

新海宜(002089)

多元化战略带来业绩爆发力

推荐 (首次)

现价: 18.21 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.nsu.com.cn
大股东/持股	张亦斌/18.24%
实际控制人/持股	张亦斌/18.24%
总股本(百万股)	235
流通 A 股(百万股)	148
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	42.35
流通 A 股市值(亿元)	26.7
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	35.5

行情走势图



相关研究报告

研究员

李忠智 S1060209070151
0755-22627806
lizhongzhi@pingan.com.cn

投资要点

■ 接配线主业：行业持续景气，产能有保证

3G 后续补网及三网融合下的 FTTx 建设热潮促使配线行业景气延续，市场将在 2010 年呈现供不应求的格局；公司今年的主要增长点在于光交箱和户外机柜，不足产能将通过生产线调配解决，新增机柜产能预计 2011 年上半年达产，届时将极大缓解产能压力。

■ 软件外包：优良客户关系助力市场开拓

公司在华为的软件外包业务已经达到较大规模，增速可能会有所减缓，后 3G 时代的运营商及增值服务类软件外包将成为战略重点；配线行业的多年深耕使得公司在三大运营商拥有优良的客户关系，为运营商及增值服务类软件外包市场的开拓带来优势。

■ 视频监控：资金、技术优势明显，看好短期爆发力

视频监控市场分散，中小企业众多；公司历经二年多时间研发的“网络化、数字化、高清化”产品具有技术优势，符合行业发展趋势；良好的客户关系及资金实力将有助于迅速拓展市场。看好此项业务在短期内的爆发力。

■ 盈利预测与估值

首次给予“推荐”评级。预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.56、0.76、0.96 元，对应最新的股价 18.21 元，动态 PE 为 32 倍、23 倍、18 倍。给予“推荐”评级。

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	295.85	441.56	673	962	1294
YoY(%)	46.9%	49.25%	52%	43%	34%
净利润	31	82	120	164	206
YoY(%)	26.82%	148.31%	45%	33%	22%
毛利率(%)	41.91%	42.58%	41.8%	41.3%	40.8%
净利率(%)	10.56%	18.6%	17.8%	17%	15.9%
ROE(%)	8.7%	16.4%	19.9%	22.4%	23.0%
EPS(摊薄/元)	0.146	0.384	0.56	0.76	0.96
P/E(倍)	90	47	32	23	18
P/B(倍)	11.24	7.77	6.50	5.33	4.34

一、“软硬”兼施，走多元化经营道路

公司是我国通信配线行业的主要竞争者。配线业务市场份额局前五名，在江苏及华东市场占有较大优势。配线类产品主要包括 MDF（主配线架）、DDF（数字配线架）、ODF（光纤配线架）、光纤槽道、机柜等。2008、2009 年配线类产品分别实现营业收入 1.84 亿、3.1 亿元。

实施多元化经营战略，2010 年新募资金重点投资四大项目。近年来公司通过并购、合资等方式积极拓展新业务领域。2007 年，通过控股易思博软件进入软件外包行业；与上海亿山信息合资成立苏州新海宜图像技术进入视频监控行业。2010 年公司通过增发净募集资金 3 亿元，分别投入多宽带业务远程接入系统、ICT 软件产品及服务项目等，详见图表 1。

图表1		单位：亿元
项目类别	项目名称	投资额
完善产品结构	承载多中宽带业务的远程接入系统	1.4
	ICT 软件产品及服务业务项目	1.8
产业链延伸	基于 3G 的视频监控系统项目	0.69
	宽带移动视频接入网关产业化	0.38
合计		4.2

资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、接配线主业：行业景气持续，产能有保证

行业景气持续，公司配线主业未来三年有望实现 50% 左右的复合增长。在政策、市场竞争、建设成本下降等多重因素驱动下，FTTx 建设在 2010 年加速。三大运营商 2009 年部署 FTTx2000 万线，预计 2010 年达 3000 万线以上。加之 3G 后续补网，我们预计未来三年内，通信配线行业将实现 50% 左右的复合增长，公司增长速度将与行业增速基本持平。

光交箱和户外机柜产能有保障。光交箱和户外机柜是配线业务的主要增长点。2008 年，公司已通过产能扩张实现 MDF 年产 2300 架，ODF 年产 1800 架。由于 ODF、MDF、光交箱、机柜共用部分零件生产线，在“光进铜退”大趋势下，MDF 需求渐少，可以空出部分产能，目前光交箱、户外机柜、ODF 产能基本满足新增需求。新募投 5800 台机柜项目地皮厂房已基本到位，预计全部达产时间在 2011 年上半年。

毛利率可能会下滑，但压力不大。目前三大运营商都开始有部分标准化产品中实行集采。集采中一般价格标占 60%，商务标占 40%，且竞标商互相间价格标排名可见，导致价格竞争激烈，毛利率有下滑趋势。几个因素决定公司毛利下滑压力不大：1) 集采产品占公司配线销量的 40% 左右，而非集采产品毛利稳定；2) 高毛利特色产品光纤槽道近年销量稳步上升，2009 年销售 2000 多万，可缓解毛利下降压力；3) 公司配线产品外协生产比例小，成本控制力强。

进入门槛低、产品同质化决定配线厂商成长速度与行业增速大致持平。从整体上看，配线行业的进入门槛不高，竞争激烈。由于各类配线产品的行业标准——如 DDF 的 YD/T1437-2006 标准，MDF 的 YD/T694-2004 标准，对产品的规格、性能都有明确定义，各厂商为了在成本上占据优势，一般只会依据行业标准进行设计生产，产品同质化严重。同时三大运营商为保障其供应链的稳定性，会在集采中维持各厂家份额的平衡。因此，公司配线主业大幅超越行业平均水平可能性小。

三、软件外包：优良客户关系助力市场开拓

重点发展运营商及 sp 服务类软件外包。2009 年软件外包实现营业收入 9 千万元，其中 80%左右来自华为的发包，规模已经较大，我们预计未来几年华为业务的增速会有所放缓。未来公司重点开拓二个领域：1) 直接面向运营商的软件外包，如中小规模业务支撑软件；2) sp 增值服务类软件外包。

优良的客户关系驱动软件外包快速成长。我们看好软件外包业务在二至三年内的成长性：1) 公司在电信行业深耕多年，在三大运营商中拥有优良的客户关系及口碑；2) 公司目前处于中小规模，正是软件外包企业成长最快时期；3) 三网融合及 3G 发展带来对运营商业务支撑软件巨大需求；4) sp 软件行业小企业众多，公司资金充裕，我们预期公司有**通过并购快速开展业务**的可能。

长期发展考验管理水平。从软件外包业的发展来看，企业规模增大后，对管理的要求大大增加。公司此前一直从事硬件业务，软件业务快速成长后，能否培养、建设合理的人才梯队，规范内部的管理开发流程，有效控制费用，是后期跟踪的主要关注点。

四、视频监控：具备资金、技术优势，爆发力强

视频监控行业数字化、网络化趋势带来进入机会。视频监控行业呈现“数字化、网络化、高清化”的发展趋势，国内目前处于起步阶段，公司在这个细分领域与大华、海康威视等行业领军企业的**差距不大**。公司着重发展基于互联网、3G 的高清数字监控，自主研发视频编解码算法、监控平台，外协购买硬件产品如芯片、摄像头、磁盘阵列等，最后成品由公司进行整体检验测试。

资金、技术优势明显，看好业务快速起步。视频监控市场集中度低，从业企业约 15000 家左右，年销售额不到 1000 万元的小企业占 90%以上。业内的主要公司海康威视也仅占市场份额的 7%左右。公司已形成网络硬盘录像机、视频服务器、网络摄像机、监控中心平台等全系列的网络视频监控产品线，技术完全成熟，具备相当的市场竞争力。同时，雄厚的资金实力，良好的客户关系将帮助公司迅速开拓市场。2009 年视频业务收入 27 万，2010 年预计在 2 千万左右。

综合实力决定长期发展。视频监控行业专业性强，其核心竞争力在于技术和研发，涉及到视音频编解码技术、集成电路应用技术、网络技术、软件技术等。目前公司的产品种类不多，质量有待市场验证。未来我们将密切跟踪公司新产品研发、销售渠道建设及市场拓展情况。

五、盈利预测与投资建议

主要假设：

1) 配线业务未来三年实现 40%以上的复合增长率，大致与行业增速相当，毛利率则呈现略微下滑趋势；2) 软件外包业务毛利率呈现略微上升趋势，主要原因是公司将更多地开拓直接面向终端客户的软件外包业务；3) 视频监控业务参考海康威视、大华股份 40%-50%的毛利率，考虑业务刚刚起步，规模效应低，同时需要通过价格优势开拓市场，故假设在 30%-35%；4) 公司另有二个孵化项目：宽带移动视频接入网关，内容级智能流量管理系统。由于此二项业务在市场中将面对华为、中兴、H3C 等竞争对手，我们预期形成规模收益需较长周期，暂假设不贡献收入。预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.56、0.76、0.96 元，对应最新的股价 18.21 元，动态 PE 为 32 倍、23 倍、18 倍。给予“推荐”评级。

图表2 新海宜细分业务业绩预测

单位：百万元

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	271.80	441.56	673.31	962.16	1293.55
网络配线	184.18	310.69	466.04	675.75	912.26
计算机技术开发	68.70	91.47	132.63	185.68	250.67
系统工程	18.92	16.77	16.77	16.77	16.77
防雷产品	0.00	10.16	14.22	18.49	22.19
其他	0.00	12.47	43.65	65.47	91.65
占收比(%)					
网络配线	67.76%	70.36%	69.22%	70.23%	70.52%
计算机技术开发	25.28%	20.72%	19.70%	19.30%	19.38%
系统工程	6.96%	3.80%	2.49%	1.74%	1.30%
防雷产品	0.00%	2.30%	2.11%	1.92%	1.72%
其他	0.00%	2.82%	6.48%	6.80%	7.09%
毛利率(%)	43.62%	42.61%	41.80%	41.29%	40.77%
网络配线	41.86%	42.84%	41.00%	40.00%	39.00%
计算机技术开发	52.24%	48.98%	49.00%	50.00%	51.00%
系统工程	29.49%	5.55%	17.52%	15.00%	12.69%
防雷产品	0.00	65.85%	65.85%	64.85%	63.85%
其他	0.00	21.01%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	484	613	847	1135
现金	118	172	235	333
应收账款	220	302	412	532
其他应收款	11	17	24	32
预付账款	3	5	7	9
存货	132	118	169	230
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	382	373	388	399
长期投资	55	0	0	0
固定资产	175	216	210	202
无形资产	42	54	64	75
其他非流动资产	109	103	114	122
资产总计	866	986	1235	1534
流动负债	282	317	417	530
短期借款	92	86	89	88
应付账款	92	118	169	230
其他流动负债	97	113	159	212
非流动负债	26	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	0	0	0
负债合计	307	317	417	530
少数股东 权益	57	69	86	107
股本	214	214	214	214
资本公积	90	90	90	90
留存收益	198	296	428	594
归属母公司股东权益	502	600	732	898
负债和股东权益	866	986	1235	1534

现金流量表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	79	91	123	162
净利润	89	132	181	227
折旧摊销	17	16	18	19
财务费用	6	-1	-3	-6
投资损失	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-44	-39	-84	-90
其他经营现金流	15	-14	13	15
投资活动现金流	-37	-11	-33	-30
资本支出	41	51	11	6
长期投资	2	-51	10	10
其他投资现金流	6	-12	-12	-13
筹资活动现金流	-13	-27	-27	-34
短期借款	3	-6	2	-0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	61	0	0	0
资本公积增加	39	0	0	0
其他筹资现金流	-115	-21	-29	-34
现金净增加额	29	54	63	98

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	442	673	962	1294
营业成本	254	392	565	766
营业税金及附加	2	4	5	7
营业费用	31	44	64	87
管理费用	56	84	125	181
财务费用	6	-1	-3	-6
资产减值损失	1	5	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	3	3	3
营业利润	95	148	204	258
营业外收入	10	6	7	7
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	104	154	210	265
所得税	15	22	30	38
净利润	89	132	181	227
少数股东损益	7	12	17	21
归属母公司净利润	82	120	164	206
EBITDA	119	164	219	271
EPS (元)	0.38	0.56	0.76	0.96

主要财务比率 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入 (%)	49.3%	52.5%	42.9%	34.4%
营业利润 (%)	141.3%	55.8%	37.9%	26.4%
归属母公司股东权益 (%)	163.0%	45.7%	36.8%	26.1%
获利能力				
毛利率 (%)	42.6%	41.8%	41.3%	40.8%
净利率 (%)	18.6%	17.8%	17%	16%
ROE(%)	16.4%	19.9%	22.4%	23.0%
ROIC(%)	21.3%	26.2%	30.8%	34.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	35.5%	32.2%	33.8%	34.5%
净负债比率 (%)	29.94%	27.22%	21.28%	16.70%
流动比率	1.72	1.93	2.03	2.14
速动比率	1.24	1.56	1.62	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.73	0.87	0.93
应收账款周转率	2	2	2	3
应付账款周转率	3.67	3.74	3.94	3.84
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.56	0.76	0.96
每股经营现金流	0.37	0.43	0.57	0.75
每股净资产	2.34	2.80	3.42	4.19
估值比率				
P/E	47.46	32.58	23.81	18.89
P/B	7.77	6.50	5.33	4.34
EV/EBITDA	35	25	19	15

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257