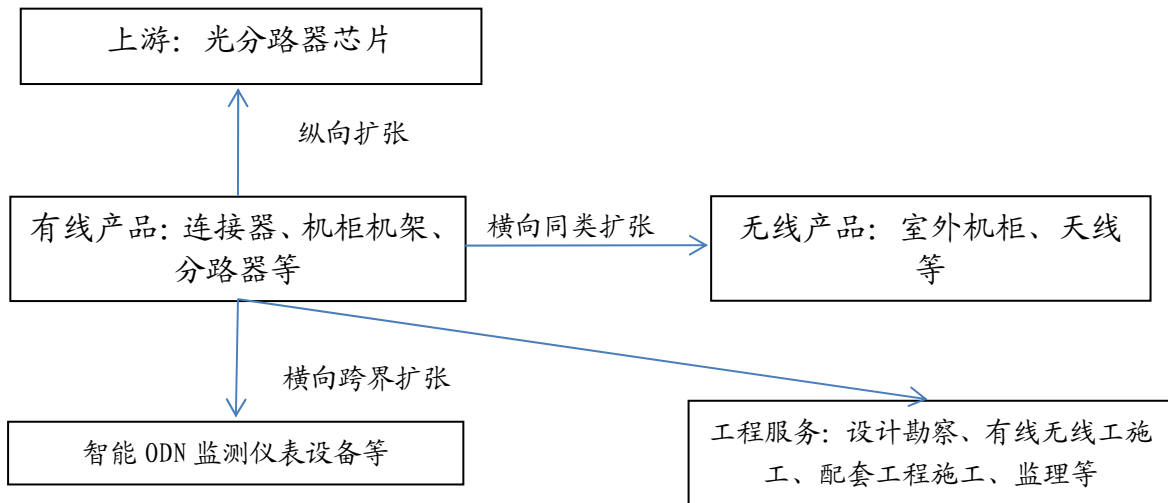
日海通讯近年业绩概况



资料来源：公司公告



日海通讯扩张战略示意图



资料来源：中投证券研究总部

## 二、光配网行业持续发展的动力：城镇化驱动规模需求，智能化驱动技术升级

光配线网一直被视为由运营商宽带建设单一驱动的行业，因此其持续成长性一直受到质疑。我们则认为城镇化战略+国家宽带战略将使光配网仍面临持续成长的需求空间，此外，4G 对于光配线网行业驱动明显，ODN 智能化升级将引导行业进入新的生命周期。

### 2.1 城镇化发展及国家宽带战略将为光配网行业带来新契机

**城镇化战略将催生潜在需求。**根据工信部 2013 年初宽带专项动员工作会议，FTTH 覆盖家庭一年新增超过 4900 万，达到 9400 万；固定宽带互联网接入用户新增 2510 万，达到 1.75 亿；使用 4M 及以上接入带宽的用户占比提高了 23 个百分点，超过 63%。我国本轮的宽带建设周期是从 2010 年启动的，历时 3 年完成约 1 亿家庭覆盖。从人口的角度考虑，目前普遍预期我国在未来城镇化将新增 2-3 亿人口，如果按运营商目前大力推广的 FTTH 建设模式考虑，未来还将创造 1 亿左右家庭 FTTX 需求，配线行业的潜在需求空间是有保证的。

**国家宽带战略实施将为光配线网快速建设铺路。**国家宽带战略的核心是，将家庭宽带与水、电、气等居民生活用基础设施视为同等重要地位，在城市规划、住宅建设等方面给予强制性入户的政策性保证。由于我国建筑年代参差不齐，而宽带入户一直也未纳入强制性建设规范，从 2010 年以来的实践看，运营商实施过程中普遍遇到入户工程难实施、业主阻挠严重等难题。实际覆盖效果和

覆盖用户数量可能低于市场预期。国家宽带战略的推出可能为运营商后期加快推广 FTTX 入户提供保证。

**运营商薄覆盖建设模式意味着后期投资尚有发力空间。**近年运营商在 FTTX 建设中主要以 FTTH 薄覆盖或超薄模式，以滚动投资方式发展：第一阶段，光纤并未真正入户，只到小区门口；第二阶段，后期随着用户的发展，再进行楼宇内部配网投资。运营商的 FTTX 投资只完成了第一阶段，而尚未完成第二阶段投资。因而为后续配网持续投资提供了保障。据统计，运营商在 FTTH 第二阶段投资比重接近 65.3%，这意味着后期配网投资仍有潜力。

**运营商 FTTX 建设前期投资与滚动投资各阶段对比**

	FTTH	FTTB
前期投资占比	34.7%	94%
滚动投资占比	65.3%	6%

资料来源：中国电信

## 2.2 智能 ODN 将引领配网行业进入新的发展周期。

**智能 ODN 已成 ODN 网络未来发展主要方向。**智能 ODN 是针对前期 FTTX 网络建设实践中出现的一系列管理难题，而提出的新型智能化解决方案，是未来光配线网络的发展方向。由于 FTTX 建设实施后，配线网络节点数量大幅增长，但管理上依然延续原有的人工为主方式，因而带来了维护效率低下、错误率提升、现场作业不便等一系列难题。智能 ODN 的核心思想是一方面为配网连接器加入电子标签，实现每根光纤的智能化管理；二是在操作维护软件上添加地理信息系统 GIS，从而实现可视化管理功能。智能 ODN 的采用可有效降低运营商 TCO（总所有成本，含建设开支和维护开支）。据华为公司估计，其智能 ODN 方案有望为运营商节省端到端光纤投资 20-40%，节约维护成本 40-60%。

**智能 ODN 时代，配网行业有望重新洗牌。**智能 ODN 具有一定的技术壁垒，产品形态具有鲜明的电子化、智能化特征，甚至已经接近于电信设备。但大量配网产品厂商还停留在纯材料工艺时代，没有及时转型。目前，国内有华为、中兴、烽火、日海等公司在积极介入智能 ODN 产品试点，一旦大规模普及，传统 ODN 行业将迎来新的洗牌，先发公司将具有明显优势。目前中国移动智能 ODN 产品标准已经完成，预计将在年内开始试点，2014 年将有放量。预计单线 ODN 改造成本投入约在 100 元左右，如果 2010 年以来累计 FTTX 覆盖用户 1 亿户左右估计，大概全部改造完成的投入在 100 亿元左右。

我们预计未来在上述因素推动下，ODN 行业仍有希望保持 3000 万左右宽带用户改造量，而智能 ODN 将新增创造 100 亿左右的潜在市场容量。

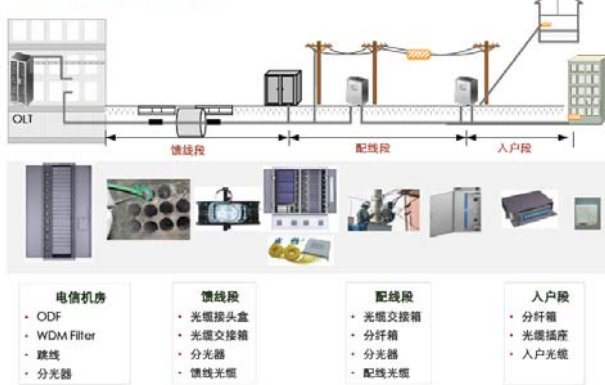
传统 ODN 和智能 ODN 操作对比

对比	传统 ODN	智能 ODN
工程勘测、设计	纸笔记录、人工导入	无纸化、软件导入、GIS 地图呈现
光纤跳接	根据工单纸件操作，打标签	根据指示灯操作
记录对接关系	纸笔记录	软件自动记录、网管系统数据同步
数据管理	人工维护	软件自动操作
检测及故障定位	人工操作	软件系统支撑、精确定位、GIS 地图呈现

资料来源：中国电信

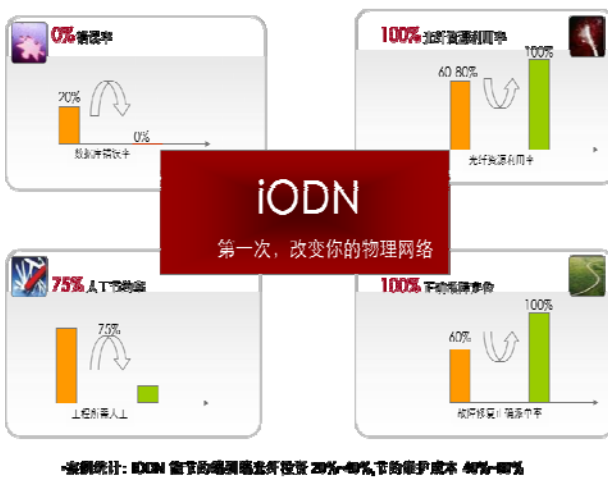
传统 ODN 和智能 ODN 对比

ODN基本构成



资料来源：烽火通信、华为

智能 ODN 方案



提高光纤资源的利用率：每根光纤到户节省投资245元

使用之前光纤利用率	使用之后光纤利用率	每根光纤建设成本 (元)	每根光纤节省的投资 (元)	10万用户5年节约的投资 (元)
66%	100%	700	245	1225万

使光纤分配网实现智能、高效的管理：每线每年节省人力费用20元

使用智能网络资源管理之前每人维护光纤数	使用智能网络资源管理之后每人维护光纤数	每根光纤每年节省人工 (人天)	每根光纤每年节省人力费用 (元)	10万用户5年节省人力费用 (元)
1800	1500	0.28	20	1000万

智能网络资源管理解决方案投资增加分析

使用前每线投资 (元)	使用后每线投资 (元)	10万用户5年增加投资 (元)
700	700	800

总结：以10万用户为例，iODN5年可节约投资1425万元。

资料来源：华为

### 三、4G 工程建设将使配线网综合服务商充分受益

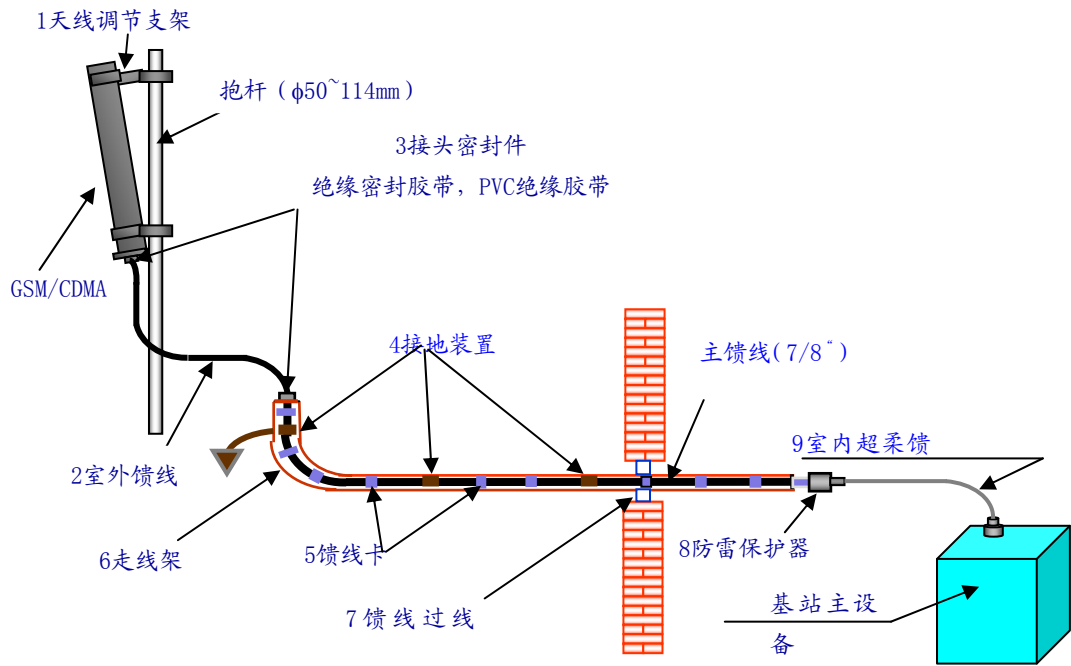
4G 对配网行业的驱动主要是对于天线、走线架、室外机房、机柜等产品需求的驱动，以及配网工程建设需求的驱动。工程建设是相当复杂的系统性工程。长期以来，国内运营商工程市场参与方极多，分工具体而微，乃至相当近似的工种都会由不同工程承包方完成。而近年来随着国内工程市场的整合，未来中国 4G 工程建设市场将有望使得具有“产品+服务”能力的新型配网综合服务商充分受益：

首先，设计、施工、监理、供货能力的整合趋势十分明显。将有望产生作为与建筑施工十分类似的一类工程服务，通讯工程服务特点在于个性化强、工期紧张、采购用品复杂多样，要求服务商具有丰富施工建设经验、充足的配套物料货源、和强大的一体化实施能力，从而有效的提升工程效率和后续服务能力。以中国通信服务公司的成立为标志，国内分散的工程资源走向整合的趋势非常明显。而从宽带工程的实践来看，一些民营厂商则更上一层楼，提供“产品+服务”能力，提供交钥匙工程，逐渐成为国内工程服务的新趋势。

其次，中国运营商工程建设周期性特点，使得综合服务能力厂商具有显著优势。国内运营商的建设周期往往与自身需求关系不大，更多的体现为政策性驱动。在宏观经济走弱的背景下，3G\4G 牌照的发放更多是为承担拉动经济的政策性任务。由此，国内三大运营商的建设周期几乎完全重叠，周期启动快，振幅大。对于上游服务商而言，周期来临时的资源组织能力成为市场制胜的关键，快速、有效、充足的供给能力使得综合型服务厂商能够获取较高的市场份额，在工期极度紧张的情况下，甚至拥有一定的议价能力。据我们了解，中移动 4G 建设展开后，集团在板房、天线等产品招标中将省公司招标权重由 30%提升到 50%，厂商毛利压力将得到有效缓解。

从市场规模角度估计，目前预计中移动今年 LTE 新建站约 20 万左右，其中宏站约 70%，而纯新建站比例约 60%，单站投资保守估计约 40 万元，而配网投资+相关工程服务投资比重约在 15%左右，由此保守估计中移动 4G 建设创造的配网市场总额约在 50 亿元。如果再考虑到中电信 5 万站左右的 LTE 试验网建设规划，则市场规模有望超过 60 亿元。

无线基站整体架构简明一览（以天馈系统为例）



资料来源：三大运营商设计院

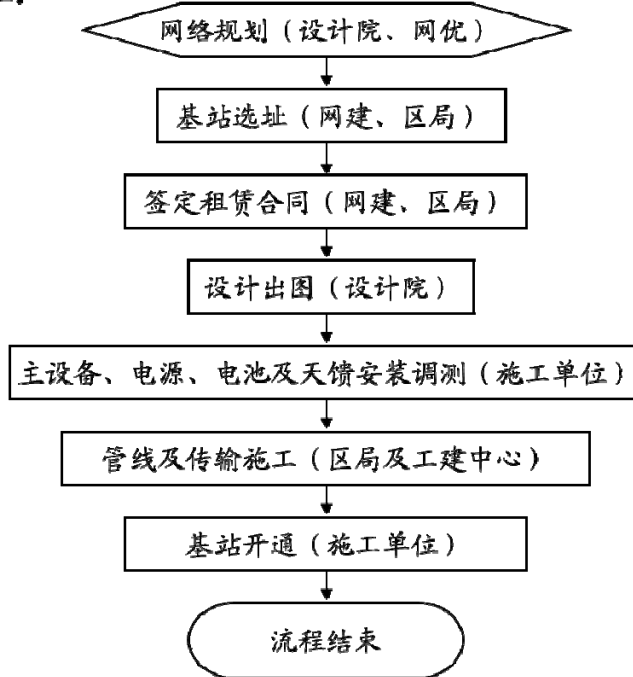
无线基站工程分类一览

分类	子分部工程	日海可能涉及的范畴
基础分部工程	塔基、桩基、机房基础工程	否
铁塔安装工程	铁塔制造；防腐镀锌；焊接；螺栓紧固连接；铁塔安装	否
机房安装工程	配筋砌体；模板；钢筋；混凝土；屋面找平；屋面保温层；屋面防水层；般抹灰分项工程；外墙保温分项工程；水性涂料涂饰分项工程；砖面层分项工程；特种门安装分项工程；配电屏安装分项工程；照明线缆布放分项工程；普通照明灯具安装分项工程；插座安装分项工程；	是
基站设备安装工程	传输设备安装；主设备安装；电源设备安装；蓄电池安装；天馈系统安装分项工程；	是
分布系统设备安装单项工程	信源设备安装分项工程；线缆（包括馈线）布放分项工程；有源器件安装分项工程；无源器件安装分项工程；天线安装分项工程	是

资料来源：运营商设计院

基站建设流程

基站建设流程:



资料来源：中国联通

**四、国际国内双线扩张，强大竞争实力确保公司稳步**

**提升份额。**

市场对于公司的竞争力存在质疑，认为公司产品技术水平不高，可替代性较高，存在大量竞争者，主要依靠压价竞争。事实上，通过与竞争对手的对比分析我们发现，公司近年来在产业链整合方面一系列的动作快速强化了自身的实力，形成了业内竞争对手难以模仿的竞争优势，同时在国际市场也已逐渐形成了快速突破的势头。

**高瞻远瞩，依靠并购扩张适时切入新市场，通过新商业模式建立竞争优势。**

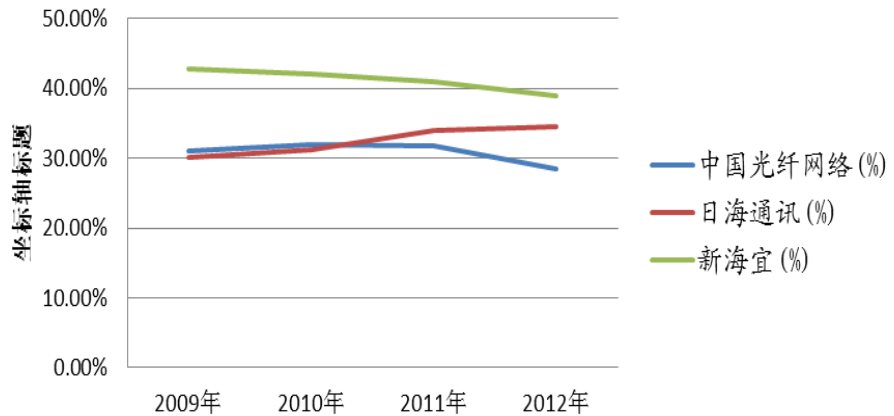
如前所述，配网行业的特点是产品和工程服务的粘性极强，产业链上下游整合空间大。公司通过上市后的资本运作，目前在上下游成本协同，横向业务协同，国际国内区域协同方面已经实现了完整布局，“产品+服务”模式不断获得充实和丰富，而多数竞争对手仍停留在区域化、产品服务单一化时代。公司具备提供“交钥匙”工程的实力，其总包式解决方案模式正在全国快速渗透。目前公司已经与新疆乌鲁木齐电信签订了框架协议，预计每年可获 1 个亿订单。另外，公司和四川通服达成了战略框架协议，预计年内可实现 1.5 亿产品销售。中移动方面，预计今年中移动 3G\4G 基站建设中，公司可依靠总包模式实现单站收入 3-5 万元。公司 2016 年工程服务收入目标为 50 个亿，跟产品收入基本相当。

**深耕细作，强大的柔性制造能力不断提升产品盈利能力。个性化设计、产品**

质量、快速反应能力是配网行业制胜的关键因素。公司拥有武汉、深圳两大基地，制造能力国内领先。公司依靠快速定制能力，一方面实现对竞争对手的份额挤出，另一方面实现产品盈利能力提升。从近年对比分析来看，公司相对于竞争对手在配网产品毛利率提升迅速。

日海通讯配线产品线毛利与竞争对手对比

日海与竞争对手毛利率对比



资料来源：各公司公告

**国际扩张建成趋势，未来有望再造一个日海。**随着中国通信设备商在全球市场的快速突进并逐步树立口碑，国内通信工程服务厂商依靠经验输出、劳务输出的模式在海外市场特别是发展中国家取得成效。公司近年来抓住全球加速部署国家宽带战略的趋势，依靠借船出海的策略在海外开始加速突破，主要在东南亚、中东市场取得了明显突破。目前，中东、印尼、法国的产品认证已经通过，依靠三种模式进行拓展：1、当地有合作伙伴，合作伙伴收佣金，公司供货或服务。2、直接面对运营商。3、通过产品代理。未来 5 年，公司国际业务规模将有望逐步与国内均等。

五、盈利预测与估值

市场对于最大疑虑在于公司与宽带相关的收入是否可持续。对此我们的看法是：1、**从行业角度分析**，如前文所述，我们认为未来 3 年 ODN 行业在国家宽带战略等因素推动下至少与往年持平；2、**从公司业务储备角度分析**，今年公司的重点已经转向无线，武汉基地已经建成投产，新收购工程公司已经整合完毕，同时有线与无线产品生产线具有通用性，产品线可实现无障碍转变，随着 2012 年大规模投入结束公司费用率也有望降低，因此我们预计今年宽带产品线收入减速无碍全年业绩成长。毛利率方面，虽然公司产品参加集采都有降价，但 2013 年中移动省内招标比例将大幅提升，定制化比例将提高，这对公司毛利提升具有积极意义。预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.76 元\0.95 元\1.2 元，对应 PE 为 28X\22X\18X。

从估值角度看，目前相对于 4G 板块其他公司，公司 2013 年估值 28 倍，可比龙头公司 30-50 倍，估值处于板块底端，具有一定的估值提升空间。

## 六、风险因素

**运营商 4G 建设进度不达预期。**4G 牌照发放主要由政府意志决定，但运营商 4G 建设复杂因素较多，工程实施要受到物业、城规等多种施工环境因素干扰，尤其是近年城区基站建设难度加大，因此施工进度有可能低于预期。

### 日海通讯与 4G 板块公司估值对比

公司名称	2013 年 PE	2014 年 PE
中兴通讯	28	18
烽火通信	31	25
光迅科技	28	24
世纪鼎利	41	31
富春通信	50	35
日海通讯	28	23

资料来源：WIND、中投证券研究总部

### 日海通讯盈利预测核心假设

	2012	2013	2014	2015
有线业务（百万元）	1088.75	1,219.40	1,341.34	1,448.65
增速假设		12.00%	10.00%	8.00%
毛利率假设		34.00%	34.00%	34.00%
无线业务（百万元）	370.08	481.10	721.66	1,082.48
增速假设		30.00%	50.00%	50.00%
毛利率假设		38.00%	38.00%	38.00%
企业网（百万元）	35.01	70.02	140.04	210.06
增速假设		100.00%	100.00%	50.00%
毛利率假设		37.21%	37.21%	37.21%
工程服务（百万元）	425.44	680.70	1,089.13	1,742.60
增速假设		60.00%	60.00%	60.00%
毛利率假设		23.00%	22.00%	21.00%

资料来源：中投证券研究总部

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2591	2764	3584	4604	<b>营业收入</b>	1925	2451	3292	4484
现金	748	598	630	570	营业成本	1291	1671	2270	3136
应收账款	931	1127	1540	2085	营业税金及附加	27	34	46	62
其它应收款	55	57	82	109	营业费用	217	245	329	448
预付账款	98	0	0	0	管理费用	171	196	263	359
存货	711	921	1252	1729	财务费用	2	5	8	7
其他	48	61	82	111	资产减值损失	15	10	12	11
<b>非流动资产</b>	626	609	606	584	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	265	397	448	456	<b>营业利润</b>	203	289	364	461
无形资产	74	70	65	60	营业外收入	6	7	7	7
其他	287	142	93	69	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	3217	3373	4190	5188	<b>利润总额</b>	209	296	370	467
<b>流动负债</b>	1038	1005	1606	2331	所得税	29	42	52	66
短期借款	208	0	279	560	<b>净利润</b>	179	254	318	401
应付账款	473	605	826	1139	少数股东损益	8	11	14	18
其他	356	399	500	632	<b>归属母公司净利润</b>	171	243	304	383
<b>非流动负债</b>	40	40	40	40	EBITDA	239	332	422	525
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.71	0.76	0.95	1.20
其他	40	40	40	40					
<b>负债合计</b>	1078	1045	1646	2371	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	184	196	210	228	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	240	319	319	319	<b>成长能力</b>				
资本公积	1226	1154	1154	1154	营业收入	44.4%	27.3%	34.3%	36.2%
留存收益	489	660	861	1117	营业利润	23.0%	42.6%	25.7%	26.6%
归属母公司股东权益	1955	2132	2334	2590	归属于母公司净利润	17.8%	41.6%	25.1%	26.2%
<b>负债和股东权益</b>	3217	3373	4190	5188	<b>获利能力</b>				
					毛利率	33.0%	31.8%	31.0%	30.1%
					净利率	8.9%	9.9%	9.2%	8.5%
					ROE	8.8%	11.4%	13.0%	14.8%
					ROIC	10.8%	14.2%	14.2%	14.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.5%	31.0%	39.3%	45.7%
					净负债比率	19.32	0.00%	16.98	23.62%
					流动比率	2.50	2.75	2.23	1.98
					速动比率	1.80	1.82	1.44	1.23
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.74	0.87	0.96
					应收账款周转率	3	2	2	2
					应付账款周转率	3.28	3.10	3.17	3.19
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.71	0.76	0.95	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.46	0.53	-0.29	-0.53
					每股净资产(最新摊薄)	6.13	6.69	7.32	8.12
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.96	28.11	22.47	17.81
					P/B	3.49	3.20	2.92	2.63
					EV/EBITDA	27	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

齐宁,中投证券研究所通信行业分析师,中国人民大学金融学硕士,产业经济学学士,2010 年加入中投证券研究所,9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京工业大学电子信息工程学士,北京邮电大学通信工程硕士,6 年通信业从业经验。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434