

日海通讯（002313）：通信物理连接设备供应商龙头

通信/通信设备

合理价：21.50 元～26.66 元

报告日期：2009 年 11 月 23 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	351	416	666	853
(+/-)	12.51%	18.49%	60.33%	27.97%
营业利润	33	36	77	95
(+/-)	73.24%	8.95%	112.47%	23.63%
归属于母公司 的净利润	33	36	70	86
(+/-)	44.13%	7.33%	96.67%	23.83%
每股收益（元）	0.44	0.47	0.70	0.86
净资产收益率	21.21%	18.64%	4.49%	5.30%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2009.11.24/待定
发行后总股本（万股）	10,000
发行股数（万股）	2,500
发行价格（元）	24.8
发行市盈率（倍）	69.84
发行动态市盈率（倍）	55.11
行业滚动市盈率（倍）	47.59
第一大股东	海若技术
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	39.5%/29.63%
发行前每股净资产（元）	3.2
发行前资产负债率	61.07%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相资讯科技组

联系人：孙秋波

021-58824282*868 sunqb@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 2,500 万股，发行后总股本为 10,000 万股。第一大股东是海若技术，持股 2,963 万股，占发行后总股本的 29.63%；最终控制人是王文生先生，持 2,411 万股（通过海若技术间接持有 2,074 万股，通过易通光间接持有 337 万股），占发行后总股本的 24.11%。
- 行业特点：（1）“以销定产”，下游需求方是产业链核心，且多为大企业，议价能力较强；（2）行业集中度有进一步提高的趋势。行业不断向国内转移，目前又是 2G 向 3G 过度时期，龙头企业优势更明显；（3）原材料占比高。上游是不锈钢、铜材、铝材和元器件厂商，具有一定周期性，未来金属价格上涨趋势明显，影响公司毛利率；（4）以运营商采购为主，回款周期接近两年，对现金流有较高要求。
- 市场地位：公司是通信物理连接供应龙头。细分产品中，2008 年，公司 MDF 和 DDF 产品约占全国市场的 9%，ODF 和光纤连接器产品市场份额约为 11%，户外通信机房约占全国市场的 14%，户外通信机柜产品约占全国市场 8%。
- 竞争优势：（1）市场优势：公司具有的出色的营销能力，拥有较为稳定的存量客户，目前已经成为中兴、阿朗、诺西的关键（KEY）供应商，爱立信 FTTH 产品合作伙伴，华为的重要供应商。这些客户资源优势有利于公司开拓海外市场；（2）上市后具有的较好融资平台优势。
- 募股资金投向及驱动：（1）公司募集资金主要投向室外机房（机柜）、宽带连接产品和 FTTH 相关项目；（2）主要驱动：无线网络扩容和 FTTH 建设。
- 风险：（1）运营商集采，产品价格下降风险；（2）原材料波动风险；（3）国内运营商 2010 年投资放缓风险。
- 盈利预测及估值：预计 2009 年-2011 年分别实现销售收入 6.66 亿元、8.53 亿元和 11.36 亿元；实现净利润 0.7 亿元、0.86 亿元和 1.19 亿元，按总股本 1 亿股摊薄，对应 2009-2011 年 EPS 为 0.7 元、0.86 元和 1.19 元，给予公司为 2010 年 25 倍-31 倍市盈率，对应股价为 21.50 元～26.66 元。

目 录

1. 公司概况.....	1
1.1 公司基本情况.....	1
1.2 公司股本结构及子公司分布.....	2
2. 行业概况.....	3
2.1 产业链结构及特点.....	3
2.2 行业竞争格局、发展特点与趋势.....	5
2.3 行业壁垒.....	7
3. 公司竞争力及财务分析.....	8
3.1 竞争力分析.....	8
3.2 毛利及费用分析.....	9
4. 募集资金项目分析.....	12
4.1. 项目特点.....	13
4.2. 户外机房（机柜）产品.....	13
4.3. 宽带连接系统产品.....	14
4.4. 光纤到户（FTTX）系统和光纤连接器产品.....	14
5. 盈利预测、估值分析与风险提示.....	16
5.1 盈利预测：成长稳健.....	16
5.2 估值—合理价位 21.50 元~26.66 元.....	18
5.3 风险揭示.....	19

图表目录

图表 1 公司产品在通信中应用示意图.....	1
图表 2 发行前后股权关系.....	2
图表 3 发行前股本结构与关联公司结构.....	3
图表 4 通信物理连接行业设备产业链.....	4
图表 5 运营商仍是行业最主要用户.....	4
图表 6 07 年以来 LME3 月期铜和 LME3 月期铝均有上涨趋势	5
图表 7 国内通信网络物理连接设备行业排名.....	5
图表 8 国内通信网络物理连接设备细分行业排名（依据 2008 年销售额）	6
图表 9 项目总周期接近两年对行业现金流有较强要求.....	6
图表 10 公司主要壁垒及相互逻辑关系.....	7
图表 11 公司产品区域分布均衡.....	8
图表 12 公司与五大通信设备商均建立了稳定的关系	9
图表 13 公司毛利率对比分析	9
图表 14 除了光纤连接器和户外通信机房外，其他产品毛利率 2007 年后都在下降.....	10
图表 15 主要产品销量变化.....	11
图表 16 期间费用率不断提高.....	11
图表 17 投资项目在网络中的分布图.....	12
图表 18 公司募股资金投向.....	13
图表 19 户外机房（机柜）产品需求及驱动力分解.....	13
图表 20 XDSL 成长性分析	14
图表 21 FTTX 拓扑结构及公司产品应用位置	14
图表 22 日海通讯（002313）通信网络连接分配产品预测（单位：万元，%）	16
图表 23 日海通讯（002313）通信网络保护产品及综合布线业绩预测（单位：万元，%）	17
图表 24 日海通讯（002313）盈利预测（单位：万元）	18
图表 25 重点公司估值情况	19

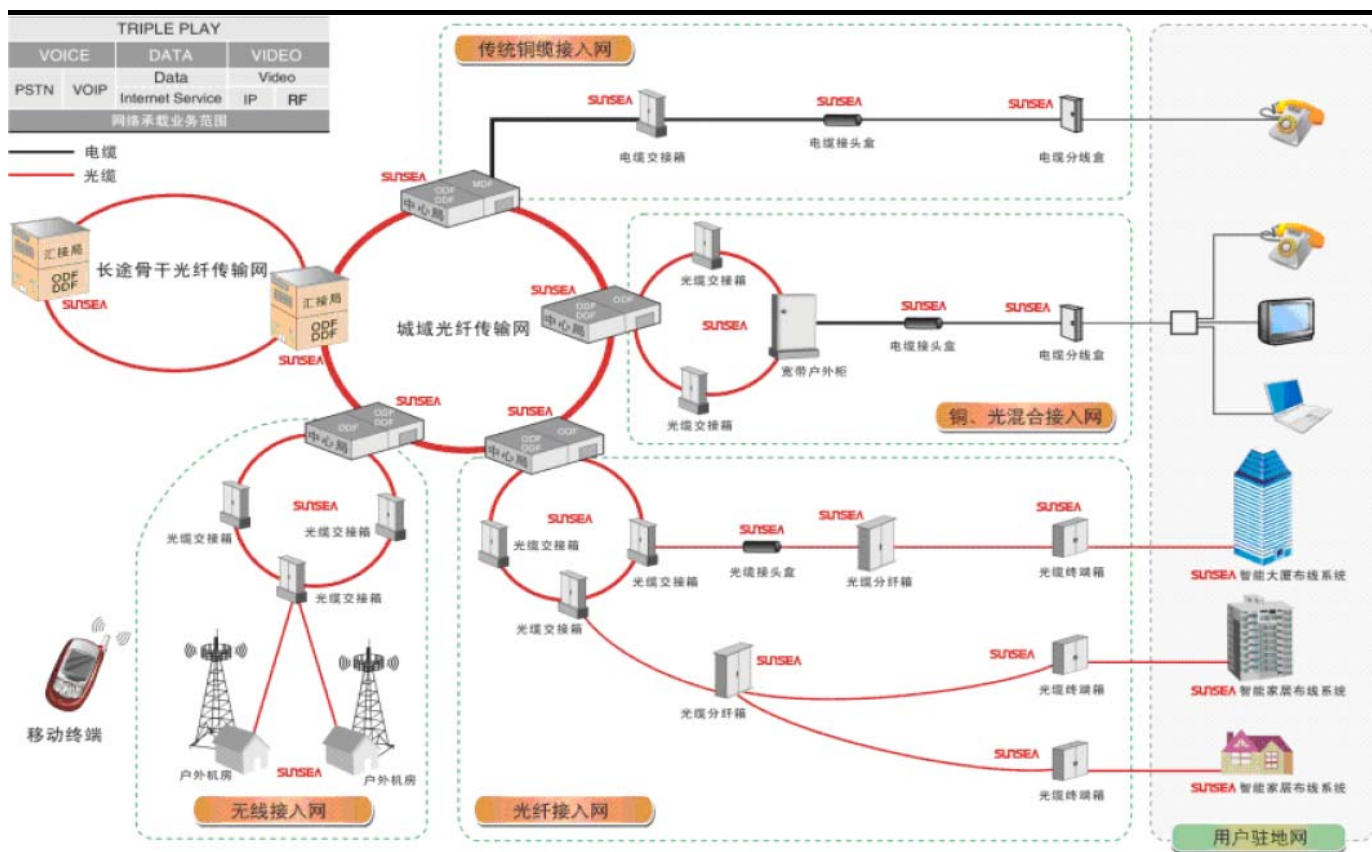
1. 公司概况

1.1 公司基本情况

风投IDG关注的民营高新技术企业。（1）成立：前身深圳日海通讯设备公司成立于1994年9月。深圳日海通讯技术股份公司于2007年5月成立；（2）著名风投机构IDG是持有公司1,125万股，占发行后总股本的11.25%，并承诺3年内不减持；（3）公司是通信网络物理连接设备行业龙头企业，在该领域有很强的技术积累，并于2008年12月获得国家高新技术企业认证。

经营范围及主要产品：公司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、保护的产品及整体解决方案，目前已经成为国内最大的通信网络物理连接设备供应商。主要产品包括三大类：通信网络物理连接设备，连接、分配类产品（市场地位领先），保护类产品（市场地位领先）和综合布线系统（新开拓领域）。

图表 1 公司产品在通信中应用示意图



资料来源：招股说明书 天相投资顾问

细分市场地位：2008年，公司MDF和DDF产品约占全国市场的9%，ODF和光纤连接器产品市场份额约为11%，户外通信机房约占全国市场的14%，户外通信机柜产品约占全国市场8%，公司综合布线系统市场份额较小，约占全国市场的2.0%。

1.2 公司股本结构及子公司分布

本次公司拟发行2,500万股A股，其中网下发行数量为5,00万股，为本次发行数量的20%；网上发行数量为2,000万股，为本次发行数量的80%；本次发行后，公司总股本增至1亿股，其中新发股票占发行后总股本的25%。

王文生为实际控制人。公司总股本7,500万股，公司实际控制人为海若技术有限公司（其中王文生先生持有70%，王文生夫人陈一丹持股30%。），其持有公司（增发前）39.5%股权。此外公司董事长王文生还通过易通光间接控制本公司股份337.5万股，王文生合计持有2,410.95万股，占发行前总股本32.15%。本次发行2,500万股后，王文生先生间接控制本公司29.625%的股份，仍为本公司实际控制人。

拥有较好的股权激励结构。公司第三大股东易通光（持有849万股），除了董事长王文生和周展宏（并非公司高级管理人员）外，其余56.6%的股权为公司高管及核心员工持股，这种经营结构有利于激励公司核心人员。

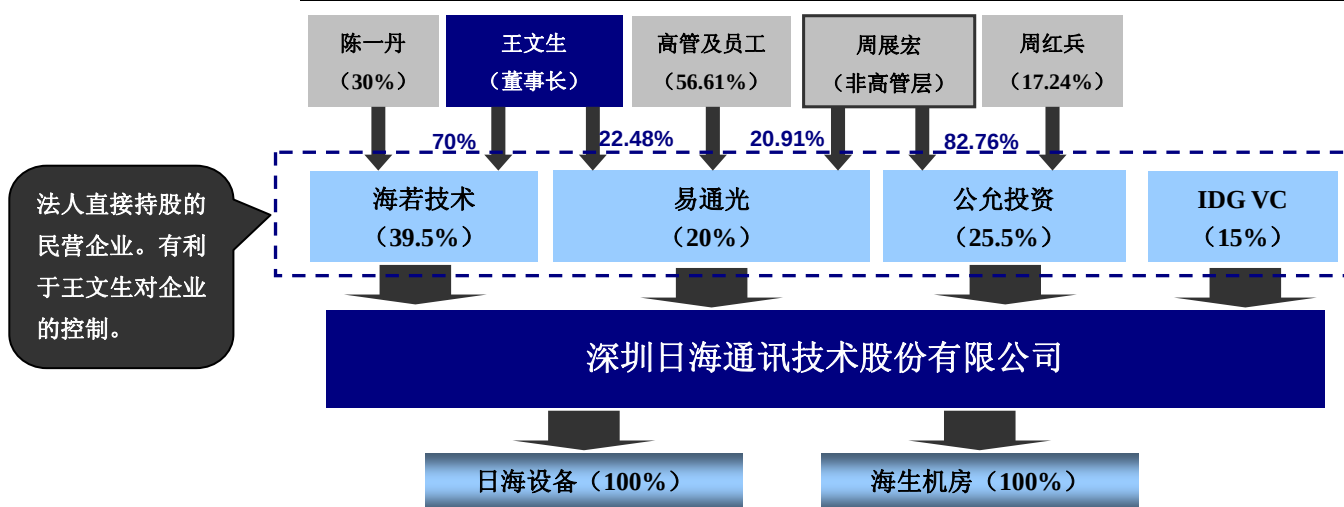
股东有信心：四家发起人（均为企业法人）均承诺36个月不进行减持，表明了其对公司未来前景十分有信心。

图表 2 发行前后股权关系

股东	发行前		发行后		股权性质	限售期
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)		
海若技术 (39.5%)	王文生 (70%)	2,073.75	27.65%	2,073.75	20.74%	限售流通A股 36个月
	陈一丹 (30%)	888.75	11.85%	888.75	8.89%	限售流通A股 36个月
	合计1	2,962.50	39.50%	2,962.50	29.63%	——
公允投资 (25.5%)	周展宏 (82.76%)	1,582.79	21.10%	1,582.79	15.83%	限售流通A股 36个月
	周红兵 (17.24%)	329.72	4.40%	329.72	3.30%	限售流通A股 36个月
	合计2	1,912.50	25.50%	1,912.50	19.13%	——
易通光 (20%)	高管及员工 (56.61%)	849.15	11.32%	849.15	8.49%	限售流通A股 36个月
	王文生 (22.48%)	337.20	4.50%	337.20	3.37%	限售流通A股 36个月
	周展宏 (20.91%)	313.65	4.18%	313.65	3.14%	限售流通A股 36个月
	合计3	1,500.00	20.00%	1,500.00	15.00%	——
IDGVC (15%)	IDGVC II (66.67%)	750.00	10.00%	750.00	7.50%	限售流通A股 36个月
	IDGVC III (33.33%)	375.00	5.00%	375.00	3.75%	限售流通A股 36个月
	合计4	1,125.00	15.00%	1,125.00	11.25%	——
本次发行股			2,500	25.00%		
公众股东	网下发行	——	500	5.00%	限售流通A股	3个月
	网上发行	——	2,000	20.00%	流通股	——
总计		7,500.00	100.00%	10,000	100.00%	——
自然人股东 间存在亲属关系。	王文生	2,410.95	32.15%	2,410.95	24.11%	限售流通A股 36个月
	周展宏	1,896.44	25.29%	1,896.44	18.96%	限售流通A股 36个月
	陈一丹 (王文生夫人)	888.75	11.85%	888.75	8.89%	限售流通A股 36个月
	周红兵 (周展宏兄弟)	329.72	4.40%	329.72	3.30%	限售流通A股 36个月
	高管及员工	849.15	11.32%	849.15	8.49%	限售流通A股 36个月
	合计	6,375.00	85.00%	1,178.87	11.79%	——
VC	IDG	1,125.00	15.00%	1,125	11.25%	限售流通A股 36个月
	总计	7,500.00	100.00%	10,000	100.00%	——

资料来源：招股说明书 天相投资顾问

图表 3 发行前股本结构与关联公司结构



资料来源：招股说明书 天相投资顾问

公司下属两家全资控股子公司。

(1) **日海设备**：成立于1994年，注册地为深圳市；公司经营范围：兴办实业（具体项目另行申报）、房屋租赁、国内商业与物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）、从事货物及技术进出口业务；注册资本2,875万元，其中日海通讯持有100%股权。资产与业绩：截止2009年9月30日，日海设备总资产7,009万元，净资产4,331万元；2009年前三季度，日海设备实现营业收入766万元，净利润 213万元。

(2) **海生机房**：成立于2004年，注册地为深圳市；公司经营范围：户外机房及相关产品的研究开发、设计和生产经营；资产与业绩：截止2009年9月30日，海生机房总资产5,025万元，净资产3,481万元；2009年1~9月，海生机房实现销售收入6,122万元，净利润476万元。

2. 行业概况

2.1 产业链结构及特点

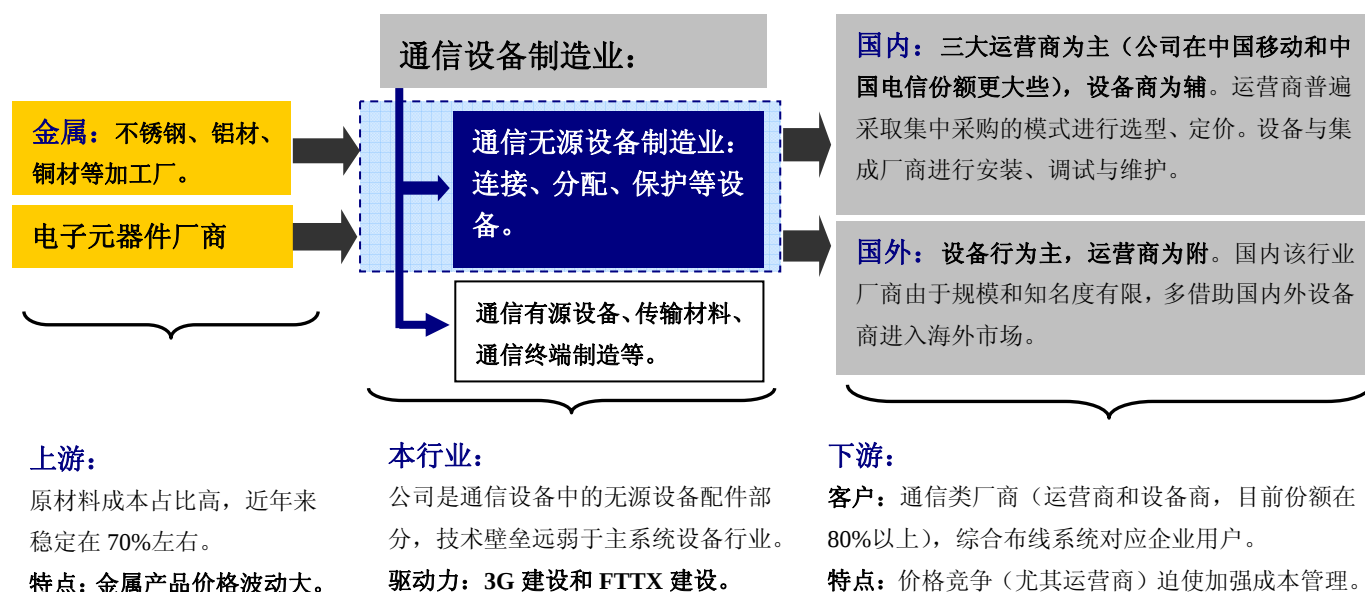
公司所属细分行业是通信无源设备制造业，是通信设备制造业其中一个细分子行业，也是主系统设备的辅助行业。主要产品包括三大类：

(1) **通信网络物理连接设备，连接、分配类产品（市场地位领先）**：包括宽频总配线架(MDF)、光纤光缆配线架(ODF)、数字配线架(DDF)、光无源器件、网络柜等，适用于主干线缆与交换机、光端机等设备之间的连接、配接和调线。

(2) **保护类产品（市场地位领先）**：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的接入网设备等，是对通信网络传统土建机房、机站的替代。

(3) **综合布线系统（新开拓领域）**：是集成化通用传输系统，利用双绞线或光缆传输智能化建筑物内的信息，是智能化建筑物中连接各种自动化系统必备的基础设施，该市场成长空间巨大。

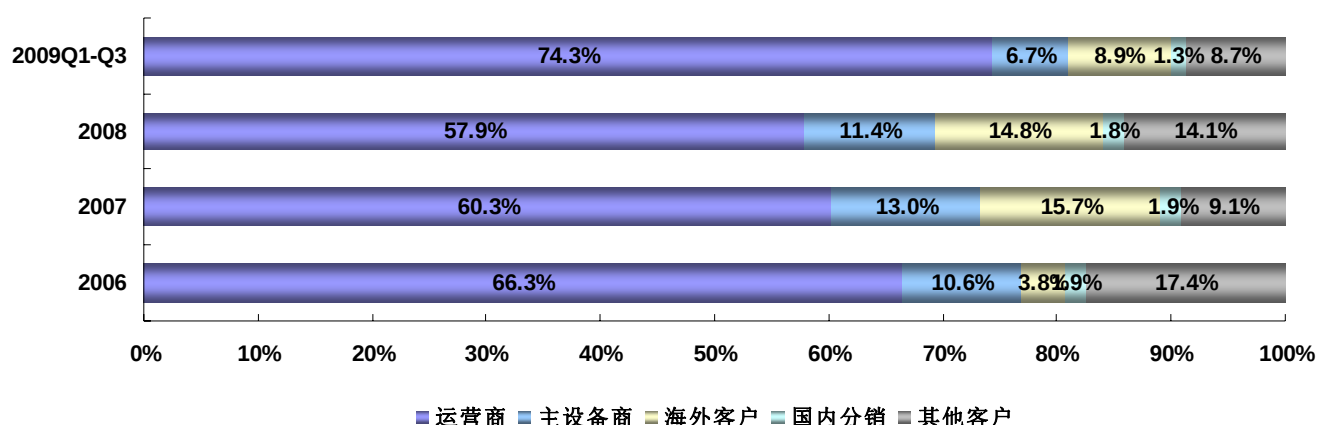
图表 4 通信物理连接行业设备产业链



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

1. 下游：运营商集采。(1) 客户强势：下游客户无论国内还是海外，主要是电信运营商和设备制造商，在国内，电信运营商更强势一些，而公司收入的六成左右来自于国内电信运营商，运营商已经全面铺开集采模式给公司带来一定价格下行压力；(2) 业务需求增速快或给公司带来一定议价空间。公司产品主要是用在机房建设和有源设备链接层面。国内 3G 网络扩容仍在继续，由于 3G 新增用户数不佳等问题，增速或有所放缓。但是“光进铜退”的步伐并未放缓，公司的光连接器，光纤光缆配线架 (ODF) 等产品未来将有十分强劲的增长。(3) 集中采购，有利于打破区域间壁垒，加速产业整合。

图表 5 运营商仍是行业最主要用户



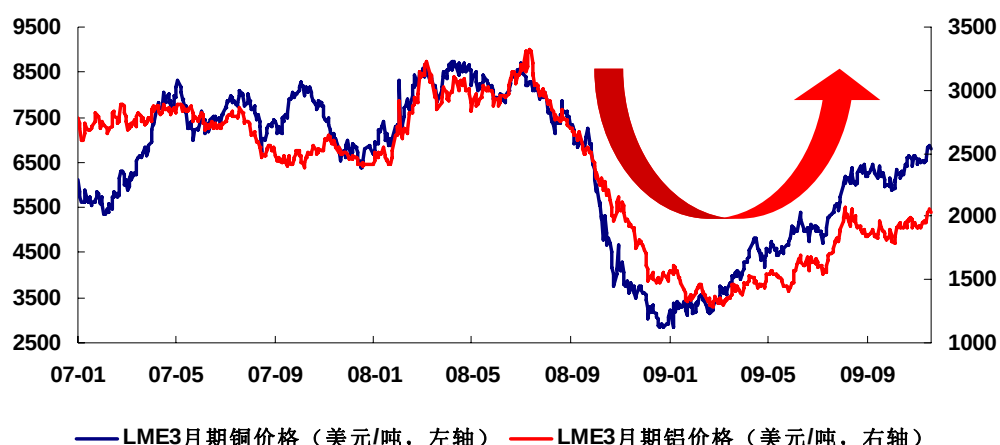
资料来源：招股意向书 天相投顾整理

2. 本行业：行业龙头机会更大。(1) 海外订单向国内市场转移。华为和中兴依托成本优势在海外市场引起主系统设备市场价格竞争十分激烈，爱立信、诺西、阿朗等国外主系统设备商为了降低成本，更多的通信辅件在国内生产，对于通信设备辅助

行业而言，带来了新的增长空间。（2）行业集中度会逐步提高。随着行业走向成熟，2G 与 3G 设备共存的要求，部分具有技术优势、市场优势和资本优势的企业将获得超于市场的增长。

3. 上游：原材料所占比重较高，未来随着金属类原材料价格上涨，毛利率或有下降。2006年至2009年9月30日，原材料占成本的比例分别为73.07%、72.52%、69.05%和70.66%。公司主要原材料有不锈钢、铝材、铜材和电子元器件等。目前国际市场需求不断复苏，主要金属铜、铝价格都已进入上升通道。公司成本将有较大上行压力。

图表 6 07 年以来 LME3 月期铜和 LME3 月期铝均有上涨趋势



资料来源：天相投顾系统

2.2 行业竞争格局、发展特点与趋势

1. 公司在国内通信网络物理连接设备名列第一，且规模优势较为明显，排名第二的南京普天收入规模仅为公司的 68%。

图表 7 国内通信网络物理连接设备行业排名

排名	企业	2006-2008合计销售额 (万元)	规模同比 (%)
1	深圳日海通讯技术股份有限公司	96,828	100.00%
2	南京普天通信股份有限公司	65,721	67.87%
3	深圳世纪人通讯设备有限公司（已被ADC收购）	64,243	66.35%
4	宁波隆兴电信设备制造有限公司	56,357	58.20%
5	常州太平电器有限公司	51,679	53.37%

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

附注：1. 规模同比是以行业龙头为标准 1，其他依次进行标准化；

2. 排名依据各公司通信网络物理连接设备（包括接配线产品、户外机房产品、户外机柜产品）2006～2008 年的合计销售额。

2. 公司ODF产品和户外机柜在行业内市场份额位居第一。通信网络物理连接设备主要分为三个用途，两个大类。（1）通信连接、分配类产品：主要包括ODF、MDF和DDF，其中公司在ODF市场份额最大，而目前“光进铜退”的大背景决定了ODF的需求增速要优于MDF和DDF产品。（2）通信网络保护类产品：主要包括户外机房和户外

机柜。公司户外机柜市场份额第一。这个子行业的驱动力主要是机房扩容。

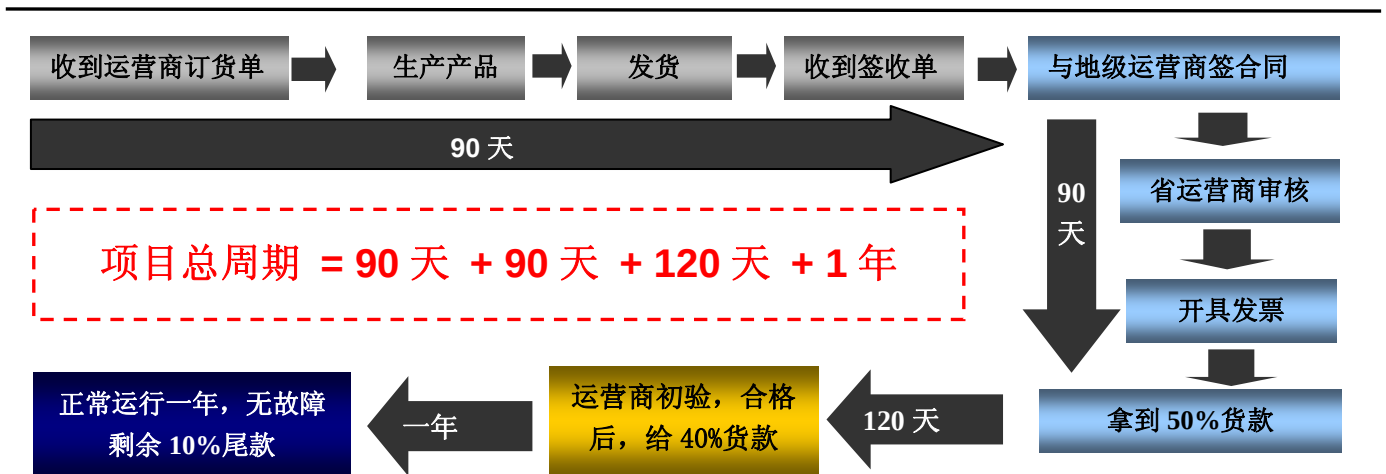
图表 8 国内通信网络物理连接设备细分行业排名（依据 2008 年销售额）

通信网络连接、分配类产品	光纤连接（ODF）	深圳日海通讯技术股份有限公司（11%）
		深圳世纪人通讯设备有限公司
		宁波隆兴电信设备制造有限公司
		南京普天通信股份有限公司
	铜缆连接（MDF、DDF）	常州太平电器有限公司
		深圳世纪人通讯设备有限公司
		深圳日海通讯技术股份有限公司（9%）
		南京普天通信股份有限公司
通信网络保护类产品	户外机房	常州太平电器有限公司
		宁波隆兴电信设备制造有限公司
		深圳华为安捷信电气
		深圳日海通讯技术股份有限公司（14%）
	户外机柜	常州华奥通信工程
		东莞市一信实业
		南京普天通信股份有限公司
		深圳日海通讯技术股份有限公司（8%）
		南京普天通信股份有限公司
		宁波隆兴电信设备制造有限公司
		江苏荣联科技发展有限公司
		常州太平电器有限公司

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

3. 运营商向结算周期较长，整个周期接近两年。（1）从收到运营商订货单，第一期工程到货，大概90天；（2）运营商省级与低级沟通拿到50%款项需要90天；（3）运营商初验大概120天；（4）剩余的10%尾款在验收后正常运行一年支付。

图表 9 项目总周期接近两年对行业现金流有较强要求

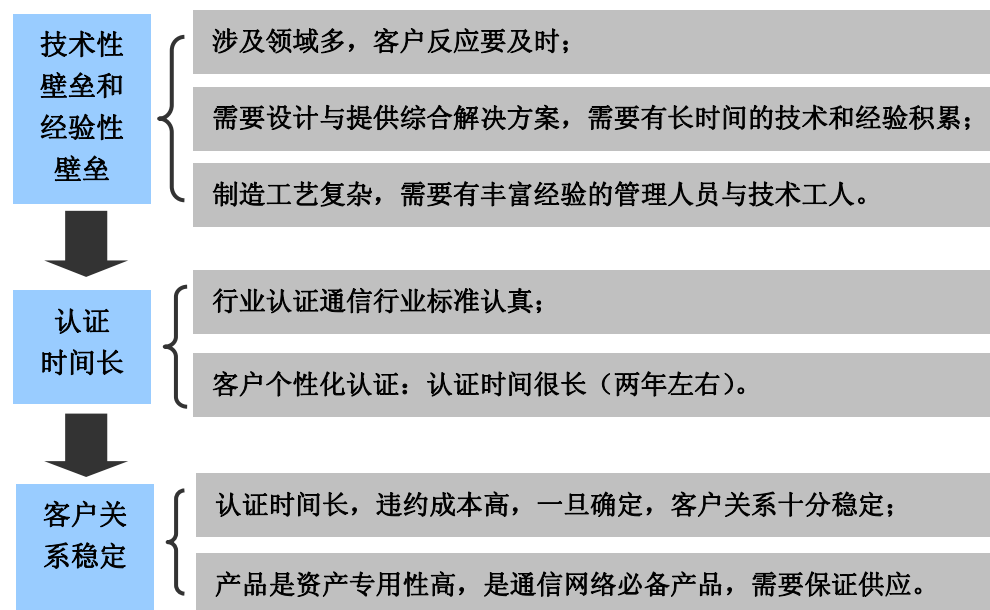


资料来源：招股意向书 天相投顾整理

2.3 行业壁垒

随着行业的逐步成熟，行业有一定的技术壁垒、认证壁垒和客户关系壁垒。这些壁垒在通信行业中是比较正常的，而目前所处的 2G 向 3G 过度的特殊背景，给行业龙头带来了新的契机。

图表 10 公司主要壁垒及相互逻辑关系



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

3. 公司竞争力及财务分析

3.1 竞争力分析

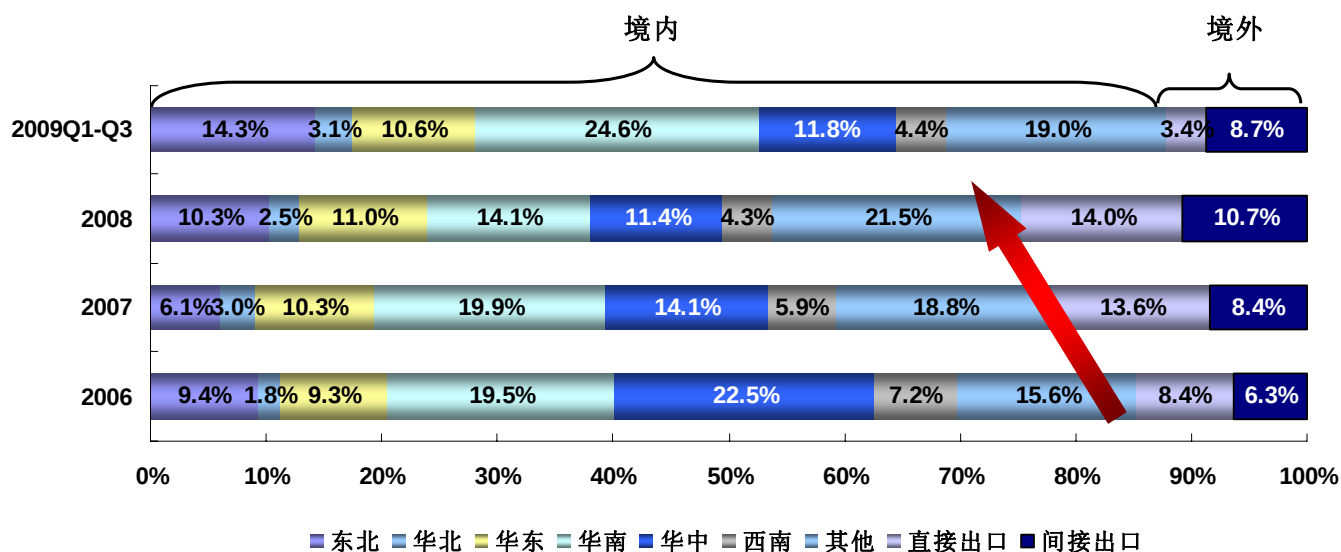
公司具有业内独特的竞争优势。(1) 市场优势：公司具有的出色的营销能力，带来了较为稳定的存量客户；(2) 上市后具有的较好融资平台优势。

1. 国内市场覆盖全面，海外市场有所萎缩。

(1) 国内市场：公司已经完成全国大部分地区市场布局，且市场分布比较均衡（如下图），预计未来国内市场可以保持稳定的发展。

(2) 海外市场：2006 年-2008 年海外市场（主要是俄罗斯、印度等亚太市场）快速扩张，2009 年前三季度由于金融危机，相关运营商资本开支有所下降，而国内 3G 大规模扩容，使得海外市场收入占比大幅下降。未来随着欧美市场经济逐步恢复，国外运营商有望扩大资本开支规模，也是行业新的看点。

图表 11 公司产品区域分布均衡



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

2. 与五大设备商建立了紧密联系，海外市场开拓可期。

公司在国内外运营商和设备商市场建立了比较稳定的关系，尤其是与全球五大设备商之间建立了稳定的关系。此外由于中兴、华为低价战略的成功，全球主系统设备商大都加大了中国市场的采购力度，以降低成本。

(1) 公司 2008 年成为上海贝尔、阿尔卡特-朗讯、中兴在接配线和户外产品线领域的关键（KEY）供应商，诺基亚-西门子的亚太关键（KEY）供应商。

(2) 公司 2008 年与爱立信全面展开 FTTH 研发，并承接了爱立信光纤项目产品线转移，在光器件产品方面进行合作。

(3) 公司 2006 年成为华为的“主要供应商”。

图表 12 公司与五大通信设备商均建立了稳定的关系

KEY 供应商	阿尔卡特朗讯	2008 年成为阿尔卡特朗讯“关键（KEY）供应商”，参与其非洲和东南亚项目。
	诺基亚-西门子	2008 年成为诺基亚-西门子的亚太“关键（KEY）供应商”，2009 年在印度宽带项目上合作。
	中兴通讯	2008 年成为接配线、户外产品线“关键（KEY）供应商”。
	爱立信	2008 年与爱立信全面开展 FTTN 联合研发，并承接其光纤项目产品线转移。
	华为	2006 年成为华为的“主要供应商”。

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

3. 公司本次计划融资 2.4 个亿，按照近期新股发行情况，公司超募的可能很大。资产的大规模增加，有利于拉大与其他厂商的距离，也有利于公司与全球最大几家网络配线厂商（ADC、3M、泰科等）竞争。

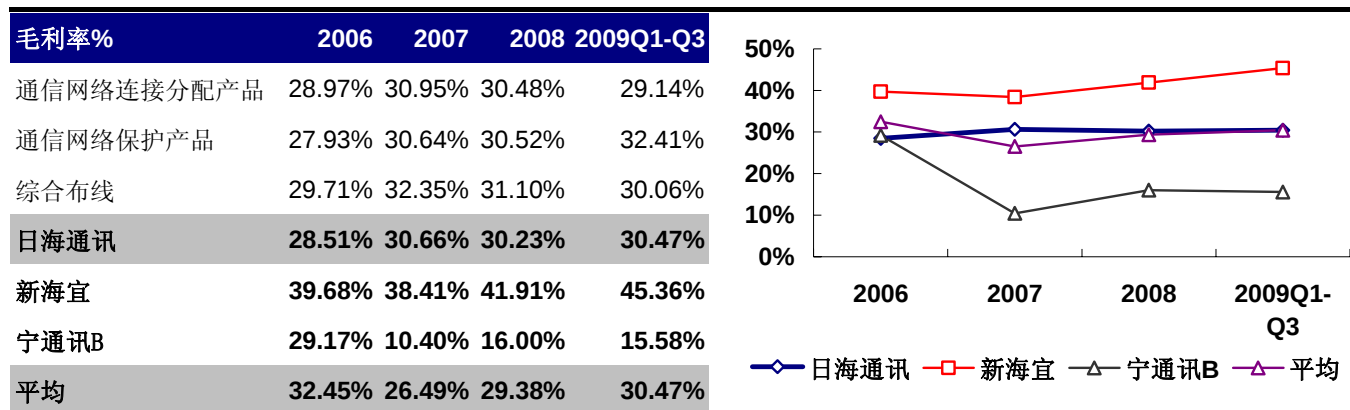
3.2 毛利及费用分析

1. 毛利率分析

特点一：与目前已经上市的两家公司相比，公司毛利率低于新海宜（002089），高于宁通信 B（200468），与三家的均值基本一样。

弱于新海宜主要原因：（1）新海宜为区域性厂商，主要向江苏省供货，区域集中，江苏作为发达地区，“光进铜推”等实施相对全国要早，公司产品结构中光纤配线架、数字配线架、光纤槽道等高毛利产品占比提高。（2）与日海相比，集采比例低，仅占销售额的 30%左右。

图表 13 公司毛利率对比分析



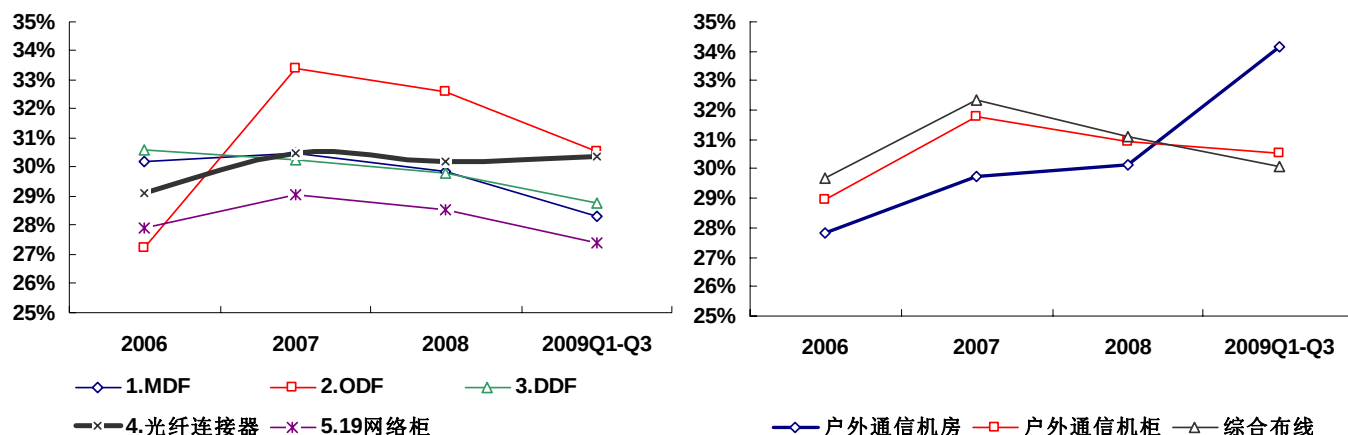
资料来源：招股意向书 天相投顾整理

特点二：纵向比较，2007 年公司毛利率出现大幅提升，2008 年开始有所下滑，2009 年前三季度有所恢复。具体产品层面有分类：

（1）光纤连接器和户外机房两类产品毛利率坚挺，并有所上扬；

(2) MDF、ODF、DDF、19 网络柜、综合布线和户外通信机柜六类产品毛利率不断下降。

图表 14 除了光纤连接器和户外通信机房外，其他产品毛利率 2007 年后都在下降



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

主要原因：对公司毛利率产生主要影响的有两个核心变量和四个驱动要素：

(1) **核心变量一——产品价格。**受到运营商采购模式和市场供需关系两个要素共同影响。

- **集采模式降低价格：**2007 年后运营商普遍采取了集采策略，而网络连接保护类产品（尤其是标准化的设备类产品）技术门槛不是很高，全国有几十家同类厂商，技术比较成熟，在集采时商务标（价格）要素的影响比较大；
- **3G 机房扩容和 FTTx 建设在 2008 年 4 季度大规模展开，需求大幅增加。**2008 年三大运营商进行整合，该年度前三季度资本开支规模较小，2008 年 4 季度开始大规模上涨，需求大幅度上涨；但是较多收入在 2009 年才确认。2009 年需求仍然较大，预计与光纤和机房相关产品需求量上涨较多。如光纤连接器，户外通信机房机柜等。

(2) **核心变量二——产品成本。**受到原材料价格、规模效应（包含技术革新和产量增长）共同影响。

- **产品成本波动大，板材加工类产品会受到影响。**2008 年上半年大幅上涨，下半年大幅下降，2009 年初触底后开始大幅反弹。公司与铜材、铝材紧密相关产品受到一定影响。MDF、ODF、DDF、19 网络柜和户外通信机柜四类产产品均会受到一定影响，这也是今年来毛利率下降的重要原因之一；09 年后，全球经济逐步回暖，市场需求日益恢复，金属类产品上行动力较强，会对公司相关产品构成不利影响。
- **规模效应将逐步显现。**2008 年 ODF、DDF 和 19 网络柜三类产品销量大幅增长，超过 30%。而 2009 年前三季度公司 8 类主要产品销量均已超过 2008 年全年，将产生规模效应，降低单位生产成本。可以抵消部分基础材料价格上涨的负面影响。



图表 15 主要产品销量变化

	2006	2007	2008	2009Q1-Q3
通信网络连接分配产品				
1. MDF销售量(万回线)	733	758	813	860
YOY		3.41%	7.26%	
2. ODF销售量(万芯)	387	430	664	744
YOY%		11.07%	54.47%	
3. DDF销售量(万套)	15.17	16.56	21.89	19.46
YOY%		9.21%	32.18%	
4. 光纤连接器销售量(套)	216	280	306	310
YOY%		29.63%	9.29%	
5. 19网络柜销售量(套)	9,225	9,128	13,543	14,900
YOY%		-1.05%	48.37%	
通信网络保护产品				
1. 户外通信机房销售量(个)	1,502	1,869	1,727	2,160
YOY%		24.43%	-7.60%	
2. 户外通信机柜销售量(个)	5,422	7,425	8,277	8,975
YOY%		36.94%	11.47%	
综合布线				
综合布线销售量(万套)	17.22	18.39	19.62	
YOY%		6.83%	6.67%	

与光通信紧密相关，
可持续增长较强。

与 FTTX 紧密相关，
可持续增长较强。

基站扩容收益品种。

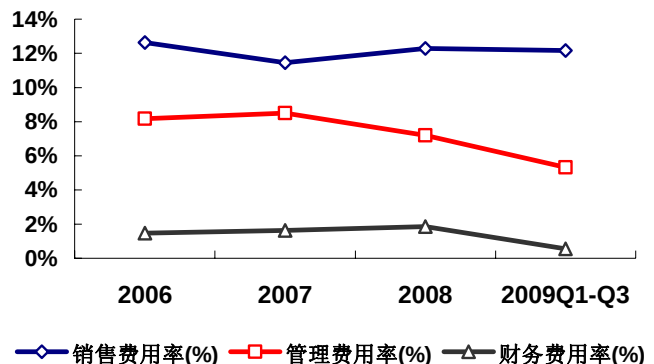
前三季度销
量已经超过
08 年全年销
量。

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

2. 期间费用率：规模效应显现，费用率下降较多，2009 年前三季度期间费用率为 18%，2008 年全年为 21.3%。

图表 16 期间费用率不断提高

	2006	2007	2008	2009Q1-Q3
销售费用(万元)	3,937	4,017	5,106	5,479
销售费用率(%)	12.63%	11.45%	12.29%	12.15%
管理费用(万元)	2,548	2,983	2,993	2,403
管理费用率(%)	8.17%	8.51%	7.20%	5.33%
财务费用(万元)	460	570	774	251
财务费用率(%)	1.48%	1.63%	1.86%	0.56%
期间费用(万元)	6,945	7,570	8,872	8,134
期间费用率(%)	22.3%	21.6%	21.3%	18.0%



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

(1) 销售费用率08年开始有所提高，2009年前三季度与2008年基本持平，为 12.15%。主要原因：运输费（09年前三季度销售费用的35.58%）逐年增加，主要因为销售规模逐年扩大，同时对海外市场不断开拓，运量不断增加所致，好运费的业务也不断增加。差旅费用（09年前三季度销售费用的11.05%）逐年增加，主要是因为对国际市场的开拓力度加大，出国参展及业务洽谈增多。

预计：公司此次扩产仍在深圳，同时预测海外市场占比有望在今后增加，相关费用率难以下降。

(2) 管理费用率不断下降，由 2006 年的 8.17%，下降至 2008 年的 7.2%。主要

原因：除了研发费用有所上涨外（2008 管理费用占比为 55.56%），其他主要费用并无明显上涨，而同时公司的收入在稳步提高。

预计：09 年公司收入将会大幅增加，公司管理费用率会有所下降。

（3）财务费用率未来将有所下降，由 2006 年的 1.48%，上升至 2008 年上半年的 1.86%，2009 年前三季度下降至 0.56%。主要原因：①公司主要依靠银行贷款，2006 年到 2008 年公司资产规模不断扩大，且主要处于加息周期。②2009 年前三季度，银行贷款利率多次下调，利息支出大幅下降。

预计：公司此次 A 股融资计划融资 2.4 亿元，将产生大量利息收入，预计今明两年财务费用率维持在低位。

综上所述，预计今明两年期间费用率将呈现稳中有降的趋势。

4. 募集资金项目分析

公司首次公开发行股票募集的资金主要投资于五个项目（如下图所示）：

（1）移动通信机房技术改造项目；（2）一体化户外通信机柜技术改造项目；（3）宽带连接系统技术改造项目；（4）光纤到户（FTTH）系统技术改造项目；（5）新型光纤连接器技术改造项目。

图表 17 投资项目在网络中的分布图



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

投资额分别为 6,731 万元、6,695 万元、2,718 万元、3,475 万元和 4,371 万元。募集资金不足时，按上述次序安排资金，缺口部分将由公司通过银行贷款和其他自有资金解决；募集资金超过上述资金需求时，剩余资金用于补充公司流动资金和主营业务发展。

图表 18 公司募股资金投向

序号	项目名称	投资金额 (万元)	建设期 (年)	产品名称	原有产能	新增产能	增幅%
1	移动通信机房技术改造项目	6,731.16	1年	MDF (万回线)	863	300	34.76%
2	一体化户外通信机柜技术改造项目	6,694.96	1年	ODF (万芯)	669	730	109.12%
3	宽带连接系统技术改造项目	2,718.99	1年	户外机房 (个)	1,900	5,000	263.16%
4	光纤到户 (FTTH) 系统技术改造项目	3,475.33	1年	户外机柜 (个)	8,340	7,000	83.93%
5	新型光纤连接器技术改造项目	4,370.76	1年	综合布线 (套)	198,941	330,000	165.88%
合计		23,991.20	1年	光纤连接器 (万套)	314	375	119.43%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

4.1. 项目特点

(1) 建设期均为一年。部分项目已经开始，新增产能明年就能见到效益。

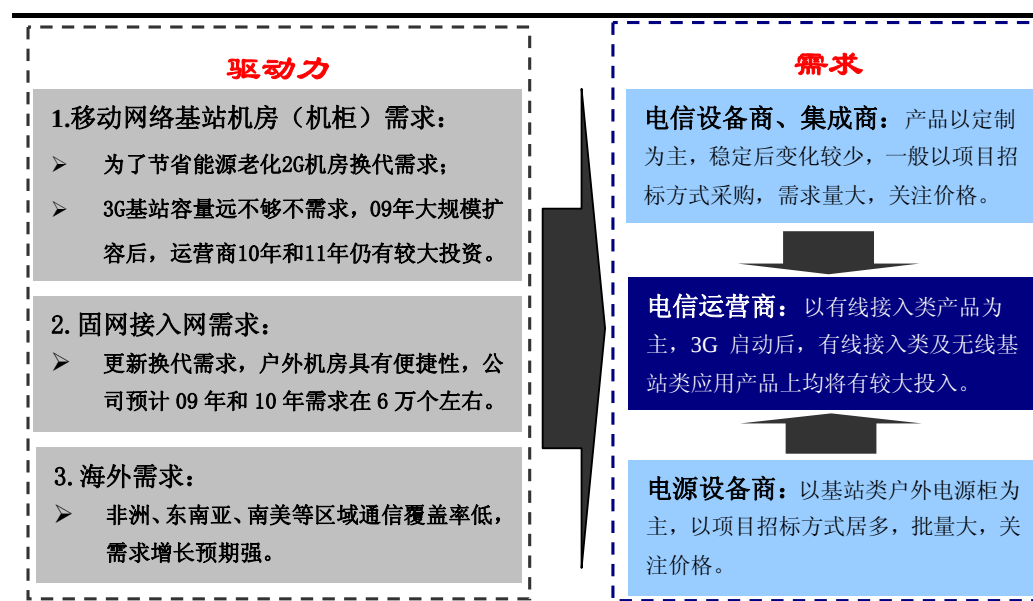
(2) 与光纤通信、机房、布线相关产品扩容力度较大。

(3) 计划发行价为 24.8 元，预计实际融资规模为 6 亿元左右，远远超过 2.3 亿元的融资计划。预计超募资金用于主营业务的可能性很大，实际产能将超过原先预估。

4.2. 户外机房（机柜）产品

公司是户外机房（机柜）行业标准拟定者之一，具有一定的研发和技术优势，依托目前已有品牌和营销优势，再加上融资后具有平台优势，该类产品获得超越行业增速的可能较大。**项目风险：**基站扩容放缓。

图表 19 户外机房（机柜）产品需求及驱动力分解



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

4.3. 宽带连接系统产品

项目产品为XDSL宽带配线产品，主要由机架机柜、XDSL宽带配线模块、XDSL语音分离器等几部分构成。

项目驱动力：国内外XDSL市场仍将保持蓬勃发展。

图表 20 XDSL 成长性分析

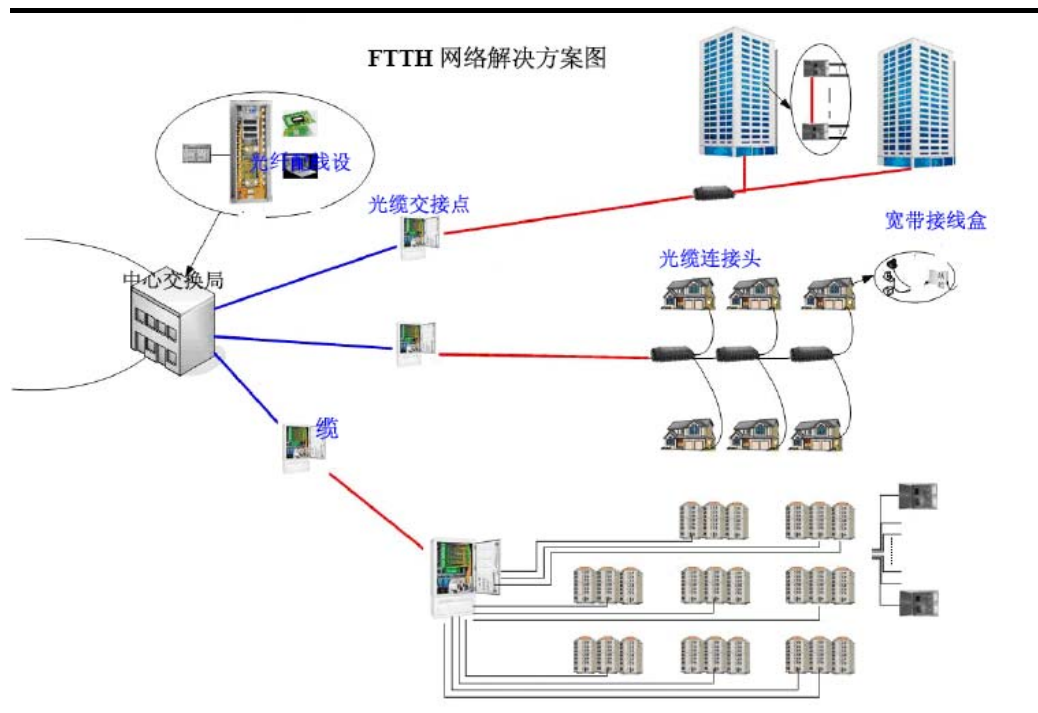
	单位：万线	2006	2007	2008	2009E	2010E
国内	XDSL 宽带总需求	7,700	8,624	9,659	10,818	12,116
	XDSL 宽带配线产品	700	862	966	1,081	1,211
	YOY%		23.14%	12.06%	11.90%	12.03%
	配线占比%	9.09%	10.00%	10.00%	9.99%	10.00%
全球	XDSL 宽带总需求	15,962	18,356	23,000	26,000	33,200
	XDSL 宽带配线产品	1,596	1,835	2,300	2,600	3,320
	YOY%		14.97%	25.34%	13.04%	27.69%
	配线占比%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Point Topic，招股意向书，天相投顾整理

风险：未来FTTx和XDSL将形成一定替代，尤其是国内市场“光进铜退”已经成为运营商的近期发展的重要策略。

4.4. 光纤到户（FTTX）系统和光纤连接器产品

图表 21 FTTX 拓扑结构及公司产品应用位置



资料来源：招股意向书，天相投顾整理



公司“光纤到户（FTTH）系统技改项目”和“新型光纤连接器技改项目”的主要产品有光纤配线设备（ODF）、户外光缆交接点设备、用户楼内的光纤分配设备/用户端的光纤、光缆管理设备和新型光纤连接器。

项目驱动力：

（1）无论国内还是国外，主要运营商都确立了FTTx为未来行业的发展方向；

（2）目前尚处于行业起步期，除日韩等少数地区，各国的FTTx渗透率都很低。IDC预测2009年全球光纤接入用户为2.2亿，占宽带用户数的11.2%。

公司优势：

（1）**先发优势。**公司在中国电信上海、武汉、广州试点项目中提供FTTH核心产品并全程参与试点工程建设。

（2）**技术优势。**公司配备大量先进的新型光纤连接器生产设备、生产线和测试仪表。经过多年的自身研发、同时大量吸收国外的先进技术和经验，公司已成功地开发出具有世界领先优势的N型和7/16、SMB、L9等系列光纤连接器件。

（3）**产业链协作优势。**为客户提供“一站式”服务。全套FTTH系统由网络设备（路由器、网络交换机、光电收发器等）、综合布线连接硬件、传输媒介（网线、光缆）组成，公司与网络设备和线缆厂家结成战略联盟的合作关系，能为客户提供整体方案和全线产品，并长期对客户的技术支持和服务。

5. 盈利预测、估值分析与风险提示

5.1 盈利预测：成长稳健

综合公司业务特点与募投规划，我们对公司主要产品业务层面做出如下预测：

(1) 2009 年运营商盈利增速大幅下滑，2010 年运营商资本开支有所紧缩，成本控制的动力增强。2011 年由于 2010 年 3G 用户出现明显增长而加大资本开支力度。

(2) 预计铜价、铝价和不锈钢有所上涨，公司成本压力增大；

(3) MDF、ODF、DDF19、网络柜、户外机柜、户外机房等产品 2010 年毛利率有明显下滑。

图表 22 日海通讯（002313）通信网络连接分配产品预测（单位：万元，%）

	2006	2007	2008	2009Q1-Q3	2009E	2010E	2011E
通信网络连接分配产品							
收入	21,455	20,683	26,415	27,870	42,310	56,266	76,099
YOY		-3.60%	27.72%		60.17%	32.99%	35.25%
收入占比	68.82%	58.97%	63.56%	61.82%	63.50%	65.99%	67.00%
毛利率	28.97%	30.95%	30.48%	29.14%	29.30%	28.79%	29.65%
1.MDF							
销售量（万回线）	733	758	813	860	1,179	1,415	1,698
价格（税后，元/回线）	10.00	9.55	9.55	9.56	9.50	9.45	9.40
收入	7,328	7,241	7,765	8,221	11,199	13,368	15,957
毛利率	30.18%	30.46%	29.87%	28.33%	28.20%	27.50%	28.00%
2.ODF							
销售量（万芯）	387	430	664	744	1,328	1,992	2,988
价格（税后，元/芯）	15.44	11.53	11.53	11.53	11.50	11.30	11.30
收入(万元)	5,974	4,958	7,656	8,582	15,272	22,510	33,764
毛利率	27.24%	33.41%	32.59%	30.55%	31.00%	30.00%	31.00%
3.DDF							
销售量（万套）	15.17	16.56	21.89	19.46	26.27	28.90	31.21
价格（税后，万元/吨）	164.5	163.2	163.2	163.2	163.0	160.0	158.0
收入	2495.47	2702.74	3572.59	3,176	4,283	4,624	4,932
毛利率	30.58%	30.24%	29.79%	28.75%	28.50%	28.00%	28.00%
4.光纤连接器							
销售量（套）	216	280	306	310	520	832	1,248
价格（税后，万元/套）	12.58	10.52	10.51	10.53	10.5	10.3	10.1
收入	2,717	2,947	3,217	3,265	5,462	8,573	12,610
毛利率	29.12%	30.49%	30.18%	30.36%	30.00%	30.00%	31.00%
5.19网络柜							
销售量（套）	9,225	9,128	13,543	14,900	20,315	24,377	30,472
价格（税后，万元/套）	0.32	0.31	0.31	0.31	0.3	0.295	0.29
收入	2,941	2,834	4,205	4,626	6,094	7,191	8,837
毛利率	27.93%	29.04%	28.55%	27.39%	27.00%	26.50%	26.50%

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

(4) FTTX 投资继续保持较高增速, 公司 ODF、光纤连接器等产品可保持较高的增速。

图表 23 日海通讯 (002313) 通信网络保护产品及综合布线业绩预测 (单位: 万元, %)

	2006	2007	2008	2009Q1-Q3	2009E	2010E	2011E
通信网络保护产品							
收入	6,014	10,934	11,328	13,293	19,239	21,851	27,679
YOY		81.81%	3.61%		69.83%	13.58%	26.67%
收入占比	19.29%	31.17%	27.26%	29.49%	28.88%	25.63%	24.37%
毛利率	27.93%	30.64%	30.52%	32.41%	32.01%	30.56%	30.60%
1. 户外通信机房							
销售量 (个)	1,502	1,869	1,727		3,022	3,778	4,911
价格 (税后, 万元/个)	3.57	3.32	3.29		3.20	3.00	3.00
收入	5,362	6,212	5,683	6,860	9,671	11,333	14,733
毛利率	27.80%	29.75%	30.14%	34.16%	34.00%	32.00%	32.00%
2. 户外通信机柜							
销售量 (个)	5,422	7,425	8,277		14,071	16,182	20,227
价格 (税后, 万元/个)	0.12	0.64	0.68		0.68	0.65	0.64
收入	652	4,722	5,645	6,433	9,568	10,518	12,945
毛利率	28.97%	31.80%	30.91%	30.54%	30.00%	29.00%	29.00%
综合布线							
销售量 (万套)	17.22	18.39	19.62		29.43	47.09	70.63
价格 (税后, 元/套)	100.13	68.51	72.13		72.00	70.00	68.00
收入	1,724	1,260	1,415	1,362	2,119	3,296	4,803
YOY		-26.91%	12.30%		49.73%	55.56%	45.71%
收入占比	5.53%	3.59%	3.41%	3.02%	3.18%	3.87%	4.23%
毛利率	29.71%	32.35%	31.10%	30.06%	30.00%	30.00%	30.50%

资料来源: 招股说明书, 天相投资顾问有限公司

公司 2010-2011 年的业绩亮点在于海外市场需求和国内 FTTX 建设。

(1) 海外运营商资本开支有望回暖, 公司依靠与诺西、阿朗、西门子、中兴、华为的合作关系扩大海外市场份额。

(2) 国外通信设备商为了降低成本, 订单逐步向中国厂商转移。

(3) 预计 2010 年国内运营商 FTTX 建设投资依然旺盛。

综合上述, 我们预计公司未来仍可保持稳健成长。2009 年-2011 年分别实现销售收入 6.67 亿元、8.53 亿元和 11.36 亿元, 同比增长 60%、28%和 33%, 未来三年复合增长率为 39.82%; 实现净利润 0.70 亿元、0.86 亿元和 1.18 亿元, 同比增长 97%、24%和 38%, 未来三年复合增长率为 49.66%; 按照增发 2,500 万股计, 总股本扩大至 10,000 万股, 全面摊薄后 2009 年-2011 年每股收益分别为 0.70 元、0.86 元和 1.19 元。

图表 24 日海通讯（002313）盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	31,173	35,073	41,558	66,629	85,262	113,584
营业收入增长率		12.51%	18.49%	60.33%	27.97%	33.22%
减：营业成本	22,285	24,320	28,995	46,534	60,221	79,558
毛利率	28.51%	30.66%	30.23%	30.16%	29.37%	29.96%
营业税金及附加	40	37	71	100	128	170
资产减值损失	(7)	(163)	9	7	9	11
销售费用	3,937	4,017	5,106	7,995	10,146	13,062
管理费用	2,548	2,983	2,993	4,064	5,030	6,588
财务费用	460	570	774	267	256	1,136
期间费用	6,945	7,570	8,872	12,326	15,432	20,786
期间费用率%	22.28%	21.58%	21.35%	18.50%	18.10%	18.30%
投资净收益	0	0	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	-5	0	0	0
二、营业利润	1,910	3,310	3,606	7,661	9,472	13,058
营业利润率	6.13%	9.44%	8.68%	11.50%	11.11%	11.50%
加：营业外收入	501	286	254	400	512	682
减：营业外支出	3	37	18	33	43	57
其中：非流动资产处置净损失	1	31	0	1	0	0
三、利润总额	2,408	3,559	3,842	8,028	9,941	13,683
减：所得税	138	292	290	1,044	1,292	1,779
四、净利润	2,270	3,266	3,551	6,984	8,649	11,904
净利润增长率		43.88%	8.73%	96.67%	23.83%	37.64%
归属母公司所有者的净利润	2,296	3,309	3,551	6,984	8,649	11,904
母公司净利润增长率		44.13%	7.33%	96.67%	23.83%	37.64%
净利率	7.36%	9.43%	8.55%	10.48%	10.14%	10.48%
少数股东权益	(26)	(43)	0	0	0	0
每股收益(全面摊薄/元)	0.31	0.44	0.47	0.70	0.86	1.19
每股净资产（元）	2.14	2.08	2.54	5.92	6.70	7.77
净资产收益率	14.30%	21.21%	18.64%	11.80%	12.92%	15.33%

资料来源：招股意向书 天相投资顾问有限公司

5.2 估值—合理价位 21.50 元～26.66 元

样本选择：公司产品在大范围上属于通信设备制造行业，我们认为可选取与 3G 网络建设和光通信建设直接相关的烽火通信、新海宜、武汉凡谷、光迅科技、三维通信和国脉科技六家企业为参考对象。

市盈率选取：我们认为 2010 年 25 倍-31 倍较为合理。主要原因：（1）公司今年进行融资，计划投资项目为 1 年以内，2010 年业绩中已经大部分可以体现，以 2010 年 EPS 为基数更合适；（2）相对估值法选取的 6 家公司，2009 年市盈率为 39.06 倍，2010 年平均市盈率为 30.79 倍；（3）与公司业绩最为类似的新海宜 2009 年 EPS 为 38 倍，2010 年为 31 倍。（4）2010 年最低估值为武汉凡谷的 25 倍，最高估值为光迅科技的 45 倍，由于光迅科技上市才三个月，暂不予以重点考虑。

目标价与评级：以 2010 年 EPS 为 0.86 元计算，给予公司 25 到 31 倍市盈率，对应公司上市后，二级市场合理价格在 21.50 元~26.66 元。

图表 25 重点公司估值情况

代码	公司简称	股价 (元)	EPS				市盈率			
			2008	2009Q1-Q3	2009E	2010E	2008	2009Q1-Q3	2009E	2010E
600498	烽火通信	22.34	0.40	0.45	0.63	0.78	56	49	36	29
002194	武汉凡谷	20.25	0.59	0.42	0.70	0.81	34	48	29	25
002281	光迅科技	34.48	0.48	0.53	0.60	0.76	73	65	57	45
002089	新海宜	14.13	0.15	0.25	0.37	0.46	97	55	38	31
002115	三维通信	21.65	0.42	0.34	0.61	0.82	51	64	36	26
002093	国脉科技	16.38	0.29	0.27	0.42	0.57	56	60	39	29
平均		5.87	0.11	0.10	0.15	0.19	61.29	56.95	39.06	30.79
002313	日海通讯		0.36	0.66	0.70	0.86				

资料来源：天相投资顾问有限公司（以 2009 年 11 月 20 日收盘价为基准）

5.3 风险揭示

- （1） 电信投资波动风险：电信投资在 2009 年为高峰期，后续的投资情况极大的影响公司的业务；
- （2） 运营商集采，产品价格下降幅度超预期风险；
- （3） 产能过剩风险：产能可能超出市场需求的增长；
- （4） 原材料价格波动风险：主要原材料价格的波动影响公司毛利率。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100