

日海通讯 (002313.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

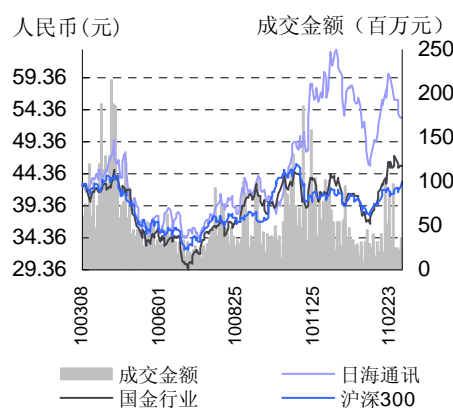
市价(人民币): 53.68元

目标(人民币): 63.00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)	25.00
总市值(百万元)	5,368.00
年内股价最高最低(元)	63.56/34.10
沪深300指数	3337.46
中小板指数	7407.57



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.725	1.040	1.489	2.203	3.096
每股净资产(元)	8.32	9.16	10.40	12.29	14.53
每股经营性现金流(元)	0.96	1.02	1.70	2.05	2.86
市盈率(倍)	56.27	55.47	35.41	23.79	17.34
行业优化市盈率(倍)	48.43	48.43	48.43	48.43	48.43
净利润增长率(%)	104.27%	42.84%	43.68%	48.00%	40.51%
净资产收益率(%)	8.72%	11.31%	14.33%	17.98%	21.34%
总股本(百万股)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

■ **我们对公司的整体评价:** 日海通讯受益“光进铜退”浪潮, 凭借业内独一无二的系统竞争优势, 做精做实主业成就细分行业龙头, 拥有广阔而确定的增长空间。

## 投资逻辑

- **受益 3G 持续建设和光通讯投资:** 用户对带宽的需求正推动移动、固网运营商提升网络。移动运营商对 3G 的投资在 2009 年成就了资本开支的一个高峰后, 在“宽带接入”、“三网融合”的背景下, 固网和有线运营商对光通信网络的投资又将会为光通信产业带来全新的发展机遇;
- **系统竞争、体系作战:** 日海通讯拥有国内配线保护行业最为完善的覆盖全国和海外市场营销体系、强大而灵活的产品策略和研发实力、以及产业链上下游垂直一体化整合能力, 必将受益“光退铜进”浪潮, 取得超越行业的快速增长;
- **龙头超越行业, 行业超越产业:** 通信配线保护设备在电信运营商资本开支中所占比总不断提高, 有望从 2008 年的不到 2% 增长到 3%-5%, 从而使行业实现超越整个电信设备产业的成长。而日海通讯又将凭借其系统竞争优势和行业龙头地位取得超越行业的成长, 进而演绎“龙头超越行业, 行业超越产业”的增长逻辑。

## 投资建议

- 我们认为短期内光纤宽带接入投资将成为拉动行业收入增长的主要动力。长期来看, 3G 建设持续进行和未来 4G 进入商用、三网融合和智能电网的逐步实现以及海外市场的开拓, 将为整个光通讯未来的主要看点。我们看好日海通讯在未来的成长性和业绩的确定性。

## 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 63 元目标价位, 相当于 42x11PE 和 28x12PE。

## 风险

- 公司作为通信设备配套企业, 受国家产业政策和运营商资本开支计划影响较大, 同时面临竞争加剧、毛利率下降的压力。

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

## 内容目录

内容目录 .....	2
日海通讯：通信设备物理连接行业龙头 .....	3
依托电信产业庞大需求，做实做精主业成就细分行业龙头 .....	3
龙头增长超越行业 行业增长超越产业 .....	3
业绩预测及投资建议 .....	3
依托电信产业广阔增长空间：好风凭借力，送我上青云 .....	4
接力 3G，光通信带来新增长空间 .....	4
多方受益，行业成长机会确定 .....	5
国内市场面临整合机遇，海外带来新成长空间 .....	6
超越行业增长：龙头企业的核心竞争力 .....	6
全国布局，构筑完善的市场覆盖和营销服务能力 .....	6
纵向整合产业链，打造整体作战能力 .....	8
强大灵活的产品策略和研发优势 .....	9
未来业绩增长点 .....	10
传统连接分配类产品 .....	10
光纤入户连接分配产品 .....	10
保护类产品 .....	10
综合布线系统 .....	10
其他产品 .....	11
网络工程 .....	11
业绩预测及投资建议 .....	12
业绩预测 .....	12
风险提示 .....	15
附录：三张报表预测摘要 .....	16

## 日海通讯：通信设备物理连接行业龙头

### 依托电信产业庞大需求，做实做精主业成就细分行业龙头

- 日海通讯是国内最大的通信设备物理连接设备供应商，产品覆盖通信设备连接、分配、保护、管理等领域。公司以配线、保护设备等主营业务为立足点，不断向产业链上下游延伸，做实做精主业，成就细分行业龙头。

### 龙头增长超越行业 行业增长超越产业

- 通信设备物理连接行业直接受益于 3G、光纤宽带接入等大规模电信投资。在 2009 年 3G 投资高峰过后，光纤宽带建设热潮继起，为通信设备物理连接行业提供了新的增长空间。
- 日海通讯拥有强大的“系统竞争、体系作战”能力：1) 业内最为完善的立体营销体系：全国布局，分级覆盖运营商不同层级的分公司，服务 90 多个运营商省级分公司；与五大主设备商对接拓展海外市场，是行业中唯一与全球五大通信主设备商展开合作的企业；构筑国内分销体系，培育新产品、新业务；2) 产业链垂直一体化：向上游元器件和下游网络工程领域拓展，打造系统作战能力；3) 强大灵活的产品策略和研发实力：国内最先研发移动通信户外保护机房机柜、拥有 56 项专利并主持起草 10 项行业标准。日海通讯系统竞争优势显著，盈利能力不断增强。在 2010 年三大运营商资本开支下降 23.27% 的情况下，预计公司将取得 32.02% 的收入增长和 42.84% 的净利润增长，显示了行业龙头巨大的成长潜力。
- 在国家产业政策明确、带宽需求不断扩大的背景下，宽带接入投资高速增长，3G 基站建设持续进行，三网融合、智能电网方兴未艾，固网和有线运营商对光通信网络的投资又将会为光通信产业带来全新的发展机遇。另一方面，随着网络建设逐步向终端和用户推进，工程建设投入在电信投资总所占比例不断提高，对配线、保护、管理设备的需求将持续以超越电信投资的速度增长。在这一背景下，日海通讯又将凭借其系统竞争优势和行业龙头地位取得超越行业的成长，进而演绎“龙头超越行业，行业超越产业”的增长逻辑。

### 业绩预测及投资建议

- 我们预计 2011 年-2013 年公司将分别实现销售收入 12.81 亿、18.71 亿、26.83 亿，同比分别增长 41.67%、46.06%、43.43%；11 年-13 年公司净利润预计分别为 1.48 亿、2.20 亿、3.09 亿元，复合增长率 45.06%。同期实现 EPS 分别为 1.489 元、2.203 元、3.096 元，对应市盈率分别为 35.41X、23.79X、17.34X。
- 根据同类上市公司相对估值，并考虑到公司的行业龙头优势，我们给出 2011 年对应 P/E 40 倍，2012 年 30X 估值，对应 2011 年目标价格区间为 59.56~66.09 元，取中间值为 63 元。

图表 1：光通信行业可比公司估值比较

证券代码	证券名称	P/E			P/B (最新)
		2010E	2011E	2012E	
600487.SH	亨通光电	29.07	23.20	18.80	5.48
002089.SZ	新海宜	41.31	29.29	21.95	6.25
002194.SZ	武汉凡谷	25.66	21.12	21.48	3.97
002281.SZ	光迅科技	56.26	42.96	32.73	7.13
002446.SZ	盛路通信	58.71	37.92	25.92	4.46
600498.SH	烽火通信	46.59	34.92	27.47	5.10
	平均	42.93	31.57	24.72	5.40

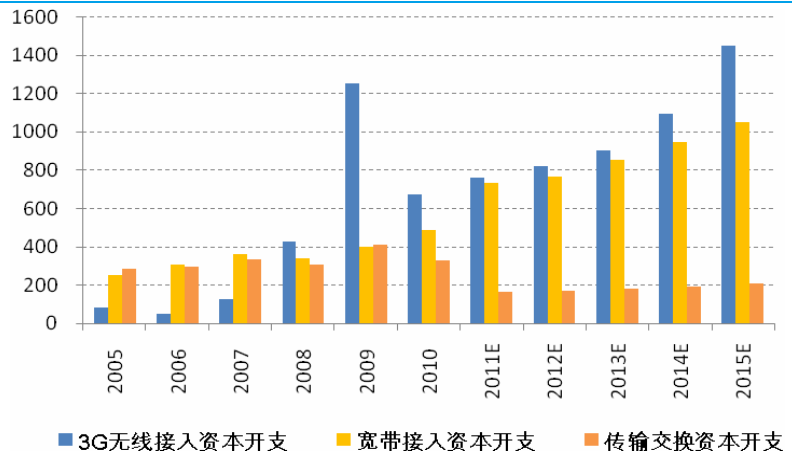
来源：国金证券研究所、公司资料

## 依托电信产业广阔增长空间：好风凭借力，送我上青云

### 接力 3G，光通信带来新增长空间

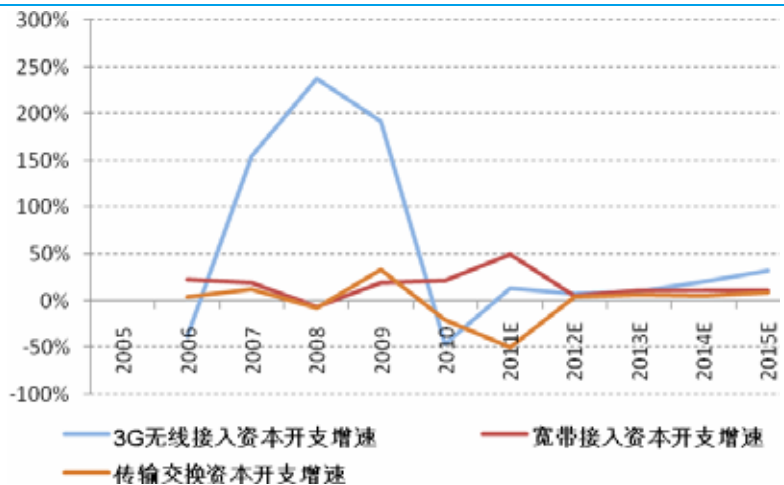
- 2011 年宽带接入投资预计增长 50%：**受 3G 建设高位回落影响，2010 年三大运营商总资本开支出现同比 23.27% 的降幅。但与此同时，以 FTTx 宽带接入为代表的光通信领域启动了新一轮投资热潮：2 月 16 日，中国电信宣布启动“宽带中国 光网城市”工程，目标在“十二五”期间完成南方城市的光纤化，使中国电信宽带用户的接入带宽在 3-5 年内跃升 10 倍以上，实现核心城区 100% 光纤接入，最高接入带宽达 100M，家庭接入带宽普遍达到 20M。此外，中国移动 2010 年用于 FTTx 宽带接入的投资预计超过 100 亿元，全年建设规模约 600 万线。中国联通也在 2010 年加大了 FTTx 宽带建设的投入力度，预计全年投入超过 153 亿。同时，三网融合下的广电系、国家电网电力光线到户工程等也加入到“光进铜退”的大潮中，使得光纤宽带接入同比投资成为 2010 年-2012 年电信投资的新热点。

图表 2：三大运营商资本开支计划：3G、宽带接入、传输交换（亿元）



来源：国金证券研究所、公司资料

图表 3：三大运营商资本开支计划增长：3G、宽带接入、传输交换



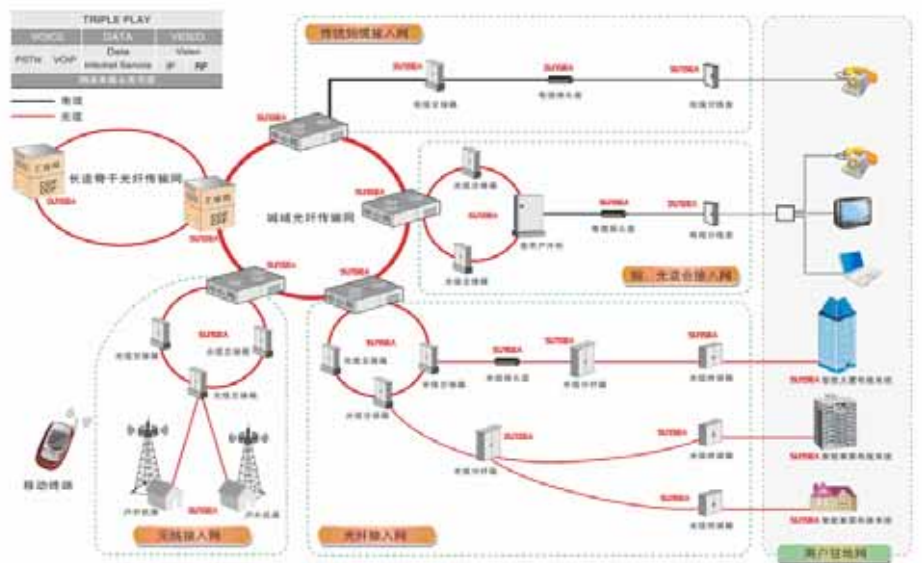
来源：国金证券研究所、运营商年报

- 预计三大运营商 2010 年、2011 年、2012 年宽带接入方面资本开支预计分别达 490.1 亿、733.6 亿、769.3 亿，同比分别增长 21.79%、49.68%、4.87%。相比之下，2010 年、2011 年、2012 年三大运营商 3G 投资资本开支增速预计分别为-46.25%、13.20%、7.47%。由此我们认为，在运营商大举投资光纤宽带接入的带动下，2011 年光通信行业将进入新一轮繁荣期的景气高峰，随后步入高速稳定增长阶段。

**多方受益，行业成长机会确定**

- 通信设备物理连接产品在通信网络中骨干网、城域网、固网接入（传统铜线缆、光纤接入）网，无线接入网（基站）、用户驻地网等各个环节的广泛应用使得行业广泛受益于不同领域的投资热潮，从而给行业以确定的成长机会。除光通信外，3G、三网融合、智能电网等也将给行业带来机会：

**图表 4：日海通讯产品在通信网络中的应用**



来源：国金证券研究所、招股说明书

- **3G 投资持续，2011 年资本开支预计增长 13.20%。**在 2010 年高位回落后，预计 2011 年 3G 投资持续将有所回升，同比增长 13.20%，主要投资来自中国移动 GSM 及 TD 网络。从微观来看，一方面，随着智能手机等智能终端的普及，3G 基站建设将持续进行。另一方面，目前传统依靠租用屋顶作为站址的难度增加，站房式基站将逐渐占据越来越高的比例。两方面的原因将使物理连接设备采购在运营商总资本开支中所占比例从目前的 1.8% 上升至 3%-5%，从而给行业带来更大的成长机会。
- **三网融合带来新的机遇。**广电系统通过确定 EPON+EOC 为主的宽带标准。通过即将成立的中国有线为操作主体，以 FTTB 方式改造有线宽带接入网，也将带动光纤替代的投资。三网融合后，用户通过宽带介入获取大容量内容信息，如高清电影，终端需求将进一步推动带宽消费，反过来促进接入网的光纤化和骨干网的扩容，给公司带来市场机会。预计 2011 年广电系统光线入户投资将和电信运营商投资一起成为拉动行业增长的驱动力。
- **智能电网光纤到户。**按照国家电网的智能电网三步走计划，2010 年到 2011 年的第一阶段，将是网络基础设施在总投资中占极大比例的阶段。尤其接入层面，将在配点电网和城域网较大规模引入 EPON 建



设，提高网络带宽。国家电网店里光纤到户建设也将成为光通信行业未来成长的新的增长点。

图表 5: 通信设备物理连接行业各类产品对应市场及增长驱动力

产品分类	适用领域	驱动力
连接、分配产品	骨干网、城域网、接入网	3G、宽带投资、三网融合
保护类产品	接入网	FTTx、3G 基站、三网融合
综合布线类产品	用户驻地网	IDC、FTTO/B 等

来源：国金证券研究所

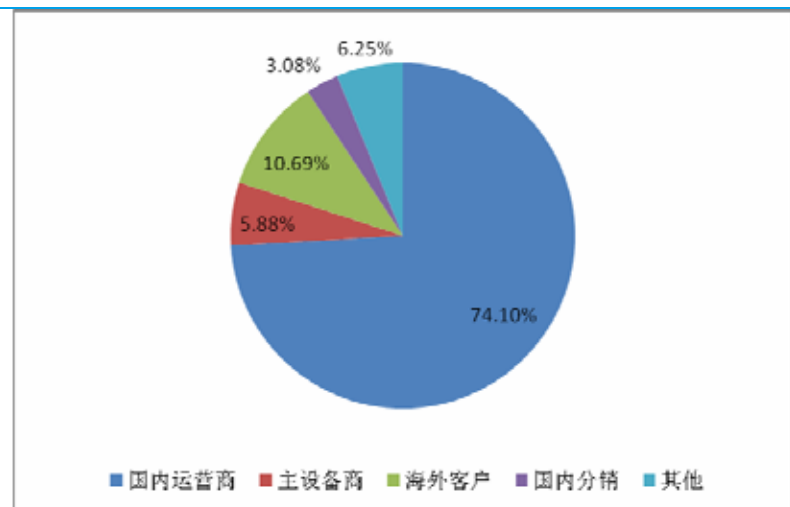
### 国内市场面临整合机遇，海外带来新成长空间

- 在电信运营商资本开支增长确定的情况下，行业格局将面临国内市场整合和海外市场的新机遇：
  - **技术变革和市场格局变化带来行业整合机遇。**通信设备物理连接行业技术壁垒不高，多数企业为原邮电系统地方配套设备厂商，电信市场化改革后仍依存于区域市场，导致目前行业集中度低下。但在目前通信技术更新越来越快、运营商竞争导致成本压力日增、推行集中采购的情况下，不具备完善的市场和营销覆盖网络、技术开发能力弱、市场反应迟钝的企业最终将逐步汰出，为日海通讯等优势企业带来行业整合的机遇。
  - **海外产能向国内转移是行业的另一趋势。**金融危机后全球运营商成本压力增加和中国主设备商全球市场份额不断提高，为国内企业开辟国外市场提供了机会。由于国外运营商和主设备商对技术和产品质量有一套完整的认证和准入体系，而目前国内厂商向外出口仅日海通讯一家，因此日海通讯将在海外拓展方面占据先机。

### 超越行业增长：龙头企业的核心竞争力

全国布局，构筑完善的市场覆盖和营销服务能力

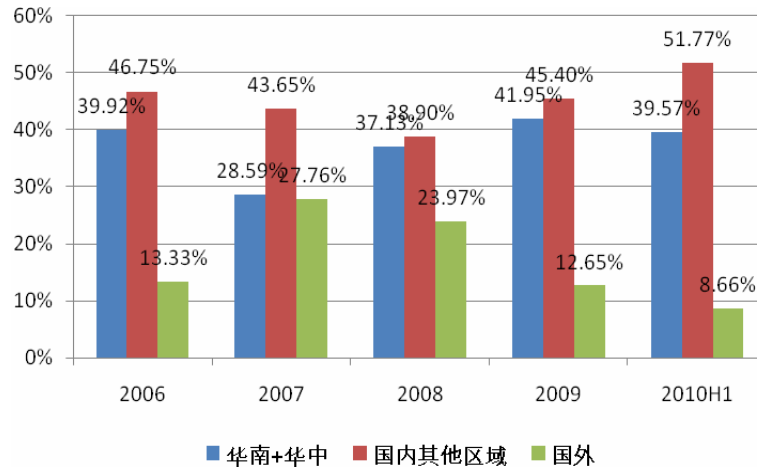
图表 6: 日海通讯销售渠道及收入构成 (2009 年上半年)



来源：国金证券研究所、招股说明书

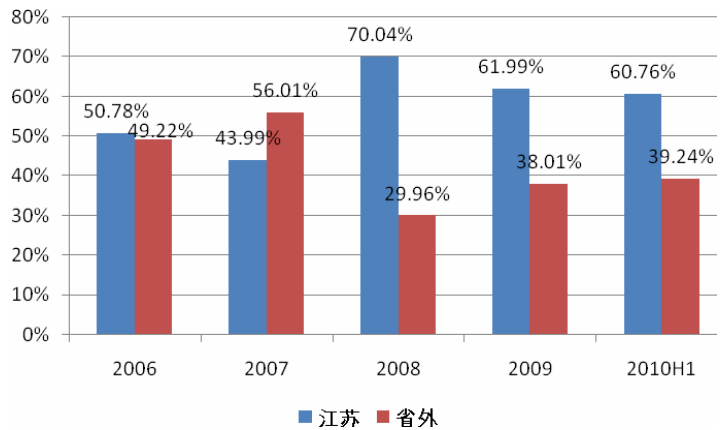
- 公司主要销售渠道包括国内运营商采购（集中采购和协议采购），占比约 74.10%；主设备商采购，占比约 5.88%。、海外客户（直销和通过设备商采购分销），占比约 10.69%。以及国内分销（主要针对综合布线产品），占比约 3.08%。针对运营商市场，公司构筑了业内最为完善的全国市场覆盖体系，销售连接分配和保护类产品，同时拓展主设备商渠道拓展海外市场，构筑国内分销体系培育面向专网用户的综合配线类产品市场。
- **产品在网使用率高，借集采市场全国布局：**除价格外，在网使用率是运营商最重要的评价指标。目前日海通讯在国内运营商市场已经连续多年市场占有率位居行业第一，产品在网使用量最大，从而使得公司在运营商集采市场占据优势地位。借助集采体制，日海通讯在全国设立七个销售大区 and 工程服务中心，32 个销售办事处，分级覆盖运营商不同层级的分公司，以超过 200 名销售、营销支持、工程服务人员，服务超过 90 个运营商省级公司。相对于国内其他企业依赖于区域市场，日海通讯拥有行业内最完善的全国性营销网络和市场覆盖，使公司可以分享全国通信产业的发展成果，取得广阔的市场空间和稳定的增长业绩。

图表 7: 日海通讯销售收入区域分布



来源：国金证券研究所、招股说明书

图表 8: 新海宜销售收入区域分布



来源：国金证券研究所、公司资料

- **与五大主设备商对接，拓展运营商采购市场和海外市场：**日海通讯是行业中唯一与全球五大通信主设备商展开合作的企业，目前已成为华为“主要合作伙伴”和中兴在接配线、户外产品线的关键供应商。另一方面，出于成本考虑，目前海外主设备商正将连接分配设备采购转移到国内来，使得海外主设备商成为公司对外直接出口的重要渠道。目前公司出口收入中，约 1/3 来自中兴华为，2/3 来自爱立信、阿朗、诺西等三家国外主设备商。2011 年下半年日海通讯计划搭建更专业的海外营销队伍，加大海外出口力度。随着海外产能向国内转移、以及中国主设备商在国际市场上份额的不断提升，公司将通过与五大主设备商及海外通信运营商的合作，不断开拓海外市场。

图表 9：日海通讯与主设备商合作情况

设备商	合作情况
阿尔卡特-朗讯	2006 年获上海贝尔”主要供应商“资格 2008 年获得上海贝尔阿尔卡特-朗讯在接配线、户外产品线的关键（KEY）供应商； 2009 年全面参与阿尔卡特-朗讯非洲和东南亚项目的运作
诺基亚-西门子	2007 年成为宽带项目主要合作伙伴 2008 年成为在接配线、户外产品线的关键（KEY）供应商 2009 年进入诺西全球供应链
爱立信	2007 年通过通过爱立信认证并签订 GMA、GPA、CFA 合作协议 2008 年成为在接配线、户外产品线的关键（KEY）供应商，开始展开 FTTX 联合开发 2009 承接爱立信光纤项目产品线的转移，在光器件产品方面展开合作
华为	2006 年成为“主要供应商”
中兴	2006 年成为“主要供应商” 2008 年成为在接配线、户外产品线的关键（KEY）供应商 继续保持中兴“关键供应商”地位，在配线产品和方舱项目上大范围中标；

来源：国金证券研究所、公司资料

- **建立完善的分销渠道，培育综合配线产品市场：**综合布线类产品通过国内分销渠道面向企业网、智能大厦、家庭网、军用网等客户销售。完善、有层次的销售网络有助于公司拓展更大范围的市场，为不断拓展的产品线提供销售和服务支持，从而保持销售收入的增长和毛利率的稳定。
- **整合物流配套能力支持灵活市场反应能力：**与全球五大主设备商对接，同时利用全球领先的珠三角产业配套优势。在 2011 年武汉生产基地建成投产后，将大大提高公司市场反应能力，并降低物流成本。

#### 纵向整合产业链，打造整体作战能力

- **配线保护设备行业上游为金属材料和光器件生产商，下游运营商通过网络工程公司进行机房施工和设备采购。**目前公司正在加大对上游元器件研发生产的投入，保证供应，并在价格竞争的压力下保证毛利率水平。同时向下游工程领域扩展，打造整体作战能力
- **向上扩展元器件领域：**2010 年 12 月日海通讯公告与加拿大光电元器件生厂商 ENABLANCE 合资成立佛山日海易能光电技术有限公司，介入平面波导芯片、光通讯模块及相关光电产品关产品生产领域，为日海通讯在 FTTx 产品线中光分配点 ODN 设备提供核心器件。日海通讯



光器件自给率在 2010 年底为 50%。光器件自产可使毛利率从外购的 20%提升至 40%。这项合作有利于公司掌握上游器件供应，同时降低成本，并形成纵向一体化的协同效应。

- **向下延伸网络工程领域：**2011 年 1 月，日海通讯公告以 1500 万元价格全资收购广州惠灵通讯科技有限公司，从而拥有系统丙级资质，可承接 1000 万元以下电信业务网络工程和电信支撑网络工程，以及 500 万元以下电信基础网络工程。从而使公司可以以“产品+工程”的方式为运营商提供更加完整、全面的服务，有利于公司在运营商市场的扩张

**强大灵活的产品策略和研发优势**

- **完整的产品线和灵活的产品策略。**日海通讯拥有全系列的通信网络连接、分配、保护产品和解决方案。除在 MDF/DDF 等传铜缆连接分配产品市场份额位居第二，在其他所有细分市场份额都位居第一。完整的产品线有利于公司向客户提供覆盖网络各个环节的整体解决方案。另一方面，面对 3G 商用和“光进铜退”的宽带化趋势，日海通讯在 2004 年即着手进行 3G 相关产品开发，并参与中国电信上海、广州、武汉等地 FTTH 试点，在随后的 3G、光纤宽带接入投资高峰中获得市场先机。目前，公司在光纤接入连接分配、户外机房机柜保护产品市场份额均居第一，主要募投资金也将用于上述产品产能扩展，从而使公司在 3G 基站“机房化”和宽带接入“光进铜退”的变局中处于领先地位。

**图表 10：日海通讯与同行业主要厂商产品线对比**

厂商	连接分配类 MDP/DDP 铜缆	连接分配类 ODP/光缆	保护类 户外机房	保护类 户外机柜
日海通讯	×	×	×	×
新海宜	×	×	×	×
世纪人(ADC)	×	×		
宁波隆兴	×	×		×
南京普天	×	×	×	×
常州太平	×	×		×
常州华奥			×	
华为安捷信			×	
东莞一信			×	
江苏荣联				×

来源：国金证券研究所

- **订立行业标准彰显专利及技术优势：**日海通讯拥有 56 项专利、主持或起草 10 项行业标准。针对通信市场技术更新快、市场格局不断变动的特点，开发 3G 基站舱体，FTTH 适用的各种设备，包括线路段光缆分纤设备、接入段 ONU 综合接入箱、关键器件冷接子及现场连接器等，以及顺应运营商数据业务增长而出现的 IDC(互联网数据中心)机房建设需求的 IDC 机柜等产品。研发技术优势支持灵活的市场反应，将使日海通讯在不断变革的通信市场上占据优势地位。

图表 11: 日海通讯主要技术和研发成就

年份	主要技术和研发成就
2004	首次牵头户外机柜、机房通信行业标准制定工作 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	国内首个大型机柜提吊试验机试制成功
2006	牵头制定的通信室外机柜机房通信行业标准对外发布 新材料户外通信箱体获专利金奖
2007	公司技术中心被深圳贸工局等单位认定为“深圳市企业技术中心”
2008	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”

来源：国金证券研究所、公司资料

## 未来业绩增长点

### 传统连接分配类产品

- 包括总配线(MDF)、数字配线架(DDF)、网络柜等。2009 年传统连接分配类产品占公司销售收入的比例为 35.52%，预期 2010 年实现销售收入同比 24% 的增长。
- 随着“光进铜退”进程逐步深入，预计 2011 年-2013 年传统连接分配类产品销售收入增速在 25%-35% 之间。

### 光纤入户连接分配产品

- 包括光纤配线架(ODF)、光纤连接器等。这部分产品是光纤宽带接入投资热潮的主要受益产品。2008 年、2009 年销售收入增长率分别为 37.56%、69.08%。目前公司 ODF 年产能为 669 万芯/年，2006 年、2007 年、2008 年、2009 年上半年日海通讯 ODF 产能利用率分别为 97.09%、98.41%、99.70%、99.78%，产销率均在 97% 以上。产能不足成为制约 ODF 产品销售扩展的最大瓶颈。
- 预计 2010 年 ODF 产品销售收入增长 30%。在募投项目“光纤到户(FTTH)系统技术改造项目”完成后，预计日海通讯 ODF 产能将大幅增长。ODF 产能瓶颈完全消除后预计 2011 年、2012 年、2013 年将保持 50% 的销售收入增长率，并在之后保持 30%-40% 的稳定快速增长。

### 保护类产品

- 包括户外通信机房、户外通信机柜等，适用于无线通信系统基站设备及固网通信接入网设备等，同样受益于 3G 基站建设的持续进行和光纤宽带接入投资。2009 年和 2010 年上半年保护类产品占总收入比重分别为 29.80% 和 25.66%。
- 预计 2010 年保护类产品销售收入增长率为 35%。在募投项目达产（2011 年 70% 达产、2012 年 100% 达产）后，预计 2011 年-2014 年保护类产品将保持 30%-40% 的高速增长。

### 综合布线系统

- 2009 年和 2010 年上半年综合布线系统销售收入分别占总营业收入的 3.01% 和 6.54%。多用于用户端驻地网，如智能建筑内部光纤网络、交通网、有线电视网、校园网、军网等。不同于运营商市场和主设备商市场，布线系统的采购由用户自行进行，因此公司之前一直在培育市场，建立分

销体系，并先后取得京津高铁、深圳机场、比亚迪总部大楼、大庆市政府大楼等项目突破。

- 综合布线类产品作为募投项目“光纤到户(FTTH)系统技术改造项目”的组成部分，和 ODF、光纤连接器一起构成集成产品，成为日海通讯受光纤宽带投资拉动增长最为迅速的产品。2010 年上半年实现同比 173.85% 的增长率，标志着综合布线类产品未来将在光纤宽带接入投资的拉动下进入快速增长期，未来将成为公司收入来源的重要来源。预计综合布线类产品 2010 年、2011 年、2012 年将分别实现 80%、80%、60% 的销售收入增长率。之后随着宽带接入建设高潮过去步入年均 30%-40% 的稳定快速增长阶段。

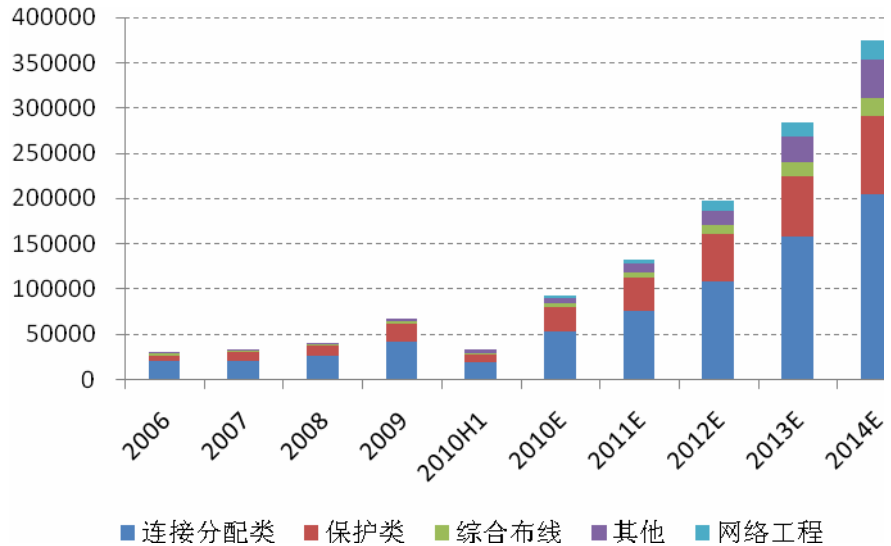
#### 其他产品

- 包括电源分配柜、走线架、光纤槽道、网络机柜等，多用于运营商及用户驻地网通信机房。受益于光纤宽带接入投资热潮，该类产品 2010 年上半年销售收入同比增长 151.82%。预计该类产品 2010 年、2011 年、2012 年将分别实现 50%、100%、50% 的销售收入增长率，之后步入年均约 30% 的稳定快速增长阶段。

#### 网络工程

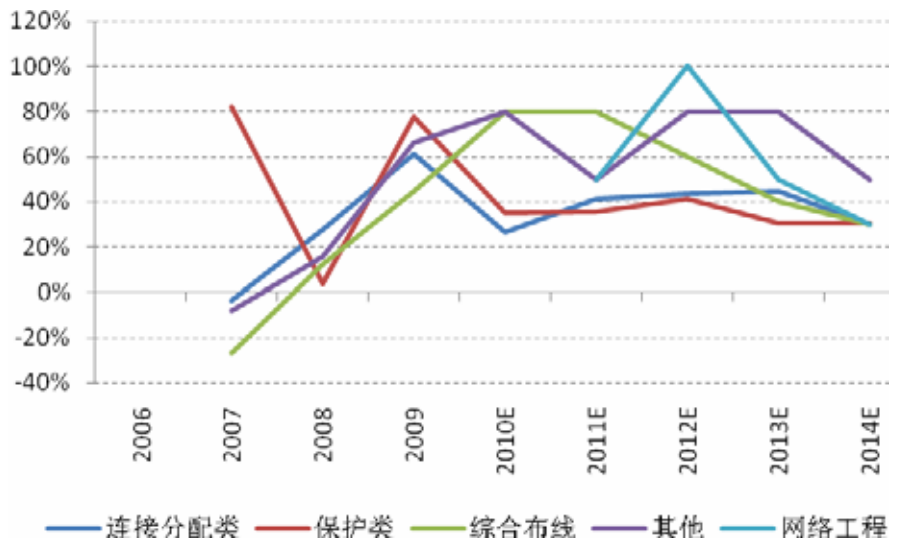
- 网络工程是日海通讯于今年通过并购拓展的新领域。一方面，收购有助于公司通过“网络+工程”的方式，实现对运营商的整体营销，保证产品销售和毛利率；另一方面，公司的工程业务可以通过母公司既有的销售渠道进入更加广阔的市场。综上，我们认为 2011 年、2012 年工程收入将分别实现 50%、100%、50% 的高速增长。考虑到公司遍布全国的营销渠道和以及公司雄厚的财务实力可以大幅度提升网络工程业务的营销能力与工程资质，上述估计有着极大的确定性。

图表 12：日海通讯营业收入及构成（万元）



来源：国金证券研究所、公司资料

图表 13: 日海通讯各项业务销售收入增长率及预测



来源: 国金证券研究所、公司资料

### 业绩预测及投资建议

#### 业绩预测

- 我们预计 2010 年-2012 年公司将分别实现销售收入 9.40 亿、13.34 亿、19.77 亿，同比分别增长 38.31%、41.99%、48.20%、43.78%，三年净利润复合增长率 45.06%。同期实现 EPS 分别为 1.0406 元、1.499 元、2.231 元，对应市盈率分别为 55.47X、35.41X、23.79X。
- 收入预测
  - 我们预计公司光纤宽带接入投资和承接海外产能转移将成为拉动日海通讯业绩增长的有利需求因素。2011 年、2012 年募投项目达产后的产能逐步释放将在完善的全国和海外营销体系的支持下使日海通讯销售业绩快速增长成为大概率的确定性事件。

图表 14: 日海通讯各项业务收入及预测

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>通信网络连接分配产品</b>								
销售收入(百万元)	214.55	206.83	264.15	425.17	537.15	759.54	1,089.61	1,577.51
增长率(YOY)	464.61%	-3.60%	27.71%	60.96%	26.34%	41.40%	43.46%	44.78%
毛利率	28.96%	30.95%	30.47%	30.16%	30.27%	30.17%	29.99%	29.78%
销售成本(百万元)	152.42	142.82	183.66	296.94	374.53	530.37	762.82	1,107.71
增长率(YOY)	422.67%	-6.30%	28.60%	61.68%	26.13%	41.61%	43.83%	45.21%
毛利(百万元)	62.13	64.01	80.49	128.23	162.62	229.17	326.79	469.80
增长率(YOY)	602.97%	3.03%	25.73%	59.32%	26.82%	40.93%	42.60%	43.76%
占总销售额比重	69.10%	59.81%	64.22%	62.38%	59.40%	59.29%	58.23%	58.78%
占主营业务利润比重	69.67%	59.73%	64.08%	60.29%	57.64%	57.70%	56.79%	57.49%
<b>通信网络保护产品</b>								
销售收入(百万元)	60.14	109.34	113.28	203.12	271.22	366.65	516.02	670.83
增长率(YOY)	6013900.00%	81.81%	3.60%	79.31%	33.53%	35.19%	40.74%	30.00%
毛利率	27.93%	30.64%	30.52%	33.45%	32.89%	32.56%	32.23%	31.91%
销售成本(百万元)	43.34	75.84	78.71	135.18	182.02	247.27	349.69	456.76
增长率(YOY)	5816957.84%	74.97%	3.78%	71.75%	34.65%	35.85%	41.42%	30.62%
毛利(百万元)	16.80	33.50	34.57	67.94	89.20	119.38	166.33	214.07
增长率(YOY)	6589583.01%	99.45%	3.20%	96.52%	31.28%	33.83%	39.33%	28.70%
占总销售额比重	19.37%	31.62%	27.54%	29.80%	29.99%	28.62%	27.58%	25.00%
占主营业务利润比重	18.83%	31.26%	27.53%	31.94%	31.61%	30.06%	28.90%	26.19%
<b>其他</b>								
销售收入(百万元)	18.56	17.04	19.73	32.77	36.90	66.42	106.27	148.78
增长率(YOY)	1855900.00%	-8.19%	15.79%	66.09%	12.60%	80.00%	60.00%	40.00%
毛利率	27.64%	32.79%	31.11%	31.09%	32.56%	32.24%	31.91%	31.59%
销售成本(百万元)	13.43	11.45	13.59	22.58	24.89	45.01	72.36	101.78
增长率(YOY)	1802344.77%	-14.72%	18.68%	66.14%	10.20%	80.87%	60.76%	40.66%
毛利(百万元)	5.13	5.59	6.14	10.19	12.02	21.41	33.92	47.01
增长率(YOY)	2012447.67%	8.92%	9.85%	65.99%	17.93%	78.20%	58.40%	38.60%
占总销售额比重	5.98%	4.93%	4.80%	4.81%	4.08%	5.18%	5.68%	5.54%
占主营业务利润比重	5.75%	5.21%	4.89%	4.79%	4.26%	5.39%	5.89%	5.75%
<b>综合布线</b>								
销售收入(百万元)	17.24	12.60	14.15	20.50	58.99	88.49	159.28	286.71
增长率(YOY)	1723900.00%	-26.91%	12.30%	44.88%	187.77%	50.00%	80.00%	80.00%
毛利率	29.71%	32.35%	31.10%	30.87%	31.04%	30.73%	30.42%	30.11%
销售成本(百万元)	12.12	8.52	9.75	14.17	40.68	61.30	110.83	200.37
增长率(YOY)	1626258.34%	-29.66%	14.38%	45.36%	187.08%	50.68%	80.80%	80.79%
毛利(百万元)	5.12	4.08	4.40	6.33	18.31	27.19	48.45	86.34
增长率(YOY)	2009317.03%	-20.42%	7.96%	43.80%	189.33%	48.50%	78.20%	78.20%
占总销售额比重	5.55%	3.64%	3.44%	3.01%	6.52%	6.91%	8.51%	10.68%
占主营业务利润比重	5.74%	3.80%	3.50%	2.98%	6.49%	6.85%	8.42%	10.57%
销售总收入(百万元)	310.49	345.81	411.31	681.56	904.27	1281.10	1871.19	2683.83
销售总成本(百万元)	221.31	238.63	285.71	468.87	622.12	883.95	1295.69	1866.61
毛利(百万元)	89.18	107.18	125.60	212.69	282.14	397.15	575.49	817.21
平均毛利率	28.72%	30.99%	30.54%	31.21%	31.20%	31.00%	30.76%	30.45%

来源: 国金证券研究所、公司资料

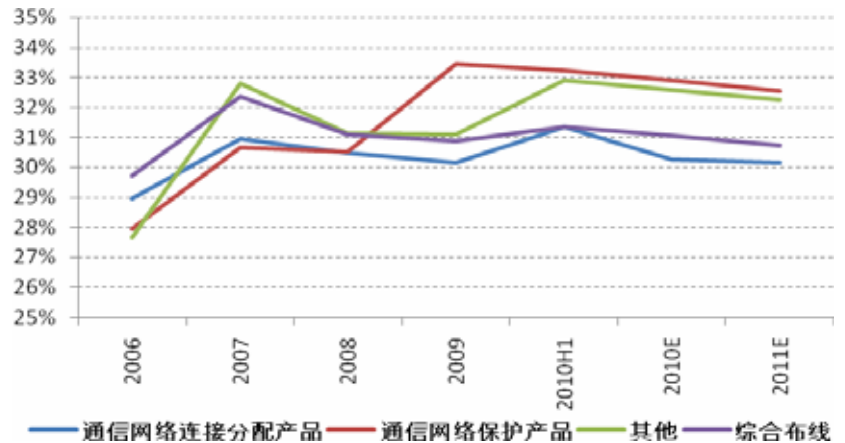
#### ■ 毛利率预测

- **买方主导, 毛利率有保证但稳步下降:** 集中采购方式毛利率低于协议采购。日海通讯采取的构建全国性营销渠道、全面参与运营商集采、拓展海外市场等策略, 有利于拓展销售渠道, 扩大市场份额, 保持增长的可持续性, 但毛利率水平低于协议采购渠道。另一方面, 公司也在开发定制化产品, 通过协议采购渠道销售, 保证整体毛利率。



- **扩大产能、提高元器件自产率降低成本：**约占总成本的 70%，主要为不锈钢、铝材、铜材灯金属材料（约 10%-15%）、插接件及其他光/电子元器件（约 50%）。公司产品毛利率受元器件影响较大，其中自产元器件产品毛利率可达约 40%，外协元器件产品毛利率则降至 20%。目前公司产品所需元器件自给率约 50%，随着未来公司生产规模扩张、采购规模扩大将有助于降低元器件采购价格，同时公司与加拿大 Enablance 合资生产 PLC 等元器件将有助于公司增加元器件自给率，在运营商的价格压力下保证毛利率。
- 总体来看，在运营商集采主导市场的格局下，产品销售价格将稳步下降，毛利率随之稳中趋降。

图表 15：日海通讯各类产品毛利率及预测

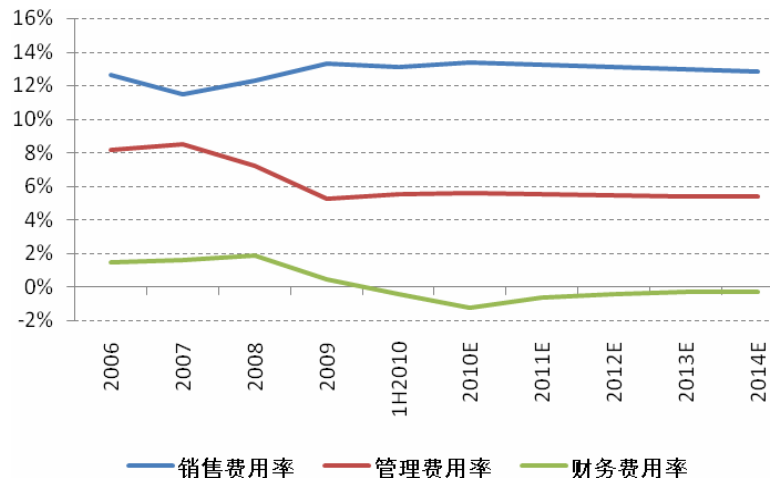


来源：国金证券研究所、公司资料

### ■ 三项费用率预测

- **销售费用率、管理费用率：**公司前期为实现全国布局并进入主设备商供应链，在建立全国营销体系，与全球主设备商合作、资质认证等方面投入较大，因此销售费用率较高。未来预期除 2011 年公司扩展海外市场需进一步扩大销售费用支出外，销售费用率将随着销售规模扩大逐步降低。公司内部费用管理较好，2006 年到 2010 年上半年管理费用率逐步下降，未来预期管理费用率将趋于稳定并随着销售规模的扩大而逐步降低。
- **财务费用率：**公司 2009 年上市后财务费用率大幅下降，预计未来将募集资金逐步投放而稳步上升。

图表 16: 日海通讯三项费用率及预测



来源: 国金证券研究所、公司资料

### 风险提示

- **国家产业政策和运营商资本开支计划变动:** 公司目前约 75% 的收入来源于国内三大电信运营商, 市场份额高度集中。如未来国家电信产业政策调整导致三大运营商资本开支变化, 将对公司收入产生重大影响。
- **行业恶性竞争致利润空间大幅下降:** 目前公司毛利率约为 31.03% (2009 年), 与中兴通讯基本持平, 净利率水平分别约为 10.59% (2009 年), 显著高于主设备商中兴通讯的 4.47%。在运营商成本压力日增的背景下, 通信连接分配设备的利润空间将被逐步压缩, 而行业未来逐步走向整合的过程中可能出现的价格竞争也会产生利润空间大幅下降的可能, 从而给公司业绩带来负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	351	416	685	904	1,281	1,871	货币资金	69	124	631	426	371	358
增长率		18.5%	64.8%	32.0%	41.7%	46.1%	应收款项	215	206	313	329	465	680
主营业务成本	-243	-290	-472	-622	-884	-1,296	存货	82	79	60	85	121	177
%销售收入	69.3%	69.8%	69.0%	68.8%	69.0%	69.2%	其他流动资产	0	0	1	3	4	5
毛利	108	126	213	282	397	575	流动资产	366	409	1,005	843	961	1,220
%销售收入	30.7%	30.2%	31.0%	31.2%	31.0%	30.8%	%总资产	93.7%	93.9%	91.5%	68.7%	63.5%	63.6%
营业税金及附加	0	-1	-1	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	20	21	81	363	527	667
营业费用	-40	-51	-91	-121	-163	-226	%总资产	5.2%	4.8%	7.3%	29.6%	34.8%	34.8%
%销售收入	11.5%	12.3%	13.3%	13.4%	12.7%	12.1%	无形资产	4	6	13	18	24	30
管理费用	-30	-30	-36	-51	-68	-98	非流动资产	25	27	93	384	553	699
%销售收入	8.5%	7.2%	5.3%	5.6%	5.3%	5.2%	%总资产	6.3%	6.1%	8.5%	31.3%	36.5%	36.4%
息税前利润 (EBIT)	37	44	84	109	163	248	<b>资产总计</b>	<b>391</b>	<b>436</b>	<b>1,098</b>	<b>1,227</b>	<b>1,514</b>	<b>1,918</b>
%销售收入	10.6%	10.6%	12.3%	12.0%	12.8%	13.2%	短期借款	47	80	0	0	0	0
财务费用	-6	-8	-3	11	8	8	应付款项	140	155	246	279	432	633
%销售收入	1.6%	1.9%	0.5%	-1.2%	-0.6%	-0.4%	其他流动负债	18	7	17	32	43	59
资产减值损失	2	0	-1	-3	-1	-2	流动负债	205	242	263	311	475	692
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	30	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	3	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	<b>266</b>	<b>311</b>	<b>475</b>	<b>693</b>
营业利润	33	36	80	116	170	253	<b>普通股股东权益</b>	<b>155</b>	<b>191</b>	<b>832</b>	<b>916</b>	<b>1,039</b>	<b>1,225</b>
营业利润率	9.4%	8.7%	11.7%	12.9%	13.3%	13.5%	少数股东权益	1	0	0	0	0	0
营业外收支	2	2	3	4	5	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>391</b>	<b>436</b>	<b>1,098</b>	<b>1,227</b>	<b>1,514</b>	<b>1,918</b>
税前利润	36	38	84	120	175	259	<b>比率分析</b>						
利润率	10.1%	9.2%	12.2%	13.3%	13.7%	13.9%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-3	-3	-11	-17	-26	-39	<b>每股指标</b>						
所得税率	8.2%	7.6%	13.1%	14.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.441	0.474	0.725	1.036	1.489	2.203
净利润	33	36	73	104	149	220	每股净资产	2.067	2.541	8.323	9.160	10.388	12.254
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.601	0.876	0.960	1.058	1.690	2.063
归属于母公司的净利润	33	36	73	104	149	220	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.200	0.260	0.338
净利率	9.4%	8.5%	10.6%	11.5%	11.6%	11.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.34%	18.64%	8.72%	11.31%	14.33%	17.98%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	8.47%	8.15%	6.60%	8.45%	9.83%	11.49%
净利润	33	36	73	104	149	220	投入资本收益率	14.66%	15.01%	8.78%	10.19%	13.37%	17.18%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	4	7	9	24	41	56	主营业务收入增长率	12.51%	18.49%	64.82%	32.02%	41.67%	46.06%
非经营收益	5	7	4	-5	-5	-6	EBIT增长率	57.24%	18.21%	91.40%	29.05%	50.52%	51.76%
营运资金变动	3	16	11	-17	-16	-65	净利润增长率	44.13%	7.33%	104.27%	42.84%	43.68%	48.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>45</b>	<b>66</b>	<b>96</b>	<b>106</b>	<b>169</b>	<b>206</b>	总资产增长率	26.26%	11.52%	151.97%	11.70%	23.42%	26.70%
资本开支	-8	-8	-31	-307	-204	-194	<b>资产管理能力</b>						
投资	-5	0	-43	-1	0	0	应收账款周转天数	190.8	168.0	127.0	120.0	120.0	120.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	109.9	101.4	53.8	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>-8</b>	<b>-74</b>	<b>-308</b>	<b>-204</b>	<b>-194</b>	应付账款周转天数	119.3	117.0	90.4	80.0	95.0	95.0
股权募资	0	0	580	0	0	0	固定资产周转天数	21.2	18.3	43.0	146.1	149.8	129.9
债权募资	37	3	-80	-3	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-35	-7	-15	0	-20	-26	净负债/股东权益	4.94%	-22.87%	-75.77%	-46.49%	-35.67%	-29.10%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>485</b>	<b>-3</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	EBIT利息保障倍数	6.5	5.7	26.8	-9.9	-19.8	-33.0
<b>现金净流量</b>	<b>34</b>	<b>53</b>	<b>507</b>	<b>-205</b>	<b>-55</b>	<b>-13</b>	资产负债率	60.15%	56.29%	24.22%	25.34%	31.39%	36.12%

来源：公司年报、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	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	7	10	22
买入	0	2	3	5	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.31	1.32	1.31

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**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：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

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: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室