



高新兴（300098）新股分析报告

报告日期：2010年7月20日

——通信运维行业龙头，引领行业智能、节能化

报告概要：

◇ 高新兴是目前国内专业的第三方通信运营信息化提供商之一，市场占有率稳居第三，主要面向通信运营商提供运维综合管理系统的解决方案以及软硬件产品，是通信运维综合管理服务系统的产品供应商。2007-2009年公司收入、净利润年均复合增长率分别达到55.59%、62.34%，2009年实现营收2.01亿元，净利润5875万元。

◇ **智能化、节能化，通信运维行高景气度。**通信运维信息化发展依附于通信产业的发展，行业规模约占据了通信产业固定资产投资2.5%左右，预计有进一步提升的可能，据业内咨询及机构预测，截止2012年，将达到51.45亿元的规模。

◇ **公司核心竞争优势较为突出。**行业标准的主要制定者之一，主导产品的核心技术拥有自主知识产权，参与中国移动多项关于基站/机房技术标准的制定，作为行业标准的主要制定者之一，在行业中拥有较强的技术话语权；全国性影响网络，具备服务客户的快速反应能力。

◇ **募投资金提升研发能力，扩大产能。**公司通过募集资金项目的实施，基站/机房运维信息化系统产品技术改造项目和基站/机房节能系统产品技术改造项目将分别新增年产15万台（套）基站/机房运维信息化系统产品和4.5万台（套）基站/机房节能系统产品的产能。公司通过产能扩展以及技术改造有望进一步提升事成份额，分享运营商新增基站和老基站更新改造带来市场需求增长，以及“节能减排”政策对节能产品的需求。

◇ 公司产品主要面向三大运营商的基站建设，目前收入主要来源于基站的运维信息化改造，随着募投资金的到位公司产品的产能逐步放大，分享国内运营商对于基站运维的信息化改造以及“节能减排”政策对节能产品的需求，我们预计2010-2011年产EPS分别为1.14元和1.50元，分别同比增长32.25%和31.91%，给予一定溢价2010年35-40倍PE，公司合理区间为39.9-45.6。目前机构询价结果为发行价为36元，对应09年44.72倍的PE，二级市场有相应上涨空间，可积极关注。

◇ 风险提示。中国移动收入占比过高，面临客户相对集中风险；运维行业具有技术进步快、产品更新换代快的特点，公司面临着技术优势不能保持，竞争加剧导致毛利率下滑的风险。

基础数据

发行量（万股）	1710
发行后总股本（万股）	6840
发行后每股净资产（元）	11.15
发行市盈率	44.72
发行市净率	3.23

公司评级

所属行业	通信设备行业
发行价	36元
估值区间	39.9-45.6

公司市场表现

相关报告

IT 通信行业研究员

姓名：费瑶瑶

执业证书编号：S0990209080062

Email: feiyy@vsun.com

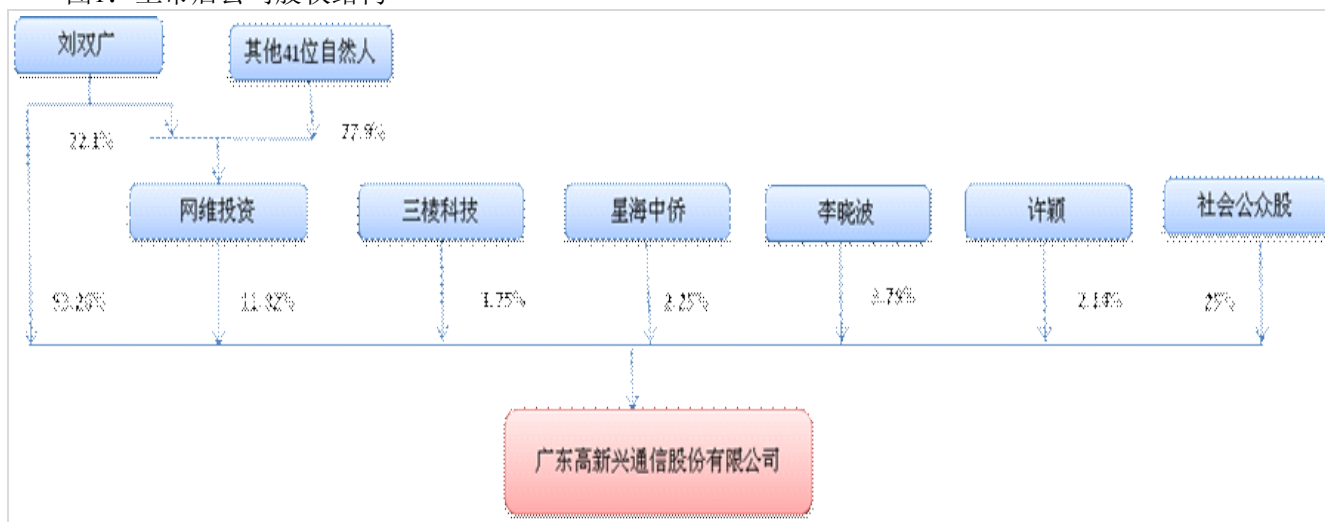
联系电话：0755-83007155

项目	2009	2010E	2011E
营业收入（万元）	20145.54	26903.95	35763.09
增长率（%）	22.80%	33.55%	32.93%
净利润（万元）	5874.65	7769.4	10248.62
增长率（%）	43.90%	32.25%	31.91%
每股收益（元）	0.81	1.14	1.50
每股净资产（元）	2.76	7.65	8.92

1 高新兴——引领通信行业运维信息化

广东高新兴成立于1997年，于2007年变更为股份有限公司，公司控股股东、实际控制人为公司董事长兼总经理刘双广。发行前，刘双广先生直接、间接持有公司3821.6937万股，合计持有公司74.50%的股权。公司发行前发行人总股本为5130万股，本次拟发行1710万股（占总股本25%股权），发行后总股本为6840万股，公司实际控制人刘双全先生股权比例稀释为55.87%，仍然处于绝对控股地位。与此同时，公司通过网维投资对公司营销和技术骨干给予持股激励，有助于公司扩大市场占有率，做国内基站运维信息化系统的统治者。

图1：上市后公司股权结构

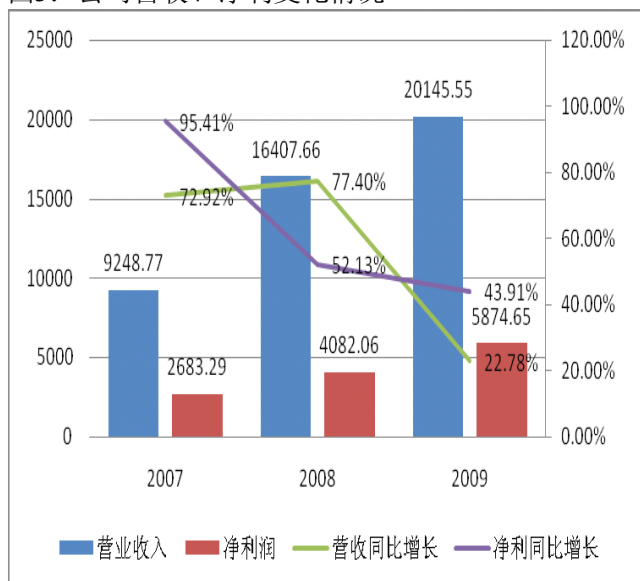


数据来源：招股说明书，英大证券研究所

广东高新兴是目前国内专业的第三方通信运营信息化提供商之一，主要面向通信运营商提供运维综合管理系统的解决方案以及软硬件产品，是通信运维综合管理服务系统的产品供应商。公司产品主要包括通信基站/机房运维信息化系统、通信基站/机房节能系统。通信基站/机房运维信息化系统是一个集监控技术、计算机技术、网络技术、传输技术、采集技术于一体的综合运维集中管理系统；通信基站/机房节能系统包括基站/机房智能通风节能系统、基站/机房智能换热系统、能源管理系统，主要通过智能控制主机，自动对基站/机房内、外部环境温差、湿度等进行判断，实现基站内外部冷热空气的能量交换，从而降低基站的总体能耗。

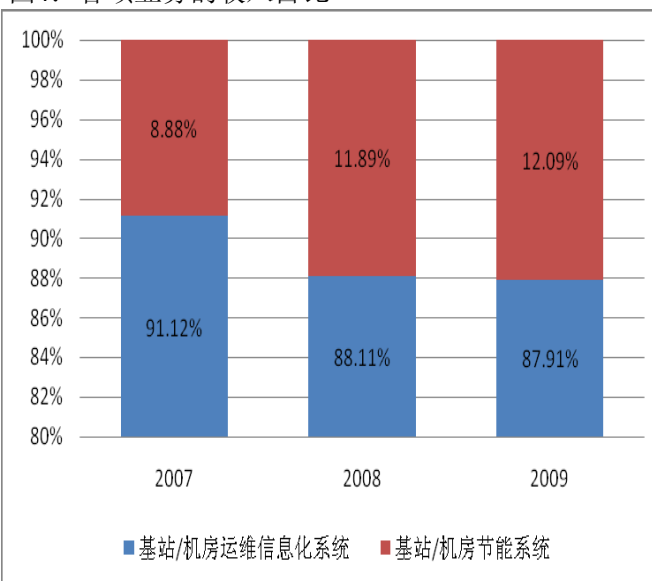
高新兴目前位居通信运维信息化细分领域第三，市场占有率已提升至5.86%，产品主要应用于中国移动，近年也逐步突破中国电信和中国联通两家运营商。2006-2009年，公司收入年均符合增长率达到55.59%，净利润复合增长率达62.34%，保持了较高的增速以及盈利能力。2009年实现收入2.01亿元，净利润5875万元，同比增速下滑至22.78%和43.91%；其中通信基站/机房运维信息化系统实现收入15451.54万元，通信基站/机房节能系统实现收入1930.33万元，分别同比增长19.17%、60.13%；从收入结构看，公司营收主要来自通信基站/机房运维信息化系统，约占据了近88%份额，但是通信基站/机房节能系统营收快速增长，收入占比逐年提升，成为公司未来三年业绩快速提升的增长点。

图3：公司营收、净利变化情况



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

图4：各项业务的收入占比



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

2 通信运维行业——智能化、节能化，高景气细分行业

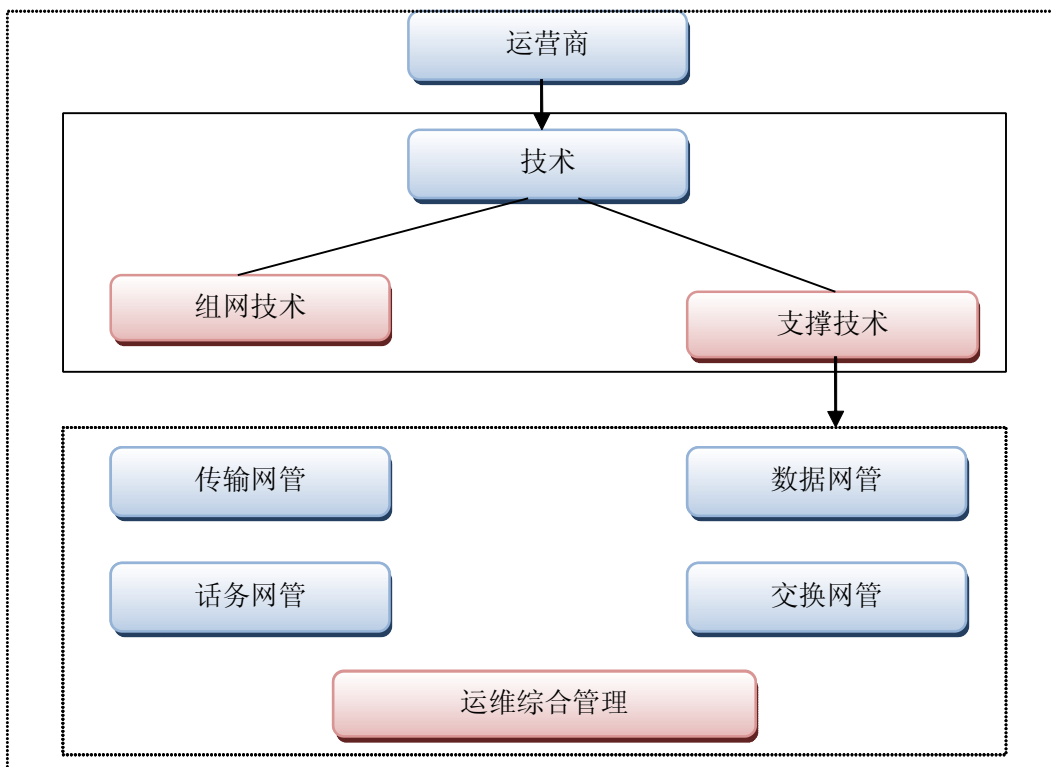
2.1 通信运维行业简介

通信运维行业主要基于电信运营商强大的网络和相应的支撑系统。运营商运营结构包括传送平台、通信平台、业务平台、支撑平台及管理平台，其中通信网络支撑技术开发是服务于整个通信网络运行和维护的基础，而基站/机房运维综合管理则是通信网络支撑系统的重要组成部分。

电信运营商的关键技术包括技术和业务两个方面，其中技术包括组网技术和支撑技术。不论主体网络，还是支撑网络，组网技术是网络成败的关键；支撑技术是运营商业务发展好坏的关键，支撑系统的好与坏，直接体现在网络质量与客户服务上。

为确保向广大用户提供优质的服务，保证通信的畅通，运营商建造了大量的基站和机房。以中国移动为例，截止2009年底中国移动基站数高达46万个，其中TD基站超过10万个，人口覆盖率为98%；进入3G时代，中国移动加速了TD基站的建设，2010年TD基站建设规模将超过8万个。庞大的通信网络规模和新增设备数量，对基站/机房相配套的通信网络运维综合管理提出了很高的要求，从而催生了通信基站/机房运维综合管理业务。

图5：电信运营商的关键技术

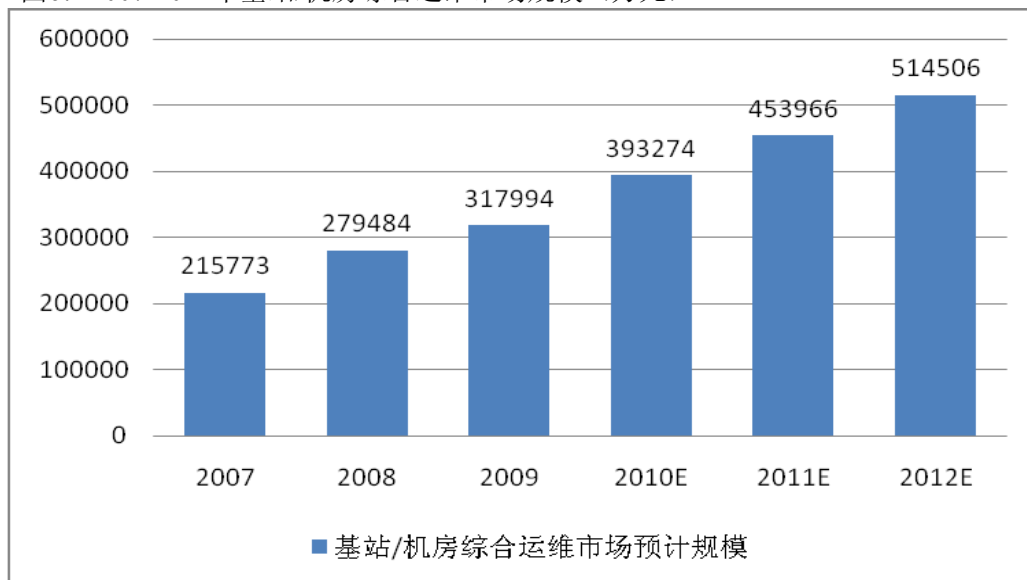


数据来源：招股说明书，英大证券研究所

2.2 通信运维行业信息化：发展现状与趋势

基于目前庞大的基站网络规模，运营商对于基站/机房运维综合管理的需求不但扩展，行业需求直接来源于运营商对于通信网络建设和维护的投资。2005-2009年通信行业资本支出均维持在较高的水平，其中2009年电信固定资产投资完成额达3824.9亿元，同比增长26.11%，进入2010年运营商虽然下调了2010年投资支出计划，但依旧维持了2355亿元的高位（2009年运营商投资支出为2798.7亿元）。通信运维信息化发展依附于通信产业的发展，行业规模约占据了通信产业固定资产投资2.5%左右，预计有进一步提升的可能，据业内咨询及机构预测，截止2012年，将达到51.45亿元的规模。

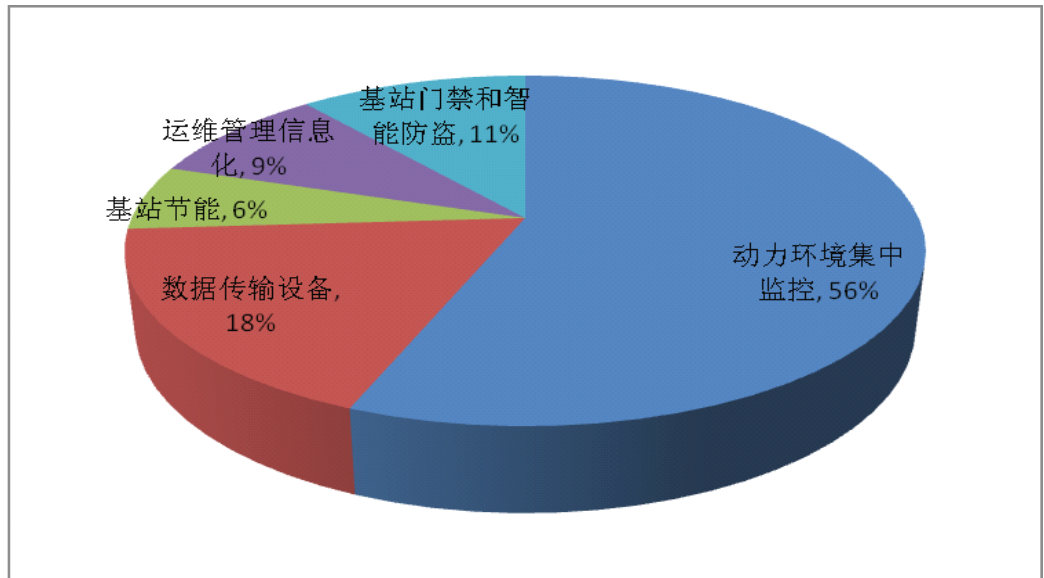
图6：2007-2012年基站/机房综合运维市场规模（万元）



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

运维信息化是运维领域的重点投资内容。基站/机房运维管理系统包括动力环境集中监控系统、数据传输设备、基站门禁和智能防盗、运维管理信息化以及基站节能系统等5个细分行业，其中运维信息化产品占运维产品的94%，是通信运维领域重点投资内容。

图7：2007年通信基站/机房运维综合管理产品细分市场结构



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

基站节能产品市场前景可期。随着通信网络规模的不断扩大，通信网络的核心设备、动力系统以及机房、基站等能耗成倍增加。据估算，2007年中国仅GSM基站耗电量接近32亿千瓦时，基站电费接近20亿元。随着3G深入推进，基站新增数量导致整个通信网络急剧扩张，节能已经成为通信行业不可避免的问题。进入2010年，节能减排，再次成为国家政策的产业导向，虽目前基站节能产品仅占通信运维行业6%的市场份额，但在国家节能减排政策的推动下以及运营商基于自身降低运营成本，基站节能产品的份额有望逐步提升。

以中国移动为例，为降低总能耗，中国移动制订了《中国移动基站节能技术规范》，并将该规范纳入公司集中采购体系。2007年，中国移动全网应用基站智能换热器节能系统1109套，基站智能通风节能系统2523套，初步估计每年节约耗电大约700万度，在中国移动示范效应下，有望引领其他运营商加大对基站节能产品的投入。

表1:2006-2008年中国移动能源消耗情况表

项目	2006年	2007年	2008年
总用电量（亿度）	63.8	80.9	93.3
总局房用电（亿度）	15.7	20.3	36.0
传输及基站用电（亿度）	48.1	60.6	57.3

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

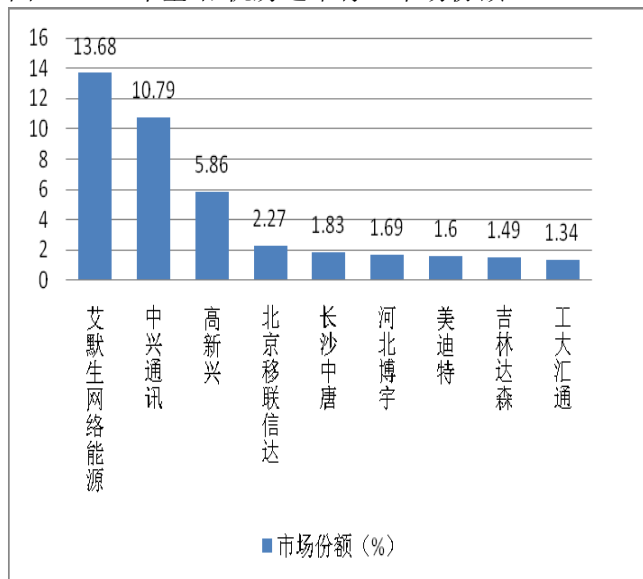
2.3 通信运维行业竞争格局

行业高集中度态势逐步显现。随着运营商将运维产品纳入其集采范围，行业壁垒逐步显现，其一，对于资质认证，企业会重新审视自己的核心竞争力和品牌定位，加大研发力量，提高产品的研发能力和科技含量；其二，由于运营商对于运行稳定性

和转换成本的增加考虑，其他供应商很难进入，先入者的先发优势明显，从而行业的集中度呈现越来越高的趋势。

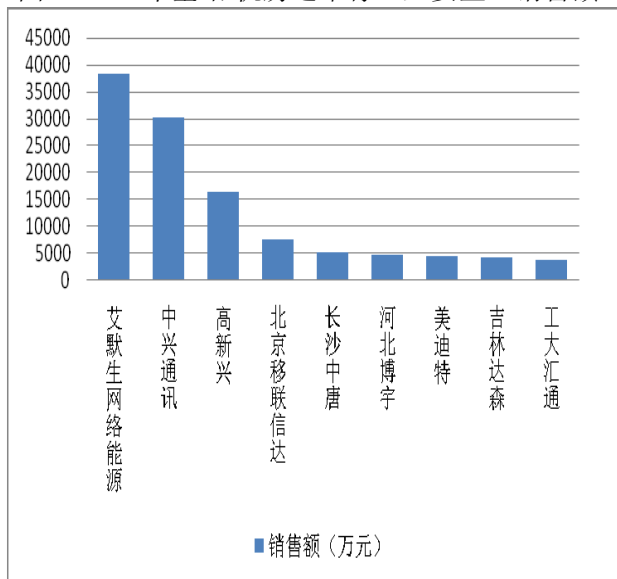
目前，从事基站/机房运维综合管理业务的企业较多，约有100多家；其中大部分规模较小，2008年销售额在6000万元以上的企业仅有4家，即艾默生、中兴通讯、高新兴和北京移联信达，且前四家厂商的市场占有率也达到了33.05%。随着运营商成本控制和集中采购招标模式的开展，特别是基站/机房运维综合管理业务向综合式、集中式方向发展，专业厂商正利用自身的专业技术解决方案和价格优势不断扩大相应的市场份额，该行业的竞争程度不断提高。

图8：2008年基站/机房运维行业市场份额



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

图9：2008年基站/机房运维行业主要企业销售额



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

3 公司核心优势分析

3.1 竞争优势较为突出

目前公司主要产品为运维综合管理系统，该系统是基于基站/机房动力环境模拟量集中监控系统发展起来的，细分为基站/机房运维信息化系统和基站/机房节能系统和基站/机房节能系统两个方面。

行业内专业化厂商的领先者，业务规模居行业第三名。公司2008年在基站/机房运维综合管理细分市场的市场份额排名第三，排名前两名的竞争者是通信设备和能源提供商，基站/机房运维综合管理业务仅作为其配套服务的一部分，而公司则专注于通信运维服务细分行业，致力于成为基站/机房运维信息化开发的专家。目前规模在专业化厂商中排名第一，是专业化厂商的领先者。

行业标准的主要制定者之一，主导产品的核心技术拥有自主知识产权。公司拥有视频、音频编码技术，音视频QoS网络传输技术，2M总线环监控组网技术，超大容量串口接入技术，多路IP汇聚技术等核心技术，在安全防盗、数据系统、动力环境监控上构建了公司的核心竞争优势，公司整体技术水平在行业中处于领先优势。公司参与中国移动多项关于基站/机房技术标准的制定，其中为满足运营商对基站/节能的需求，公司参与制订了《中国移动基站节能技术规范》，作为行业标准的主要制定者之一，在行业中拥有较强的技术话语权。

与此同时，公司重视科技人员和高技能人才的培养、吸引和使用，通过员工持股建立了完善的激励机制。2009年研发费用收入占比为9.88%，较2008年8.66%提升了1个百分点。并于南京邮电大学、重庆邮电大学等建立了长期稳固的合作研发关系和技术分享机制，为公司提升研发能提供了新的途径。

全国性影响网络，具备服务客户的快速反应能力。公司在全国主要省市建立了营销网络，产品已经全部进入中国移动、中国联通、中国电信三大运营商，客户基础较为牢固。公司高度重视渠道建设，不断扩大客户服务人员规模，客户服务工程师134人，占公司员工队伍的26.85%；快速反应的服务品质，为公司赢得了客户的信赖，是中国移动“绿色行动技术”的战略合作伙伴，连续多年被中国移动、中国电信上海分公司等客户评为优秀供应商。

随着全国范围的布局，2009年华南、华中地区主营收入迅速增长，收入占比也大幅提升至33.34%和18.71%，分别较去年同期大幅提升超过16%和8%。

图10：公司客户网络分布图



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

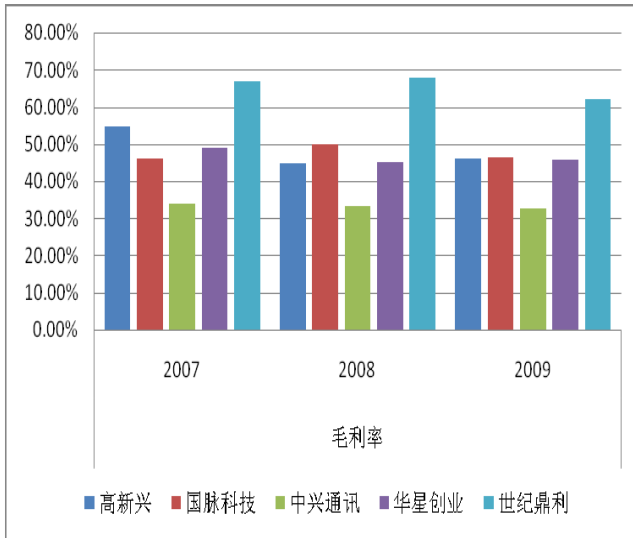
3.2 稳健的财务结构以及较强的盈利能力

盈利水平能力维持行业较高水平。2007-2009年毛利率分别为54.81%、44.77%和46.07%，由于公司近两年为了扩大市场份额，运维信息化产品和节能系统销售价格有所下滑，但依旧维持了行业较高的水平，选取了行业龙头企业以及与公司业务相类似的网络运维商以及网络优化信息服务商，公司盈利水平依旧表现突出，主要体现在公司产品软件部分完全自主研发，核心技术具有自主知识产权。

期间费用略有增长，但依旧控制得力。2007-2009年期间费用率分别为25.01%、19.99%、22.39%，近两年来期间费用有所下滑，2009年公司加大了中国联通、中国电信市场的开拓和产品开发，销售费用和管理费用较2008年有了大幅提升。公司财

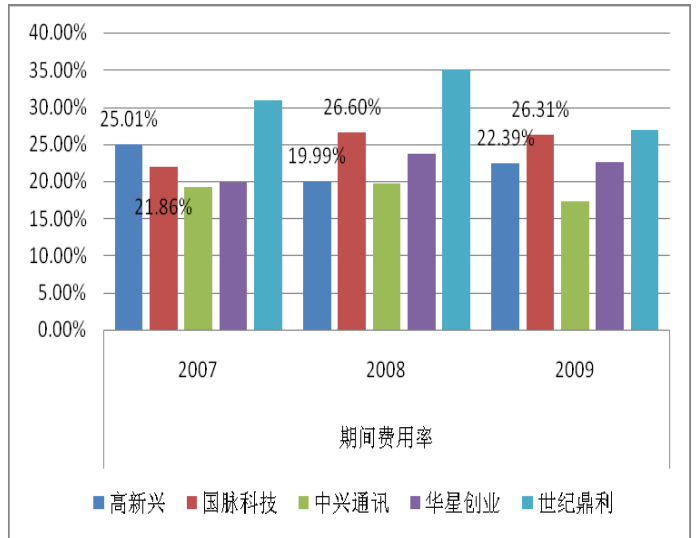
务费用率一直处于较低的水平，轻资产，贷款规模较小，发展比较稳健。与同行业相关公司对比，公司费用控制得力，处于行业中等水平。

图11：综合毛利率比较



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

图12：期间费用率比较



数据来源：招股说明书，英大证券研究所

4 募投项目：提升研发能力，扩大产能

围绕公司主营，扩大产能，提升研发能力，本次募集资金拟投向以下项目：

表2：募投项目以及资金投入时间表

序号	项目名称	总投资额 (万元)	投资进度	
			第一年(万元)	第二年(万元)
1	基站/机房运维信息化系统产品技术改造项目	12252.53	5571.01	6681.52
2	基站/机房节能系统产品技术改造项目	7773.47	3662.24	4111.23
3	研发中心技术改造项目	6099.13	1793.73	4305.40
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

4.1 基站/机房运维信息化系统产品技术改造项目

该项目投建主要围绕产能扩展以及营销渠道和服务网络建设两个方面。产能方面为解决基站/机房运维信息化系统产品生产能力严重不足的矛盾，公司将在新厂房内引进全新贴片生产线5条和插件生产线4条，包括全自动视觉印刷机、贴片机、十温区回流焊以及波峰焊等设备，新增年生产15万台(套)运维信息化系统产品的生产能力；营销渠道和服务网络建设则是为进一步开拓市场，提高市场竞争力，稳固客户关系，将扩建渠道网络一方面在无网点省份新建办事处或业务联络点，共计将新建11个；同时，在已有网点但业务量大的省份中，对其中的重点地市新建办事处或业务联络点，向地市级区域渗透，将新建49个地市级办事处或业务联络点，合计共新建办事处或业务联络点60个。

表3：2007-2009年公司基站/机房运维信息化系统产品的产能、产量以及销量（台）

年度	产能	产量	销量	产销比
2007	40000	39047	33333	85.37%
2008	65000	63736	58815	92.28%
2009	90000	85000	63380	80.45%

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

表4：项目产能规模预测

	生产期				
	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
产能（万台套）	15				
达产比率	85%	88%	95%	100%	100%
年产量（万台套）	12.75	13.20	14.25	15.00	15.00

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

4.2基站/机房节能系统产品技术改造项目

国资委对包括电信企业在内的中央企业提出：到“十一五”末，央企要确保完成单位增加值能耗降低20%，主要污染物排放总量减少10%，“绿色电信”已经成为电信运营商关注的重点课题，国家对“节能减排”工作的高度重视、运营商节能减排的积极推进、原有基站和机房数量巨大以及随着行业重组导致的新一轮投资的推动，使得节能产品迎来发展的黄金时期。2009年，中国移动正式启动基站通风、换热节能项目集中采购，标志着整个节能产品的产业化进程加速。

公司目前基站/机房节能系统产品产能规模偏小，其处于饱和状态，通过募集资金迅速扩大产能至年4.5万台，产能将迅速扩张，并着力BASS-500智能通风节能系统、BASS-511 智能通风节能系统以及BASS-520 智能换热系统的研发以及推广。

表5：2007-2009年公司基站/机房节能系统产品的产能、产量以及销量（台）

年度	产能	产量	销量	产销比
2007	2000	2000	1743	87.15%
2008	4500	4500	4071	90.47%
2009	6000	6000	6180	113.50%

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

表6：项目产能规模预测

	生产期				
	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
产能（万台套）	4.5				
达产比率	70%	80%	90%	100%	100%
年产量（万台套）	3.15	3.60	4.05	4.50	4.50

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

4.3 研发中心技术改造项目

公司研发中心技术改造项目主要有新建研发中心：新建多个实验室，新增研发设备606套，软件380套，并购买2项专利技术；扩充研发人员，引进高端技术专家。项目建成后将继续以基站/机房运维综合管理系统研发为重点方向，利用已有的研发成果、技术优势和经验，进一步加强对基站/机房运维信息化和基站/机房节能系统等方面的研发，其研发内容主要包括融合TDM 及IP 技术的2M 双向环、C3M V1.2 通信局站综合运维管理平台、动力环境集中监控系统和基站防盗系统升级、工程进度管理系统、能耗管理系统等。

公司通过募集资金项目的实施，销量将持续增长。目前公司所属通信行业中的新兴细分行业，集中度相对较低，2008年前五名集中度仅为34.65%，集中度近几年处于上升态势，公司通过产能扩展以及技术改造有望进一步提升事成份额，分享运营商新增基站和老基站更新改造带来市场需求增长，以及“节能减排”政策对节能产品的需求。

本次募集资金投资项目达产后，将新增固定资产15,046.23 万元，其中房屋建筑物资产增加至10,296.63 万元，生产设备等固定资产增加4,749.60 万元。募集资金投资项目中，基站/机房运维信息化系统产品技术改造项目和基站/机房节能系统产品技术改造项目将分别新增年产15 万台（套）基站/机房运维信息化系统产品和4.5 万台（套）基站/机房节能系统产品的产能。

表7：募投项目达产后的经济效应

项目	投资金额（万元）	达产后年均销售（万元）	达产后年均税后利润（万元）	税后内部收益率
基站/机房运维信息化系统产品技术改造项目	7773.47	17864.37	4565.68	45.90%
基站/机房节能系统产品技术改造项目	12252.53	32317.94	7836.02	51.82%
研发中心技术改造项目	6099.13	-	-	-
合计	26125.13	50182.31	12401.70	-

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

5 盈利预测以及风险揭示

5.1 盈利预测

公司产品主要面向三大运营商的基站建设，目前收入主要来源于基站的运维信息化改造，随着募投资金的到位公司产品的产能逐步放大，分享国内运营商对于基站运维的信息化改造以及“节能减排”政策对节能产品的需求，我们预计2010-2011年产EPS分别为1.14元和1.50元，分别同比增长32.25%和31.91%。

公司处于通信行业中通信运维细分行业，目前通信行业板块中较为接近是从事设备运维的国脉科技；从行业的角度看，主营集中在通信领域的行业有中兴通讯、烽火通信、新海宜、日海通信等。行业可比上市公司按照7月20日最新收盘价计算的2010年动态PE为31倍，考虑公司属于通信设备中信息服务类个股，给予一定溢价2010年35-40倍PE，公司合理区间为39.9-45.6。目前机构询价结果为发行价为36元，对应09年44.72倍的PE，二级市场有相应上涨空间，可积极关注。

表8：公司盈利预测

项目	2009	2010E	2011E
营业收入（万元）	20145.54	26903.95	35763.09
增长率（%）	22.80%	33.55%	32.93%
净利润（万元）	5874.65	7769.4	10248.62
增长率（%）	43.90%	32.25%	31.91%
每股收益（元）	0.81	1.14	1.50
每股净资产（元）	2.76	7.65	8.92

数据来源：英大证券研究所

表8：行业重点公司估值情况

代码	简称	市盈率 PE		
		09	10E	11E
000063	中兴通讯	24.56	18.22	14.48
600498	烽火通信	39.98	28.63	21.17
600522	中天科技	17.93	14.58	13.03
600487	亨通光电	24.29	20.12	16.34
002281	光迅科技	39.99	32.83	25.57
002089	新海宜	45.53	30.89	23.70
002313	日海通信	38.26	30.47	21.28
002194	武汉凡谷	22.08	18.71	15.31
002115	三维通信	34.82	26.12	19.97
300050	世纪鼎利	67.55	47.17	34.11
300025	华星创业	65.00	54.80	38.82
002093	国脉科技	57.48	41.31	30.05
300002	神州泰岳	50.41	42.27	30.36
	均值	40.61	31.24	23.40

数据来源：Wind，英大证券研究所

5.2 风险揭示

1、中国移动收入占比过高，面临客户相对集中风险。2009年来自于中国移动的销售收入占比为61.76%，随着近年逐步开拓中国电信以及中国联通等客户，但公司业务中国移动依旧有重要的依赖性。

2、技术和研发风险。运维行业具有技术进步快、产品更新换代快的特点，公司面临着技术优势不能保持，竞争加剧导致毛利率下滑的风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

超越大盘	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大盘	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大盘	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为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，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准