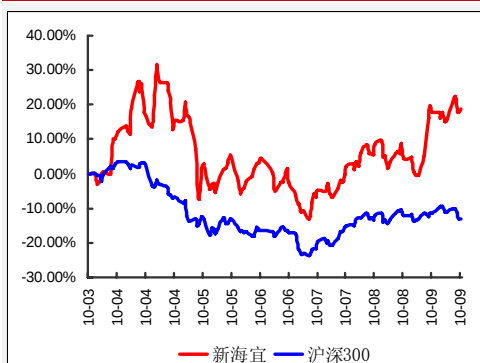




新海宜(002089)：行业景气延续，多元化战略驱动业绩高增长

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	235.25
实际流通 A 股（百万股）	147.65
实际流通 A 股市值（亿元）	30.86

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 丁晶

电话 025-83367888-3085

邮箱 jingd_nj@163.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

- 公司中报显示，今年上半年营收增长14%，净利润增长44%，毛利率小幅下滑，规模化效应导致期间费用率下降，投资收益和营业外收入大幅增加，业绩基本符合市场预期。通信配线设备与软件业务是营收增长的主要动力。
- 通信配线设备为公司最大的收入和营业利润来源。受益于3G后续补网、光进铜退和FTTx大规模建设，通信配线行业景气延续，公司配线业务仍有较大空间，增长速度预计将与行业增速基本持平。
- 公司软件业务发展迅速，其收入的80%来自于华为的软件外包。高毛利率的软件业务收入的快速增加有利于抵御由于运营商对公司硬件产品集采造成的产品毛利率下降。公司的战略重点正逐渐转向直接面向运营商的增值服务类软件外包，软件业务将受益于建网后期运营商对增值服务的加强。
- 实施多元化战略，新募投的四个项目（光接入网、软件外包、3G视频监控和移动互联网）和新成立的两家子公司（光电科技和海汇投资）将进一步完善公司产品结构，帮助公司进行产业链延伸。3G视频监控为新业务亮点，但业绩贡献需要等待。
- 看好公司未来发展前景，预计公司10年、11年主营业务的全面摊薄EPS分别为0.53元、0.75元，目标价格为23元，给予公司“推荐”评级。

● 投资要点

近日新海宜公布了其2010年中报，主要业绩指标如表1所示。

表1 2010年新海宜上半年业绩分析 单位（百万元）

	1H2009	1H2010	1H2010 VS 1H2009
主营业务收入	196.42	224.43	14.16%
主营业务成本	105.95	133.89	26.37%
毛利率（%）	46.10%	40.30%	-5.80%
费用	45.68	38.19	-16.40%
费用率（%）	23.26%	17.03%	-6.23%
销售费用	16.63	10.25	-38.36%
销售费用率（%）	8.46%	4.57%	-3.89%
管理费用	25.71	25.09	-2.41%
管理费用率（%）	13.09%	11.19%	-1.90%
财务费用	3.35	2.84	-15.22%
财务费用率（%）	1.70%	1.27%	-0.43%
归属母公司股东净利润	32.78	47.28	44.25%
全面摊薄每股收益	0.15	0.22	44.22%

数据来源：公司报告，南京证券研究所

❖ 公司今年上半年营收增长14%，净利润增长44%，业绩基本符合市场预期，通信配线设备与软件业务是营收增长的主要动力。

公司是国内通信配线行业中唯一的一家同时具备软、硬件生产研发能力的企业，主营业务分为通信配线设备和软件业务两大类。过去四年中发展迅速，营收和净利润分别实现了41.29%和48.33%的复合增长；整体毛利率维持在42%左右的较高水平，期间费率也稳定在22%左右。

公司今年上半年实现营收2.24亿元，同比增长14.16%，分产品看，通信配线设备实现收入1.7亿元（占总体收入比例达到74.29%），软件业务的营业收入为5171万元（占总体收入比例达到23%），两者同比分别增长15%和12%；分区域看，省内下滑5.1%，省外增长32.9%，公司上半年省外业务的扩展取得了较大的突破，其中广东、福建、华中地区增长较快；实现归属母公司净利润4728万元，同比增长44.25%，毛利率下降5.8%，费用率下降6.23%。全面摊薄每股收益为0.22元，同比增长44.22%。净利润增速快于营收增速，主要原因是销售费用率（今年上半年为17%，去年同期为23.3%）和所得税率（今年上半年为14%，去年同期为15.6%）相比去年同期均有一定程度下降。

- ❖ 受益于3G后续补网、光进铜退和FTTx大规模建设，通信配线行业景气延续，公司业务仍有较大空间，预计增长速度将与行业增速基本持平。

通信配线设备为公司最大的收入和营业利润来源，2009年收入和营业利润占比均为71%。在三网融合的背景下，电信运营商加快了其FTTx的部署速度，接入网的“光进铜退”带来了大量投资需求，同时广电出于发展电信业务的诉求，也加快了其NGB网络（基于有线电视数字化和移动多媒体广播的下一代广播电视网）的建设速度。从整个行业发展趋势来说，光通信行业在未来几年都将维持高景气度，从而为公司通信配线保护产品的持续快速增长提供了保障。公司的配线架、户外机柜等保护设备作为光传输及光接入网中必不可少的核心配套设备，将保持旺盛的产品需求态势。

国家发布的《关于推进光纤宽带网络建设的意见》指出，到2011年实现光纤宽带端口超过8000万，3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。但截止到09年底，全国已建设完成的光纤宽带端口仅约为2000万个，这表明今明两年共需新增宽带端口6000万个，年平均为3000万个/年。公司配线系统主打产品之一“多宽带远端接入系统”为FTTx网络核心节点，一般来说，一套多宽带远端接入系统对应100户FTTx用户，由此估算，2010~2011年对应潜在需求量总共在60万套的规模，一年平均需求量在30万套。公司凭借07、08年的产能持续扩张，09年配线系列产能规模已提升至行业龙头，配线系列产品从09年起已经进入供不应求的局面。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。

公司今年力争产能翻番（即生产5600套），但相比于潜在市场需求，占比仅有约2%，产品销售不成问题。现阶段制约公司此项产品业务发展的最大问题还是公司产能不足。公司近期非公募投项目中一项即是再增加5800套的产能，但要到2011年才能完全投产。今年公司业绩情况主要决定于公司产能的扩张情况。

接配线产品市场集中度不高，尽管公司目前产能位居行业第一，却只占8%左右的市场份额。随着几大运营商逐步实行全国范围内的集采，公司有望凭借其技术和规模优势进一步扩大市场份额，但是从整体上看，配线行业的进入门槛不高，竞争非常激烈。由于各类配线产品的行业标准对产品的规格、性能都有明确的定义和要求，各厂商为了在成本上占据优势，一般只会根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很小。我们预计未来三年内，通信配线行业将实现45%左右的复合增长，公司增长速度将与行业增速基本持平。

❖ **软件业务将受益建网后期运营商对增值服务的加强。**

公司于2007年4月并购深圳易思博软件公司，进入软件外包行业，希望降低公司收入对运营商固定资产投资的依赖。易思博软件主要从事通信类增值服务，如彩铃、彩信和计费系统等增值服务平台的开发，其收入的80%来自于华为的软件外包。软件业务发展迅速，相应开发人员从07年的200多人发展到09年的将近1000人，在此期间软件收入年均复合增长率达到40%，收入占比由2007年18%上升至2009年21%左右，同时拉升了公司综合毛利率水平。今年华为订单增长较快，公司持续进行人员扩充，已在南京、北京、成都和西安招聘人员，并计划在西安设立一个分公司。2010年7月易思博软件员工数在1300人左右，预计今年年底员工数将达到1800人，以适应华为软件外包迅速增加的需求。

需要特别指出的是，目前公司在华为的软件外包业务已经达到较大规模，未来的增速可能会有所减缓，为减少软件业务对华为技术的依赖，公司的战略重点也正逐渐转向直接面向运营商的增值服务类软件外包，同时公司已在积极开拓金融、电力、医疗领域的机会，且在智能电网领域已有突破。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。软件业务相比公司配线架、户外机柜等硬件产品有更高的毛利率，软件业务收入的快速增加有利于抵御由于运营商对公司硬件产品集采造成的产品毛利率下降，从而为公司的持续成长提供了保障。在软件产业形势转好的背景下，预计公司2010-2012年软件业务收入年均复合增长率仍将保持40%左右。

❖ **毛利率小幅下滑，规模化效应导致期间费用率下降，投资收益和营业外收入大幅增加。**

公司上半年综合毛利率为40.3%，较同期下降5.8%，分产品看，配线系统受钢、铜、铝等原材料价格上升以及国内三大运营商集采价格下降所致，毛利率出现一定下滑，2010年上半年毛利率为40.30%，同比下降6.6%；软件外包方面，由于公司在上半年进行了较大规模的人员准备以及市场扩张等因素，造成了相关成本上升，带来其毛利率较大幅度的下滑，上半年同比下降8.5%，毛利率为40.20%。

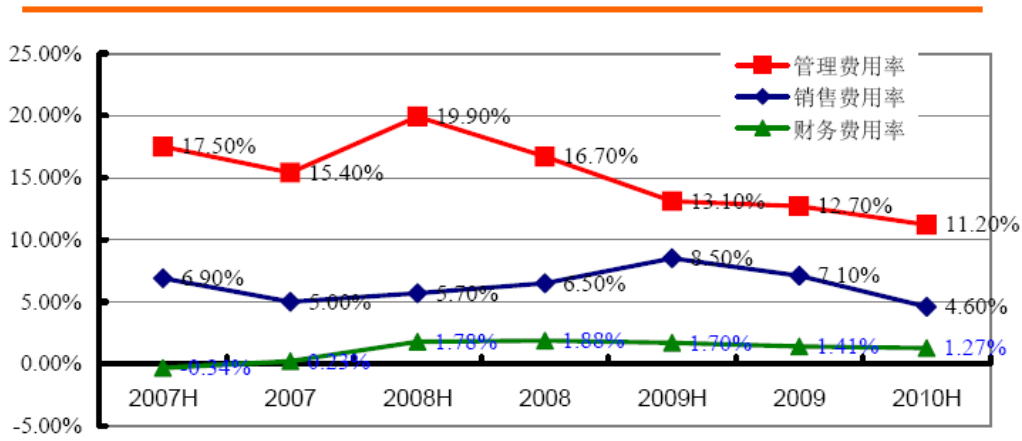
表2 2010年vs2009年上半年新海宜毛利率分析

	1H2009	1H2010	1H2010 VS 1H2009
收入占比			
通信配线	69.80%	74.10%	4.30%
软件外包	23.60%	23.20%	-0.40%
综合毛利率	46.10%	40.30%	-5.80%
通信配线	46.80%	40.30%	-6.60%
软件外包	48.70%	40.20%	-8.50%

数据来源：公司中报，南京证券研究所

公司期间费用率由2009年上半年的23.3%，降至2010年上半年的17%，同比下降6.6%；其中公司上半年销售费用率为4.6%，较2009年上半年的8.5%下降近一半，主要原因是母公司销售网络日趋成熟，市场开拓费用有所降低；母公司继续加大费用控制管理的力度，对销售人员进行了严格的业绩考核。同时公司加大了费用控制，带来公司管理费用率同比下降1.9%，上半年管理费用率为11.2%。但环比看二季度的管理费用率较一季度提升的幅度较大，主要由易思博软件人员扩编所致。财务费用率受公司非公开发行募集资金和短期借款大幅减少的作用，降低0.4个百分点至1.3%。

表3 公司近几年费用率情况



数据来源：公司报告，南京证券研究所

上半年受联营企业苏州元风创投业绩增长的影响，公司的投资收益同比增长83.28%，达到258万元，此外，本期营业外收入因确认的财政补贴增加而同比增长69.3%至396万元。

作为通信配线设备及户外机柜的主要原材料，目前钢材、铝、铜等原材料价格上涨空间已十分有限，下半年有望逐步走低，且随毛利率水平较高的软件开发业务收入占比进一步提高，公司的综合毛利率水平下跌幅度有限。期间费用率的持续走低，很大程度上抵消了毛利率下滑对公司盈利造成的拖累，随着公司逐步扩大生产规模，期间费用率有望在规模效应带动下控制在相对较低水平，从而减轻盈利率的压力。

❖ **3G视频监控为新业务亮点，但业绩贡献需要等待。**

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2007年与上海亿山信息技术公司共同成立了新海宜图像技术公司，新海宜拥有51%的股权。上海亿山公司研发团队主要为原中兴通讯的研发人员。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。随着视频监控技术的进步和经济发展带来的安防需求提升，我国视频监控行业预计将保持较快发展。据赛迪顾问预测，未来5年我国安防视频监控行业市场容量年均复合增长率为24%，2012年市场容量将达到523亿元。公司视频监控产品线丰富，现在通过与诺西、爱立信等厂商合作直接为运营商提供网络视频监控平台，避免了与海康威视等行业领导厂商的直接竞争。但由于公司视频监控产品近两年一直处于研发试验阶段，财务方面一直处于亏损状态。产品有望成为公司未来业务的新亮点，但短期对公司业绩不会有实质性贡献。

❖ **实施多元化战略，新募投的四个项目（光接入网、软件外包、3G视频监控和移动互联网）和新成立的两家子公司（光电科技和海汇投资）将进一步完善公司产品结构，帮助公司进行产业链延伸。**

公司2010年6月以15.11元/股，非公开发行股票2116万股，扣除发行费用后，募集资金净额约为3亿元，由于募投项目总投资额为4.27亿，资金不足部分公司有可能通过出售禾盛新材股权加以解决。公司持有禾盛新材360万股股权，占其总股本3.19%，账面价值约1.27亿元，2010年9月3日解禁。本次公司募投的四个项目——光接入网、软件外包、3G视频监控以及移动互联网，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。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。本次募投项目将于2011年7月达到预定可用状态，预计当年将能为公司贡献业绩。

同时公司中报公告，正式成立新海宜光电科技和苏州海汇投资，分别致力于发展光纤宽带和投资业务。光电科技业务包括光纤跳线及小区用配线光缆，初步预计产能在100万芯公里左右，11年上半年投产。该业务非常有利于拓展产业链，提升整体竞争力，同时也可以提升配线业务的毛利率。海汇投资是未来投资业务的平台，运作模式为产业孵化器，投资标的包括配线产业链上下游企业及通信软硬件新兴企业。此外公司宣布未来将参与期货套期保值以减少原材料价格波动对业务造成的影响。募投项目和新成立的子公司均将为公司未来的业绩增长提供强有力的支撑。

● 盈利预测

我们认为高的行业景气度为公司配线系列产品的持续快速增长提供了保障，软件业务快速增长则使公司能有效抵御未来增长中的毛利下降风险，实施多元化战略将更好地完善公司的产品结构和进行产业链延伸。我们看好公司未来的发展前景，预计公司2010年、2011年主营业务的全面摊薄EPS分别为0.53元、0.70元，目标价格为23元，给予公司“推荐”评级。

● 风险因素

- ❖ 运营商加大集采力度，对通信网络配线产品的毛利率造成进一步挤压。
- ❖ 软件业务过度依赖华为外包，向其它领域拓展也存在一定风险。
- ❖ 运营商FTTx建设进度低于预期的风险。

附：利润表预测

单位（百万元）

	2009A	2010E	2011E
营业收入	442	693	1024
营业成本	254	382	568
毛利	188	311	456
% 营业收入	42.6%	44.8%	44.6%
营业税金及附加	2	4	5
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	31	49	72
% 营业收入	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	56	87	128
% 营业收入	12.7%	12.5%	12.5%
财务费用	6	4	11
% 营业收入	1.4%	0.5%	1.1%
资产减值损失	1	13	18
公允价值变动收益	0	0	0
投资收益	4	0	0
营业利润	95	156	222
% 营业收入	21.5%	22.5%	21.7%
营业外收支	9	0	0
利润总额	104	156	222
% 营业收入	23.6%	22.5%	21.7%
所得税费用	15	22	31
净利润	89	134	191
归属于母公司所有者的净利润	82.1	123.9	176.4
少数股东损益	7	10	14
EPS（元/股）	0.35	0.53	0.75

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。