

接入网结构性推动力持续确定，远期增长看产业延伸和海外扩张

事件

我们于近期实地调研了日海通讯，与公司相关高管进行了深入交流。

研究观点

- **接入网结构性推动力将保障近三年高速增长。**公司受益于光通信投资中接入网结构性爆发式增长，按照三大电信运营商的规划，接入网投资将推动日海通讯配线网设备近三年的快速增长。我们分析认为，日海通讯作为国内光配线领域龙头企业，受益接入网规模增长的弹性最大有望实现连续三年 50% 左右的增速，而同时日海国内市场占有率仅为 11%，未来有望借助资本实力和规模实力逐步提升占有率，保障在电信配线领域的持续增长。
- **配件自产率提高和搬迁武汉有望持续提高净利润率。**公司不断加大在光器件、机加工配件等领域的自产比例，使得能够享受更大的毛利空间。公司年底将主要生产基地迁至武汉，由于武汉的地理位置特点，公司将在产品运输费用方面大幅受益，有望在降低费用率比列达到 1.5—2 个百分点。综合来看，自产比例的不断提升和武汉搬迁将带动公司净利率水平的持续提升。
- **海外布局有望发力，前景无限。**公司主基地搬迁武汉后，深圳基地有望成为海外业务生产基地，目前公司海外业务占比很低。公司正全面推进海外业务的发展，在欧美、南美、东南亚、俄罗斯等区域均开始推进，有望未来几年在海外再造一个日海。从全球经验来看，美国厂商 ADC 规模可以做到 10 亿美元以上，日海全球市场拓展背景下规模仍有大幅的提升空间。
- **通信工程和上游芯片提前布局保障公司远期增长。**一方面，引进了通信工程业务，主要是基站建设和代维护、通信建设工程等，收购的广州穗灵公司有望成为日海全国工程业务总部。另一方面，往上游延伸，在佛山成立光波导芯片公司，有望掌控配线产业上游有效扩大市场占有率。
- **投资建议：**我们分析认为，光通信领域接入网投资的结构性的特点仍然是显著的，预期公司仍然将是接入网结构性机会最大受益者和受益弹性最大者，而从远期来看，产业延伸和海外扩张将保证其未来的持续高速增长。我们预计公司 2011—2013 年 EPS 为 1.62、2.54、3.53 元。参考通信设备行业 25—30 倍的估值中枢，综合考虑日海通讯的偏制造行业属性和近年来的高增长预期，基于 2011 年预期 EPS 给予 35 倍估值，对应目标价 57.75 元，维持公司“买入”评级。
- **催化剂因素：**武汉基地投产运作、运营商 FTTH 建设力度超预期、光通信政策利好和投资超预期。
- **风险提示：**技术风险、产业链下游强势风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 5 月 13 日) 43.69 元

目标价格 57.75 元

总股本/A 股 (万股) 10000

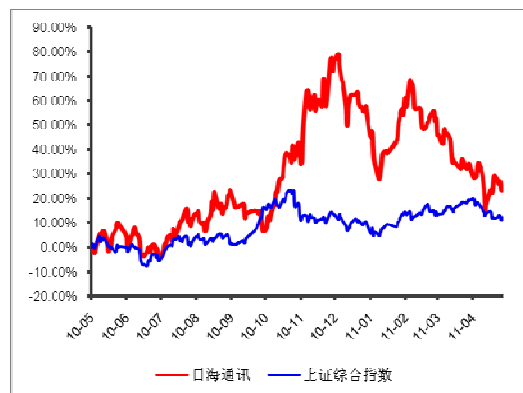
A 股市值 (百万元) 4368

国家/地区 中国

行业 通信与相关设备制造

报告发布日期 2011 年 5 月 16 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	902	1,357	1,931	2,590
同比(%)	32%	50%	42%	34%
归属母公司净利润	101	162	254	353
同比(%)	39%	61%	57%	39%
毛利率(%)	31.4%	32.3%	32.8%	33.0%
ROE(%)	10.9%	15.6%	21.0%	23.3%
每股收益(元)	1.01	1.62	2.54	3.53
P/E	43.35	26.98	17.20	12.38
P/B	4.72	4.21	3.61	2.89
EV/EBITDA	32	20	12	9

相关报告

日海通讯一季报点评：光通信行业一季报奇 2011-04-29
葩

附图：日海通讯财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,321	1,497	1,891	2,539	营业收入	902	1,357	1,931	2,590
现金	620	543	786	979	营业成本	619	919	1,297	1,735
应收账款	393	593	832	1,126	营业税金及附加	3	4	5	7
其它应收款	13	25	33	43	营业费用	120	181	237	311
预付账款	47	24	45	80	管理费用	49	74	105	141
存货	227	312	195	312	财务费用	(7)	(11)	(12)	(16)
其他	20	-	-	-	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	115	148	186	190	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	97	122	151	146	营业利润	112	185	292	406
无形资产	10	19	28	37	营业外收入	4	4	5	6
其他	9	7	7	7	营业外支出	0	1	2	2
资产总计	1,436	1,645	2,077	2,729	利润总额	117	188	295	410
流动负债	509	605	866	1,216	所得税	16	26	41	57
短期借款	-	27	30	40	净利润	101	162	254	353
应付账款	315	347	510	740	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	194	232	326	436	归属于母公司净利润	101	162	254	353
非流动负债	-	-	-	-	EBITDA	116	191	303	418
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	1.01	1.62	2.54	3.53
其他	-	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	509	605	866	1,216	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
股本	100	100	100	100	营业收入	31.6%	50.5%	42.3%	34.1%
资本公积	594	564	514	514	营业利润	40.0%	64.7%	57.8%	39.0%
留存收益	232	374	596	898	归属于母公司净利润	38.9%	60.7%	56.8%	38.9%
归属母公司股东权益合计	926	1,038	1,210	1,512	获利能力				
负债和股东权益	1,437	1,645	2,078	2,730	毛利率	31.4%	32.3%	32.8%	33.0%
现金流量表					净利率	11.2%	11.9%	13.2%	13.6%
单位:百万元					ROE	10.9%	15.6%	21.0%	23.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	9.9%	14.0%	19.3%	21.5%
经营活动现金流	68	(23)	371	249	偿债能力				
净利润	101	162	254	353	资产负债率	35.4%	36.8%	41.7%	44.5%
折旧摊销	10	17	22	27	净负债比率			3.5%	
财务费用	(7)	(11)	(12)	(16)	流动比率	2.60	2.47	2.18	2.09
投资损失	-	-	-	-	速动比率	2.15	1.96	1.96	1.83
营运资金变动	(46)	(192)	106	(115)	营运能力				
其它	11	1	-	-	总资产周转率	0.71	0.88	1.04	1.08
投资活动现金流	(70)	(50)	(60)	(30)	应收账款周转率	2.65	2.75	2.71	2.65
资本支出	(70)	(50)	(60)	(30)	应付账款周转率	2.73	2.78	3.03	2.78
长期投资	-	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	0	-	-	-	每股收益	1.01	1.62	2.54	3.53
筹资活动现金流	(31)	(4)	(67)	(27)	每股经营现金流	0.68	-0.23	3.71	2.49
短期借款	-	27	3	10	每股净资产	9.26	10.38	12.10	15.12
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	-	-	-	P/E	40.2	25.0	16.0	11.5
资本公积增加	3	(30)	(50)	-	P/B	4.4	3.9	3.4	2.7
其他	(34)	(1)	(21)	(37)	EV/EBITDA	29.6	18.0	11.3	8.2
现金净增加额	(34)	(78)	244	193					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注: 超级资金(>50万股或100万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
散户资金(<1万股或5万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
60日累计: 当日净量的60日累计值;
10日均值: 60日累计线的10日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn