

2010-05-31

通信设备

新海宜 002089.SZ

现有配线系统构成估值底限，软件服务产品承载公司未来

◇ 报告起因：近期公司调研及深度研究

◆ 受益光通信行业景气度高企，配线系统产能满负荷运转

在政策支持、数据流量膨胀、全业务竞争以及三网融合等因素的刺激下，光通信行业迎来大发展，公司配线业务有望在未来三年保持快速增长。根据我们近期调研的结果，公司目前配线系统产能以一天两班（一班 10 小时）的利用率满负荷运转。我们预计公司今年配线系统收入有望实现 50% 左右的增速。

◆ 华为发包剧增，软件业务全年高增长已成定局

华为今年对易思博的发包量继续保持快速增长，公司目前在北京、成都、南京、西安招聘员工，计划今年将易思博的员工从 09 年约 1000 人的规模扩充至 1500 人左右，并准备在西安设立一个软件分公司，我们预计易思博今年的净利润将有 50% 以上的增长。

IDC 研究报告预测，金融危机带来全球资源调整，中国充裕的人力资源及庞大内需市场成为众多跨国企业的追逐焦点。未来五年内，中国离岸软件外包市场将以年均 35.5% 的速率增长，对欧美市场的年增长率可达 44.7%。我们认为良好的产业发展环境以及公司对易思博的鼎力支持，将使其未来三年收入保持 40% 以上的复合增速。

◆ 募投新项目，再造两个新海宜

5 月 25 日公司发布公告，非公开发行方案获得证监会通过。本次公司募投的四个项目分别对应：光接入网、软件外包、3G 视频监控以及移动互联网领域。我们认为这四个领域未来的发展空间都十分巨大，募投的项目将有较好的盈利前景，未来能够拓宽公司增长的空间。根据公司非公开增发方案，未来四个新项目将给公司带来 8.4 亿的新增收入，对应 09 年公司 4.4 亿元的销售收入相当于再造两个新海宜。

◆ 现有业务高速增长，未来增长空间巨大，调升评级至“买入”

在不考虑公司出售禾盛新材股权的情况下，我们预测公司未来三年的 EPS 分别为 0.59 元、0.77 元和 0.96 元。

通过相对估值和绝对估值法，公司合理的股价为 22.39 元。如果假定以当前价格出售禾盛新材的股权，则能增厚每股股价 0.43 元，故公司最终合理的股价为 22.82 元。我们认为近期因大盘释放系统性风险，公司股价较前期高点出现较大跌幅，构成了很好的介入机会，上调公司评级至“买入”。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	296	442	645	867	1,086
营业收入增长率	46.9%	49.3%	46.0%	34.5%	25.3%
净利润（百万元）	31.2	82.1	126.0	164.7	206.4
净利润增长率	20.3%	163.0%	53.4%	30.7%	25.3%
EPS（元）	0.15	0.38	0.59	0.77	0.96
ROE	8.7%	16.4%	20.8%	22.6%	23.4%
P/E	118	45	29	22	18
P/B	10	7	6	5	4
EV/EBITDA	51	34	21	17	13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调升

买入

当前价格	17.23 元
目标价格	22.82 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930209050199）

021-22169175

zhouliqian@ebscn.com

联系人：

姜浩

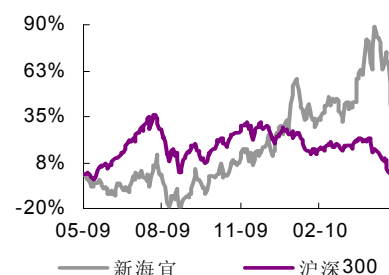
021-22169125

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	214
总市值(百万元)	3,875
流通比例(%)	69.37%
12 个月最高/最低(元)	23.63/9.80
近 3 月日均成交量(百万股)	4.82
主要股东	张亦斌

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.52	19.01	44.33
绝对收益	-13.44	7.80	47.57

相关报告：

一季度业绩大幅增长，募投项目打开成长空间
 2010-04-01
 募投新项目，再造两个新海宜
 2010-03-14

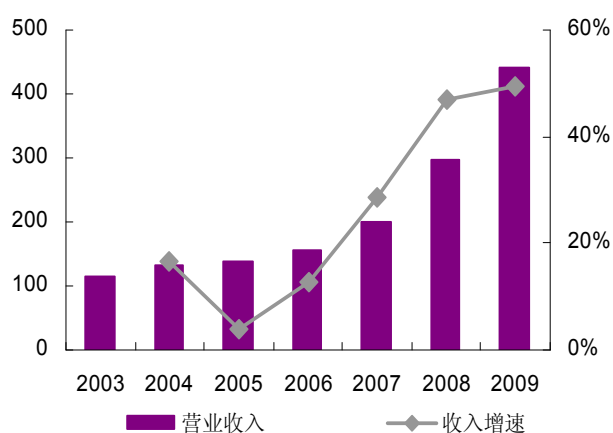
新海宜：历史已经证明公司的投资价值

03年新海宜实现营业收入1.15亿元，09年其营业收入达到4.42亿元，几乎较03年增长300%，04和05年收入增速放缓主要是由运营商投资下滑所致（04年-0.8%，05年-4.6%）。

与此同时，公司09年净利润较03年增长354%达到8215万元。值得注意的是03年公司的销售净利率为15.8%，06年、07年和08年受运营商集采和金融危机的影响，销售净利率有所下滑，但09年销售净利率大幅提升至18.6%，创历史高点。

图1：03-09年营业收入的复合增速为25%

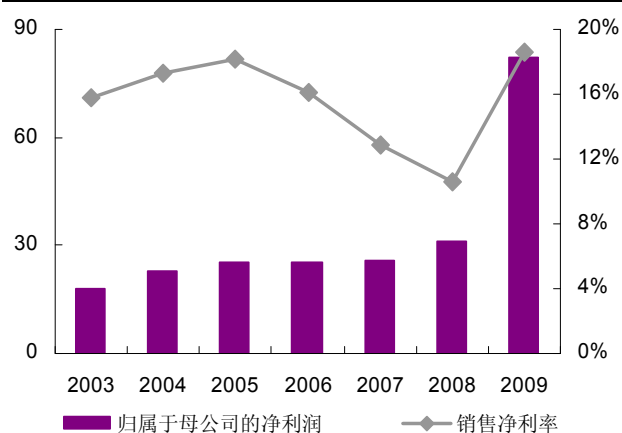
2003-2009年公司营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图2：03-09年净利润的复合增速为29%

2003-2009年公司净利润以及销售净利率（单位：百万元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

庖丁解牛，探索增长背后的秘密

我们认为近三年公司净利润的增长主要依靠收入的持续增长和毛利率的不断攀升。这两者皆可归为三个要素，即规模效应、光纤槽道以及进军软件行业。对近几年公司期间费用率的增加，我们的观点是这仅为短期现象，从长期看期间费用率将有所减少，未来净利润的增速将因此更有保障。

（一）毛利率不将反升体现公司适应竞争和时代发展的能力

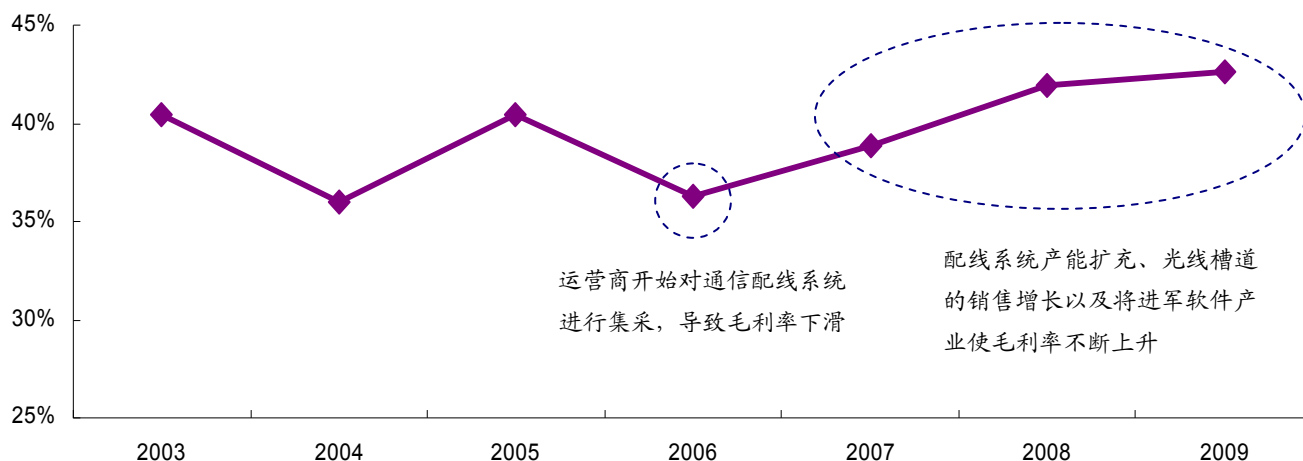
03年公司的毛利率为40.5%，06年受运营商集采的作用，较03年下滑4个百分点至36.3%；07年公司毛利率反弹至38.9%，上市后扩充配线系统的产能，收购深圳易思博51%的股权进军软件行业，以及该年度高毛利率的光纤槽道销售收入增长63%是毛利率得以提振的主要原因。

08年尽管全球陷入金融危机，公司的毛利率仍较07年提高3个百分点至41.9%；09年在国家大力发展3G以及公司进一步收购易思博股份的基础上，毛利率进一步提升至42.6%。

公司历史毛利率的变动趋势描绘出一道亮丽的风景，我们认为这是一个企业适应竞争以及顺应时代发展的体现。

图 3：进军软件产业、扩大生产规模以及光纤槽道的销售增长使公司摆脱了集采的阴霾

2003-2009 年 公司综合毛利率情况



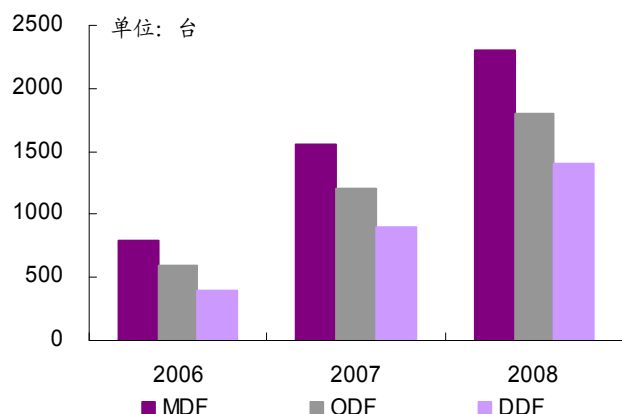
资料来源：公司年报、光大证券研究所

1、充分利用上市良机，扩大产能提升毛利率

公司 06 年 MDF、ODF 和 DDF 的产能分别为 800 台、600 台和 400 台，上市募集资金后，08 年公司三种产品的产能达到 2300 台、1800 台和 1400 台。产能的大幅扩充使公司的配线系统业务规模经济效应日益明显，除 08 年受金融危机的影响，配线系统的毛利率略有下滑外，该业务的毛利率基本保持上升趋势。

图 4：配线系统产能不断扩充

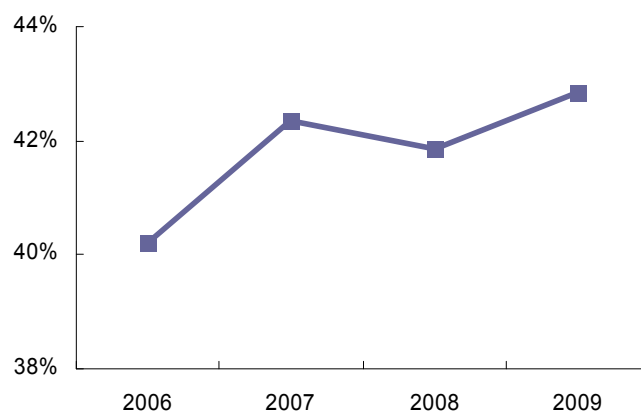
2003-2009 年 配线系统产能情况



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 5：规模经济提振配线系统毛利率

2003-2009 年 配线系统毛利率情况



资料来源：公司年报、光大证券研究所

2、摆脱同质化竞争，光纤槽道锦上添花

光纤槽道产品在国内，目前公司和南京普天是主要的市场参与者(美国 ADC 已退出市场)，并且由于其非标准化的特点并不参与运营商集采，因此能保持较高的毛利率。07 和 08 年光纤槽道销售额的增加均构成网络配线系统毛利率上升的原因之一。

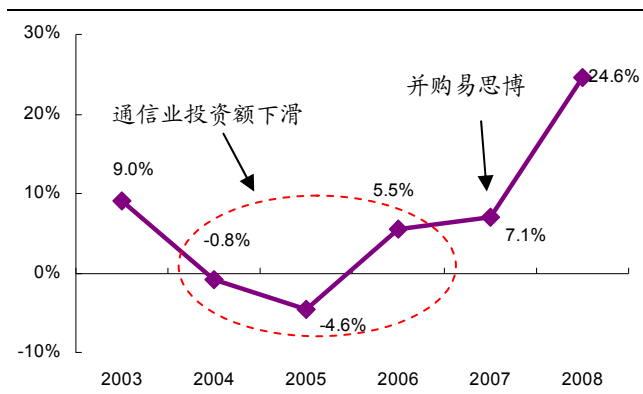
3、进军软件行业是明智之举

公司为了降低自身业务对运营商投资的依赖，在 2007 年 3 月投资 1800 万元，收购深圳易思博 51% 的股权，并于 2009 年 3 月再次投入 1940 万元对易思博进行增资，公司的控股比例也因此上升至 61.58%。

软件行业同公司的传统业务——通信配线行业相比，具备更快的增长潜力、更高的毛利率以及更少的资金投入三大优势，公司通过收购的方式进入软件行业不仅能突破原有行业增长的枷锁，而且在通信和计算机两大行业不断融合的背景下，软件业务的开展亦能同公司原有业务之间产生不俗的协同效应（配线业务的客户能同软件业务共享）。

图 6：软件业的高毛利率有效地提振公司综合毛利率

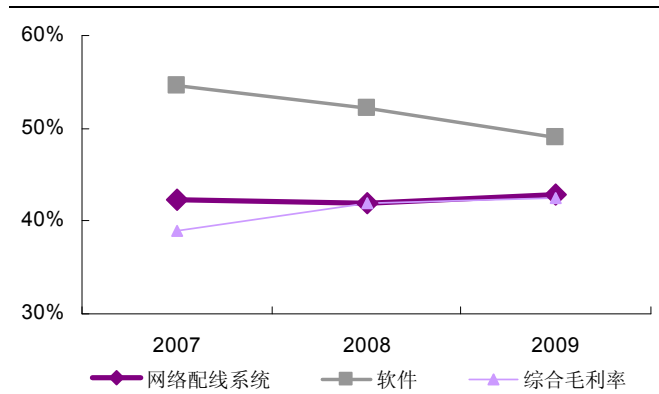
2007-2009 年 公司软件业务、配线业务以及综合毛利率情况



资料来源：工信部、光大证券研究所

图 7：软件业的高毛利率有效地提振公司综合毛利率

2007-2009 年 公司软件业务、配线业务以及综合毛利率情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

（二）期间费用率的攀升只是短期现象

公司 06 年期间费用率为 15.7%，07 年和 08 年均有 5 个百分点的上升，09 年较 08 年下降 4 个百分点达到 21.2%。

虽然近 4 年公司期间费用率大幅上升，但不能就此得出费用控制不力的结论。07 年管理费用率的大幅攀升是由公司并购深圳易思博（软件行业员工薪酬较配线业务有很大提升）以及新设立新海宜图像技术公司所致，08 年公司为了加快发展高密度单面总配线架技改项目，而设立控股公司深圳华海力达，使得管理费用率进一步上升。

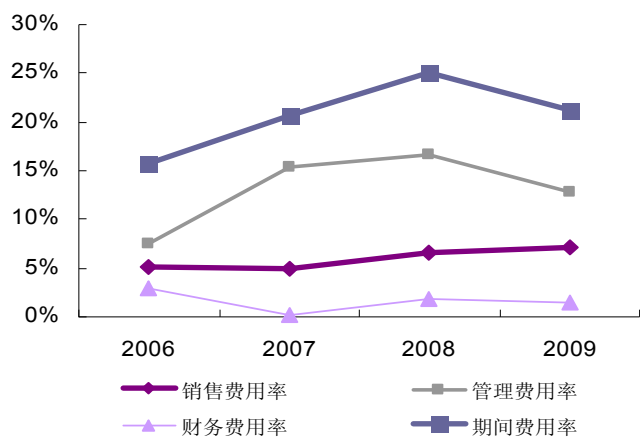
我们认为费用的刚性导致公司管理费用率处于短期上升通道，一旦相关子公司步入正轨，局面将有所改善，09 年管理费用率的下降即是最好的佐证。07-09 年深圳易思博的净利润几乎每年增长 100%，09 年华海力达的净利润较 08 年增长超过 200%，伴随而来的是公司 09 年管理费用率较 08 年下降 4 个百分点至 12.7%。

根据我们近期对公司的调研，预计 2010 年公司的网络配线业务能实现销售收入 50% 左右的增长，深圳易思博的净利润将有 50% 以上的提升。此外，苏州新海宜图像公司因 07-09 年处于产品研发阶段，故处于持续亏损状态，今年有望扭亏为盈。

随着易思博和华海力达销售收入的进一步提高，以及新海宜图像技术摆脱亏损境地，公司的管理费用率有望进一步降低。

图 8： 子公司经营步入正轨后期间费用率有所降低

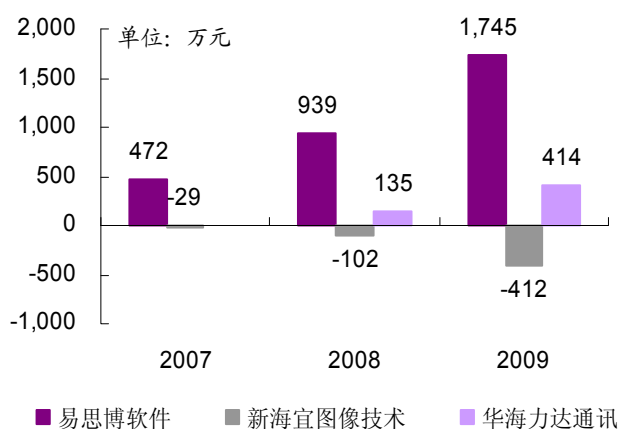
2006-2009 年三项费率情况



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 9： 易思博和华海力达的净利润大幅增长

2007-2009 年三家子公司的净利润情况



资料来源：公司年报、光大证券研究所

注释：华海力达于 07 年底成立，故其 07 年尚未产生利润

公司上市后销售费用率因拓展省外配线业务而不断提升，但同日海通讯相比，销售费用率依旧较低。我们认为随着华海力达高密度单面总配线架技改项目步入正轨，公司不仅能提升配线业务华南市场的占有率，销售费用率的上升势头有望减缓。

在多种有利因素的刺激下，光通信行业迎来大发展时机

配线系统行业同光通信行业的发展息息相关，未来在国家宽带战略、固网数据流量膨胀、全业务竞争以及三网融合等因素的刺激下，光通信行业迎来大发展时机。

（一）国家从战略层面支持光纤宽带网络建设

根据网络调研机构 Akamai 发布的《2009 第三季度全球互联网宽带报告》，国内的平均网速为排名为 1.774M，位列全球第 71 位，处于中等偏下的水平。在信息经济时代，过低的网速将成为制约国内经济发展的桎梏之一，此外经历此轮金融危机之后政府调结构、利用高科技改变粗放发展模式的思路和意见已经成型，光纤通信网络作为国家通信高速公路必然将成为政府投资的战略重点。

2010 年 3 月 17 日，工业和信息化部、国家发展改革委、科技部、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部、国家税务总局联合印发了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。

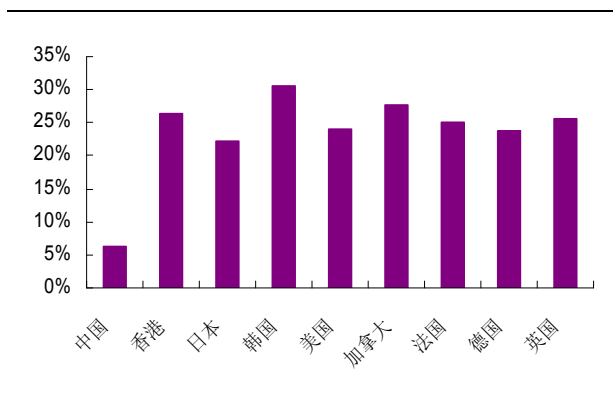
公告提出五点意见：1、充分认识光纤宽带网络建设的重要性，共同推进网络建设发展；2、加快光纤宽带网络建设，提升信息基础设施能力；3、制定和完善光纤宽带网络建设的配套措施，支持网络建设发展；4、引导宽带应用发展和创新，带动光纤宽带网络建设；5、完善其他相关配套措施，保

障光纤宽带网络建设。

为了支持国内光纤宽带网络建设，并于 2011 年达到光纤宽带端口超过 8000 万，城市用户接入能力平均达到 8 兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到 2 兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现 100 兆比特每秒以上接入能力的目标。3 年内光纤宽带网络建设投资超过 1500 亿元，新增宽带用户超过 5000 万。

图 10：同发达国家相比中国的宽带普及率很低

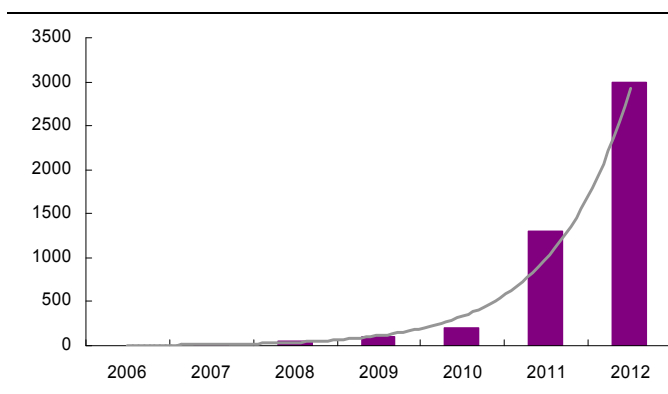
中国和发达国家宽带普及率（%）



资料来源：光大证券研究所

图 11：国内 FTTH 用户大规模增长时期即将到来

国内 FTTH 用户规模及预测（万户）



资料来源：赛迪数据、光大证券研究所

（二）移动互联网、视屏业务、云计算及物联网将刺激网络流量迅猛膨胀

当前发达国家 3G 用户的不断增长使得以智能手机为代表的移动设备产生了庞大的数据流量，根据美国 AT&T 的统计，在其客户中，3% 智能手机重度网络使用者却占用了接近 40% 的网络流量。随着国内 3G 用户的不断增长，未来入网智能手机数量的迅猛增加将使得移动互联网数据流量发生裂变。

据英国研究公司 Coda Research Consultancy 预计，随着 iPhone(手机上网)和 Android 等智能手机的流行，移动通信网络上的数据流量在未来 5 年中将增长 40 倍。

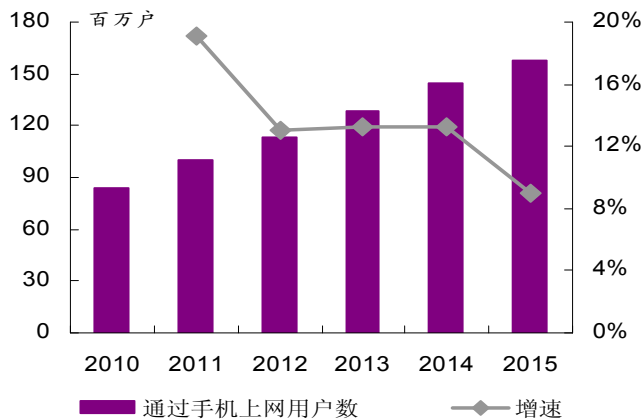
该公司预计，到 2015 年仅美国市场来自移动设备的数据流量就将从今年每月 8PB(1PB=100 万 GB)增长至每月 327PB。这相当于年复合增长率 117%。其中一大部分数据流量来自移动互联网浏览，而这当中流量占比最大的业务为手机视频。

到 2015 年，在美国移动数据流量中，手机视频将占 68.5%，即每月 224PB。Coda 预计，未来 5 年，在美国 1.58 亿移动互联网用户中，将有 9500 万用户观看手机视频。

除此之外，云计算的发展也意味着本地存储的数据在未来将通过网络的方式在客户端和服务端之间大量交互，其对网络流量的刺激作用显而易见。近期频频见于报端的物联网更是预示者未来几百倍于人类的物品将成为网络用户，这将构成固网数据流量长期剧增的核心要素。

图 12：美国未来 5 年通过手机上网的用户将翻倍

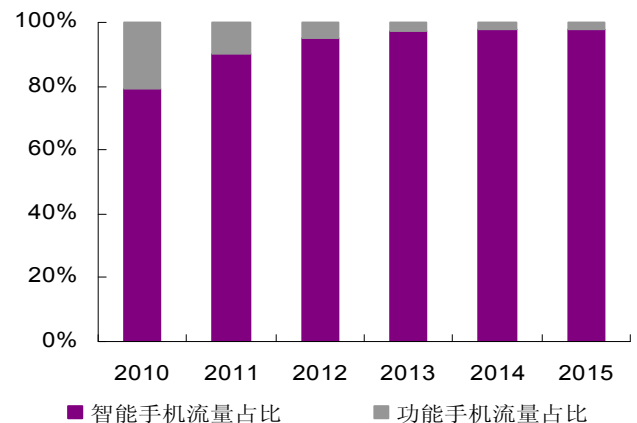
2010-2015 年 手机上网用户情况



资料来源：Coda Research Consultancy

图 13：2015 年美国智能手机流量占比将接近 100%

2010-2015 年 美国智能手机和功能手机流量占比情况



资料来源：Coda Research Consultancy

（三）全业务竞争促使运营商加大力度发展光纤宽带网络

2008 年底国家正式完成运营商重组，重组后的中移动、中国联通和中电信正式进入全业务竞争的三国鼎立时代。在 2G 用户增长乏力、移动语音资费水平不断下滑以及 3G 用户并未进入规模增长的当前局势下，宽带业务成为各家运营商的两大战略重点之一。

此外在三家运营商中，财力最为雄厚的中移动因重组中获取的是原铁通的固网资源，在固网方面和电信以及联通相比实力最为薄弱，大力建设光通信网络的意愿也较其它两家运营商更加强烈。而电信和联通受制于 2G 时代同中移动拉开的差距，巩固固网业务的领先地位是其参与全业务竞争的前提，因此电信和联通强化固网建设的动力亦将促使它们在光纤网络建设方面投入大量的资源。

（四）三网融合为光通信行业发展锦上添花

2010 年 1 月 13 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制。2013 年至 2015 年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展。

我们认为三网融合对光通信行业的益处有两点，1、广电部门将加强固网建设带来光通信投资增量，2、运营商为保持固网方面的优势地位亦将进一步完善自身的网络尤其是加快接入网向 FTTH 模式的升级。

强化竞争力，迈进第一集团

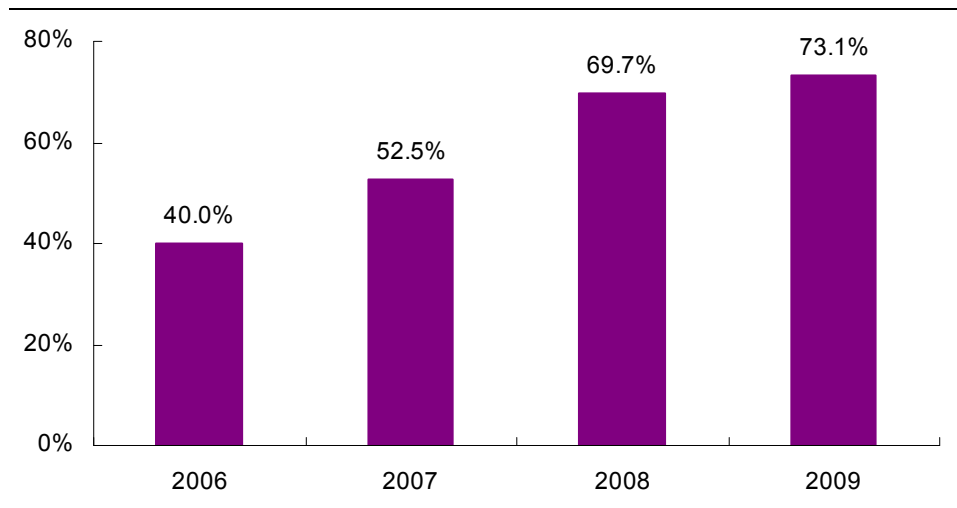
由于网络配线行业的市场准入门槛较低，行业产能相对分散。但 06 年运营商推行集采之后，市场份额逐步向优势企业集中。

通过对比公司以及日海通讯 06-09 年配线业务的收入，我们发现公司在上市后

其配线业务的收入规模同行业龙头日海通讯之间的差距逐步缩小。两家公司的配线业务收入比从 06 年的 40% 上升至 73%，由此可见公司利用上市的先发优势，有力地提升了在配线行业内的竞争力，目前已迈进第一集团。

图 14：公司配线系统业务同日海通讯的差距逐步缩小

2006-2009 年 公司配线系统收入同日海通讯的比例



资料来源：公司年报、光大证券研究所

软件外包行业方兴未艾

据咨询机构 IDC 的最新数据显示，中国软件外包业近十年发展迅速，截至 08 年底，各类外包企业已达 3300 家，合同执行额 46.9 亿美元。预计未来四年，中国还将迎来新一轮发展高峰，至 2013 年，中国将新增 15000 家 IT 企业。

IDC 研究报告预测，金融危机带来全球资源调整，中国充裕的人力资源及庞大内需市场成为众多跨国企业的追逐焦点。未来五年内，中国离岸软件外包市场将以年均 35.5% 的速率增长，对欧美市场的年增长率可达 44.7%，并将在 2012 年产生近 89.5 亿美元的总收入。

深圳易思博 07 年只有员工 200 人，08 年达到 700 人，并有 200-300 人的人才储备，这些人才储备在 09 年被正式编入员工队伍，使易思博员工数进一步增加到 1000 人左右。

根据近期调研的结果，易思博 2010 年年初从华为获取了一个大的订单，预计其今年的净利润有 50% 以上的增长，公司目前在北京、成都、南京、西安招聘员工，计划今年将易思博的员工增加至 1500 人，并准备在西安设立一个软件分公司。

易思博目前主要的收入来自华为，占比达到 80%。公司希望通过 2-3 年的努力把来自华为的业务比例降到 50%，运营商、金融、电力系统以及医疗等是公司软件业务未来拓展的方向，我们认为良好的产业发展环境以及公司对易思博软件的鼎力支持将使其未来三年收入保持 40% 以上的复合增速。

涉足 PE 获利颇丰，地处产业园有望继续获益

近几年公司逐步涉足股权投资领域，2007 年分别参股苏州元风创业投资有限公司以及禾盛新材，2008 年又参股了沭阳东吴村镇银行以及上海联创永宣创业投资公司。2009 年 9 月 3 日，禾盛新材成功登陆中小板给公司的股权投资业务带来丰厚的收益，以目前股价计算投资禾盛新材的收益达到 9269 万元，能使公司每股收益增厚 0.43 元。

公司地处苏州工业园，苏州工业园是中国和新加坡政府间重要的合作项目，于 1994 年 2 月经国务院批准设立，目前已建成了火炬计划软件产业基地、火炬计划汽车零部件产业基地、国家电子信息产业基地、国家集成电路产业园、国家动漫产业基地、中国软件欧美出口工程试点基地等 6 个国家级产业基地。我们认为优越的地理环境为公司寻找下一个“禾盛新材”，持续从股权投资中获取巨大利益创造了良好的产业环境。

表 1：苏州工业园为 PE 投资提供了良好的产业环境

2006-2007 年 苏州工业园区科技发展情况

项 目	2006 年	2007 年
R&D 投入占 GDP 比重	2.87	3.4
高新技术产业产值（亿元）	1215	1572.1
高新产业占工业总产值比重	58.4	60
软件(含 IC 设计)产值（亿元）	50	100.3
其中：软件出口（亿美元）	3.5	5.2
省级认定高新企业数量（家）	50	200
省级认定软件企业数量（家）	18	26
设立各类研发机构数量	14	35

资料来源：苏州工业园、光大证券研究所

募投新项目，再造两个新海宜

5 月 25 日公司发布公告，非公开发行方案获得证监会通过。本次公司募投的四个项目分别为：1、承载多种宽带业务的远端接入系统技术改造项目；2、ICT 软件产品及服务业务项目；3、基于 3G 的视频监控系统项目；4、宽带移动视频接入网关产业化。公司计划通过发展这四个项目用以完善产品结构和进行产业链延伸。

- 承载多种宽带业务的远端接入系统是集语音、数据和视屏（Triple-Play）为一体的远端接入系统，该接入系统符合光纤到户（FTTH）体系结构和总体要求，能有效支持三网融合的发展需求。系统包含宽带接入设备 GPON/EPON/DSLAM、光纤传输及光分路 PLC 单元等组成。该远端接入系统采用远距离光通信技术以及 DSLAM 下沉方式使得运营商能够将原来带宽提升 4 到 10 倍以上。
- ICT 软件产品及服务业务项目分为 ICT 服务外包业务、3G 增值业务产品及解决方案、软件外包提升模型平台、通信业务中间构件产品四个子项目，总投资共计 1.8 亿元，形成 ITO、BPO 外包交付能力达到 2400 人/年，该

项目由深圳市易思博软件技术有限公司组织实施。

- 基于 3G 的视频监控系统项目总投资 6900 万元,生产规模为年产 DVR(硬盘录像机,含 3G 功能)3 万套、IPC(网络摄像机)2 万套、视频服务器等其他设备 1 万台套,项目由苏州新海宜图像技术有限公司承担。
- 宽带移动视频接入网关是用于 3G、LTE、WiMax 等宽带移动网络用户连接到互联网、NGN 等 IP 网络与 TDM 网络之间的网关设备,是处理异构网之间信令与媒体的转换设备,可以异构网络之间视频通信和视频业务共享。

公司募投的四个项目分别对应:光接入网、软件外包、3G 视屏监控以及移动互联网领域。我们认为这四个领域未来的发展空间都十分巨大,募投的项目将有美好的盈利前景,未来能够拓宽公司增长的空间。

根据公司非公开增发方案,未来四个新项目将给公司带来 8.4 亿的新增收入,对应 09 年公司 4.4 亿元的销售收入相当于再造两个新海宜。

表 2: 公司非公开发行募投项目

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	承载多种宽带业务的远端接入系统技术改造项目	14,006	12,324
2	ICT 软件产品及服务业务项目	18,000	14,062
3	基于 3G 的视频监控系统项目	6,900	4,419
4	宽带移动视频接入网关产业化	3,796	1,174
合计		42,702	31,979

资料来源:公司公告、光大证券研究所

盈利预测

我们根据以下几个关键假设对公司未来盈利情况进行预测:

	2010E	2011E	2012E
收入同比增速	46.0%	34.5%	25.3%
毛利率	44.9%	44.4%	44.2%
期间费用率	20.0%	19.5%	19.5%

我们预测公司未来三年净利润分别为 1.26 亿元、1.65 亿元和 2.06 亿元,不考虑增发的新股以及禾盛新材股权出售的情况下,2010-2012 年 EPS 分别为 0.59 元、0.77 元和 0.96 元。

估值

我们综合相对估值以及绝对估值法，认为公司合理的股价为 22.39 元，如果假定公司 5 月 14 日出售禾盛新材的股权，能增厚每股股价 0.43 元。故公司最终合理的股价为 22.82 元。

相对价值评估

由于公司拥有配线系统和软件两块业务，因此我们对不同的业务分别选取可比公司进行相对估值。通信业务的可比样本为日海通讯、烽火通讯、武汉凡谷、国脉科技以及光迅科技。软件业务的可比公司为东软集团、中国软件、浙大网新、久其软件、远光软件和超图软件。

截止 5 月 14 日，通信设备类可比公司的平均估值水平为 35 倍，我们认为公司的配线业务实力和日海通讯较为接近，选取 34 倍 PE 作为公司配线系统业务的合理估值水平。公司软件业务目前的收入规模接近 1 亿元，其成长性应强于软件可比样本的均值，故应享受更高的估值水平，我们给予公司软件业务 45 倍 PE。

09 年公司配线系统和软件业务的收入比大致为 75%: 25%，由于软件业务的销售净利率要高于配线系统业务，我们以 65%: 35%的比例作为两块业务对 EPS 的贡献比例，依据此比例公司的合理估值水平为 38 倍，以 2010 年 0.59 元的 EPS 预测计，公司的合理股价为 22.42 元。

表 3：2010 年通信可比公司估值水平

证券代码	证券简称	PE(5 月 31 日)
002281.SZ	光迅科技	44
600498.SH	烽火通信	34
002313.SZ	日海通讯	35
002194.SZ	武汉凡谷	23
002093.SZ	国脉科技	37
平均		35

资料来源：光大证券研究所

表 4：2010 年软件可比公司估值水平

证券代码	证券简称	PE(5 月 31 日)
600718.SH	东软集团	24
600536.SH	中国软件	44
600797.SH	浙大网新	46
002063.SZ	远光软件	36
300036.SZ	超图软件	64
平均		43

资料来源：WIND、光大证券研究所

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	4.37%
$\beta(\beta_{levered})$	0.83
Rm-Rf	3.10%
Ke(levered)	6.93%
税率	14.83%
Kd	4.52%
Ve	2,871.1
Vd	163.0

目标资本结构	5.4%
WACC	6.80%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	334.96	6.63%
第二阶段	873.11	17.29%
第三阶段 (终值)	3,841.88	76.08%
企业价值 AEV	5,049.95	100.00%
加: 非经营性资产价值	91.29	1.81%
减: 少数股东权益 (市值)	102.57	-2.03%
减: 债务价值	163.01	-3.23%
总股本价值	4,875.66	96.55%
股本 (万股)	214.10	-
每股价值 (元)	22.77	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.80%	25.29	27.73	30.81	34.81	40.25
6.30%	22.13	24.00	26.30	29.22	33.01
6.80%	19.53	21.00	22.77	24.96	27.71
7.30%	17.38	18.55	19.94	21.62	23.69
7.80%	15.57	16.51	17.62	18.94	20.52

资料来源：光大证券研究所

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	14.19	0.30%
第二阶段	708.72	15.07%
第三阶段 (终值)	3,981.09	84.63%
总股本价值	4,704.00	100.00%
股本 (百万股)	214.10	
每股价值 (元)	21.97	

敏感性分析

Ke	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
5.9%	24.45	27.59	31.80	37.74	46.75
6.4%	20.88	23.18	26.15	30.13	35.75
6.9%	18.06	19.79	21.97	24.78	28.56
7.4%	15.79	17.13	18.77	20.83	23.50

7.9%	13.92	14.98	16.25	17.81	19.76
------	-------	-------	-------	-------	-------

估值结果汇总

估值方法	估值结果			估 值	敏感度分析区间
FCFF	23	16	-	40	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	22	14	-	47	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	23	15	-	45	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	22	15	-	40	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	23	18	-	32	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	26	20	-	38	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

结论

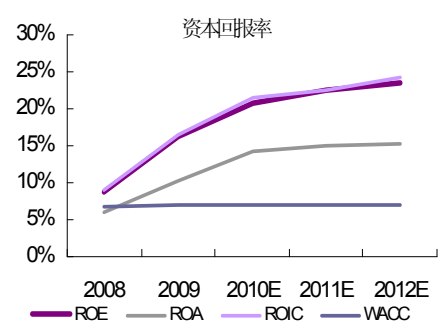
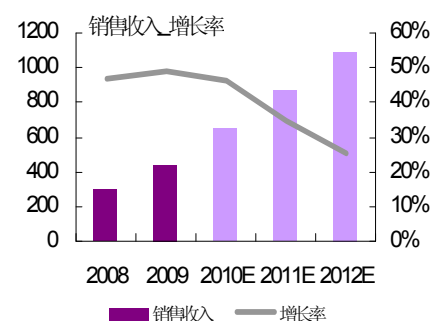
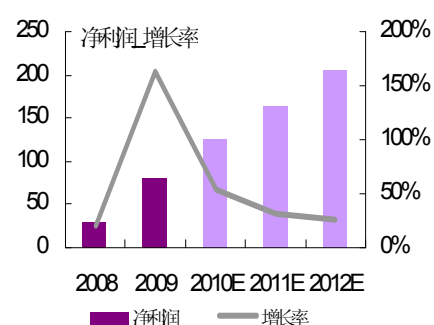
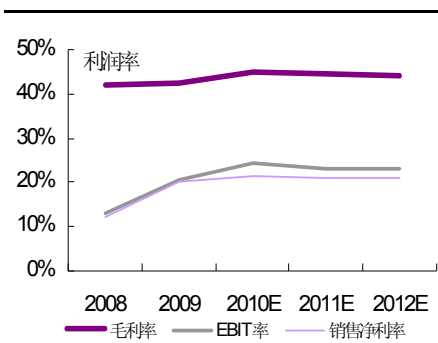
综合考虑绝对估值法以及 FCFF、FCFE 的估值结果，我们认为公司合理的股价为 22.39 元，如果考虑以当前价格出售禾盛新材的股权，能增厚每股股价 0.43 元，故最终公司合理的股价应为 22.82 元。

方法	股价（元）	权重
相对估值	22.42	33.30%
FCFF	22.77	33.30%
FCFE	21.97	33.30%
合理股价	22.39	

风险分析

我们认为投资公司未来面临的风险是：1）运营商集采竞争过度激烈使得公司配线业务毛利率大幅度下滑；2）市场估值重心下移，导致公司能够享受的估值水平降低。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	296	442	645	867	1,086
营业成本	172	254	355	482	606
折旧和摊销	9	13	16	18	19
营业税费	2	2	3	3	4
销售费用	19	31	45	61	76
管理费用	49	56	82	110	138
财务费用	6	6	2	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	2	2	2
营业利润	39	95	156	204	256
利润总额	41	104	163	212	267
少数股东损益	5	7	12	16	20
归属母公司净利润	31.24	82.15	126.01	164.67	206.35

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	601	866	964	1,213	1,492
流动资产	362	484	647	864	1,133
货币资金	75	118	177	234	346
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	172	220	294	395	496
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	12	11	12	12	12
存货	90	132	160	217	273
可供出售投资	0	96	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	68	55	55	56	56
固定资产	138	175	203	230	240
无形资产	25	42	40	38	36
总负债	192	307	289	398	505
无息负债	103	215	289	398	505
有息负债	89	92	0	0	0
股东权益	409	558	675	815	987
股本	153	214	214	214	214
公积金	73	119	140	167	201
未分配利润	133	168	252	348	466
少数股东权益	49	57	69	85	106

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6	79	112	129	176
净利润	31	82	126	165	206
折旧摊销	9	13	16	18	19
净营运资金增加	68	31	90	128	127
其他	-103	-47	-120	-181	-177
投资活动产生现金流	-64	-37	46	-50	-30
净资本支出	-26	-44	50	50	30
长期投资变化	68	55	0	0	0
其他资产变化	-106	-49	-4	-100	-60
融资活动现金流	20	-13	-99	-22	-34
股本变化	68	61	0	0	0
债务净变化	26	3	-92	0	0
无息负债变化	30	112	73	109	107
净现金流	-38	29	59	57	112

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	46.91%	49.25%	45.98%	34.46%	25.32%
净利润增长率	20.25%	162.95%	53.39%	30.68%	25.31%
EBITDA 增长率	43.74%	118.06%	56.44%	26.81%	24.16%
EBIT 增长率	27.99%	136.58%	61.12%	28.42%	25.54%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	118	45	29	22	18
PB	10	7	6	5	4
EV/EBITDA	51	34	21	17	13
EV/EBIT	65	41	25	19	15
EV/NOPLAT	74	48	29	23	18
EV/Sales	10	9	6	4	4
EV/IC	7	8	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	41.91%	42.58%	44.88%	44.38%	44.19%
EBITDA 率	16.11%	23.54%	26.73%	25.21%	24.98%
EBIT 率	12.98%	20.57%	24.25%	23.16%	23.20%
税前净利润率	13.88%	23.64%	25.22%	24.51%	24.56%
税后净利润率 (归属母公司)	10.56%	18.60%	19.55%	19.00%	19.00%
ROA	5.95%	10.27%	14.36%	14.92%	15.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.69%	16.37%	20.78%	22.57%	23.41%
经营性 ROIC	8.94%	16.57%	21.57%	22.45%	24.30%
偿债能力					
流动比率	1.89	1.72	2.49	2.46	2.57
速动比率	141.75%	125.07%	187.83%	184.43%	195.38%
归属母公司权益/有息债务	4.02	5.45	-	-	-
有形资产/有息债务	6.36	8.86	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.15	0.38	0.59	0.77	0.96
每股红利	0.04	0.10	0.19	0.25	0.32
每股经营现金流	0.03	0.37	0.52	0.60	0.82
每股自由现金流(FCFF)	0.06	0.49	0.06	0.09	0.40
每股净资产	1.68	2.34	2.83	3.41	4.12
每股销售收入	1.38	2.06	3.01	4.05	5.07

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。