

深度报告

信息技术
通信设备

日海通讯(002313)

推荐

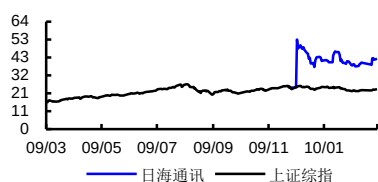
目标价: 54.00 元 昨收盘: 42.53 元 (首次评级)

2010年3月4日

本报告的独到之处

- 深入分析行业 5 年以上持续快速增长前景。
- 深入分析公司具备“由小变大”的良好前景。

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	100.00/25.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	4,253.00/1,047.00
上证综指/深圳成指	3,073.19/12,572.36
12 个月最高/最低(元)	53.30/24.80

财务数据

净资产值(百万元)	819.00
每股净资产(元)	8.19
市净率	4.60
资产负债率	31.00%
息率	

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

分析师: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

首次覆盖

5 年以上持续增长期, 1 倍以上潜在空间

● 日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备提供商

公司主要为通信运营商、主设备商提供通信网络物理连接设备及服务,市场份额国内第一(10%左右)。过去几年收入利润持续快速增长,2009 年收入 6.85 亿元,增长 64.8%;净利润 7254 万元,增长 104.3%;净利率 10.6%。

● 市场尚未充分认识到该行业步入 5 年以上持续快速增长期

“通信带宽需求提升”是全球运营商面临的长期局面,这正驱动投资涌向 3G (增加无线带宽)、FTTx (增加有线带宽)。这正在成倍增加“物理连接设备”需求,占总投资比例将从 2-3% 上升至 5-6%。国内未来 3 年将实现 30% 以上复合增长,2012 年达到 188 亿元。未来三网合一更可能新增“有线网络集采”市场,“国际需求+设备中移”使出口市场未来增速不低于 30%,且更持续。

● 市场尚未认识到公司 10/11 年业绩增长将大幅超过现有预期

公司网络(覆盖全国)、产能(扩产迅速)、资金(足以支撑收入 20 亿/年)、战略(网络与专利并行)等方面优势明显。“集采深化”有助于公司提高国内市占率 1%/年、并保持或小幅提高现有净利率水平。我们预计公司 10/11 年业绩将大幅超过目前市场预期(分别高出 33%/50%)。

● 公司具备“由小变大”的良好前景,长期来看股价潜在空间更大

公司以追赶国际同类领先厂商 ADC 为长期志向。ADC 年收入 15 亿美元左右,为公司 09 年收入的 15 倍。行业需求高速发展、公司良好素质、基数尚处低位,使得公司具备“由小变大”良好前景,未来 2-3 年股价潜在空间应在 1 倍以上。

● 首次给予“推荐”投资评级,2010 年目标价 54 元,尚有 27% 空间

我们预计日海通讯 10、11 年收入增速达到 49%、46%;净利润增速达到 66%、49%;EPS 分别为 1.21 元、1.80 元。首次给予“推荐”投资评级,2010 年目标价 54 元(对应 11 年 30X),目前尚有 27% 空间。从更长期而言,行业及公司的持续增长为股价带来更大空间。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	685	1,021	1,487	1,979	2,392
(+/-%)	64.8%	49.0%	45.6%	33.1%	20.9%
净利润(百万元)	73	121	180	239	287
(+/-%)	104.3%	66.3%	49.3%	32.5%	20.2%
每股收益(元)	0.73	1.21	1.80	2.39	2.87
EBIT Margin	11.7%	12.5%	12.8%	12.8%	12.7%
净资产收益率(ROE)	8.9%	13.2%	17.0%	19.1%	19.6%
市盈率(PE)	58.6	35.2	23.6	17.8	14.8
EV/EBITDA	53.7	33.6	23.4	18.7	16.3
市净率(PB)	5.2	4.6	4.0	3.4	2.9

投资摘要

估值与投资建议

日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备提供商。公司市场份额国内第一（10%左右），过去几年收入利润持续快速增长。2009 年收入 6.85 亿元，增长 64.8%；净利润 7254 万元，增长 104.3%；净利润率 10.6%。

市场尚未充分认识到该行业步入 5 年以上持续快速增长期。“通信带宽需求提升”是全球运营商面临的长期局面，这正驱动投资涌向 3G（增加无线带宽）、FTTx（增加有线带宽）。而“3G+FTTx”建设正在成倍地增加“网络物理连接设备”需求。国内市场容量未来 3 年将实现 30%以上的复合增长，2012 年达到 188 亿元。未来三网合一更可能新增“有线网络集采”市场，“国际需求+设备中移”使出口市场未来增速不低于 30%，且更持续。

市场尚未认识到公司 10/11 年业绩增长将大幅超过现有预期。公司网络（覆盖全国）、产能（扩产迅速）、资金（足以支撑收入 20 亿/年）、战略（网络与专利并行）等方面优势明显。我们预计公司 10/11 年业绩将大幅超过目前市场预期（分别高出 33%/50%）。

公司具备“由小变大”的良好前景，长期来看股价潜在空间更大。公司以追赶国际同类领先厂商 ADC 为长期志向。ADC 年收入 15 亿美元左右，为公司 09 年收入的 15 倍。行业需求高速发展、公司良好素质、基数尚处低位，使得公司具备“由小变大”良好前景，未来 2-3 年股价潜在空间应在 1 倍以上。

首次给予“推荐”投资评级，2010 年目标价 54 元，尚有 27%空间。我们预计日海通讯 10、11 年收入增速达到 49%、46%；净利润增速达到 66%、49%；EPS 分别为 1.21 元、1.80 元。首次给予“推荐”投资评级，2010 年目标价 54 元（对应 11 年 30X），目前尚有 27%空间。

核心假设或逻辑

随着“3G+FTTx”建设向二三线城市、农村、接入网挺进，通信网络物理连接设备占行业投资的比例将稳步上升。

集中采购范围扩大加速行业整合进程，优势企业市场占有率将获得提升。

与市场预期的差异之处

我们深入分析了通信网络物理连接设备行业的超预期增长前景，以及日海通讯的超预期成长潜力。

股价变化的催化因素

联通、电信扩大集采范围，公司中标金额大幅增加。

公司使用超募资金扩产或并购，实现外延增长。

核心假设或逻辑的主要风险

公司扩张速度低于预期、中小股票估值中枢下移、原材料价格上涨或汇率波动

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图目录	4
表目录	4
首次给予“推荐”评级，2010 年目标价 54 元	5
日海通讯：国内最大的通信网络物理连接设备提供商	6
初登资本市场，09 年 12 月中小板上市	6
公司主营：通信网络物理连接设备，收入利润持续快速增长	6
行业地位：国内第一，市场份额 10%左右	7
市场尚未充分认识到该行业步入 5 年以上持续快速增长期	8
“通信带宽持续提升”拉动该行业步入 5 年以上持续快速增长期	8
“3G+FTTx”拉动国内市场容量未来 3 年 30%以上复合增长	10
“国际需求+设备中移”使出口市场容量未来复合增速不低于 30%，且更持续	11
市场尚未认识到公司 10/11 年业绩增长将大幅超过现有预期	12
公司网络、产能、资金、战略等方面优势明显	12
“集采深化”有助于公司提高国内市占率 1%/年、并保持现有净利润率水平	13
我们预计公司 10/11 年业绩将大幅超过目前市场预期	14
盈利预测：10-12 年净利润增速有望达到 66.3%、49.3%、32.5%	15
预计 10、11、12 年 EPS1.21 元、1.80 元、2.39 元	15
关键假设（收入、毛利率、费用率、所得税率）	15
2009-2012 年分项收入及损益表预测	16
投资风险	17
附表 1：财务预测与估值	18
国信证券投资评级	19
免责条款	19

图目录

图 1: 公司近年来收入快速增长, 2009 年收入 6.85 亿元	7
图 2: 2009 年净利润为 7254 万元, 净利润率 10.6%	7
图 3: 网络分配连接产品、网络保护产品合计占比 90%以上	7
图 4: 产品结构较为稳定, 综合布线系统增长较快	7
图 5: 技术升级、消费升级使得互联网带宽需求持续增长	8
图 6: 近年来中国宽带用户进入快速增长时期	8
图 7: 运营商投入巨资建设 3G 和宽带接入	9
图 8: 中国联通持续加大对宽带及数据业务的投资	9
图 9: 公司产品应用场所较多, 接入网建设将使其应用比例持续上升	9
图 10: 国内 3G 建设方处中期, 未来新基站需求量极大	10
图 11: 国际范围内, 中国宽带用户普及率仍处较低水平	10
图 12: 中国 FTTx 市场正进入规模发展前夜	10
图 13: 行业需求有望保持连续高速增长, CAGR 超 30%	10
图 14: 未来 5 年全球网络流量 CAGR 将达 40%以上	11
图 15: “设备中移”已成趋势, 国内主设备商迅速崛起	11
图 16: 日海在规模增长和海外市场发展上极具潜力	12
图 17: 行业国际市场空间远大于国内, 海外市场空间广阔	12
图 18: 公司营销网点遍布全国各省份, 具备快速响应能力	12
图 19: 公司销售收入地域分布均衡	12
图 20: 集中采购对厂家在网使用量、供应链效率、技术能力等要求较高, 有利龙头厂商	14

表目录

表 1: 通信设备行业国内重点公司盈利预测及投资评级	5
表 2: 公司 IPO 发行 2500 万股, 占发行后总股本的 25%, 实际募集资金 5.7 亿元 (扣除发行费用后)	6
表 3: 公司主营业务为通信网络连接分配产品、网络保护产品及综合布线系统	6
表 4: 公司市场份额居行业第一, 约为 10%, 各项产品市场占有率均处前列	8
表 5: 募集资金项目投资总额为 2.39 亿元, 投产期为 1 年, 项目投产后主要产品产能将实现翻番	13
表 6: 上市后公司资金规模足以支撑未来数年高速增长	13
表 7: 集中采购有助于提高行业集中度, 领先厂商将获取更大市场份额	14
表 8: 按照我们的预测, 日海通讯 2010、2011 年盈利相较市场一致预期分别有 33.0%、49.9% 的上调空间	15
表 9: 2009-2012 年日海通讯分项收入预测明细	16
表 10: 2009-2012 年日海通讯损益表预测	16

首次给予“推荐”评级，2010 年目标价 54 元

日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备提供商。公司主要为通信运营商、主设备商提供通信网络物理连接设备及服务，市场份额国内第一（10%左右）。过去几年收入利润持续快速增长，2009 年收入 6.85 亿元，增长 64.8%；净利润 7254 万元，增长 104.3%；净利润率 10.6%。

市场尚未充分认识到该行业步入 5 年以上持续快速增长期。“通信带宽需求提升”是全球运营商面临的长期局面，这正驱动投资涌向 3G（增加无线带宽）、FTTx（增加有线带宽）。而“3G+FTTx”建设正在成倍地增加“网络物理连接设备”需求。该行业占总投资的比例将从 2-3% 上升至 5-6%。国内市场容量未来 3 年将实现 30% 以上的复合增长，2012 年达到 188 亿元。未来三网合一更可能新增“有线网络集采”市场，“国际需求+设备中移”使出口市场未来增速不低于 30%，且更持续。

市场尚未认识到公司 10/11 年业绩增长将大幅超过现有预期。公司网络（覆盖全国）、产能（扩产迅速）、资金（足以支撑收入 20 亿/年）、战略（网络与专利并行）等方面优势明显。“集采深化”有助于公司提高国内市占率 1%/年、并保持或小幅提高现有净利润率水平。我们预计公司 10/11 年业绩将大幅超过目前市场预期（分别高出 33%/50%）。

公司具备“由小变大”的良好前景，长期来看股价潜在空间更大。公司以追赶国际同类领先厂商 ADC 为长期志向。ADC 年收入 15 亿美元左右，为公司 09 年收入的 15 倍。行业需求高速发展、公司良好素质、基数尚处低位，使得公司具备“由小变大”良好前景，未来 2-3 年股价潜在空间应在 1 倍以上。

首次给予“推荐”投资评级，2010 年目标价 54 元，尚有 27% 空间。我们预计日海通讯 10、11 年收入增速达到 49%、46%；净利润增速达到 66%、49%；EPS 分别为 1.21 元、1.80 元。首次给予“推荐”投资评级，2010 年目标价 54 元（对应 11 年 30X），目前尚有 27% 空间。从更长期而言，行业及公司的持续增长为股价带来更大空间。

表1：通信设备行业国内重点公司盈利预测及投资评级

公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		PS		PEG	投资评级
			09E	10E	11E	09E	10E	11E	3Q09	08A				
中兴通讯	45.90	877.22	1.41	1.77	2.20	32.6	25.9	20.9	5.4	2.0	1.3		推荐	
武汉凡谷	21.39	118.90	0.70	0.86	1.03	30.6	24.9	20.8	6.4	8.4	1.4		谨慎推荐	
烽火通信	30.18	133.34	0.67	0.91	1.16	45.0	33.2	26.0	3.6	3.9	1.4		谨慎推荐	
中利科技	67.67	90.34	1.35	2.41	3.52	50.1	28.1	19.2	11.8	5.3	0.8		推荐	
中天科技	24.65	79.08	1.01	1.20	1.40	24.4	20.5	17.6	5.2	2.7	1.4		谨慎推荐	
光迅科技	36.91	59.06	0.61	0.76	0.95	60.5	48.6	38.9	6.4	9.0	2.4		中性	
国脉科技	20.89	55.78	0.37	0.47	0.59	56.5	44.4	35.4	10.9	8.5	2.1		谨慎推荐	
亨通光电	35.97	59.75	1.05	1.29	1.53	34.3	27.9	23.5	4.9	4.2	1.7		谨慎推荐	
拓维信息	44.44	49.69	0.83	1.03	1.35	53.5	43.1	32.9	8.4	18.9	1.2		推荐	
中创信测	18.90	26.19	0.20	0.27	0.42	94.5	70.0	45.0	6.3	9.4	2.1		谨慎推荐	
三维通信	28.85	38.69	0.59	0.86	1.12	48.9	33.5	25.8	6.4	8.7	1.3		推荐	
新海宜	17.40	37.25	0.38	0.45	0.57	45.8	38.7	30.5	7.4	8.4	2.0		谨慎推荐	
北纬通信	35.80	27.06	0.47	0.56	0.73	76.2	63.9	49.0	6.9	16.5	3.1		谨慎推荐	
设备商平均						50.2	38.7	29.7	6.9	8.1	1.7			
日海通讯	42.53	42.53	0.73	1.21	1.80	58.3	35.1	23.6	5.3	10.2	1.0		推荐	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所。收盘价为 2010 年 3 月 2 日，PEG 根据 2009-2012 三年复合增长率计算。

日海通讯：国内最大的通信网络物理连接设备提供商

初登资本市场，09 年 12 月中小板上市

日海通讯主营通信网络连接、分配、保护产品及整体解决方案，是国内最大的通信网络物理连接设备提供商。公司于 09 年 12 月登陆中小板，共发行 2500 万股（上市后总股本为 1 亿股），发行价为 24.8 元/股，募集资金 5.7 亿元（扣除发行费用后）。公司第一大股东为海若技术，实际控制人董事长王文生先生通过海若技术和易通光间接持股比例达 24.11%。

表2：公司IPO发行2500万股，占发行后总股本的25%，实际募集资金5.7亿元（扣除发行费用后）

股东类别	股数 (万股)	比例 (%)	承诺限售期	限售股上市日期	上市股份数量 (万股)	占总股本比例 (%)
有限售条件的流通股						
海若技术	2962.50	29.63%	36 个月	2009-12-3	2000.00	20.00%
允公投资	1912.50	19.13%	36 个月	2010-3-3	500.00	5.00%
易通光	1500.00	15.00%	36 个月			
IDGVC	1125.00	11.25%	36 个月			
上市发行股份	2500.00	25.00%		2012-12-3	7500.00	75.00%
合计	10000.00	100%				

资料来源：国信证券经济研究所

公司主营：通信网络物理连接设备，收入利润持续快速增长

公司处于通信设备制造业的产业链中端，主要为通信运营商、主设备商提供通信网络物理连接设备及服务。公司产品包括网络连接、网络保护及综合布线系统三大类，目前运营商市场占公司收入的 70%以上。产品所需原料投入主要为不锈钢、铝材、钢材、电子元器件等，约占生产成本的 70%左右，上游集中度较低。

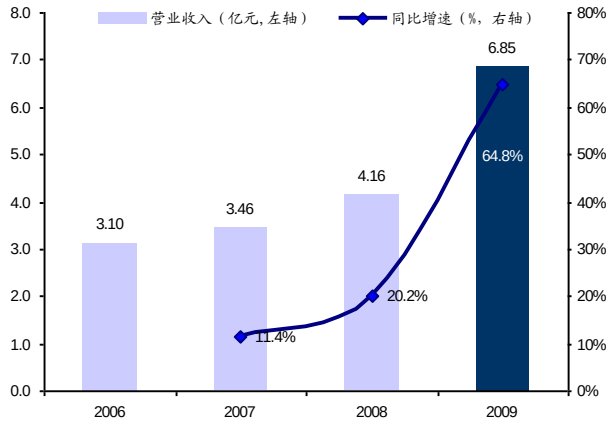
表3：公司主营业务为通信网络连接分配产品、网络保护产品及综合布线系统

产品原材料	日海通讯主要产品	产品用途、特性	供货对象
原材料为不锈钢、铝材、钢材、电子元器件，占成本的比例约 70%。原材料价格逐年有所下降	通信网络连接、分配类产品	MDF 产品主要是各种型号的总配线架、配线柜和配线箱，完成对语音信号进行连接、分配、保护和管理	通信运营商、主设备商，公司客户主要为三大运营商，中兴、华为等主设备制造商，运营商市场占公司营收的 70%以上
		ODF 光纤配线产品，是光纤通讯网络中各类光纤的连接分配设备	
		DDF 数字配线产品，是数字复用设备之间、数字复用设备与程控交换设备之间、非话业务设备之间的配线连接设备	
	通信网络保护类产品	光纤连接器 是光系统中使用量最大的光无源器件，在光纤与光纤之间进行可装卸连接	
		户外通信机房 满足运营商无线基站点多面广的建设要求，可提高建站速度，保证建站质量，降低综合成本	
		户外通信机柜 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，在恶劣环境下为机柜内电子设备提供全面保护	
	综合布线系统	一种集成化通用传输系统，是智能化建筑物中连接各种自动化系统必备的基础设施。采用积木式结构、模块化设计	

资料来源：国信证券经济研究所

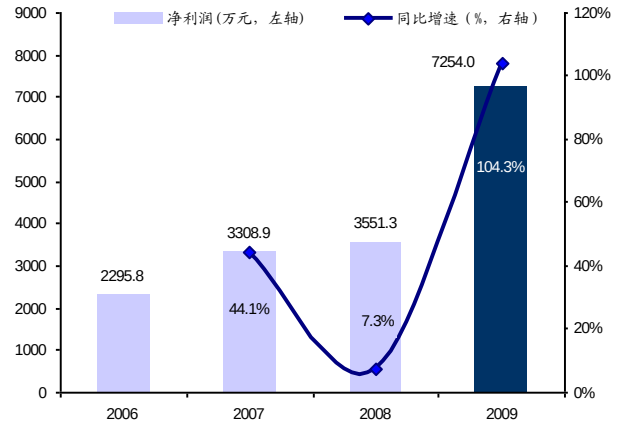
得益于近年来国内 3G 建设加快，光通信发展提速的拉动，公司收入利润持续快速增长。公司 2009 年收入为 6.85 亿元，同比增长 64.8%。当年实现净利润 7254 万元，同比增长 104.3%，净利润率达 10.6%。

图 1: 公司近年来收入快速增长, 2009 年收入 6.85 亿元



资料来源: 国信证券经济研究所

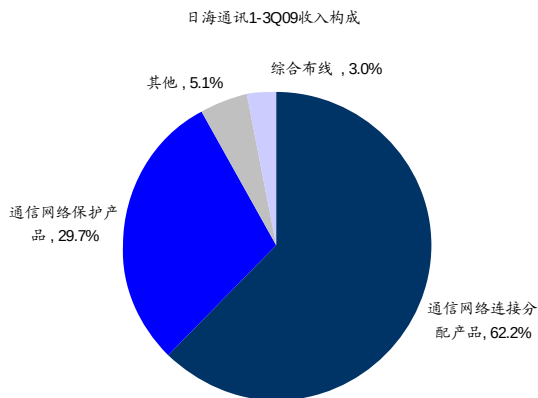
图 2: 2009 年净利润为 7254 万元, 净利润率 10.6%



资料来源: 国信证券经济研究所

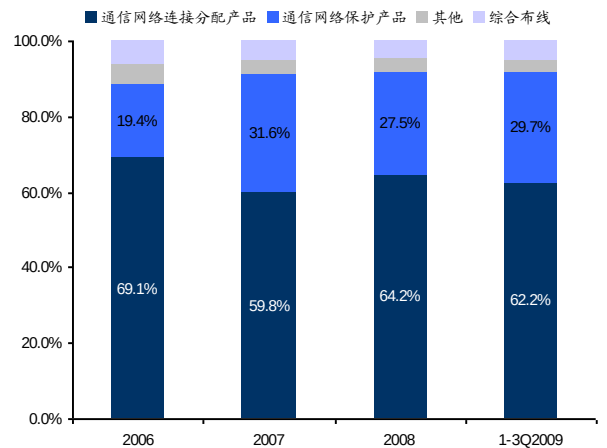
从公司目前的业务结构来看，通信网络连接分配和通信网络保护产品居于主导地位。二者在 2009 年前三季度公司主营业务收入中的比重分别达 62.2% 和 29.7%，且近年来占比相对稳定。此外，公司综合布线系统业务所占收入比重虽仅在 3% 左右，但其市场空间广阔（2008 年国内市场容量约为 100 亿元）。

图 3: 网络分配连接产品、网络保护产品合计占比 90% 以上



资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 产品结构较为稳定, 综合布线系统增长较快



资料来源: 国信证券经济研究所

行业地位: 国内第一, 市场份额 10% 左右

公司在国内通信网络物理连接设备行业位居第一，市场份额近 10%。2007 年以来，受国内运营商集采、国内外大型主设备商战略调整影响，国内大部分中小通信物理连接设备制造企业开始失去竞争优势，被迫退出市场或被其它公司收购，市场份额开始趋于集中。例如，原华海公司被新海宜收购，世纪人公司被美国 ADC 公司收购。在“集采深化”的背景下，未来市场份额向领先企业集中的趋势将进一步加快，日海通讯的市场份额有望持续提高。

表4: 公司市场份额居行业第一, 约为10%, 各项产品市场占有率均处前列

业务类别	主要产品	行业排名	2008 年全国市场份额
通信网络连接、分配类产品	光纤连接 (ODF)	1、深圳日海 2、深圳世纪人 3、宁波隆兴 4、南京普天 5、常州太平	11%
	铜缆连接 (MDF、DDF)	1、深圳世纪人 2、深圳日海 3、南京普天 4、常州太平 5、宁波隆兴	9%
通信网络保护产品	户外机房	1、深圳华海 2、深圳日海 3、常州华奥 4、东莞一信 5、南京普天	14%
	户外机柜	1、深圳日海 2、南京普天 3、宁波隆兴 4、江苏荣联 5、常州太平	8%

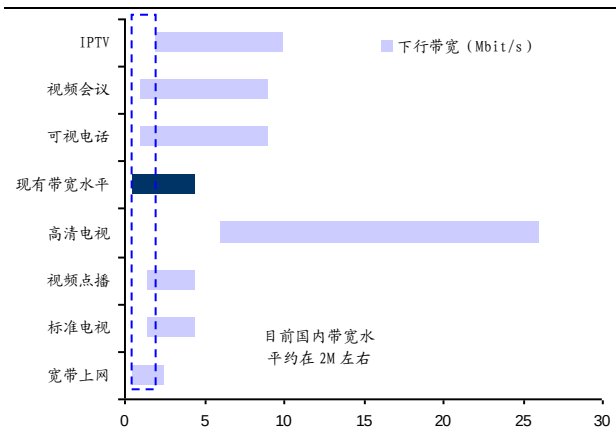
资料来源: 国信证券经济研究所

市场尚未充分认识到该行业步入 5 年以上持续快速增长期

“通信带宽持续提升” 拉动该行业步入 5 年以上持续快速增长期

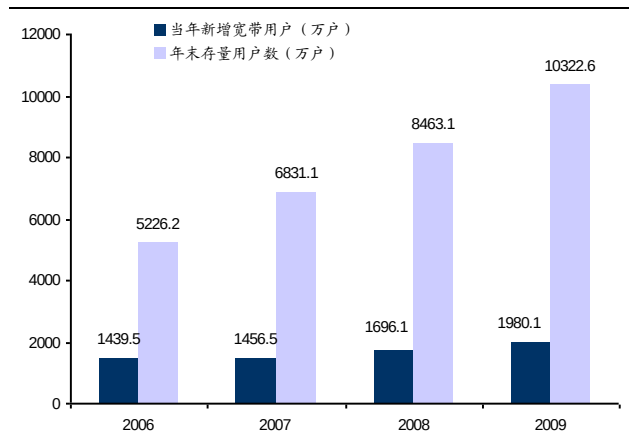
从用户端而言, 技术升级、消费升级使得由 3G、FTTx 等承载的新产品、新应用不断涌现, 通信带宽需求持续提升。目前, 通信业务应用内容的主体正从语音通话、传统上网向移动互联网、宽带高速接入转型。国内现有带宽水平约 2M, 难以满足众多新业务的流量需求。同时, 国内宽带接入亦在近年来进入迅速普及阶段, 09 年新增用户数加速增长至 1980 万。

图 5: 技术升级、消费升级使得互联网带宽需求持续增长



资料来源: 国信证券经济研究所

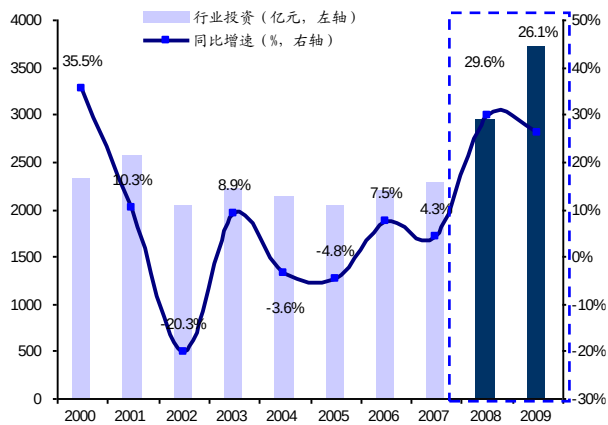
图 6: 近年来中国宽带用户进入快速增长时期



资料来源: 国信证券经济研究所

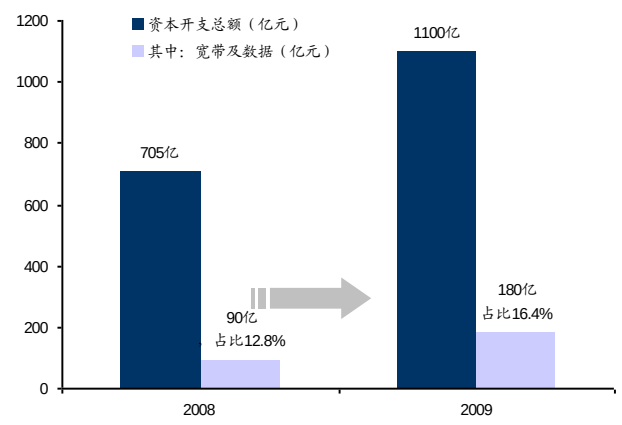
从运营商角度来讲，为响应用户需求与技术进步，运营商不断加大对 3G 和 FTTx 的建设力度，基站数量、密度和光通信节点持续增加。2009 年，三大运营商新建 3G 基站近 30 万个，驱动行业投资达到 3725 亿元，创下历史新高。投资结构方面，为迎接数据业务大发展，运营商纷纷加大对“数据业务的基础设施——光网络”的建设力度，宽带与数据业务资本开支占比稳步提升。

图 7：运营商投入巨资建设 3G 和宽带接入



资料来源：国信证券经济研究所

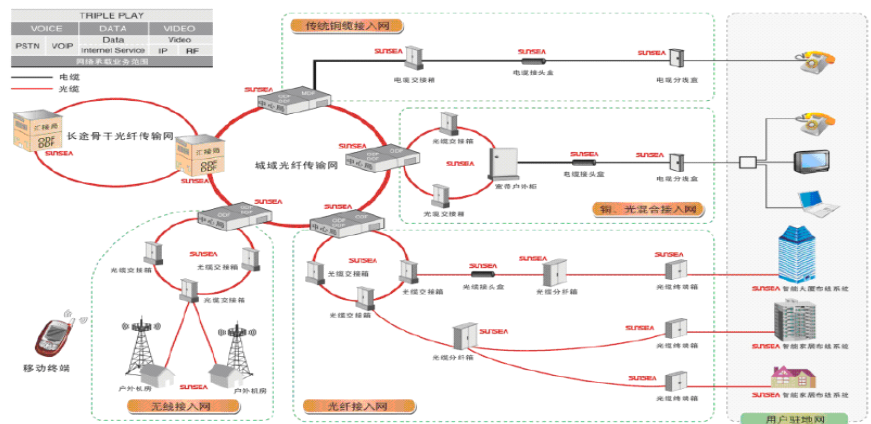
图 8：中国联通持续加大对宽带及数据业务的投资



资料来源：国信证券经济研究所

随着 3G 和 FTTx 建设力度的提升，通信网络物理连接设备的需求正以更快的速度增长。光网络建设正驱动骨干网、城域网（汇接局、中心局），接入网（光缆分配箱、光缆终端箱）对网络连接物理产品的需求增长；移动基站建设正驱动对连接产品、户外机房、户外机柜的需求增长。该行业正步入五年以上的持续增长期。

图 9：公司产品应用场所较多，接入网建设将使其应用比例持续上升

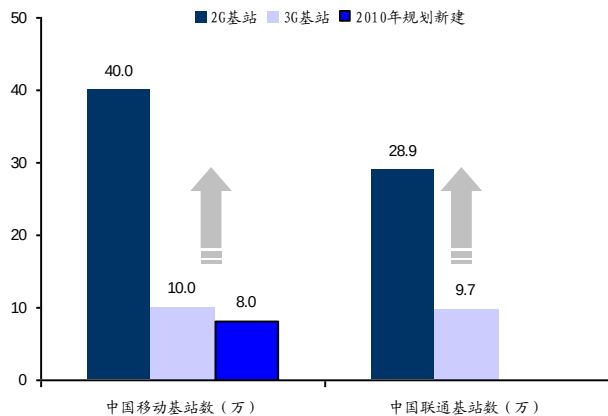


资料来源：国信证券经济研究所（注：图中有红色“SUNSEA”标志的区域为公司产品的应用场所）

“3G+FTTx” 拉动国内市场容量未来 3 年 30%以上复合增长

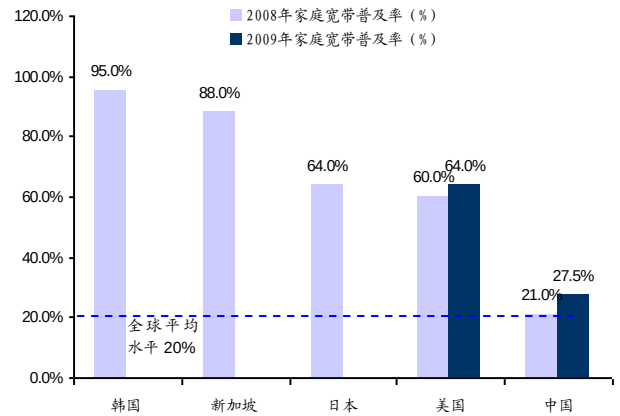
国内 3G 网络仍处建设中期，后续投资力度和建设规模依然可观。目前，三大运营商 3G 网络已在重点城市部署完毕，后续投资方向将逐步转向完善重点城区的覆盖密度，以及在二三线城市和农村地区逐步部署。截至 2009 年底，移动和联通的 3G 基站数合计约为 20 万个，与两家共计 60 万个的 2G 基站覆盖密度相距甚远。运营商后续建网空间极大，3G 时代也需要更密集、更多的基站来改善覆盖。中国移动已调高 2010 年 3G 基站建设数目至 8 万个。

图 10: 国内 3G 建设方处中期，未来新基站需求量极大



资料来源: 国信证券经济研究所

图 11: 国际范围内，中国宽带用户普及率仍处较低水平

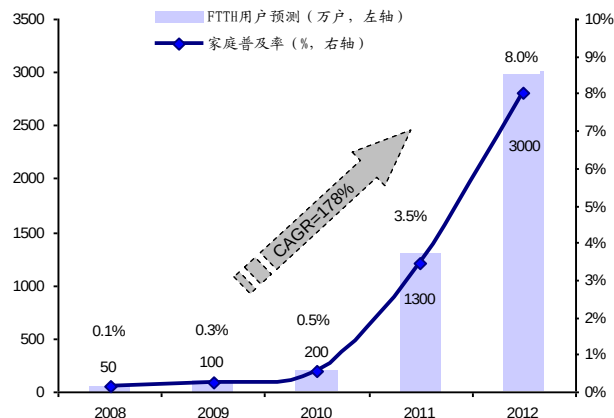


资料来源: 国信证券经济研究所

国内 FTTx 正处大规模发展前夜，“光纤入户”引致的节点增长将驱动通信网络连接和分配产品需求呈几何级数增长。由于国内光纤骨干网与城域网已基本部署完毕，“光纤入户”将向“最后一公里”挺进——接入小区、居民楼、家庭，由此产生的连接和分配节点数目将数倍于骨干网和城域网的建设需求，连接和分配设备占运营商投资的比例将随之提高。

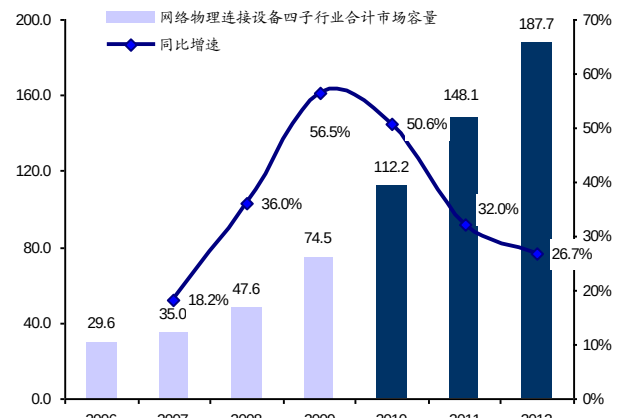
“后 3G”时代，我们认为通信网络物理连接设备占行业投资的比例将从 2-3% 上升至 5-6%。预计行业的国内市场容量将在未来 3 年实现 30% 以上的年均复合增长率，在 2012 年达到 187.7 亿元。

图 12: 中国 FTTx 市场正进入规模发展前夜



资料来源: 国信证券经济研究所

图 13: 行业需求有望保持连续高速增长，CAGR 超 30%



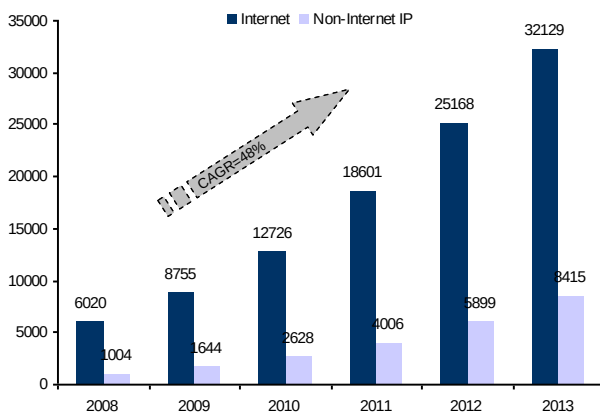
资料来源: 国信证券经济研究所

“国际需求+设备中移”使出口市场容量未来复合增速不低于30%，且更持续

在全球范围内，各国运营商同样面临带宽需求爆炸式增长现状。随着高清视频、移动宽带等业务的兴起，全球网络流量持续数年高速增长，思科预计未来5年世界网络流量年均复合增长率高达48%，成熟市场运营商面临持续升级和扩容网络的需求。与此同时，非洲、中东、俄罗斯新兴市场通信业务正处普及阶段，其建网需求已成为驱动全球行业投资增长的重要力量。

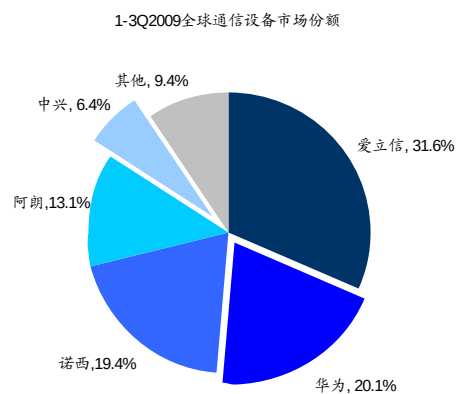
设备制造领域，以华为中兴为代表的中国设备商承接了“设备中移”进程，全球市场份额持续提升。凭借其综合成本优势、快速响应能力、系统解决方案及专利晋升速度，国内主设备商迎合了国际运营商压缩成本、快速布网的需求，产品服务逐步得到国际运营商认可。根据市场咨询公司Dell'Oro的报告，2009年前三季度，华为中兴无线网络设备发货量已跃居全球前五，同领导厂商差距大幅缩小。

图 14：未来 5 年全球网络流量 CAGR 将达 40% 以上



资料来源：国信证券经济研究所

图 15：“设备中移”已成趋势，国内主设备商迅速崛起

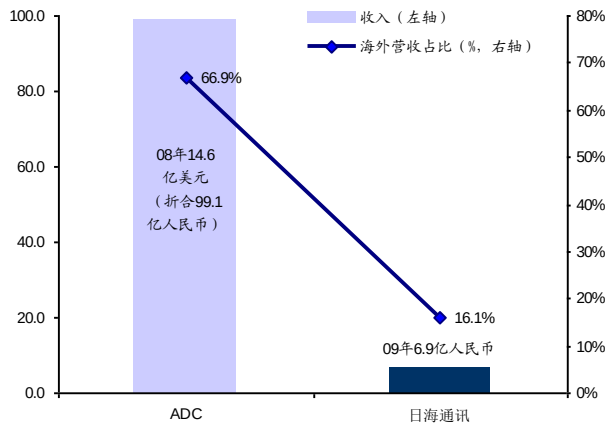


资料来源：国信证券经济研究所

作为配套厂商，日海这类产业链中游企业尚处于“设备中移”的起步阶段，未来发展空间巨大。公司同国内外各主设备商均有稳定合作关系，主设备商采购上升将驱动日海出口业务持续增长。同行业全球性领导厂商ADC相比，日海2009年收入规模不到其2008年的1/14，海外收入占比亦仅为16%，远低于ADC的67%，未来国内国际收入成长空间巨大。

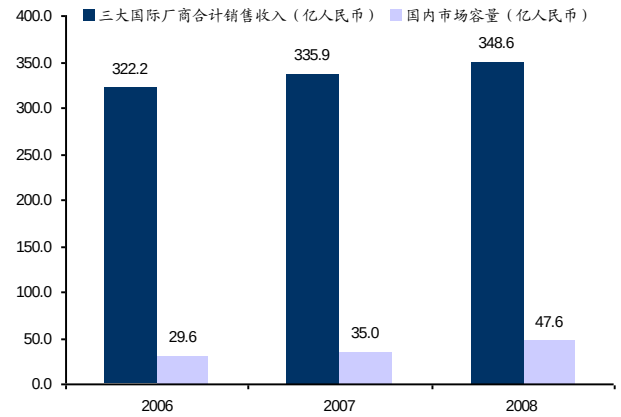
随着“设备中移”的深化，日海等企业有望同国际厂商展开竞争，提升国际市场份额。目前，国内通信网络物理连接行业的主要竞争来自于ADC、3M、康宁等四五家美国厂商（他们已将欧洲主要同行收购，日本厂商主攻本土市场）。2008年，ADC、3M、康宁等四家的网络连接设备收入便达348.6亿元人民币，远高于国内47.6亿元的市场容量。由于国内企业产品价格仅为对方的1/5-1/7，成本优势明显，海外市场将为其提供新的成长空间。

图 16: 日海在规模增长和海外市场发展上极具潜力



资料来源: 国信证券经济研究所

图 17: 行业国际市场空间远大于国内, 海外市场空间广阔



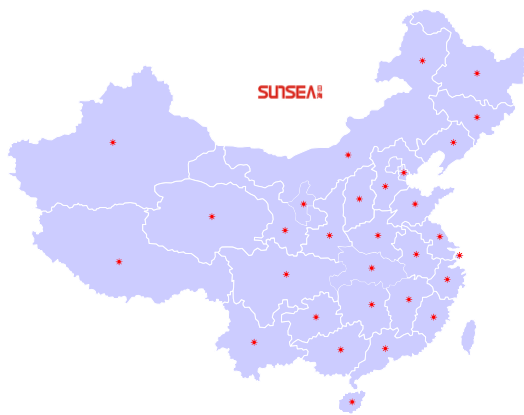
资料来源: 国信证券经济研究所

市场尚未认识到公司 10/11 年业绩增长将大幅超过现有预期

公司网络、产能、资金、战略等方面优势明显

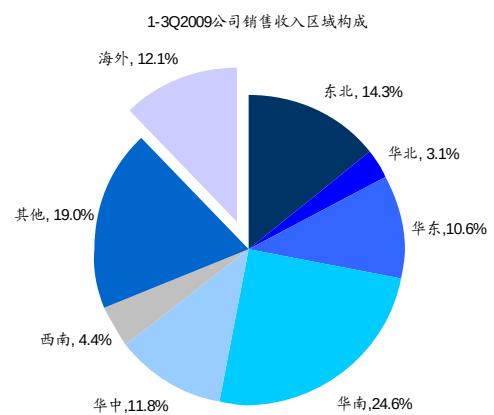
(1) 网络覆盖全。上市之后, 公司有望凭借先发优势, 借助资本平台, 实现超预期增长。公司营销网络覆盖全国各个省份, 销售收入地域分布均衡。海外市场方面, 公司产品已销往全球 20 多个国家和地区, 向海外 30 多家运营商供货, 在印度、巴基斯坦、越南、俄罗斯、尼泊尔、尼日利亚等新兴国家和地区具有明显竞争优势, 2006-2008 年海外营收年均复合增长率为 67.5%。

图 18: 公司营销网点遍布全国各省份, 具备快速响应能力



资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 公司销售收入地域分布均衡



资料来源: 国信证券经济研究所

公司目前 2/3 的海外营收通过主设备商渠道实现，未来将继续深化同国际主设备商的合作。截至 2009 年三季度，公司为开拓国际市场共投入 4115 万元，主要投入华为、中兴、阿朗、诺西、爱立信等主设备商认证，累计参加 20 多个海外展会，及对俄罗斯、北美、东南亚等海外办事处的设立和维护。目前公司同全球排名前五的主设备商均已建立长期稳定合作关系，成为其关键（KEY）供应商。

（2）产能扩张充足及迅速。公司本次募集资金项目投产后，产能将迅速实现翻番，驱动收入快速增长。本次募投项目投产期在 1 年左右，资金主要投向公司最具优势的 ODF、户外机房、户外机柜及综合布线系统等领域。按照公司规划，募集资金项目完全达产后，公司将新增年销售收入 4.5 亿左右，新增年净利润 8300 万元左右。

表5：募集资金项目投资总额为2.39亿元，投产期为1年，项目投产后主要产品产能将实现翻番

主要产品	2008 年产能	1H2009 产能利用率	新增产能	产能增幅
MDF（万回线）	863	99.1%	300	34.8%
ODF（万芯）	669	99.8%	730	109.1%
户外机房（个）	1900	98.9%	5000	263.2%
户外机柜（个）	8340	99.9%	7000	83.9%
综合布线（套）	198941	98.0%	330000	165.9%
光纤连接器（万套）	314	98.3%	399	127.1%

资料来源：国信证券经济研究所

（3）现有资金能支撑 20 亿元年收入。公司本次上市共募集资金 5.7 亿元，超募比例达 100%以上，足够支撑其未来数年发展扩张之需，中短期不存在再融资压力。公司 IPO 之前，其收入/净资产比例约为 2.83，假设随着公司规模扩张，这一比例保持不变，那么目前公司的净资产规模将足够支撑 20 亿元以上的收入规模。

表6：上市后公司资金规模足以支撑未来数年高速增长

	净资产	总资产	收入	收入/净资产
IPO 前	2.4 亿元	6.2 亿元	6.8 亿元	2.83
IPO 后（预计）	8.1 亿元	11.9 亿元	足以支撑 20 亿元以上收入规模	假设中长期依旧保持这一比例

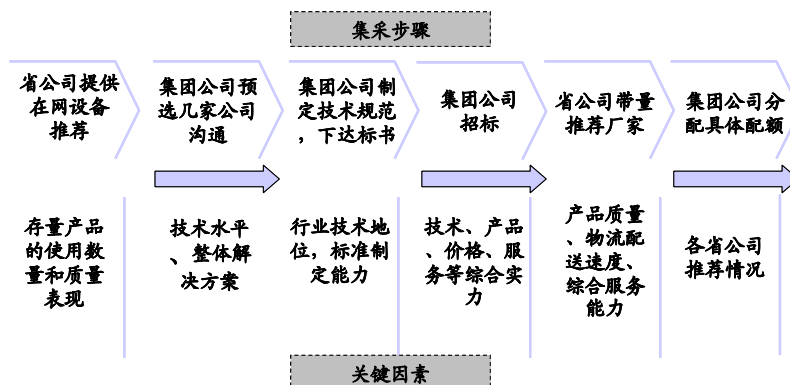
资料来源：国信证券经济研究所

（4）战略将有效深化。未来公司战略将从“网络覆盖”向“网络覆盖，专利标准并重”转变。截至 2009 年三季度，公司共获得专利 56 个，正在申报专利 55 个，主持或参与起草通信行业标准 10 项，逐步成为行业标准的引领者和制定者。这将使得公司在收入增速快于行业平均水平的同时，净利润率亦有望在技术实力的保障下获得小幅提升。

“集采深化”有助于公司提高国内市占率 1%/年、并保持现有净利润率水平

运营商集采力度加大有助于推进行业整合，具备领先优势的行业龙头将从中受益，市场份额有望持续提升。目前，中国移动的集中采购体系较为完善，电信、联通正在逐步深入推广。现有集采模式中，价格因素只占 50 分，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。

图 20: 集中采购对厂家在网使用量、供应链效率、技术能力等要求较高, 有利龙头厂商



资料来源: 国信证券经济研究所

我们预计随着行业集采范围扩大, 公司有望在保持现有净利率水平的基础上, 按照每年 1% 的幅度逐步提升其市占率至 13%。2009 年前三季度, 公司对国内三大运营商的销售额占其总收入的 74.3%, 运营商市场的重要性不言而喻。中国电信是公司第一大客户, 集采有利于公司进一步提升对其供货份额。此外, 联通 2010 年开始较大规模实施集采, 对公司而言也意味着新的机遇。

表 7: 集中采购有助于提高行业集中度, 领先厂商将获取更大市场份额

影响角度	集采效应
销售	集采对设备商在集团公司、省公司、地市公司的系统接触要求更高, 省公司推荐的数量决定最终是否可以跻身集团公司的候选名单, 单一或部分省份销售的供应商将处于明显劣势, 利于具备全国性营销网络的供应商
技术	集采全国统一选型, 技术要求相比以前采购方式大大提高, 更重视供应商整体解决方案的提供能力, 具备较强市场反应能力和应用技术开发能力的供应商更有优势
价格、毛利率及交货期	集采虽带来价格冲击, 但其对供应商的市场反应速度提出更高要求, 具备较强供应链管理效率的公司更能符合要求。同时, 由于客户单一, 客户的维护费用、销售人员开支等同时降低, 也使得销售费用率下降
行业整合方面	集采实施后, 规模、技术、价格、供货速度等方面处于劣势的中小型供应商生存环境恶化, 将逐步退出市场或被优势企业收购, 整体实力较强的企业将获得更多市场份额

资料来源: 国信证券经济研究所

我们预计公司 10/11 年业绩将大幅超过目前市场预期

我们预计公司 10/11 年 EPS 分别为 1.21 元、1.80 元, 高出目前市场一致预期的幅度为 33.0%、49.9%。主要的预测依据如下:

(1) 国内市场容量: 目前的国内市场容量统计值为运营商含税支出, 我们在考虑税收等因素后将其予以调整, 得到实际的市场容量值;

(2) 国内市场份额: 受益集采深化对行业的整合效应, 预计公司未来三年市场份额将小幅提升, 从 9.4% 上升至 12.1%, 根据市场容量预测对应得到公司的国内收入;

(3) 净利率: 在技术优势和高毛利率产品占比提升的推动下, 公司产品毛利率下行空间较小。同时, 集采将有助公司降低费用率, 净利率水平小幅略升。

表8: 按照我们的预测, 日海通讯2010、2011年盈利相较市场一致预期分别有33.0%、49.9%的上调空间

	2009	2010E	2011E	2012E
国内市场容量 (亿元)	74.5	112.2	148.1	187.7
经调整后的实际值 (亿元)	61.1	84.2	114.0	140.8
日海市场份额 (%)	9.4%	10.2%	11.2%	12.1%
日海国内收入 (亿元)	5.7	8.6	12.7	17.0
日海国际收入 (亿元)	1.1	1.6	2.1	2.8
日海收入总计 (亿元)	6.8	10.2	14.9	19.8
净利润率 (%)	10.6%	11.7%	12.1%	12.1%
净利润 (亿元)	0.7	1.2	1.8	2.4
EPS (元)	0.73	1.21	1.80	2.39
市场一致预期 EPS (元)		0.91	1.20	
高出幅度 (%)		33.0%	49.9%	

资料来源: 国信证券经济研究所

盈利预测: 10-12 年净利润增速有望达到 66.3%、49.3%、32.5%

预计 10、11、12 年 EPS1.21 元、1.80 元、2.39 元

我们预计日海通讯 10、11 和 12 年分别实现主营业务收入 10.21、14.86、19.79 亿元, 同比分别增长 49.0%、45.6%、33.1%。净利润为 1.21、1.80、2.39 亿元, 对应 EPS 分别为 1.21、1.80 和 2.39 元, 增长率为 66.3%、49.3%、和 32.5%。

关键假设 (收入、毛利率、费用率、所得税率)

(1) 募投资金项目投产后, 产能扩张驱动收入快速增长。预计未来三年在行业需求劲升, 公司市场份额扩大的驱动下, 公司 10—12 年收入增速将分别达到 49.0%、45.6%和 33.1%。

(2) 市场整合程度提高降低行业价格竞争压力, 加之毛利率较高的通信保护产品、综合布线系统收入占比提升, 公司整体毛利率保持小幅下降趋势, 预测 10—12 年毛利率分别为 30.7%、30.2%、29.3%。

(3) 公司 09 年费用率已呈下降态势, 预计因集采模式走向成熟, 公司同主设备商合作关系均已建立, 管理和销售费用率将逐步下降。此外, 公司超募比例加到, 有利于财务费用率的降低。预计其 10—12 年费用率分别为 18.2%、17.4%、16.6%。

(4) 所得税率保持稳定, 预计有效税率将保持在 7.6%的水平。

2009-2012 年分项收入及损益表预测

表 9: 2009-2012 年日海通讯分项收入预测明细

	2009E	2010E	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
产品一: 网络通信连接分配产品							
销售收入 (百万)	427.9	633.3	918.3	1212.2	48.0%	45.0%	32.0%
毛利率 (%)	30.6%	30.5%	30.0%	29.0%	-0.1%	-0.5%	-1.0%
产品二: 网络通信保护产品							
销售收入 (百万)	205.0	311.7	448.8	610.4	52.0%	44.0%	36.0%
毛利率 (%)	30.8%	30.6%	30.0%	29.4%	-0.2%	-0.6%	-0.6%
产品三: 综合布线							
销售收入 (百万)	21.4	31.2	50.5	63.2	46.0%	62.0%	25.0%
毛利率 (%)	32.5%	32.5%	32.0%	31.5%	0.0%	-0.5%	-0.5%
产品四: 其他							
销售收入 (百万)	30.6	44.4	68.8	92.9	45.0%	55.0%	35.0%
毛利率 (%)	33.0%	32.6%	32.2%	32.0%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
合计							
销售收入 (百万)	685.0	1020.6	1486.5	1978.7	49.0%	45.6%	33.1%
总体毛利率 (%)	30.8%	30.7%	30.2%	29.3%	-0.1%	-0.5%	-0.8%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 10: 2009-2012 年日海通讯损益表预测

单位: 百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
主营业务收入	685.0	1020.6	1486.5	1978.7	49.0%	45.6%	33.1%
主营业务成本	473.8	707.5	1038.0	1398.0	49.3%	46.7%	34.7%
毛利率 (%)	30.8%	30.7%	30.2%	29.3%	-0.1%	-0.5%	-0.8%
营业税金及附加	1.2	1.7	2.5	3.4	49.0%	45.6%	33.1%
费用率 (%)	19.3%	18.2%	17.4%	16.6%	-1.1%	-0.9%	-0.8%
销售费用	86.3	122.5	172.4	221.6	41.9%	40.8%	28.5%
销售费用率 (%)	12.6%	12.0%	11.6%	11.2%	-0.6%	-0.4%	-0.4%
管理费用	43.2	61.2	83.2	102.9	41.9%	35.9%	23.6%
管理费用率 (%)	6.3%	6.0%	5.6%	5.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
财务费用	2.8	2.1	2.3	3.4	-24.3%	8.5%	47.4%
财务费用率 (%)	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	1.7	2.0	2.0	2.0	17.6%	0.0%	0.0%
投资净收益	0.0	4.0	5.0	6.0	NA	25.0%	20.0%
营业外收支	2.5	3.0	4.0	5.0	20.0%	33.3%	25.0%
非经常性损益	0.8	5.0	7.0	9.0	525.0%	40.0%	28.6%
利润总额	78.5	130.5	194.9	258.3	66.3%	49.3%	32.5%
税前利润率 (%)	11.5%	12.8%	13.1%	13.1%	1.3%	0.3%	-0.1%
所得税	5.9	9.9	14.7	19.5	66.3%	49.3%	32.5%
有效税率 (%)	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	72.6	120.7	180.2	238.8	66.3%	49.3%	32.5%
归属于母公司净利润	72.6	120.7	180.2	238.8	66.3%	49.3%	32.5%
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA
净利润率 (%)	10.6%	11.8%	12.1%	12.1%	1.2%	0.3%	-0.1%
每股收益 (元)	0.73	1.21	1.80	2.39	66.3%	49.3%	32.5%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

（1）扩张速度低于预期。若 3G 及 FTTx 等投资增长低于预期，或公司产能扩张及市场扩展慢于计划，可能影响其收入增速。

（2）中小股票估值中枢下移。目前中小股票估值较大幅度高于市场均值，若市场风格发生转换使得中小股票估值中枢下移，可能影响公司估值的参照体系。

（3）原材料价格上涨或汇率波动。公司产品主要原材料铝材、铜材、不锈钢占成本比例在 70%左右，若其价格上升幅度过大，可能挤压公司盈利空间。此外，公司海外销售占比已超 20%，汇率升值将一定程度削弱其价格竞争力。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	124	596	500	497	营业收入	416	685	1021	1487
应收款项	206	342	510	743	营业成本	297	481	723	1063
存货净额	79	133	198	291	营业税金及附加	1	1	2	3
其他流动资产	0	1	1	1	销售费用	51	86	122	172
流动资产合计	409	1072	1209	1532	管理费用	30	43	61	83
固定资产	21	114	208	224	财务费用	8	3	2	2
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	(0)	0	4	5
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(0)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	10	20	其他收入	7	7	16	25
资产总计	436	1191	1432	1781	营业利润	36	76	128	191
短期借款及交易性金融负债	80	80	80	80	营业外净收支	2	3	3	4
应付款项	146	260	390	574	利润总额	38	78	131	195
其他流动负债	16	30	45	65	所得税费用	3	6	10	15
流动负债合计	242	370	514	719	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	36	73	121	180
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3					
负债合计	245	373	517	722					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	191	819	915	1059					
负债和股东权益总计	436	1191	1432	1781					

现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	36	73	121	180
资产减值准备	2	(0)	0	0
折旧摊销	6	6	14	22
公允价值变动损失	0	2	2	2
财务费用	8	3	2	2
营运资本变动	20	(63)	(89)	(121)
其它	(2)	0	0	0
经营活动现金流	61	17	48	83
资本开支	(8)	(100)	(110)	(40)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(8)	(100)	(120)	(50)
权益性融资	0	570	0	0
负债净变化	(30)	0	0	0
支付股利、利息	(6)	(15)	(24)	(36)
其它融资现金流	72	0	0	0
融资活动现金流	1	555	(24)	(36)
现金净变动	54	473	(97)	(3)
货币资金的期初余额	69	124	596	500
货币资金的期末余额	124	596	500	497
企业自由现金流	61	(83)	(67)	37
权益自由现金流	104	(85)	(69)	35

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.36	0.73	1.21	1.80
每股红利	0.06	0.15	0.24	0.36
每股净资产	1.91	8.19	9.15	10.59
ROIC	14%	17%	16%	16%
ROE	19%	9%	13%	17%
毛利率	30%	31%	31%	30%
EBIT Margin	11%	12%	13%	13%
EBITDA Margin	12%	13%	14%	14%
收入增长	18%	65%	49%	46%
净利润增长率	7%	104%	66%	49%
资产负债率	56%	31%	36%	41%
息率	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%
P/E	119.8	58.6	35.2	23.6
P/B	22.3	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	89.5	53.7	33.6	23.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 锋	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晚熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		