



2013年09月23日

胡嘉铭

james@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 22.00

公司基本资讯

产业别	信息设备
A 股价(2013/9/17)	17.66
深证成指(2013/9/17)	8493.78
股价 12 个月高/低	26.3/13.31
总发行股数(百万)	318.85
A 股数(百万)	234.98
A 市值(亿元)	56.31
主要股东	深圳市海若技术有限公司 (24.16%)
每股净值(元)	6.41
股价/账面净值	2.75
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-18.4 7.1 2.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

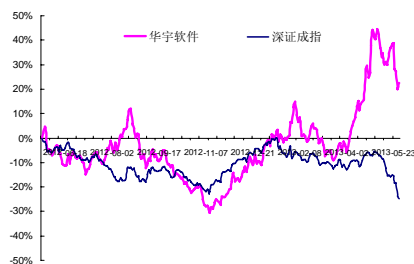
产品组合

有线业务	56.7%
工程业务	22.2%
无线业务	19.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.7%
社保	0.8%
券商集合理财	5.5%

股价相对大盘走势



日海通讯(200313.SZ)

首次评级: Buy 买入

4G 投资启动, 无线、工程业务快速增长

结论与建议:

1H13 公司实现营收 10.2 亿元, YOY+25.58%, 净利润 1.1 亿元, YOY+20.88%。光纤宽频网路投资放缓, 公司有线业务收入下降, 但无线和工程业务均实现了较快增长。公司预告 1-9 月净利润同比增长 20%-50%, 预计 3Q 有线业务将有所回升, 净利增速仍将落在下限附近。4Q 受益于中移动 4G 建设推动, 加之 4Q12 净利基期较低, 将有力提振业绩增速。

预计公司 2013-2014 年实现收入 26.17 亿元和 33.21 亿元, YOY+35.9%和 26.9%; 净利润 2.36 亿元和 3.06 亿元, YOY+37.7%和 29.5%。每股 EPS 为 0.74 元和 0.96 元, P/E 为 24 倍和 18 倍, 首次评级给予“买入”建议, 目标价 22 元(对应 14 年 23 倍 PE)。

- **国内领先的通信网路基础设施厂商:** 公司主要业务包括: 有线宽频 ODN、无线基站基础设施、工程服务和企业网四大类。1H13 公司实现营收 10.2 亿元, YOY+25.58%, 净利润 1.1 亿元, YOY+20.88%。光纤宽频网路投资放缓, 有线业务收入有所下降, 但无线和工程业务均实现较快增长。
- **1-9 月业绩预增 20%-50%:** 公司预告 1-9 月实现净利润 1.732 亿元-2.165 亿元, 同比增长 20%-50%, 3Q 有线业务将有所回暖, 预计增速仍将落在下限附近。4Q 受益于中移动 4G 建设和工程业务的推动, 加之 4Q12 净利基期较低, 将有力提升全年业绩增速。
- **有线业务短期衰退:** 中国电信 FTTH 投资进度放缓, 整体采购规模同比出现下降。加之订单确认时间延后, 上半年公司有线业务收入 3.84 亿元, YOY-30.69%。下半年, 运营商资本开支加快落实, 公司有线业务订单有所回暖, 预计全年收入降幅有望收窄至 10%左右。
- **国内 4G 建设启动, 无线业务收入有望倍增:** 上半年受益于中国移动 TD 6.2 期的需求, 公司无线业务收入达到 2.64 亿元, YOY+61.79%。随着中国移动 4G 主设备招标的启动, 后续基站配套建设的订单预计在 4Q 逐步落实。考虑建设安装和验收确认的时间进度, 13 年内公司来自中国移动 LTE 建设的收入有望达到 5 亿元左右, 预计全年有线业务收入可达 7.6 亿元, YOY 增幅达到 105%。
- **完成工程业务布局, 营收规模大幅增长:** 公司通过一系列的收购, 目前已形成通过广东日海控股 11 家工程公司的业务布局。上半年受益于 BT 新业务模式的推动, 公司工程业务实现营收 3.41 亿元, YOY+319.06%。通过对资源、资质、资金等各方面的整合, 有利于工程服务业务的开展, 我们预计全年工程业务收入可达 7.6 亿元, YOY+80%。
- **企业网业务架构初定:** 公司将企业网作为一个新的业务增长点, 目前已完成资料中心的产品线规划和研发工作, 以及分销管道建设和行业客户销售模式调整。上半年实现营收 1194 万元, YOY+4.6%, 预计全年收入可达 7000 万元。
- **费用率明显下降:** 各项业务毛利率基本稳定, 考虑毛利率较低的工程业务营收占比提升, 预计全年毛利率同比将有所下降。费用方面, 管理费用同比增 58.34%, 主要是摊销股权激励费用, 以及 12 年收购的工程公司并表。由于工程业务销售费用率较低, 销售费用同比降 25.07%。期间费用率由 20.46%降至 17.69%, 预计未来仍将呈现小幅下降的态势。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2013-2014 年实现收入 26.17 亿元和 33.21 亿元, YOY+35.9%和 26.9%; 实现净利润 2.36 亿元和 3.06 亿元, YOY+37.7%和 29.5%。每股 EPS 为 0.74 元和 0.96 元, P/E 为 24 倍和 18 倍。

..... 接续下页



年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	101	145	171	236	306
同比增减	%	38.93%	44.34%	17.85%	37.65%	29.53%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.008	1.455	0.714	0.740	0.959
同比增减	%	38.93%	44.34%	-50.90%	3.61%	29.53%
A 股市盈率(P/E)	X	17.52	12.14	24.72	23.86	18.42
股利(DPS)	RMB 元	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
股息率(Yield)	%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%

营运分析

➤ 公司简介

公司是国内领先的通信网路基础设施解决方案和服务提供者, 专注于为国内外电信运营商、电信主设备商和网路集成商提供相关产品及整体解决方案。公司主要业务包括: 有线宽频 ODN、无线基站基础设施、工程服务和企业网四大类。产品包括通信网路物理连接设备, 连接、分配类设备, 保护类产品以及综合布线系统。

2013 上半年运营商光纤宽频网路建设投资放缓, 公司有线业务收入有所下降, 但无线和工程业务均实现了较快增长。公司实现营收 10.2 亿元, YOY+25.58%, 净利润 1.1 亿元, YOY+20.88%。从上半年营收构成看, 有线业务占比有所下降, 无线和工程业务占比快速提升, 成为拉动收入增长的主要动力。

公司预告 1-9 月实现净利润 1.732 亿元-2.165 亿元, 同比增长 20%-50%, 3Q 有线业务将有所回升, 预计增速仍将落在下限附近。4Q 受益于中移动 4G 建设推动, 无线和工程业务向好, 加之 4Q12 净利基期较低, 将有力提升全年业绩增速。

图 1: 营收和净利表现

单位: 百万元, %

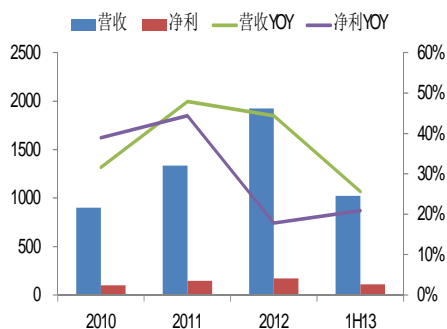
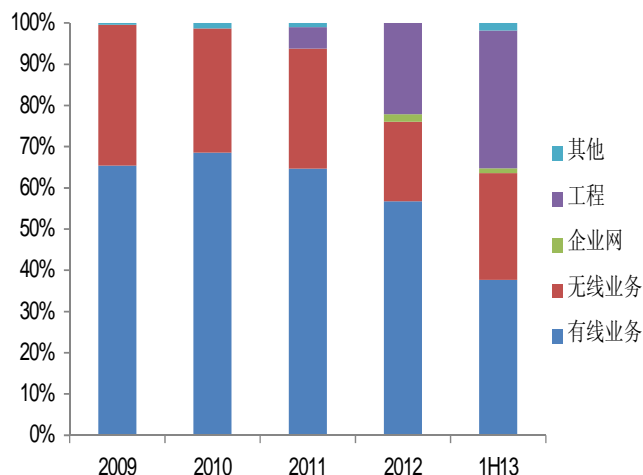


图 2: 营收构成

单位: %



资料来源: 公司公告, 群益证券(2013.09)

资料来源: 公司公告, 群益证券(2013.09)

➤ 有线业务短期有所衰退, 未来稳定增长可期待

公司有线业务主要是基于通讯网路物理连接设备及器件的 FTTH 系统解决方案, 提供从通讯局端到使用者端的全套配线管理产品。产品包括: 中心机房连接产品、户外连接产品、驻地连接产品、测试设备、智慧 ODN。



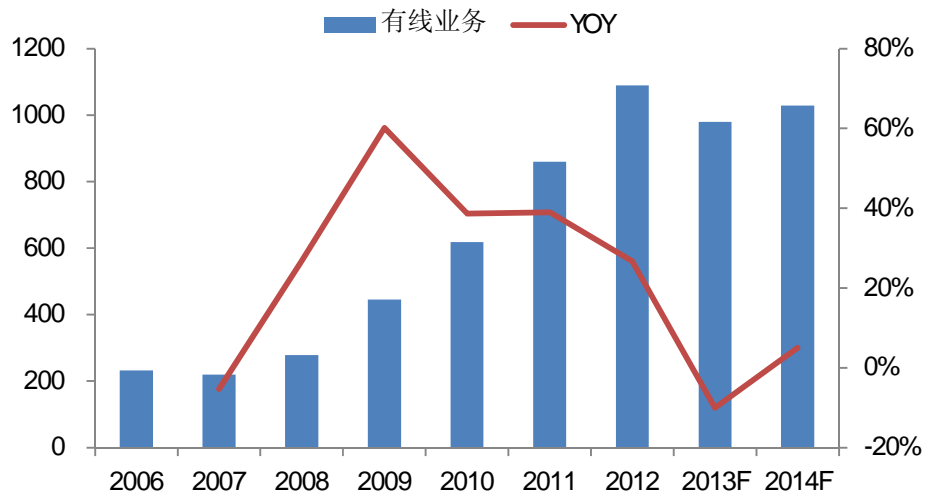
上半年, 中国电信 FTTH 投资建设进度放缓, 整体采购规模同比出现下降。加之订单确认时间延后, 公司有线业务收入 3.84 亿元, YOY-30.69%。下半年, 运营商资本开支加快落实, 公司有线业务订单有所回暖, 预计全年收入降幅有望收窄至 10% 左右。

国内光纤宽频网路建设, 经过前几年的突进, 基本实现了沿海发达地区的覆盖。同时, 投资拉动的效应在减弱, 运营商宽频业务收入增速有所放缓, 导致 2013 年宽频业务资本开支有所减少。短线看, 中国电信和中国联通的 ODN 需求有所下降, 主要的增长点来自于中国移动, 承载网升级以及基站之间的联网需求会有较好的增长。

随着“宽频中国”战略在资金层面上的扶持政策的落实, FTTX 建设仍有巨大空间。网路资料流程量的持续快速增长, 以及 4G 业务带来的移动资料流程量的激增, 未来承载网面临持续的升级需求。此外, 运营商在智慧 ODN 建设上也开始试点。中长期看, 公司有线业务仍有望保持稳定增长。

图 3: 有线业务规模

单位元: 百万元, %



资料来源: 公司公告, 群益证券(2013.09)

➤ 国内 4G 建设启动, 无线业务收入有望倍增

作为专业的 ICT 网路基础设施提供商, 公司无线业务主要是基站配套建设中的基站户外柜、塔房、天线和基站附件等产品。粗略估算, 一个新建基站的配套产品约 30 万元。而采用平滑升级的话, 配套产品需求大概只有新建基站的 10%。

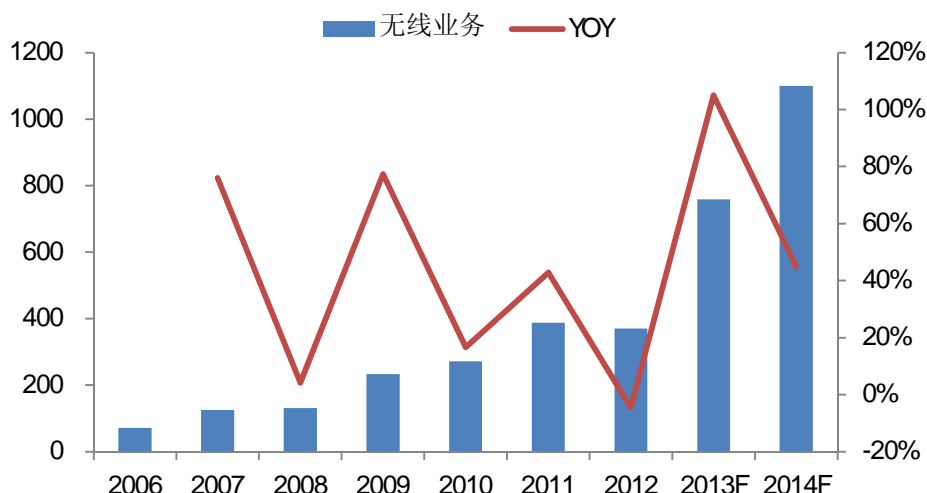
公司入围中国移动集成基站户外柜短名单, 受益于中国移动 TD 6.2 期的需求, 上半年公司无线业务收入达到 2.64 亿元, YOY+61.79%。随着中国移动 4G 主设备招标的启动, 后续基站配套建设的订单预计在 4Q 逐步落实。中国移动 2013 年将建设 20 万个 LTE 基站, 假设其中 20% 为新建基站, 80% 为平滑升级, 按公司 10% 的市场份额推算, 中国移动 LTE 一期有望为公司带来约 15 亿元的订单收入。

考虑建设安装和验收确认的时间进度, 13 年内公司来自中国移动 LTE 建设的收入有望达到 5 亿元左右, 预计全年有线业务收入可达 7.6 亿元, YOY 增幅达到 105%。

按照之前的规划, 14 年中国移动仍有至少 15 万个 LTE 基站的建设任务, 中国电信 LTE 招标也已于近期启动, 可以预见中国电信、中国联通 14 年也将启动 LTE 网路的建设。预计公司 14 年无线业务仍可实现较快增长。

图 4: 无线业务规模

单位元: 百万元, %



资料来源: 公司公告, 群益证券(2013.09)

➤ 完成工程业务布局, 营收规模大幅增长

工程业务具有较强的当地语系化特性, 同时也需要专业资质。公司通过一系列的收购, 快速切入工程服务业务, 目前已形成广东日海控股 11 家工程公司的业务布局。工程业务覆盖 20 个省, 可以提供包括规划设计、方案、施工和代维在内的整体解决方案。2013 上半年受益于 BT 新业务模式的推动, 公司工程业务实现营收 3.41 亿元, YOY+319.06%。

公司在收购时与各工程公司的管理层签订了对赌协定, 如三年达到 40% 的符合增长, 公司将收购其剩余的 49% 股权, 如果符合增长率每增加 10 个点, 收购的 PE 也将相应提高。因此, 各家工程公司完成业绩承诺的动力都很强。

通过对资源、资质、资金等各方面的整合, 有利于工程服务业务的开展, 从上半年的营收表现和接单情况看, 全年完成 7.3 亿收入目标是大概率事件。我们预计全年工程业务收入可达 7.6 亿元, YOY+80%。

➤ 企业网业务架构初定, 仍处于业务培育期

公司 12 年 8 月设立控股子公司深圳纬海, 业务专注于资料中心、企业级客户、电力、铁路、轨交、军队等垂直行业。目前已完成资料中心的产品线规划和研发工作, 分销管道建设和行业客户销售模式调整基本完成。上半年公司实现营收 1194 万元, YOY+4.6%, 预计全年收入可达 7000 万元, 同比实现倍增。

IDC 的资料显示 2012 年我国资料中心市场规模已达到 119.3 亿美元, 预计到 2017 年将达到 190 亿美元, CAGR 为 9.8%。公司将企业网作为一个新的业务增长点, 目前仍处于培育阶段, 短期看, 营收规模无法和公司其他业务匹敌。中长期看, 未来有望通过外延式收购, 强化前段设计能力, 最终形成一体化的企业网服务平台。

➤ 毛利率基本稳定, 费用率明显下降

上半年公司综合毛利率为 33.63%, 同比下降 0.57 个百分点。各项业务毛利率基本保持稳定。考虑到毛利率较低的工程业务营收占比提升, 预计全年毛利率同比将有所下降。

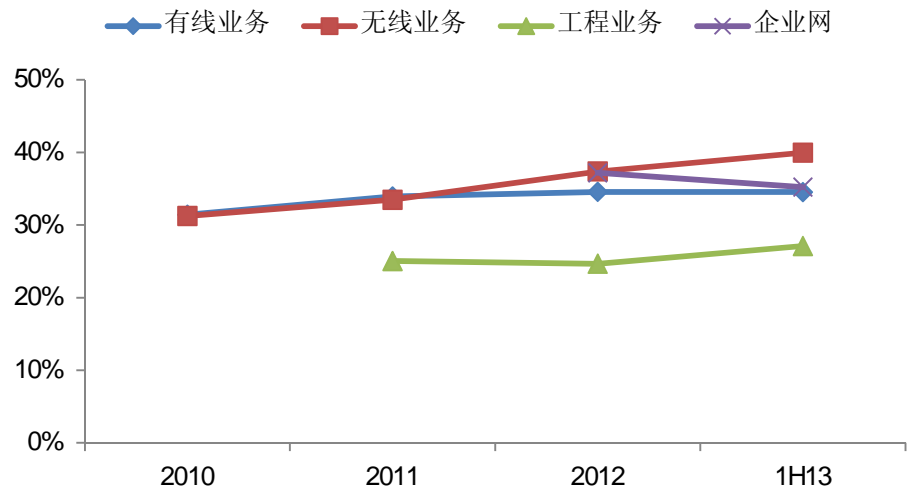
费用方面, 上半年公司管理费用同比增长 58.34%, 主要是本期摊销股权激励费用 1309 万元, 以及 12 年收购的工程公司并表。同时, 由于工程业务销售费用率较低,



使得销售费用同比下降 25.07%。上半年公司期间费用率由去年同期的 20.46%降至 17.69%，预计未来仍将呈现小幅下降的态势。

图 5: 分业务毛利率表现

单位: %



资料来源: 公司公告, 群益证券(2013.09)

盈利预测

1H13 运营商光纤宽频网路投资放缓, 公司有线业务收入有所下降, 但无线和工程业务均实现了较快增长。公司实现营收 10.2 亿元, YOY+25.58%, 净利润 1.1 亿元, YOY+20.88%。公司预告 1-9 月净利润同比增长 20%-50%, 预计 3Q 有线业务将有所回升, 净利润增速仍将落在下限附近。4Q 受益于中移动 4G 建设和工程业务推动, 加之 4Q12 净利基期较低, 将有力提升全年业绩增速。

我们预计公司 2013-2014 年实现收入 26.17 亿元和 33.21 亿元, YOY+35.9%和 26.9%; 实现净利润 2.36 亿元和 3.06 亿元, YOY+37.7%和 29.5%。每股 EPS 为 0.74 元和 0.96 元, P/E 为 24 倍和 18 倍。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)



附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	902	1333	1925	2617	3321
经营成本	619	889	1291	1827	2339
销售费用	120	183	217	235	282
管理费用	49	88	171	225	275
财务费用	-7	-4	2	5	7
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	113	165	203	285	368
利润总额	117	172	209	290	375
所得税	16	24	29	43	55
少数股东损益	0	2	8	11	14
归属于母公司所有者的净利润	101	145	171	236	306

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	620	274	748	489	226
应收帐款	393	556	931	1257	1634
存货	227	389	711	889	1067
流动资产合计	1321	1356	2591	2885	3227
固定资产	97	119	265	331	381
非流动资产合计	116	362	626	845	1014
资产总计	1437	1718	3217	3730	4242
流动负债合计	509	602	1038	1297	1622
长期负债合计	0	0	40	40	40
负债合计	509	602	1078	1337	1662
股本	100	100	240	319	319
少数股东权益	2	75	184	195	210
股东权益合计	928	1116	2139	2393	2580
负债和股东权益总计	1437	1718	3217	3730	4242

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	68	-92	-148	142	184
投资活动产生的现金流量净额	-70	-282	-311	-373	-410
筹资活动产生的现金流量净额	-31	36	940	-28	-36
现金及现金等价物净增加额	-34	-339	482	-259	-263

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。