

2010年09月28日

TMT - 通讯设备

公司深度研究报告

收盘价: 41.74 元

目标价: 56.70 元

日海通讯(002313)

电信投资下滑背景中的靓丽风景线

投资评级: 买入(首次评级)
TMT 研究组分析师: 吴炳华

执业证书编号: S0890210070002

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 程成

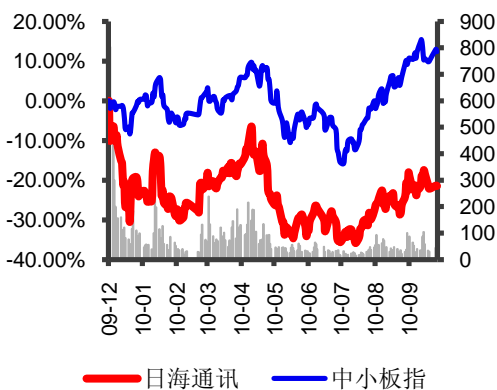
电话: 021-5-122488

邮箱:

公司基本数据

总股本(万股)	10000
流通 A 股/B 股(万股)	2500
资产负债率(%)	28.96
每股净资产(元)	8.61
市净率(倍)	4.85
净资产收益率(加权)	12.47%
12 个月内最高/最低价	55/32.53

股价走势图



相关研究报告

◎独到见解:

- 1、电信投资经过两年的周期高峰之后, 逐步进入震荡的景气常态。10 年因 09 年的投资基数较高而出现 20% 左右的下滑, 但是细分通讯网络中连接、分配、布线和保护类产品逆市飞扬, 同时受益国家推进光纤宽带网络建设政策的积极影响, 该细分行业依然呈强劲增长态势。
- 2、公司作为国内最大的通讯网络物理连接设备供应商和整体解决方案提供商, 竞争优势有望持续扩大。未来 3 年仍将出现收入和净利润的高复合增长势头。目前动态估值依然偏低, 首次给予买入投资评级。

◎投资要点:

- ◆ **公司主营通讯网络连接、配线和保护产品。**公司主营通讯网络连接、布线和保护产品及整体解决方案, 属于通讯设备制造业。产品主要包括通讯网络分配、连接产品、通讯网络保护产品、通讯网络综合布线和其他相关产品。受益于电信业投资的高增长公司的业务出现了持续快速增长。
- ◆ **公司所处子行业逆市中保持持续快速增长。**国内电信投资经过 08 和 09 年的周期高峰后电信投资将回归震荡的景气常态, 而通信网络连接和布线等占比上升是维持子行业高景气的原因之一。另外, 推进光纤宽带网络的建设政策延长了通讯网络连接等设备需求的持续增长期。两者的合力仍将牵引通讯网络连接、分配和保护类产品保持 30% 左右的中长期增长。
- ◆ **公司扩大竞争优势, 保持快速发展。**公司在通讯网络连接和保护领域已经具有明显的优势, 而运营商集采有利于优势公司提高市场占有率, 公司行业中的竞争优势有望持续扩大。同时, 公司受益于进一步推进光纤宽带网络建设的积极政策, 中长期增长态势仍将保持。我们预计公司未来 2-3 年公司业绩复合增长率超过 35%。
- ◆ **公司业绩高增长中长期仍将延续。**预计公司 2010 年-2012 年的净利润分别 1.07 亿、1.62 亿、2.17 亿。对应的 EPS 分别为 1.07 元、1.62 元和 2.17 元, 当前股价对应的 PE 估值为 39.00 倍、25.76 倍和 19.24 倍。给予适当的溢价, 11 年 35 倍 PE, 合理定价为 56.70 元, 首次买入投资评级。

◎风险提示: 政策不力、产能瓶颈和原材料价格的波动可能导致公司的业绩增长不达预期; 市场风格转换或致公司面临中小盘股的系统性风险。

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	684.97	907.59	1254.29	1712.10
同比增速(%)	64.82%	32.50%	38.20%	36.50%
净利润(百万)	72.54	106.60	161.90	217.06
同比增速(%)	104.27%	46.94%	51.88%	34.08%
每股盈利(元)	0.73	1.07	1.62	2.17
市盈率(倍)	57.18	39.00	25.76	19.24

内容目录

1. 公司业务增长态势明显	3
1.1 清晰的股权结构是公司增长的原动力	3
1.2 业务增长齐头并进，毛利水准稳中有升	3
2. 通讯网络连接、保护和布线等子行业增长动力仍强	5
2.1 通讯网络连接保护产品在电信投资比重持续上升	5
2.2 推进光纤宽带网络建设的政策强化子行业高景气	6
2.3 细分子行业逆市飞扬	7
3. 公司业内优势持续扩大，保持快速增长态势	8
3.1 公司竞争优势明显	9
3.2 竞争优势有望持续扩大	11
3.3 公司快速增长态势仍可维持 3-5 年	12
4. 公司预测和估值	13
4.1 核心假定	13
4.2 财务预测	13
4.3 估值比较和合理定价	14
5. 风险分析	15

图表目录

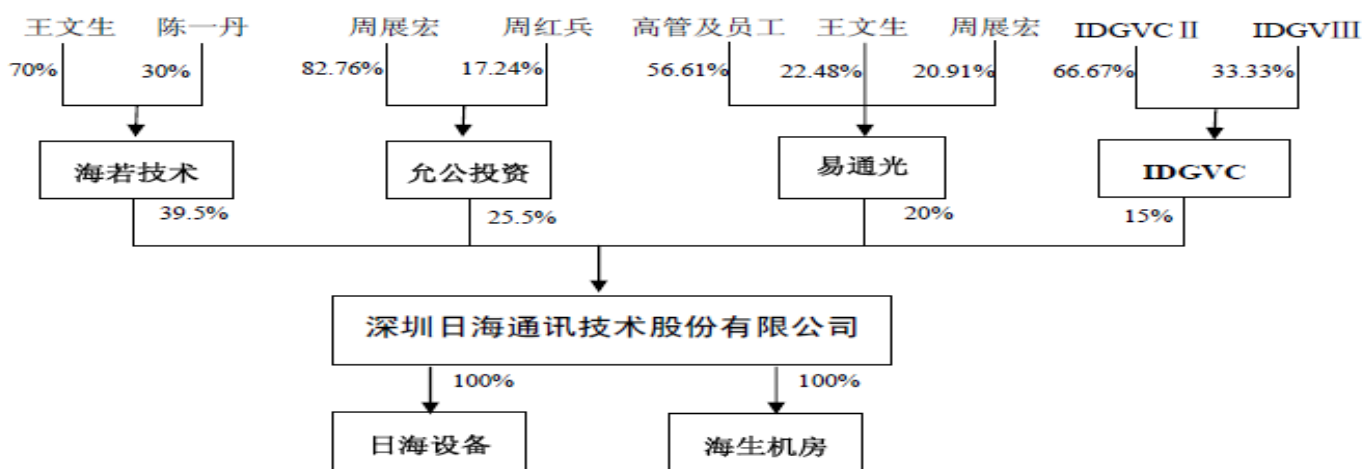
图表 1: 上市前公司的股权为 4 个法人股东持有（前三个股东构成日海的核心团队）	3
图表 2: 公司业务结构和各业务的毛利率情况	4
图表 3: 公司各业务持续增长，整体营收增速维持高位	4
图表 4: 国内电信投资额和增长率及预测（2001 年-2012 年）	5
图表 5: 通讯网络连接、分配和保护等子行业的容量及其在电信投资中的占比	6
图表 6: 通讯网络连接、分配和保护产品市场规模增长（2006 年-2012 年）	7
图表 7: 公司产品应用于通讯网络的各个环节	8
图表 8: 公司主要业务在各领域中的市场份额	9
图表 9: 公司营销体系的四个平台网络遍布全球	10
图表 10: 公司参与或主持的通讯行业标准及重大成果与认定	11
图表 11: 为实现公司战略的各项执行措施或策略	11
图表 12: 公司营收和净利润持续高增长	13
图表 13: 财务预测表（单位：万元）	13
图表 14: 可比公司 PE 估值水准的比较	14

1. 公司业务增长态势明显

1.1 清晰的股权结构是公司增长的原动力

日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备提供商，主营通信网络连接、分配、保护产品及整体解决方案。公司上市前的股东为4个法人，海诺技术、允公投资、易通光和IDGVCG各占比分别为39.5%、25.5%、20%和15%。前三者为创始人和高管以及核心管理和技术人员，另一家法人为海外创投公司。公司经过IPO后，公众股东占比为25%，前四大法人股东股权同比萎缩。

图表 1: 上市前公司的股权为4个法人股东持有（前三个股东构成日海的核心团队）



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

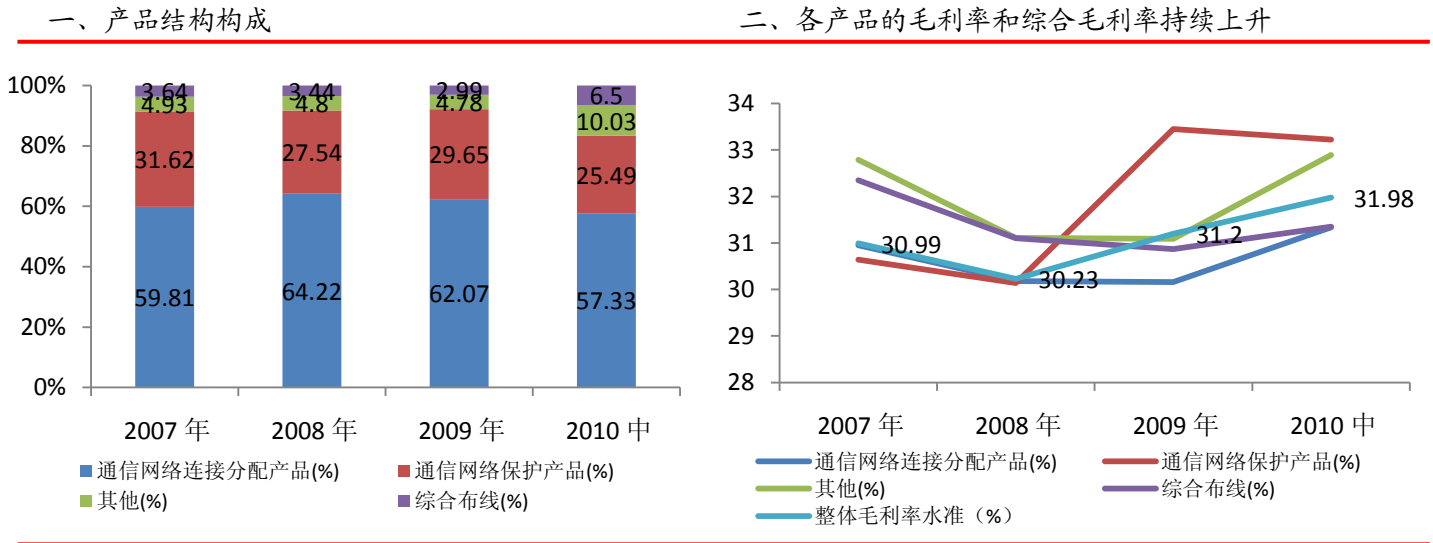
公司的股权结构显示实际控制人和公司核心管理及技术团队为公司的股权主体，引进的创投公司曾经为公司的发展做出重大贡献。进一步分析公司的高层管理和技术团队，我们发现整个团队自07年以来非常稳固，这与公司较早实施股权激励不无关系。同时，公司的四个法人股东的解禁期均为上市后3年，故公司核心人员利益的一致性团队稳定的关键。因此清晰明了的股权结构为公司长期持续增长提供原动力。我们判断这种稳定的团队构成仍将为公司的增长提供持久的动力。

1.2 业务增长齐头并进，毛利水准稳中有升

公司经营的主要产品为通讯网络连接分配产品和通讯网络保护产品，两者在过去3年中的收入占比超过90%，2010年中报显示这种结构出现一定的改变，另外两项业务综合布线和其它业务的收入比重均出现翻番的增加，这并不因为公司传统的两项主业网络分配和网络保护产品收入出现下降（两者的2010年上半年收入增长分别为13.5%和26.5%），而是因为另外两项业务出现超过150%的增长。所以，实际上公司所有业务均在电信投资下滑的背景下出现逆市增长的态势。不但如此，公司各业务的毛利率水准除了通讯网络保护产

品有轻微下降外其余业务均稳中有升，这直接导致公司的整体毛利率持续提升。公司的整体毛利率水准已经从2008年的30.23%逐步上升到10年中期31.98%。

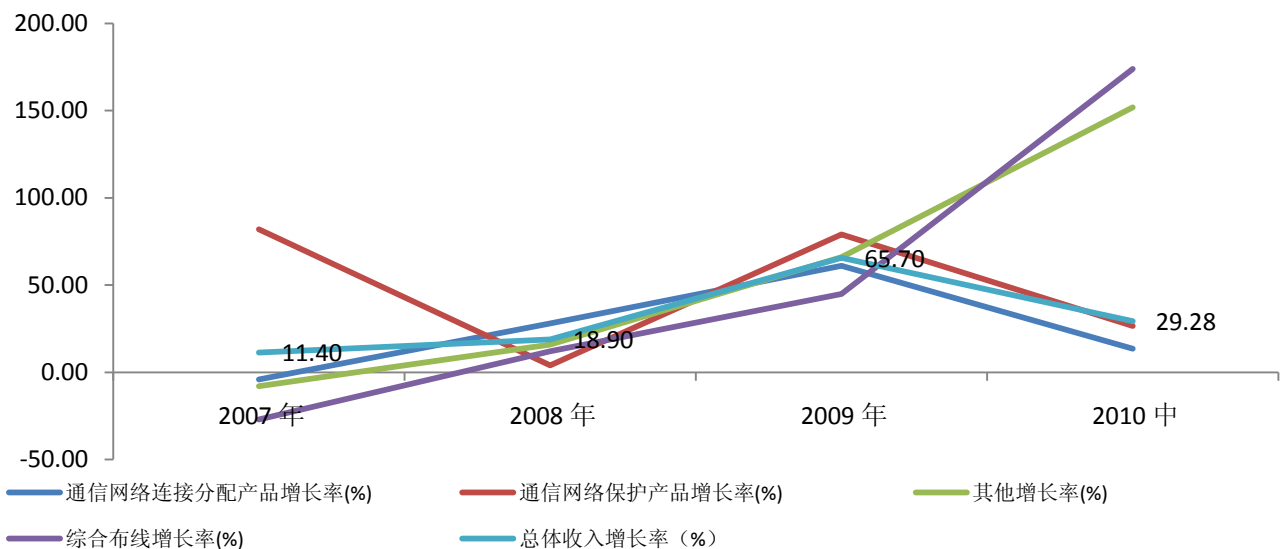
图表 2: 公司业务结构和各业务的毛利率情况



资料来源: 公司招股书、定期报告、华宝证券研究所

07年以来公司各项营业收入的增长呈稳步上升的态势，从而使公司总体收入增长率一直呈上升态势。07年-10年中期公司整体增长率分别为11.4%、18.9%、65.7%和29.28%。对应上图的业务结构的变化，在2010年中期，综合布线和其他业务的增长率急剧上升，分别达到173.5%和151.8%，虽然分配和保护类产品增长出现一定的放缓，但公司整体依然呈快速增长态势。未来由于国家加速推进光纤宽带网络建设政策以及3G网络的覆盖加强仍将推进公司业务出现持续增长势头。

图表 3: 公司各业务持续增长，整体营收增速维持高位

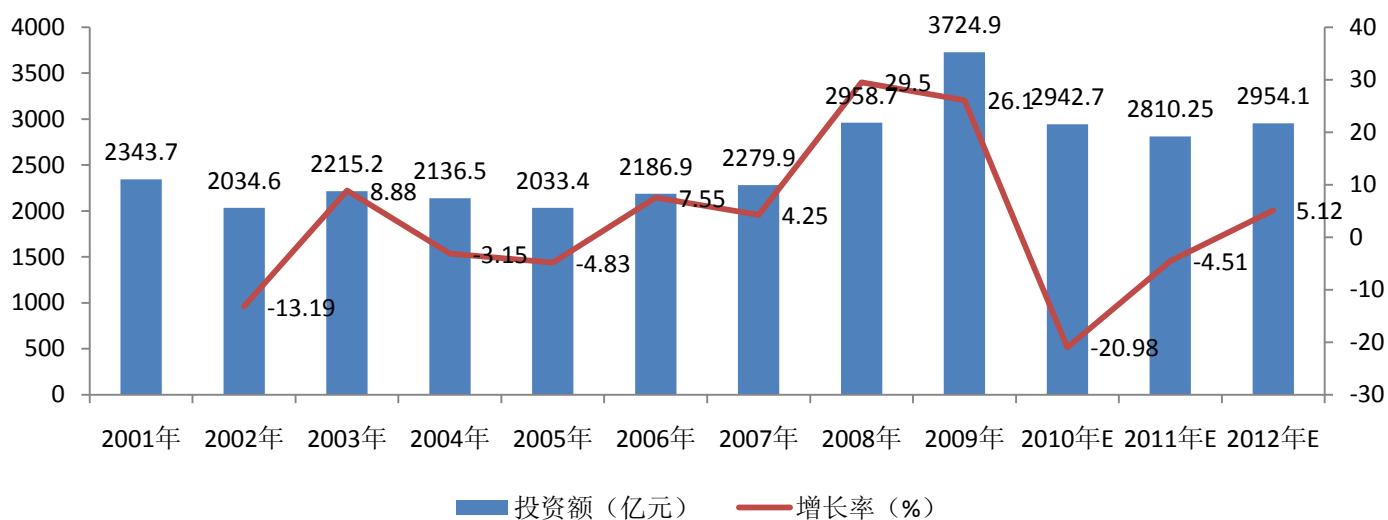


资料来源: 招股说明书、公司报告、华宝证券研究所

2. 通讯网络连接、保护和布线等子行业增长动力仍强

国内通讯设备制造业与我国电信投资的关系紧密，一般而言，通讯制造业随着电信投资额的大幅度增长而呈高景气状态。过去两年也即 08 和 09 年由于应对国际金融危机和推进 3G 网络的建设我国电信投资出现周期性的高峰，2010 年上半年电信投资出现明显下滑，与 09 年同期比较有近 30% 的下滑，我们预计我国电信投资经过 08 和 09 年的周期性高峰之后将回归震荡的景气常态，未来数年电信投资额将在 2800 亿-3000 亿元之间震荡。

图表 4：国内电信投资额和增长率及预测（2001 年-2012 年）



资料来源：工业和信息化部、华宝证券研究所

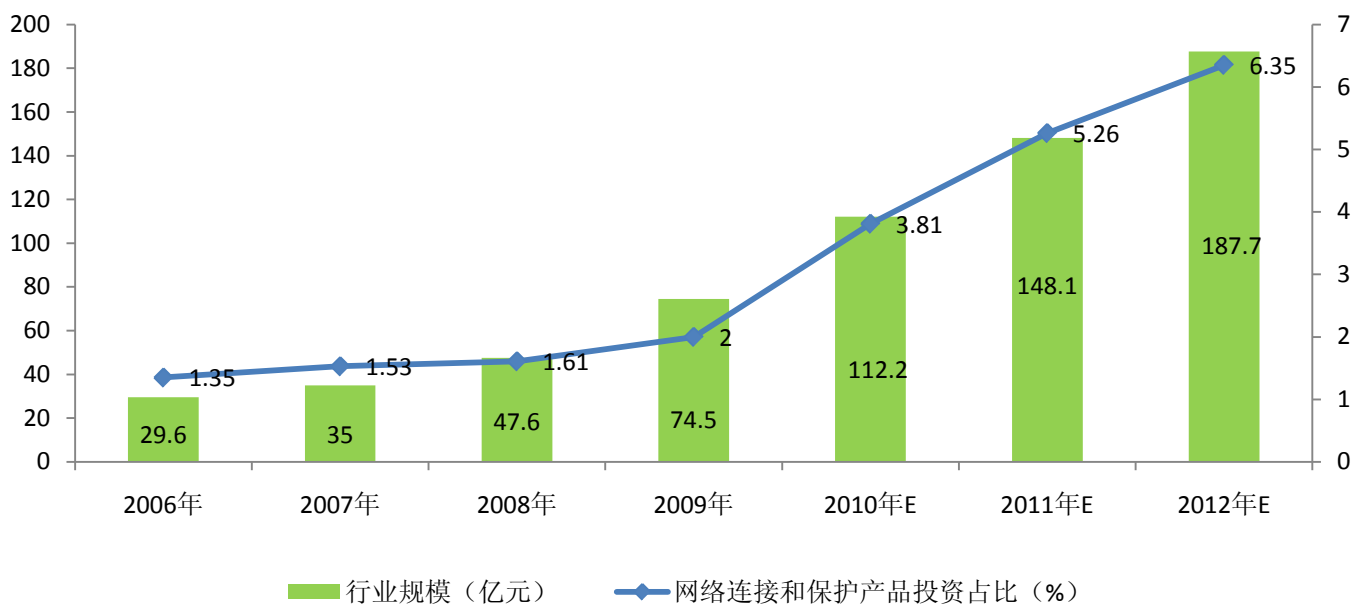
在电信投资大幅度下滑的背景下，通讯网络连接、保护和布线等子行业却保持 25% 以上的行业增长，其主要原因在于两个方面：一是该子行业在电信投资中的占比上升是维持行业高景气的原因之一。二是推进光纤宽带网络的建设政策又大幅度提升了通讯网络连接等设备需求，同时也为该子行业的中长期增长提供了持续动力。我们认为两者的合力牵引通讯网络连接、分配和保护类产品保持中长期增长。

2.1 通讯网络连接保护产品在电信投资比重持续上升

电信投资在 2008 年之前的 5、6 年中一直波澜不惊，投资额在 2000-2300 亿元之间，投资增长速度在 -13%-8% 之间，在这段时间里通讯网络连接、分配和保护类产品的增长速度已经快于投资增速，因此通讯网络连接保护产品在电信投资占比中已经开始缓慢上升。为应对金融危机和同时也为配合电信重组快速组建 3G 网络电信投资在 08 和 09 年迎来了一个投资高峰，这两年的投资增长速度分别高达 29.5% 和 26.1%。而通讯网络连接等子行业的增速更高，这加快了通讯网络连接保护类产品在电信投资比重上升的速度。《2006 年-2012 年中国通信网络物理设备细分市场研究及重点企业竞争力深度调研报告》的研究结果显示，通讯网络连接和保护类产品在电信投资中的比重从 2006 年的 1.35% 逐步上升度

2009 年的 2.00%，而 2010 年在电信投资增长幅度下滑近 20%左右的背景下，通讯网络连接和分配类产品的增长却很可能高达 50%。因此通讯网络连接和保护类产品的投资占比将在 2010 年快速上升，并形成一個拐点。以 2010 年上半年的情况看，电信投资下滑 29%，而经营通讯网络连接保护类产品的日海通讯和新海宜等收入和利润均大幅度增长长达 30%-50%，细分子行业显示出持续高景气的状态。未来，电信投资在高峰过后将保持震荡的景气常态，而长期而言通讯网络连接和保护等产品在电信投资中的比重有望保持在 5% 左右。

图表 5: 通讯网络连接、分配和保护等子行业的容量及其在电信投资中的占比



资料来源: 公司招股说明书、华宝证券研究所

通信网络连接、分配和保护产品子行业在电信投资中的比重上升还可以从另外的一个方面得到印证，由于 08 和 09 年为电信投资高峰，以基站等其他设备为例出现下降，2009 年完成约 50 万个基站（包括通讯机柜式基站），而 2010 年再多预计为 30 万个。而国家关于推进宽带网络建设的政策进一步推高了该子行业的景气度。

2.2 推进光纤宽带网络建设的政策强化子行业高景气

电信投资整体出现下滑而通讯网络连接、分配和保护子行业占比上升是该子行业高景气重要原因，而国家政策则是该行业中长期景气持续高位的另一重要动力。今年 4 月 8 日工信部联合六部委发布了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。《意见》提出未来三年将对光纤宽带网络建设的投资超过 1500 亿元，新增宽带用户超过 5000 万户。这一政策为通讯网络的链接、布线和保护产品保持中长期景气提供政策的保障。不但如此，也为综合布线和其他光通讯产品的增长添加强劲动力。

政策持续助推 FTTX 提速: 政策要求电信企业在光纤骨干网和城域网基本完成的基础上加快光纤宽带接入网络的部署。尽早完善和改进光纤到小区、光纤到楼和光纤到户的建设。

其中，新建区域直接部署光纤宽带网络，已建区域“加快光进铜退的网络改造”；有条件的商业楼宇和园区直接实施光纤到楼、光纤到办公室，有条件的住宅小区直接实施光纤到楼和户；优先采用光纤宽带方式加快农村信息基础设施建设，推进光纤到村。进一步看政策的目标是到 2011 年光纤宽带端口超过 8000 万线，较 09 年底的 2000 万线存量有数倍的增长空间。因此政策实施将加速助推 FTTX 的提速，对相应的网络连接、分配和保护以及综合布线系统的需求将持续增长。

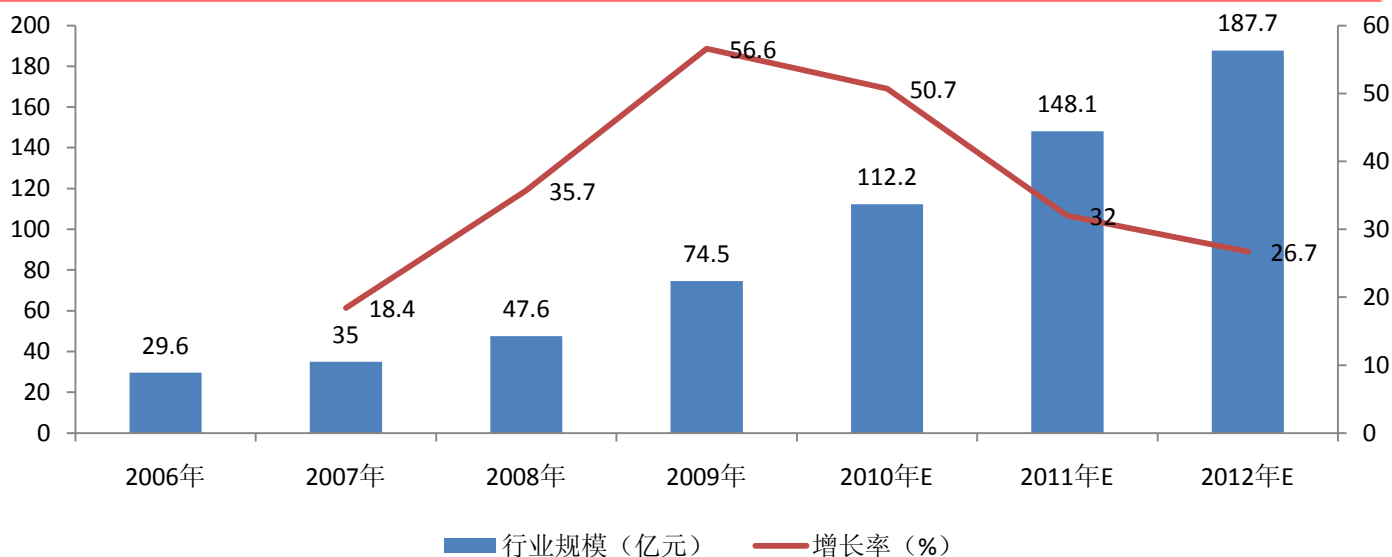
政策顺应消费升级需求趋势：从终端消费者的需求看，要求更高的宽带和高速接入是正常的技术升级和消费升级的内在趋势，而当前国内用户的接入能力普遍在 1M-2M/S，根据政策的目标到 2011 年，城市用户接入能力平均达到 8M-10M/s 每秒，农村用户接入能力平均达到 2M/s 以上，而商业楼宇用户更是基本实现 100M/s 以上的接入能力。因此以 FTTx 为核心的光纤宽带网三年内投资超过 1500 亿元的政策也顺应消费者消费升级的内在趋势，国内更高一级的光线宽带网的快速普及将保证相关行业的持续高景气。

由此我们判断随着 FTTx 建设力度的提升，光通讯网络建设将持续驱动骨干网、城域网、接入网对网络连接物理产品的需求增长；同时“光纤入户”所产生的连接和分配节点数目成倍增长对连接和分配设备需求大幅度增加。因此我们认为通讯网络的链接、分配和保护以及综合布线产品高复合增长将至少保持 3 年。

2.3 细分子行业逆市飞扬

虽然电信投资在 08 和 09 年投资高峰过后 2010 年将出现 20% 左右的下滑，但在此背景中通讯网络连接、分配和保护以及综合布线领域却呈逆市飞扬之势。其原因在于政策推动的高景气延续导致该领域在整个电信投资中的比重大幅度上升，而且很可能持续上升。另外，长期看我国企业在该领域所具有的性价比优势会导致其在国际领域持续提升市场份额。

图表 6：通讯网络连接、分配和保护产品市场规模增长（2006 年-2012 年）



资料来源：招股说明书、华宝证券研究所

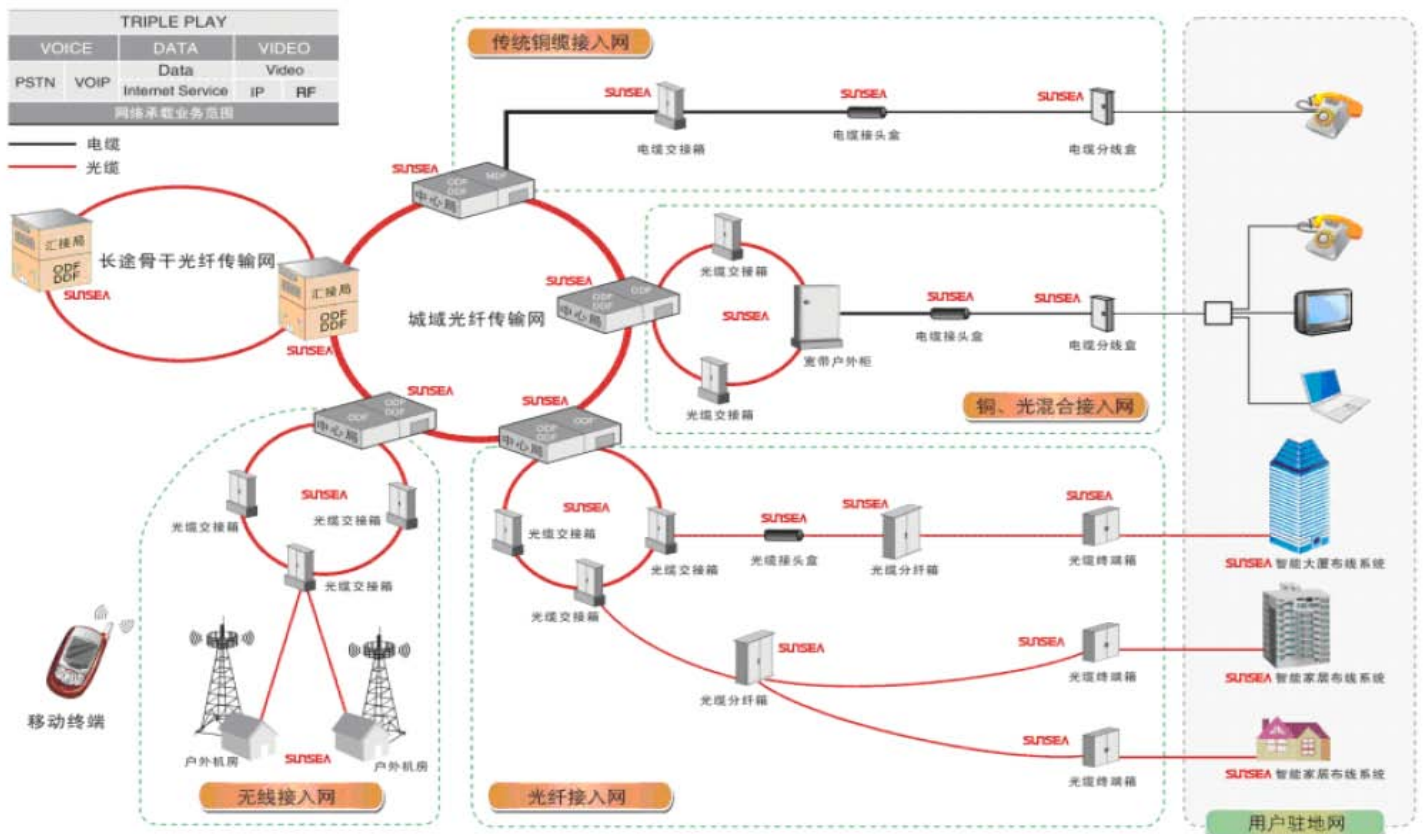
敬请参阅报告结尾处免责声明

综合分析我们认为：日海通讯所处的子行业在未来三年有望保持 30%左右的年均复合增长。而根据有关的专业研究其市场规模有望在 2012 年达到 180 余亿元人民币。

3. 公司业内优势持续扩大，保持快速增长态势

公司的产品广泛地应用于所有的通讯网络之中，具体而言应用范围不但包括骨干网、城域网和交换站；而且也包括传统的铜缆接入网，铜、光混合接入网、光纤接入网、无线接入网和用户驻地网。

图表 7：公司产品应用于通讯网络的各个环节

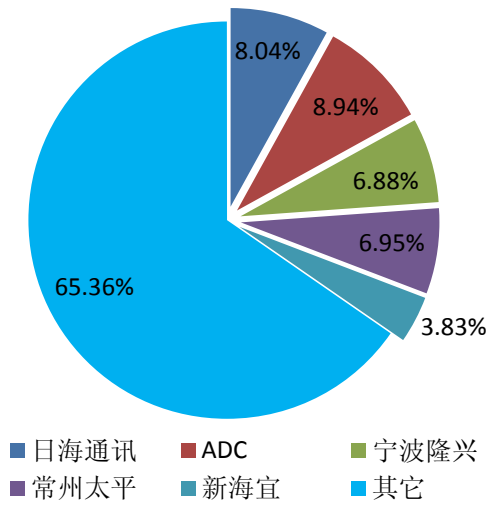


资料来源：公司招股说明书、华宝证券研究所

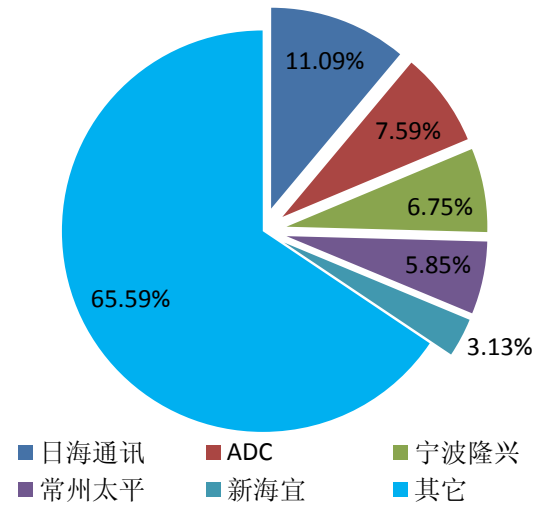
公司在国内通信网络物理连接设备行业中具有明显的优势：综合市场份额位居行业第一，9%左右。公司主要的通信网络连接和保护产品在市场处于有利地位，未来公司的优势有进一步扩大的趋势，而且公司的增长有强力的保障。

图表 8: 公司主要业务在各领域中的市场份额

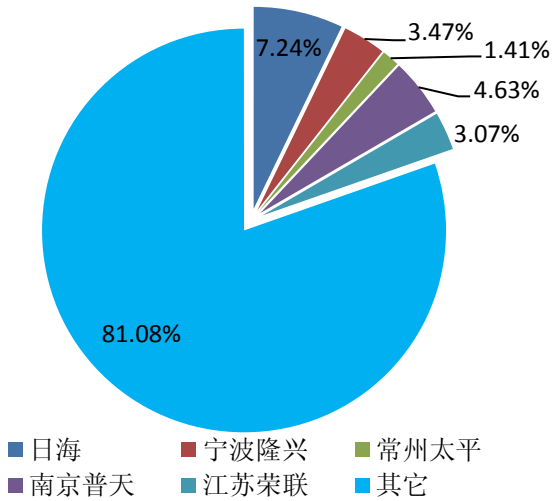
主要业务之一: MDFDDF 市场占有率



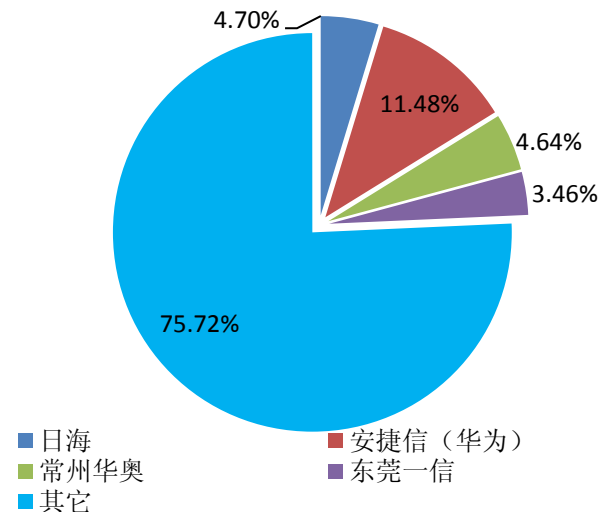
主要业务之二: ODF 市场占有率



主要业务之三: 一体化户外机柜占有率



主要业务之四: 一体化户外机房占有率



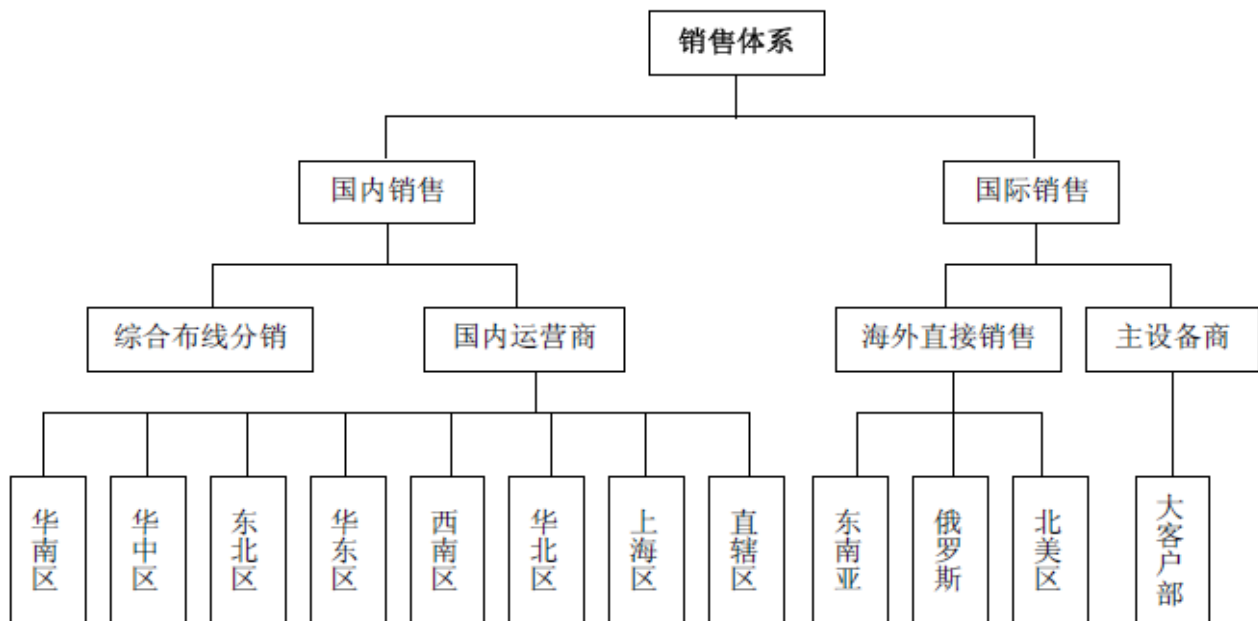
资料来源: 汉鼎资讯、华宝证券研究所

3.1 公司竞争优势明显

长期以来公司在行业内逐步形成了明显的竞争优势,各细分市场占有领先以及公司持续大幅度增长是各个竞争优势的最终体现。公司在行业中的竞争优势主要体现在灵活的营销机制、领先的技术与研发实力和高效的战略制定与执行能力。

灵活的营销体系: 公司设立国内销售和国外销售两大体系,共搭建了四个销售子平台,分别为国内运营商、电信主设备商、海外直接销售和综合布线系统分销。四个字平台分别负责对国内电信运营商、主设备商、海外运营商及关联方、国内综合布线系统分销商的销售。

图表 9: 公司营销体系的四个平台网络遍布全球



资料来源：公司招股说明书、华宝证券研究所

公司通过这种完善的营销体系设置使公司的营销网络全面覆盖国内外和各个领域。它能迅速对市场的变化作出反应，从国内对运营商的销售看，2009年东北、华中、西南和华东增长超过100%，而2010年中期华东销售增长近2倍、西南增长超过150%，华南增长达68%充分体现了营销网络全面布局的灵活性。海外直销方面，公司产品已销往全球20多个国家和地区，向海外30多家运营商供货。2010年上半年东南亚、俄罗斯和北美市场的下滑也快速反应在报表中，而2006-2008年海外营收年均复合增长率为67.5%，所以灵活的市场体系在市场不利因素消除后海外市场的回升必将得到体现。主设备商方面，目前公司同全球排名前五的主设备商华为、中兴、阿朗、诺西、爱立信等均已建立长期稳定合作关系，成为其关键（KEY）供应商，同时公司持续深化同国际主设备商的合作。综合布线分销子平台方面，2010年中期综合布线在用户驻地网需求旺盛的环境中保持了168%的增长率。因此灵活的营销体系是公司重要的竞争优势之一。

领先的技术与研发能力: 公司作为国家高新技术企业，其主要产品通讯网络连接分配产品、通讯网络保护产品和综合布线产品的技术无不来自自主开发，因此公司拥有的自主研发核心技术体系是公司另一竞争优势。长期以来公司的研究技术人员占公司总人数超过10%，研发费用占收入比也在4%以上。截止去年底前公司共获得专利56个，而在申报专利权达55个，公司的技术专利和储备充足。公司不但重视技术研发，同时公司还积极参与主持或参与起草通信的行业标准，逐步成为行业标准的引领者和制定者。公司参与过10项通信行业标准制定，其中牵头起草的两项通信行业标准《通信系统用室外机房》和《通信系统用户外机柜》已于2006年和2007年正式发布，并于2007年正式实施，《通信用单芯光

纤机械接续器》标准也进入报批期。这将使得公司在收入增速快于行业平均水平，同时公司的毛利率和净利润水准也有望在技术领先的条件下持续提升。

图表 10: 公司参与或主持的通讯行业标准及重大成果与认定

年份	重大技术成果、标准制定或获得认证
2004 年	首次牵头户外机柜、机房通信行业标准的制定工作。 国内首个大型户外设备“淋水实验装置”、“户外机柜用大型提吊试验机”研制成功。
2005 年	国内首个大型机柜提吊试验机研制成功。
2006 年	牵头制定的通信用户外机柜行业标准正式对业内发布“新材料户外通信箱体专利金奖”。
2007 年	公司技术中心被深圳市贸工局等单位认定为“深圳市企业技术中心”。
2008 年	公司被深圳市贸工局认定为“先进技术企业”，被认定为“国家高新技术企业”。

资料来源：公司招股说明书、华宝证券研究所

高效的战略制定与执行能力：公司拥有高效的战略制定与执行能力，以公司董事长为核心的管理团队过去根据国内外通信设备制造行业市场变化，成功制定并实施了“海外市场战略”、“省级运营商密集布局战略”和“新产品战略”等，为公司目前的发展打下坚实基础。当前公司的战略是致力于成长为全球领先的通信网络物理连接设备和解决方案提供商，继续专注于为全球电信运营商、主设备商和集成商提供一流的通信网络物理连接、分配、保护产品及综合布线解决方案。公司未来将进一步提升技术研发实力，拓展和深化国内国际营销体系，优化供应链管理，不断扩大在国内市场的领先地位和国际市场的市场份额。

图表 11: 为实现公司战略的各项执行措施或策略

项目	具体措施和策略
产能	充分利用公司的募投资金继续加大对新型设备的投入，扩大产能，主要投向户外机房、机柜和综合布线。根据公司募投计划，项目全部达产后将新增年收入4.5亿元，净利润8300万元，日海通讯的规模有望翻倍。
营销	在现有营销网络的基础上持续加强营销网络建设，不断提高综合营销服务能力和订单的响应速度。同时优化供应链管理，充分利用运营商集采模式和相对于国外竞争对手性价比优势不断扩大国内外市场份额。
研究	增加技术研发投入，大量开发适应通信市场发展的新产品和符合客户需求的一流解决方案。以市场为导向，通过项目总体规划及过程控制实现分产品线的完整客户解决方案，在适应市场的基础上通过引导市场实现市场份额的扩张。更加重视 3G 和 FTTH 的研发，对未来高景气的市场进行领先性的创新研究。
人才	公司在完成对核心技术人才进行股权激励后，进一步完善管理架构，引进和培养优秀人才，在薪酬和技术奖项方面对公司技术人员持续倾斜。

资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

3.2 竞争优势有望持续扩大

公司竞争优势有望持续扩大，从公司近两年的市场占有特别是国内在三大运营商中的收入占比以及公司的毛利率持续上升的过程中公司的竞争优势得到进一步体现，同时这种优势有望延续保持，而与同行业的距离有望进一步加大。

市场占有率提升是公司竞争优势持续扩大的迹象之一：从通讯网络连接和保护类产品的市场增长中可以看出子行业持续处于高景气状态，但是公司营收增长速度远快于行业的增长表明公司的市场占有率在提升，08 年时公司的市场占有率在 8.74%（对应的市场规模和公司的收入分别为 47.6 亿和 4.16 亿）；而 09 年公司的占有率上升到 9.19%（对应的市场规模和公司收入分别为 74.5 亿和 6.85 亿）。今年以来随着电信投资额度不达预期，上半年下滑 29%导致子行业的增长也难达预期，但是日海通讯增长 29%远远超过子行业的增长率（通讯网络连接和保护实际增长在 20%左右）。因此可以推算公司的市场占有率仍在持续上升，这是公司竞争优势扩大的体现之一。

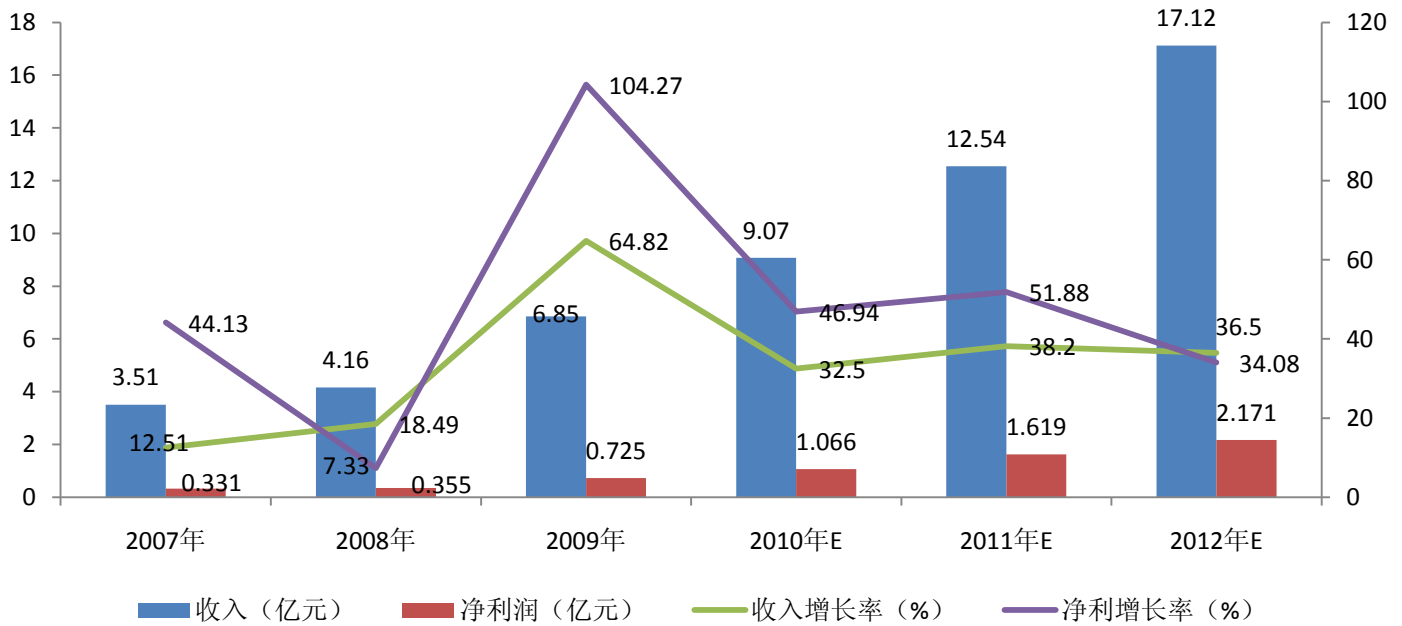
对运营商的营收占比增加是公司竞争优势扩大的另一迹象：随着 3G 投资的深入和加快推进光纤宽带网的建设政策实施，公司对三大运营商的营收占比增加。在 08 年之前三年，公司对三大运营商的营收占比一度出现下滑，由 63.35%逐步下滑到 59.8%。但是 09 年和 2010 年上半年情况出现变化，09 年前三季度达 74.5%，而半年报披露公司对三大运营商的收入占比再次有较大幅度的提升。这种态势一方面消除了外需暂时疲弱（10 年上半年出口下降超过 30%）的负面影响，另一方面由于集采模式中价格因素仅占 50%，而技术、规模、在网使用量等因素更为重要，这无疑更加利于行业内领先厂商，这充分表明在运营商集采扩大的趋势下运营商的招标持续向优势厂商集中。而在外需不振的情况下，公司对三大运营商的营收占比持续增加再次体现公司在技术、营销、规模及信誉方面的优势在持续扩大。

公司毛利率水准持续提高是公司竞争优势扩大的又一重要迹象：一般而言，少数寡头采购商对众多的卖家采取集中招标采购的方式往往会引起卖家的价格竞争。然而从日海通讯的财务表现看，一方面公司的市场份额占比提升，另一方面公司的毛利率持续三年逐步上升，公司的毛利率从 08 年的 30.23%上升到 10 年中期的 31.98%，10 年上半年的报告更是显示公司各项业务的毛利率均出现上升。由此表明公司在并不参与价格竞争的条件下即通过技术、规模效益和内部的战略实施而实现市场占有率和毛利率的持续上升，从而提高公司的盈利增长和净利水准。所以公司毛利率水准持续上升也正印证日海通讯在行业内竞争优势的持续扩大。

3.3 公司快速增长态势仍可维持 3-5 年

总而言之，虽然日海通讯面临着电信投资由投资高峰回归正常的景气震荡期，同时还面临着由于光纤宽带网络建设带动的 FTTX 系列产品和光器件需求快速增长，公司在光器件、配套钣金生产方面的产能瓶颈，但是在公司所在的细分子行业—通讯网络连接、保护和布线领域依然有望持续保持高景气，而公司在竞争优势持续扩大的趋势中实现高增长。因此公司将成为电信投资下滑背景中逆市大幅度增长的靓丽风景线。

图表 12: 公司营收和净利润持续高增长



资料来源: 公司报表、华宝证券研究所

4. 公司预测和估值

4.1 核心假定

核心假定: 行业方面, 1、电信投资增长由于 3G 投资的高峰已过, 未来三年电信投资总额保持在 2800-3000 亿元之间震荡; 2、细分子行业的通讯网络连接、分配、保护和综合布线领域因为投资占比上升和政策的积极推动保持 30%左右的增长(这与公司招股说明书中的 40%复合增长率有一定差距)。公司方面, 3、连接和分配类产品未来三年的平均复合增长速度为 25%左右; 4、通讯网络保护类的户外机柜和户外机房未来三年复合增速为 40%左右; 5、综合布线和其他业务未来三年的复合增长率为 60%; 6、公司的毛利率水准因为规模效益和技术领先优势而出现稳步的小幅上扬, 最终维持在 32%左右高位。

4.2 财务预测

图表 13: 财务预测表 (单位: 万元)

年份	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	684.97	907.59	1254.29	1712.10
营业成本	472.45	618.25	851.41	1162.52
营业税金及附加	1.16	1.35	2.05	2.75
营业费用	91.13	112.09	158.67	214.87
管理费用	36.13	58.99	65.10	90.40
财务费用	3.13	-3.14	-6.59	-5.47
资产减值损失	0.59	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00

营业利润	80.37	120.05	183.65	247.04
营业外净收支	3.14	2.67	2.72	2.84
利润总额	83.51	122.71	186.37	249.88
所得税	10.97	16.11	24.47	32.81
净利润	72.54	106.60	161.90	217.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	72.54	106.60	161.90	217.06
EBITDA	80.87	133.18	201.07	273.76
EPS (元)	0.73	1.07	1.62	2.17

资料来源：华宝证券研究所

4.3 估值比较和合理定价

日海通讯 2010 年-2012 年的 PE 估值分别为 37.18 倍、24.68 倍和 19.23 倍，相对于可比公司的 13 家通讯设备类公司其 PE 估值具有优势，而 2011 年的动态 PE 估值优势更明显。

在这些可比的 13 家通讯设备类的公司有一些共同特点：1、相对小市值较小（绝大多数公司的总市值在 20-40 亿元之间）；2、多属中小板和创业板公司的个股，股本相对较小；3、具有较好的成长性，平均成长性在 25% 左右；4、多数是次新股。由于以上原因我们认为他们之间可比性较强，具体情况见图表 14。

图表 14：可比公司 PE 估值水准的比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
300078.SZ	中瑞思创	60.42	0.89	1.26	1.71	67.88	47.95	35.40
002017.SZ	东信和平	17.36	0.20	0.38	0.56	84.88	45.79	31.23
002089.SZ	新海宜	20.2	0.35	0.55	0.76	57.71	36.48	26.37
002115.SZ	三维通信	16.29	0.36	0.48	0.65	45.25	33.53	25.03
002231.SZ	奥维通信	13.33	0.15	0.17	0.20	90.06	75.78	66.58
002281.SZ	光迅科技	36.12	0.65	0.80	1.04	55.48	45.29	34.89
002313.SZ	日海通讯	41.74	0.73	1.07	1.62	57.17	37.18	26.60
002417.SZ	三元达	21.13	0.41	0.54	0.68	51.16	39.28	31.09
002446.SZ	盛路通信	22.24	0.41	0.51	0.80	54.24	43.60	27.81
300038.SZ	梅泰诺	21.74	0.50	0.67	0.80	43.48	32.45	27.30
300098.SZ	高新兴	34.68	0.86	1.08	1.42	40.51	31.87	24.26
300025.SZ	华星创业	22.1	0.33	0.52	0.73	67.17	42.24	30.04
300081.SZ	恒信移动	29.34	0.62	0.89	1.16	47.01	32.67	25.17
	平均值	27.15	0.49	0.69	0.93	55.6	42.0	31.6

资料来源：WIND 资讯、华宝证券研究所（注：其中日海和盛路的预测为华宝证券预测值）

由于公司所处细分子行业在未来仍将呈快速增长态势，而在此背景中公司凭借其竞争优势在未来保持持续高增长的概率较高。公司 2010-2012 年的复合增长率高达 42%，因此公司可以适当享受高溢价，相对通讯板块市场（中小股）2011 年 32 倍 PE 估值，公司估值适当上抬至 35 倍较为合理，对应的 2011 年的 PEG 估值也仅为 0.69，因此公司的合理价位为 56.7 元，给予首次买入投资评级。

5. 风险分析

从风险的角度分析，我们认为公司的主要风险来源于以下几个方面：

- 1、首先，关于推进光纤宽带网络建设的进度不及政策的目标可能导致通讯网络连接、分配、保护和综合布线细分子行业的增长速度不如预期，从而导致公司的增长难以达到预期。
- 2、其次，公司部分产品供不应求，如光纤宽带网络建设带动的 FTTX 系列产品和光器件需求快速增长，从而暂时导致公司在光器件、配套钣金生产方面存在产能瓶颈，因此公司一定时期某些产品产能的不足或影响公司的业绩增长。
- 3、公司原材料的占公司产品的成本在 70%，而主要耗材是铝、铜和不锈钢等大宗商品，其价格波动较大，另外公司的原材料还包括 SM 电缆头和接插件，价格波动也较大。因此原材料价格的巨大波动市公司面临的又一风险。
- 4、当前中小板和创业板市场的整体估值偏高，两者均超过 50 倍的 PE 估值。而大盘蓝筹股的估值仅 15 倍，很多个股的估值低于 10 倍，这种估值的差异可能引起市场风格转向，由此公司可能面临中小盘公司系统性的下跌风险。

机构业务部咨询经理

地区	姓名	电话	手机
上海	陈康菲	021-50122485	13917175055
北京	程楠	010-67085220	15901391234
深圳	袁月	0755-36659385	15816896912

投资评级的说明

- 行业评级标准

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上；

- 公司评级标准

买入：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在5-15%；

中性：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在-5-5%；

卖出：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于某种原因，不能对该公司做出股票评级；或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。