

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

公司历史与现状：立足国内 发展海外	4
营收稳步增长 利润率稳定.....	4
内外兼修 重心突出.....	4
五大基地共筑 ODN 产业链.....	5
公司五年规划 服务于大型数据中心.....	6
公司业务：背靠 ODN 拓展工程服务和芯片设计	7
背靠 ODN 市场 受益 FTTH 业绩可期.....	9
传统连接分配产品 国内增速平缓 勇于布局海外.....	14
通信网络保护产品 受益 3G 扩容 增速稳定.....	16
综合布线产品 增速稳定.....	18
工程服务收入 其它业务增长点.....	20
公司核心竞争力	22
领先的技术研发能力.....	22
良好的大客户关系 及时响应的营销团队.....	22
海外市场战略清晰 扎实稳健.....	23
估值讨论及投资建议	25
风险提示	26
运营商资本开支低于预期.....	26
海外市场拓展速度较慢.....	26
通胀压力导致成本大增.....	26

图表目录

图 1:	日海通讯销售收入以及毛利率, 2006-2010.....	4
图 2:	日海通讯销售收入 2010 年各地区占比	5
图 3:	日海各项业务收入, 2008-2013E	7
图 4:	日海各项业务收入占比, 2008-2013E	8
图 5:	产品收入以及毛利率, 2010-2013E.....	8
图 6:	三大运营商 FTTX 用户数预测, 2011E-2016E	9
图 7:	三大运营商接入网 FTTX 建设投资额预测, 2010-2016E	10
图 8:	各分行业投资额变化, 2010-2014E.....	10
图 9:	光纤到户 (FTTH) 网络基本构架	11
图 10:	日海 ODF 产品	11
图 11:	日海 光纤连接器产品	11
图 12:	ODN 市场规模, 2006-2012E.....	12
图 13:	ODN 配线产品 市场占有率, 2009.....	12
图 14:	全球 FTTH 用户数, 2007-2013E	13
图 15:	日海 ODN 产品销售收入、毛利率及增长率, 2010-2013E	14
图 16:	日海 传统连接分配产品 MDF	14
图 17:	日海 传统连接分配产品 DDF	14
图 18:	传统连接分配产品市场规模, 2006-2012E.....	15
图 19:	日海传统连接分配产品 (MDF, DDF) 市场占有率, 2009.....	15
图 20:	日海传统连接产品销售收入、毛利率及增长率, 2010-2013E.....	16
图 21:	日海 一体化户外机房	16
图 22:	日海 一体化户外机柜	16
图 23:	通信网络保护产品市场规模, 2006-2012E.....	17
图 24:	一体化户外机房 市场占有率, 2009	17
图 25:	一体化户外机柜 市场占有率, 2009.....	17
图 26:	日海通信网络保护产品销售收入、毛利率及增长率, 2010-2013E.....	18
图 27:	日海 综合布线产品	18
图 28:	综合布线产品市场规模, 2005-2012E	18
图 29:	综合布线市场市场份额, 2009.....	19
图 30:	日海综合布线产品销售收入、毛利率及增长率, 2010-2013E.....	20
图 31:	日海其它产品销售收入以及增长率, 2010-2013E	21
图 32:	配线商对国内运营商直接销售渠道	23
图 33:	国内外销售团队构架图	23
图 34:	日海通讯股价	25
表格 1:	日海通讯主要产品	7
表格 2:	日海重大成果及参与制定或者认证的行业标准.....	22
表格 3:	日海海外市场战略规划	24
表格 4:	盈利预测及投资评级.....	25

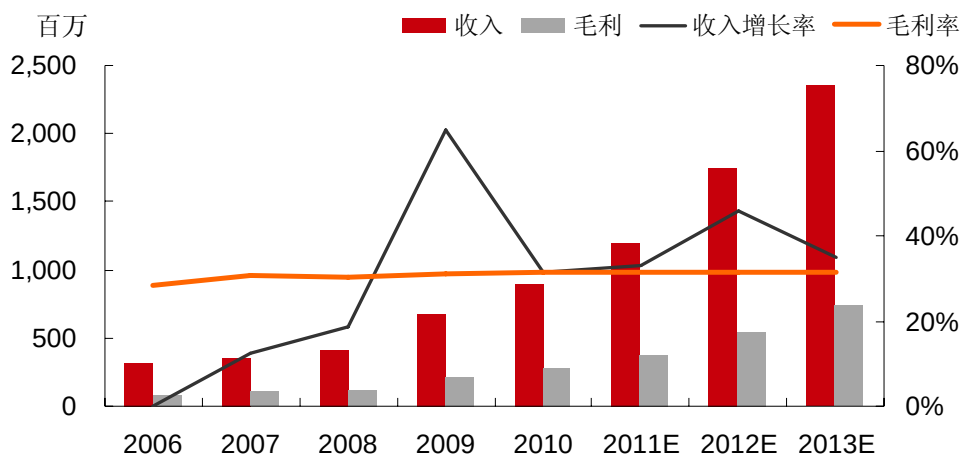
公司历史与现状：立足国内 发展海外

日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备供应商，专注于为国内外电信运营商、电信主设备商和网络集成商提供一流的通信网络连接、分配和保护的产品及整体解决方案，在第三代移动通信（3G）和光纤到户（FTTH）等市场，拥有先发优势。

营收稳步增长 利润率稳定

日海通讯作为中国龙头配线企业近年来增长迅速。2006 年公司销售收入 3.12 亿，至 2010 年销售收入 9.01 亿，销售收入年复合增长率 30.6%。毛利随着销售同步增长、稳中微升。考虑到运营商自 2009 年开始集采，对产品价格形成了一定的压力的前提，可推断日海有较强的成本控制能力，并且对上游也具有较强的议价能力。

图 1： 日海通讯销售收入以及毛利率，2006-2010



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

除了现有业务，日海也积极进行上下游拓展：上游往光波导芯片方向延伸，光波导芯片是光纤到户配线网络的必须原材料，自制光波导芯片将有助于公司突破光纤到户配线产品产能瓶颈并推高毛利率；下游涉足工程服务业务，是配线业务的延伸，对运营商提供工程服务业务一方面将为公司带来新的利润增长点，另一方面也有望提高运营商对日海产品的信任度。我们预计 2011-2013 年日海销售收入仍将维持 38% 的年复合增长率，毛利保持同步增速。

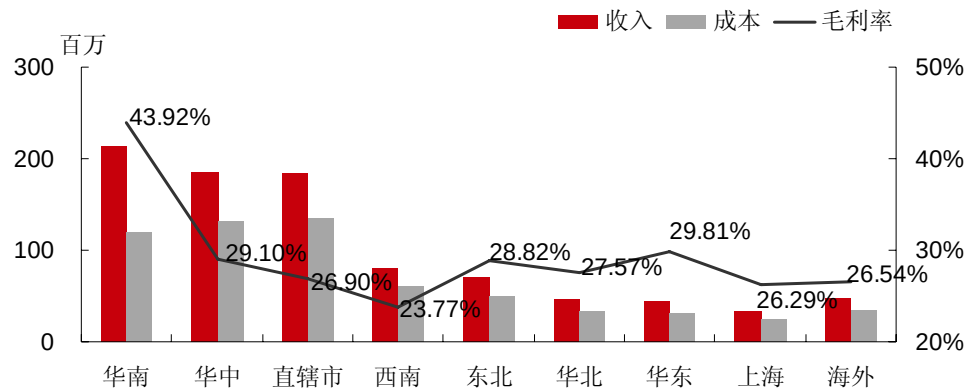
内外兼修 重心突出

华南、华中以及直辖市地区是日海历来收入的重要组成部分，其中，华南地区以 43.92% 的毛利率高居榜首，主要原因是日海在华南地区具有较好的口碑以及较大的市场影响力，未来仍将是收入的重要来源。

在发展国内市场的同时，日海也大力拓展海外市场。过去日海的海外市场拓展重点在俄罗斯和北美，现在组建团队加强对南美、欧洲和东南亚的侧重。2009 年海外市场的增长由于金融危机的原因有所放缓，但是公司一直坚持国际化战略，现阶段将受益

于国内光纤到户的蓬勃建设，未来也将受益全球光接入网的巨额投资，2012 年起有望从海外市场获得新的收入增长点。

图 2： 日海通讯销售收入 2010 年各地区占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

五大基地共筑 ODN 产业链

武汉基地 产能扩张

2010 年出现了在 ODN 产品、户外机柜与户外机房上出现了产能瓶颈，公司新建了武汉基地，并主要将产能配置在 ODN 产品线上。武汉基地有望在未来两年在现有基础上提升一倍产能，为国内 ODN 产品线的大量出货做好铺垫。

佛山新建光波导芯片生产基地

日海通讯与加拿大 Enablence 公司在广东佛山共同出资建设的 Sunsea-Enablence Optoelectronics，日海控股 51%，Enablence 控股 49%。佛山基地未来主要生产平面光波导芯片（Planar Light Circuit, PLC），自产光波导芯片对未来 ODN 产能释放有巨大促进作用。

广州穗灵 工程服务

广州穗灵工程服务公司具有通信信息网络系统集成**丙级**施工资质，今年下半年有望升级为通信信息网络系统集成**乙级**施工资质，可承接 2000 万以内的通信工程建设项目，未来可以在全国范围内将为日海带来毛利率较高工程服务业务。

贵州捷森 工程服务

日海全资子公司—广州穗灵工程服务公司于 2011 年 6 月 24 日与贵州中森特科技有限公司签订股权转让协议，以 1600 万元受让贵州中森特持有的贵州捷森技术设备有限公司 51% 的股权，贵州捷森改名为‘贵州日海捷森通信工程有限公司’。

贵州捷森具有通信信息网络系统集成**乙级**通信网络施工资质，可在全国范围参与大型通信项目招标。贵州捷森与广州穗灵子公司之间将具有强大协同效应，未来有望形成全国性的工程服务品牌，预期 2012 年起将对销售收入有较大贡献。

深圳基地 重心转移国外业务

日益增长的海外市场未来也将成为日海收入的重要组成部分。介于深圳基地良好的地理位置，未来业务重心将从国内市场转向海外市场，预计从 2012 年起深圳基地将主营海外业务。

公司五年规划 服务于大型数据中心

公司近期目标包括：稳健的开展现有的 ODN 产品业务、拓展海外市场、新建光波导芯片生产线、开展工程服务业务。公司五年规划新增两个目标：**专网业务**和**物联网业务**。

- **专网业务**：公司现在已筹建专网团队，主要面对高铁、地铁、电力、军网以及大型企业网客户，将服务于客户的数据中心，包括向客户提供数据中心的物理连接产品与系统以及长期运维服务，预期其业务增速将高于电信业行业增速。
- **物联网业务**：公司研发部门已有专家参与我国物联网标准的制定，预期未来物联网产业化时，日海将有望加入物联网蓬勃发展的盛宴。物联网可以分为感知层，网络层以及应用层。日海将有望为网络层中通信网络管理中心与信息中心提供物理连接产品并进行长期运维，未来或受益于物联网爆发式增长。

公司业务：背靠 ODN 拓展工程服务和芯片设计

日海通讯的主要产品包括传统连接分配类产品、光纤入户连接分配产品（ODN）、保护类产品、综合布线产品以及其他产品。主营业务所属的领域是通信网络物理连接专业领域，是通信设备制造业的重要组成部分，承担着通信网络中各级设备及线路的连接、分配和保护工作。

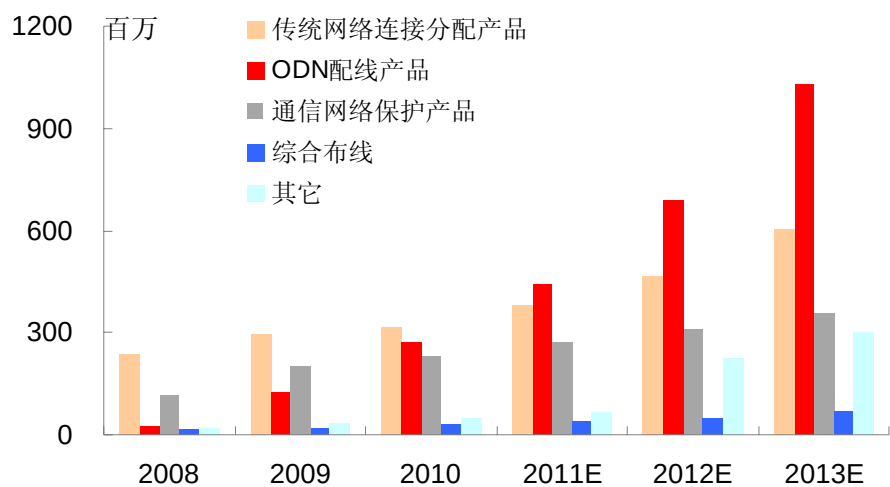
表格 1：日海通讯主要产品

分类	具体产品
传统连接分配类产品	总配线(MDF)，数字配线架(DDF)，网络柜
光纤入户连接分配产品（ODN）	光纤配线架(ODF)，光纤连接器
保护类产品	户外通信机房，户外通信机柜
综合布线系统	综合配线架（MDP），DDP
其他产品	电源分配柜，走线架，光纤槽道，网络机柜

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

同时，日海大力拓展上下游关联业务，上游往研发自制光波导芯片、下游往通讯工程业务拓展，未来将具有产业上下游整合优势。尤其是下游工程服务业务，业绩增长点明确。

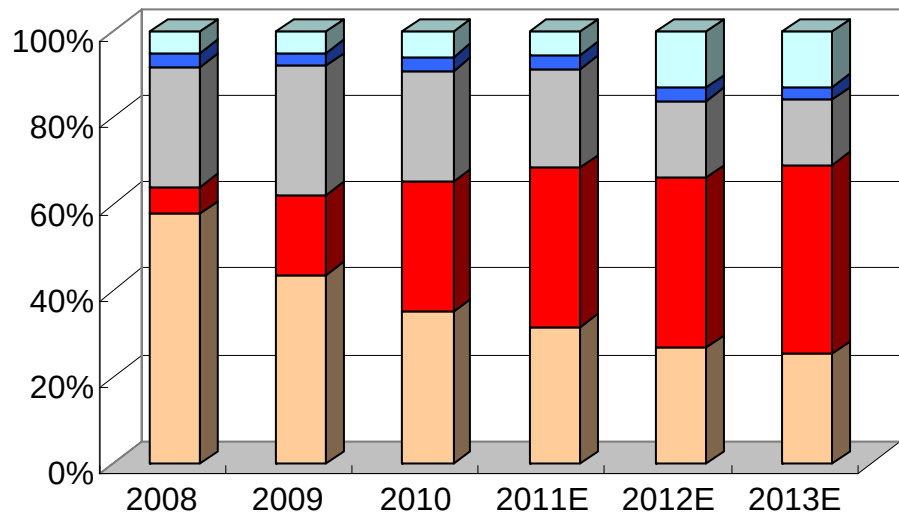
图 3：日海各项业务收入，2008-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

在日海现有产品中，光纤入户连接类产品销量增速最快，未来三年有望受益于运营商对光纤到户接入网的大额投资所带来的行业高景气，同时也将受益于武汉基地 ODN 产品线的产能释放，预期到 2013 年 CAGR 为 56%，将成为日海收入的中流砥柱。传统网络连接分配产品、通信网络保护产品以及综合布线业务都将维持稳步增速，预计到 2013 年的 CAGR 分别为 24%、16%、35%。另外，工程服务业务归属在其它业务收入中，预计从 2012 年开始贡献业绩，估计 2012 年贡献 1-2 亿元收入。

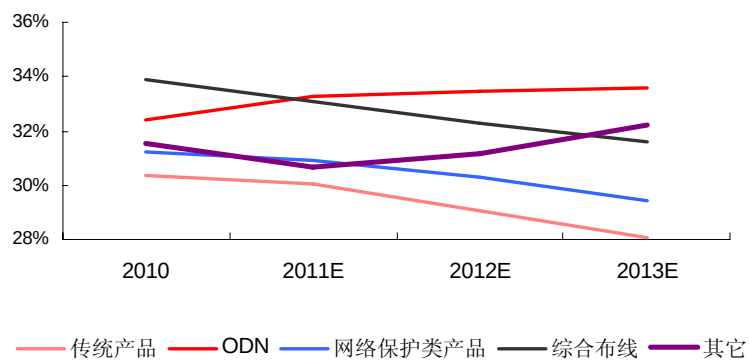
图 4： 日海各项业务收入占比，2008-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

过去日海产品收入主要来自于传统网络连接分配产品以及通信网络保护产品，两项收入占总收入比重从 2008 年的 85% 降至 2010 年的 61%，预计未来三年为 56%、47%、43%。而 ODN 配线产品受益于国家大力发展光纤到户网络，收入占比由 2008 年的 6%，增至 2010 年的 30%，预计未来三年为 35%、38%、42%。从 2012 年开始，工程服务业务将贡献收入，预计 2013 年其他业务占收入比重为 12%。

图 5： 产品收入以及毛利率，2010-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们预计直接向运营商供货的产品，包括传统产品、网络保护类产品以及综合布线产品，其毛利率未来三年将小幅下降，原因有以下三点：

- 运营商自 2009 年集采，产品单价不断下降，每年降幅达 7%-10%；
- 日海对上游厂商具有较强的议价能力，可以转接一部分成本压力，对毛利率有一定支撑作用；
- 规模效应导致生产成本下降；

我们对 ODN 产品的毛利率趋势持乐观态度，原因是佛山基地自产光波导芯片一方面可以提升自身 ODN 产品的毛利率，另一方面外售有望拉高整体 ODN 产品销售业绩。当然，光波导芯片新建生产线的良品率将对毛利率产生较大的影响，但是我们对 Enablence 的整体方案提供能力持乐观态度，预期光波导芯片生产线安装、测试、调试、投产成功之后将有较高的良品率。

日海的工程服务业务有望 2012 年开始贡献收入，得益于工程服务业务较高的毛利率，未来两年其他业务毛利率将维持在较高的水平。

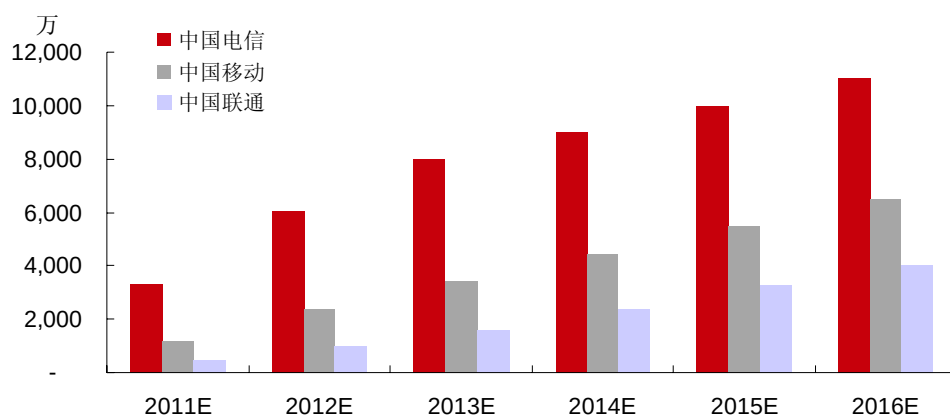
背靠 ODN 市场 受益 FTTH 业绩可期

未来三年 光通信网络高景气期

2010 年 4 月，七部委联合印发《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。《意见》明确提出：未来 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。这是第一份以国家形式进行光纤宽带网络建设的意见，意义重大而深远，将大力拉动国内光通信产业的发展，尤其是宽带光纤到户接入网(FTTX)部分。

根据《意见》对运营商投资额的规划以及各电信运营商的宽带网络建设的现状，结合往年运营商的投资情况，到 2015 三大运营商 FTTX 覆盖用户数有望超过 1.87 亿。

图 6： 三大运营商 FTTX 用户数预测，2011E-2016E

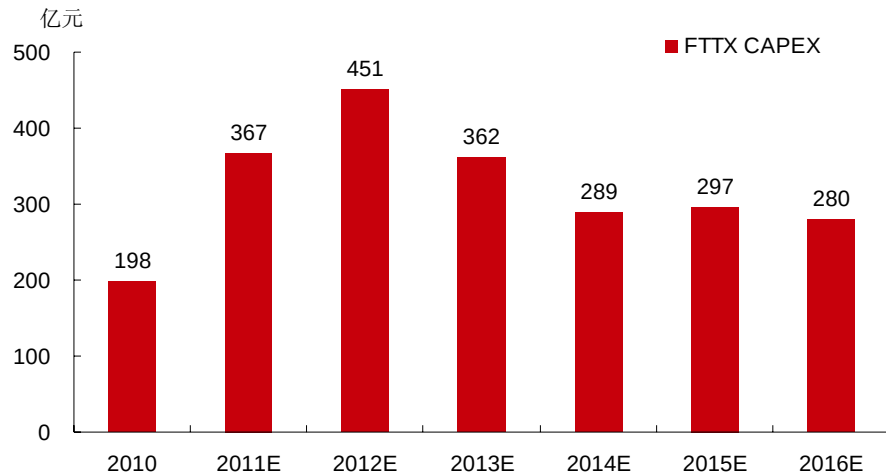


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

运营商在终端用户需求的推动，国家政策的监督以及三网融合的竞争压力下，开始着手进行光纤到户宽带接入网络的建设。中国电信通过启动“宽带中国 光网城市”工程，率先迈开了大跨步建设光纤到户网络的步伐，2011 年预期其宽带网络投资额 370 亿元。中国移动和中国联通也不甘落后，中国移动通过对铁通注资 150 亿进行接入网建设，中国联通预期 2011 年接入网投资额 187.5 亿元。

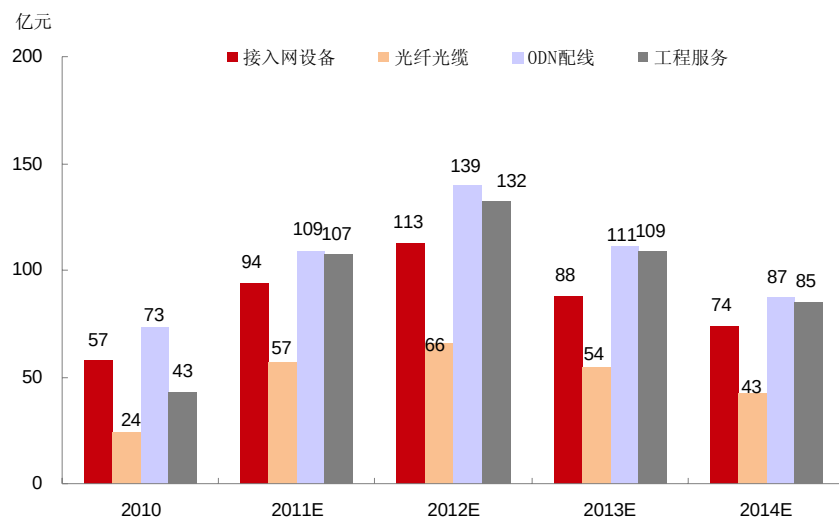
我们预计，未来三年都是 FTTX 建设的高峰期，也是光通信板块的高景气期。我们的逻辑是：运营商将对光纤到户网络将进行薄覆盖，ODN 配线先行，接入网有源设备投资随着用户增长稳步上升，当终端连接用户数超过阈值时，传输网将承受日益增长的带宽压力，届时运营商将对传输网进行新一轮的扩容。

图 7： 三大运营商接入网 FTTX 建设投资额预测，2010-2016E



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 8： 各分行业投资额变化，2010-2014E



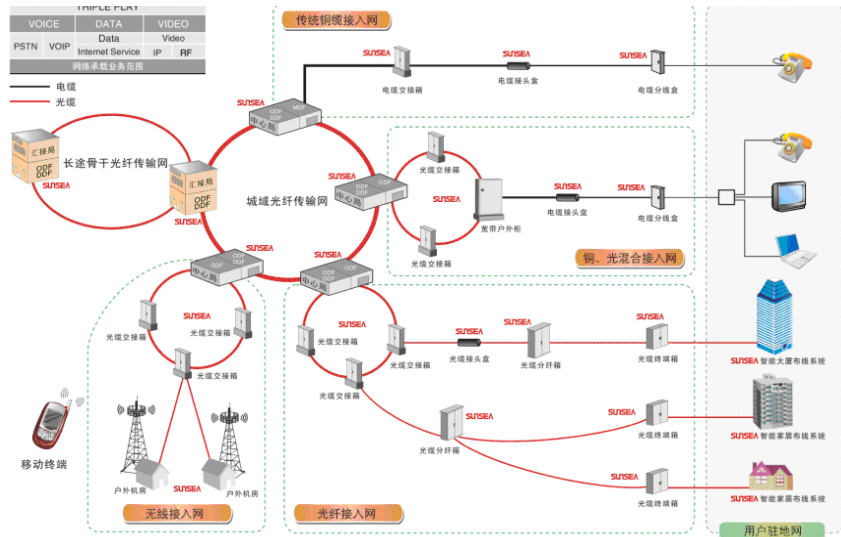
资料来源：中国电信研究院广州分院，华泰联合证券研究所

日海通讯 ODN 配线行业龙头 优势明显

日海通讯作为中国市场上配线行业的龙头企业，产品线涵盖了传统铜缆接入网、铜光混合接入网、光纤接入网、无线接入网以及长途骨干光纤传输网、城域光纤传输网等各种解决方案，符合中国接入网的特殊现状，可以最大程度的利用现有铜缆网络，同时利用有线与无线等各种‘最后一公里’连接方式，光进铜退、步步到户。

日海 ODN 配线产品主要包括光纤配线系统（ODF）以及光纤连接器，是光纤到户网络中不可或缺的无源网络连接及器件。

图 9： 光纤到户（FTTH）网络基本构架



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

光纤配线产品（ODF）主要完成光缆的成端、光路的连接调度、设备间的连接管理，使光信号在光通信设备间按规定的路由准确地传输。

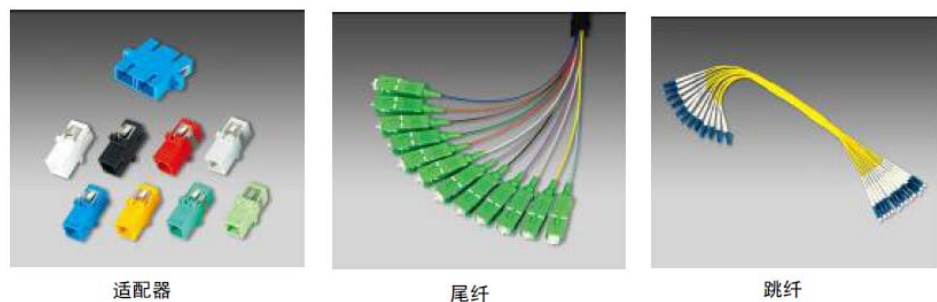
图 10： 日海 ODF 产品



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

光纤连接器是光系统中使用量最大的光无源器件，能在光线之间进行可装卸连接，使得光信号按所需的通道传输，保证了光纤链路的畅通。

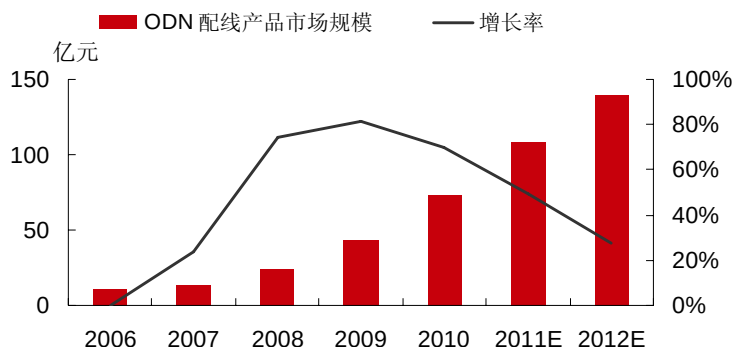
图 11： 日海 光纤连接器产品



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

ODN 配线行业作为光纤到户建设的第一步，增速明确。据我们估测，中国 ODN 配线行业市场规模在 2012 年将达到峰值 139 亿元，对应年复合增长率 38%。从 2012 年开始国内运营商对 ODN 配线子行业的投资额将小幅下降。

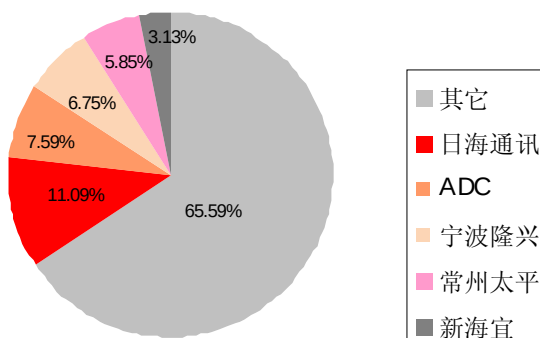
图 12： ODN 市场规模，2006-2012E



资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

在 ODN 配线行业日海通讯是行业龙头，2009 年占市场份额 11%。领先优势明显，受益于武汉基地的产能释放以及佛山光波导芯片生产线的投产，未来领先优势仍将扩大。

图 13： ODN 配线产品 市场占有率，2009



资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

由于 ODN 配线行业产品有一定同质化趋势，竞争者众多，近年来行业集中度亦在提高，未来有待进一步整合。新海宜是日海主要的竞争对手，另外，烽火、亨通等厂商都开始介入 ODN 配线产品市场，但是我们认为短期内对配线行业竞争格局影响有限。主要原因如下：

- 新增厂商参加运营商集采需要参与产品以及体系认证，耗时比较长；
- 配线行业规模化量产需要时间，对销售、供货、物流系统都有一定的要求；
- 售后服务要求响应速度高、网络故障解决及时，经验积累比较重要。

上游拓展：平面光波导芯片生产线

Enablence 科技公司，是加拿大渥太华的一个设计、制造、销售光学器件、模块和系统的公司。日海通讯与 Enablence 于 2010 年 12 月共同出资 1800 万美元创办了 Sunsea-Enablence Optoelectronics，注册地在广东佛山，主要生产光通信模块 DWDM 系统必备组件——平面光波导芯片。其中，子公司日海控股 51%，Enablence 控股 49%。Enablence 的硅谷子公司具有较强的产品解决方案能力，原厂专家队伍亦将来到佛山基地安装、测试生产线，并将为日海培育出一只技术团队。保守估计，佛山基地预期 2011 年年底投产，目标产量能够完全满足日海通讯自用需求。

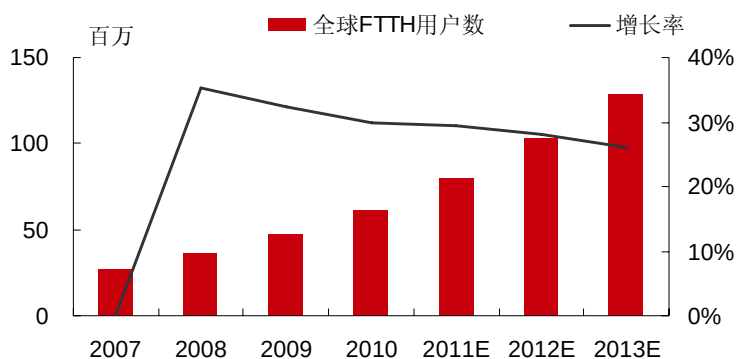
日海现在 ODN 产品所需的原材料——光波导芯片全部外购，产地是美国和韩国。预期达产后，光波导芯片产能中部分自用用于日海 ODN 产品，富余产能外销给其他厂家，预计 2012 年开始贡献业绩。

佛山基地自产光波导芯片具有重大意义：一方面可以提升日海 ODN 产品的毛利率，消除外购可能导致的产能瓶颈；另一方面外销富余 PLC 芯片有望增强整体 ODN 产品线销售业绩，并带来一定的业绩。

受益全球光纤到户建设 海外收入有望持续增长

全球 FTTH 网络建设也如火如荼，据 Heavy Reading 预测，2007-2013 年全球 FTTH 用户覆盖数年复合增长率达到 30%，至 2013 年 FTTH 覆盖数将超过 1.3 亿户。日海正积极着手海外拓展与运营商建立直销关系，过去在俄罗斯和北美，未来也将在欧洲与南美等地大展宏图。在日益增长的全球光接入网市场，日海作为中国 ODN 配线龙头企业，将受益于全球运营商大额光纤到户建设。

图 14： 全球 FTTH 用户数，2007-2013E

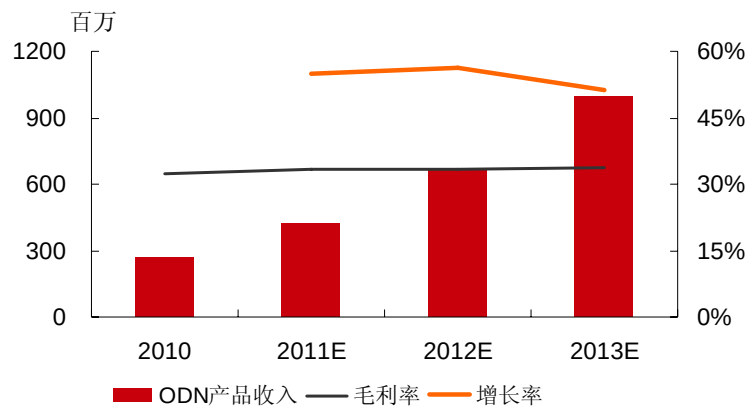


资料来源：Heavy Reading，华泰联合证券研究所

ODN 产品线小结

出于 ODN 配线行业较高的软壁垒以及上游自产光波导芯片的重要意义，我们认为未来公司在子行业竞争优势有进一步扩大的趋势。日海的 ODN 产品线将大幅受益于三大运营商未来三年在接入网的巨额投资，尽享龙头企业优势，2012 年后又将从光波导芯片业务以及海外市场上得到新的业务收入，预期未来三年 ODN 产品线销售收入年复合增长率达到 56%，可圈可点。

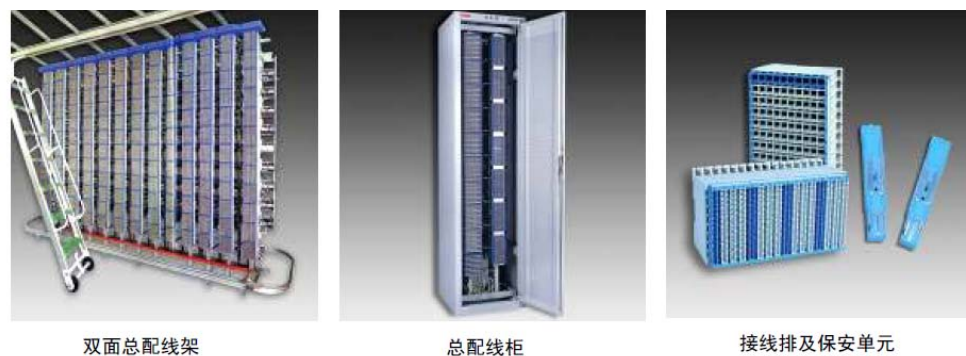
图 15： 日海 ODN 产品销售收入、毛利率及增长率，2010-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

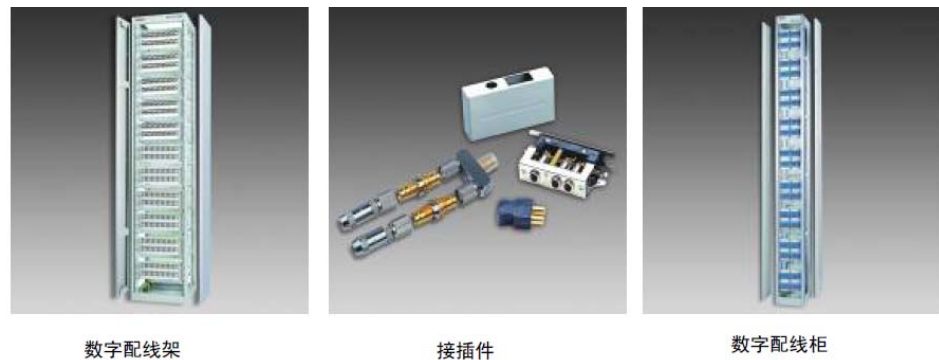
传统连接分配产品 国内增速平缓 勇于布局海外

图 16： 日海 传统连接分配产品 MDF



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 17： 日海 传统连接分配产品 DDF

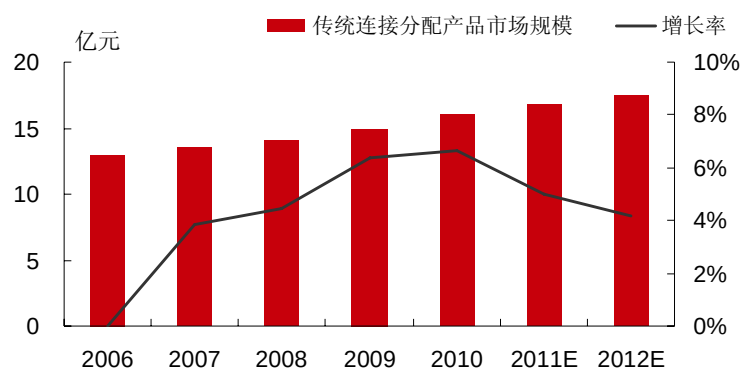


资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

传统连接分配产品主要包括 MDF（总配线架）产品以及 DDF（数字配线架）产品。其中，MDF 产品完成对语音信号进行连接、分配、保护和管理，确保语音信号通过通信电缆准确、安全到达终端用户。DDF 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，具有配线、调线、转接、扩容的功能。

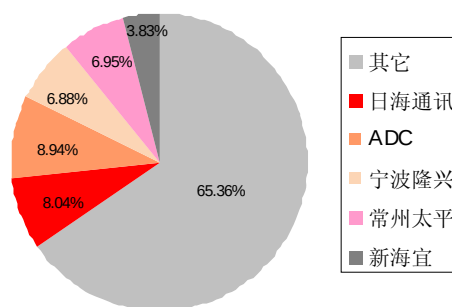
传统连接分配产品在 2009 年国内市场规模为 16.8 亿，竞争者众多，地方小厂商区域性销售效应明显。其中，日海市场占有率为 8.04%，仅次于 ADC 排名市场第二，其他竞争者主要包括宁波隆兴、常州太平以及新海宜。日海传统连接分配产品销售收入从 2006 年的 9824 万元增长至 2010 年的 2.21 亿元，年复合增长率达到 22.5%。

图 18： 传统连接分配产品市场规模，2006-2012E



资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

图 19： 日海传统连接分配产品（MDF, DDF）市场占有率， 2009



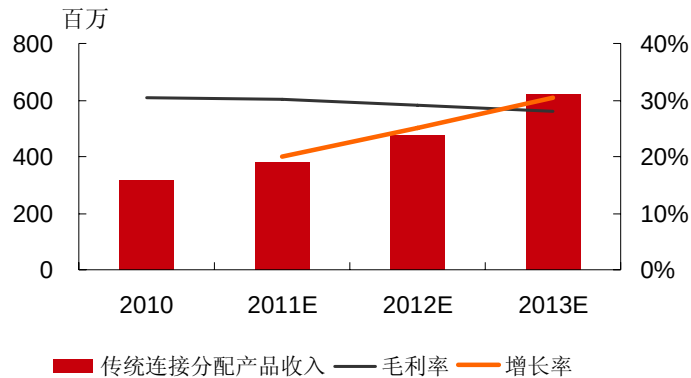
资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

国内传统连接分配产品未来增长率较为平缓，海外市场为日海提供了新的机会。由于世界各国通信行业水平参差不齐，许多国家尤其是 新兴发展中国家和地区（东南亚、南亚、非洲、中东、俄罗斯等）仍处于建设与完善通信基础网络的阶段，对传统连接分配产品仍有较大需求。随着日海海外市场的拓展，海外市场将为日海在传统连接分配业务上带来新的增长点。

传统连接分配产品 小结

日海在传统连接分配产品市场具有较高的市场地位，未来也将依赖海外市场得到较高增速。我们预期未来三年传统连接产品销售收入达到 25% 的年复合增长率。

图 20： 日海传统连接产品销售收入、毛利率及增长率，2010-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

通信网络保护产品 受益 3G 扩容 增速稳定

图 21： 日海 一体化户外机房



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 22： 日海 一体化户外机柜

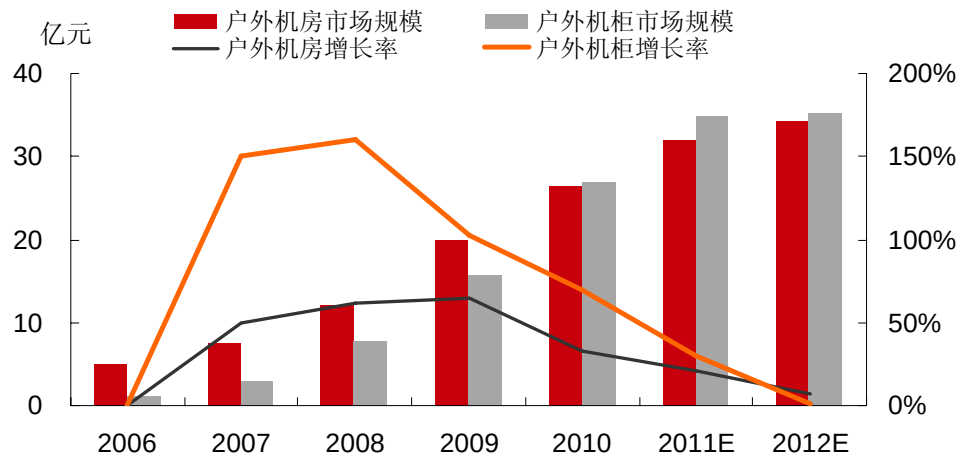


资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

通信网络保护产品包括一体式机房和一体式机柜。一体化户外机房可以提供包括设备和天线的一站式解决方案，能为运营商解决一体化户外机房和机柜需求，满足电信运营商无线基站点多面广的建设要求，是 3G 网络建设的专用配套设备。一体化户外机柜主要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，在各种恶劣的环境下为机柜内电子设备提供全面的保护。

2008 年及 2009 年运营商曾大额投资 3G 网络，现在已初具规模。随着全国 3G 用户的增长，预计 3G 网络覆盖面以及基站布站密度也将提高。一体化户外机房将直接受益于 3G 用户增长带来的基站扩容，增速稳定。一体化户外机柜产品销售也会受益于国家光纤到户网络的建设。未来两年户外机房与户外机柜市场规模增长率对应 13.6%、14.6%。

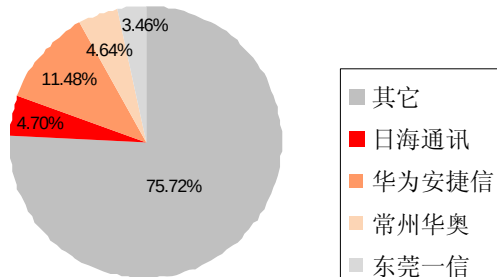
图 23： 通信网络保护产品市场规模，2006-2012E



资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

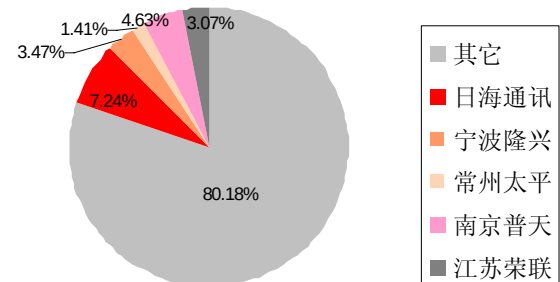
日海的通信网络保护产品市场占有率名列前茅，2009 年一体化机柜市场占有率第一、一体化机房市场占有率第二。通信网络保护产品市场未来竞争加剧，行业集中度提高，日海有望继续保持行业领先地位。

图 24： 一体化户外机房 市场占有率，2009



资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

图 25： 一体化户外机柜 市场占有率，2009

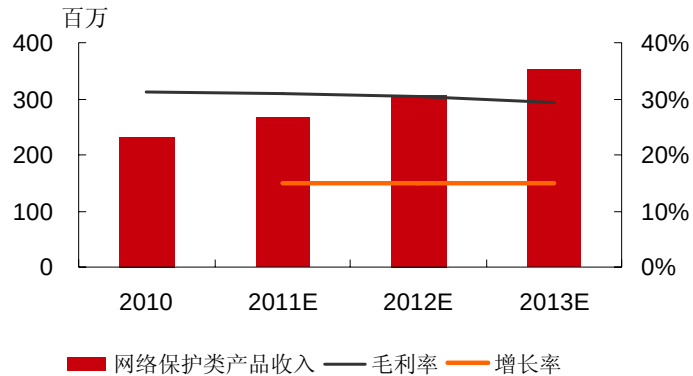


资料来源：汉鼎资讯，华泰联合证券研究所

通信网络保护产品 小结

日海在通信网络保护产品市场具有较高的市场地位，随着运营商集采对品牌集中度的提高，未来日海对应产品销售增速将高于行业增速。我们预期未来三年通信网络保护产品销售收入达到 16% 的年复合增长率。

图 26： 日海通信网络保护产品销售收入、毛利率及增长率，2010-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

综合布线产品 增速稳定

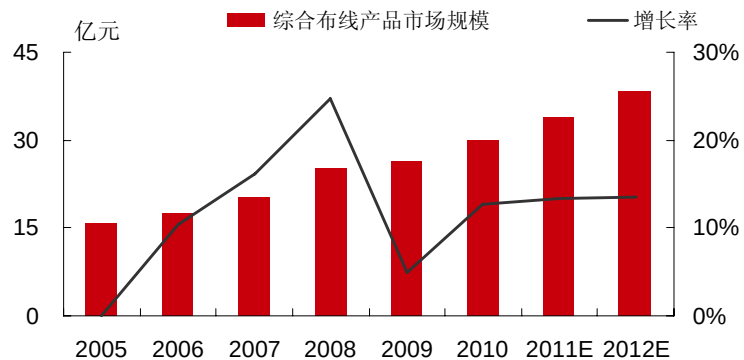
综合布线产品利用双绞线或者光缆传输智能化建筑物物理的信息，是智能化建筑物中连接各种自动化系统必备的基础设施。

图 27： 日海 综合布线产品



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 28： 综合布线产品市场规模，2005-2012E

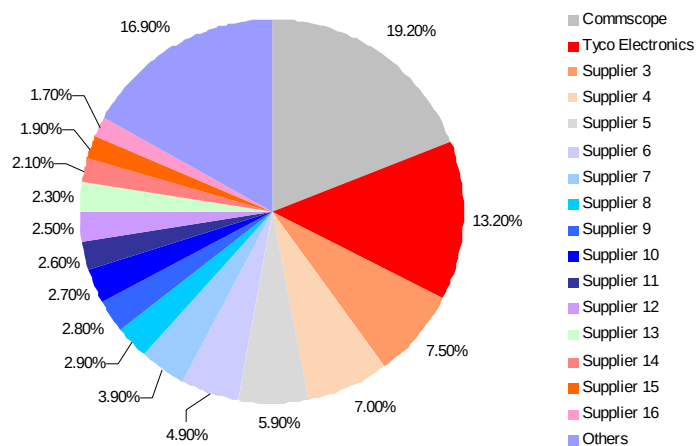


资料来源：GIM Research，华泰联合证券研究所

中国境内的大型、超大型国际和国内金融、保险、证券、石油、互联网、医疗的大型企业和中国政府机构的 IT 投资保持持续的增长，推进了中国综合布线市场的发展。从 2005 年到 2010 的 CAGR 达到 13.5%。未来企业用户数据中心建设投入的增加，同样也会进一步促进综合布线市场加速发展。

中国综合布线市场竞争非常激烈，国内外的布线品牌就有四十多个，目前只有康普和泰科安普的市场份额超过了达到了 10%，其它厂家市场份额都较小。市场竞争在各个层面异常激烈，传统的国际品牌，如康普、安普、美国西蒙、泛达等公司占据高端市场，其他国际品牌和一些强势中国品牌主要应用于中高端市场，光纤厂商康宁公司的数据中心解决方案在大型数据中心的应用中有一定的优势。

图 29： 综合布线市场市场份额，2009



资料来源：GIM Research，华泰联合证券研究所

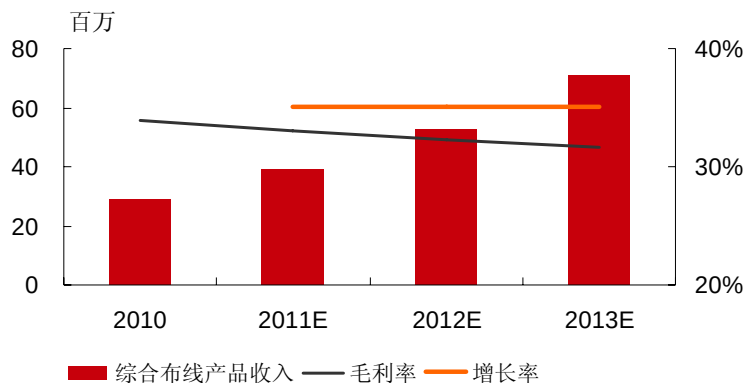
综合布线市场的销售主要以分销为主，销售渠道至关重要。中国市场上的领先厂商，例如康普和泰科安普，都建立了比较完整的在地域上覆盖全国主要市场、在客户方面覆盖国际和国内主要行业客户的产品分销渠道。与此形成对比的是，国内厂商基本上采取区域性覆盖本地集成商的产品销售模式。在全国建立自己的销售团队，深入到主要的城市市场。而当地销售人员是直接和本地的集成商建立合作关系，或者直接面对最终用户实现销售。

目前日海采取模式与大部分国内综合布线厂商的销售模式一致，建立十多人的综合布线团队，区域性覆盖了国内主要业务片区，产品具有一定的价格优势。销售收入过去两年增长率为 40%，市场占有率低于 1%，仍处于开拓阶段。

综合布线产品 小结

未来综合布线产品的销量与市场对日海综合布线产品的认知程度与接受程度有关，考虑到日海未来在大型数据中心业务上的侧重，我们预期未来三年仍能保持 35%的复合增长率，毛利率随着市场竞争程度的加强略有下降。

图 30： 日海综合布线产品销售收入、毛利率及增长率，2010-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

工程服务收入 其它业务增长点

通信工程服务行业是进入壁垒比较高的分行业。首先工程服务商需要工信部认可的施工资质才能进行通信网络的项目施工，而且施工资质分等级，需要一定年限才能进入下一级，承接建设金额更高的项目；其次，运营商集采时对工程服务商进行邀请招标，只有过往有较好的信用状况、雄厚企业财力、过硬技术指标的公司才会被邀请参与非公开招标；最后，工程服务商投标后将被从各个方面进行考量，施工项目的中标是工程服务公司良好的大客户关系以及其综合能力的体现。

广州穗灵工程服务公司是日海通讯全资子公司，主营通信设备及线路的设计、开发、维修、安装、维护。穗灵日海具有有通信信息网络系统集成丙级施工资质，单项项目承接额可以达到 1000 万。预期 2011 年年底可以拿到乙级施工资格，届时就可以承接 2000 万的项目。

广州穗灵工程服务公司于 2011 年 6 月 24 日与贵州中森特科技有限公司签订股权转让协议，以 1600 万元受让贵州中森特持有的贵州捷森技术设备有限公司 51% 的股权，贵州捷森改名为‘贵州日海捷森通信工程有限公司’。贵州日海捷森具有乙级通信网络施工资质，可在全国范围参与大型通信项目招标。

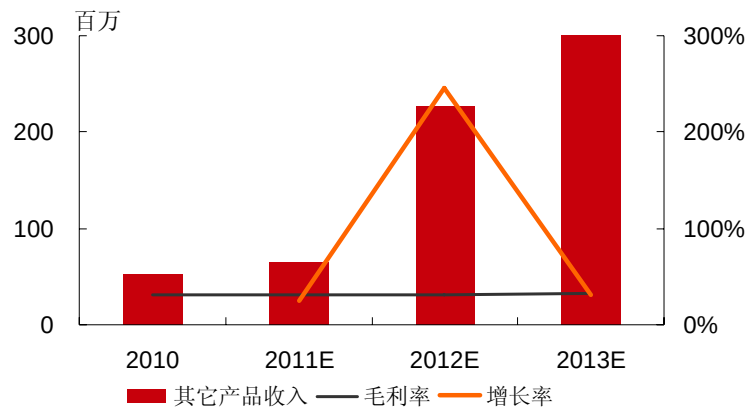
日海已经组建工程服务团队，并着手培养工程服务业务的项目经理，未来将在各省建立销售办事处，依托广州日海穗灵和贵州日海捷森的施工资质参与工程服务项目招标。项目中标后，项目经理通过在当地组建工程服务团队的模式服务于客户。贵州捷森与广州穗灵子公司之间将形成强大协同效应，未来有望建立起全国性的工程服务品牌。

其它业务 小结

日海在 2011 年有望可中标十个省的工程服务项目，预计从 2012 年开始对母公司贡献收入，我们预测 2012 年工程服务业务收入为 1.5 亿元。工程服务各项业务毛利率有较大区别，基站建设、安装、代维业务毛利率较高。进行光纤光缆敷设业务毛利率

约为 15%-20%，而 FTTX 小区代维业务毛利率可以达到 50%。未来日海工程服务业务的重心将放在 FTTX 小区代维以及基站代维上，对利润贡献可期。

图 31： 日海其它产品销售收入以及增长率，2010-2013E



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司核心竞争力

领先的技术研发能力

公司作为国家高新技术企业，其主要产品技术无不来自自主开发，公司拥有的自主研发核心技术体系是公司另一竞争优势。公司研发专利成果突出，已获得专利 56 个。研发人员占比超过 10%，公司注重研发经费的投资，历年来研发费用占比 4% 以上。

公司已参与起草指定十余项通信行业标准，其中《通信系统用室外机房》和《通信系统用户外机柜》已于 2006 年和 2007 年正式发布，并于 2007 年正式实施，《通信用单芯光纤机械接续器》标准也进入报批期。

作为行业标准的制定者与起草者，日海拥有巨大的先发优势。日海在中国配线行业龙头的地位，对进军海外市场也有较大的帮助。

表格 2：日海重大成果及参与制定或者认证的行业标准

年份	重大技术成果、标准制定或者认证
	首次牵头户外机柜、机房通信行业标准的制定工作。
2004 年	国内首个大型户外设备“淋水实验装置”，“户外机柜用大型提吊试验机”研制成功。
2005 年	国内首个大型机柜提吊试验机研制成功。
2006 年	牵头制定的通信用户外机柜行业标准正式对业内发布“新材料户外通信箱体专利金奖”。
2007 年	公司技术中心被深圳市贸工局等单位认定为“深圳市企业技术中心”。
2008 年	公司被深圳市贸工局认定为“先进技术企业”，被认定为“国家高新技术企业”。

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

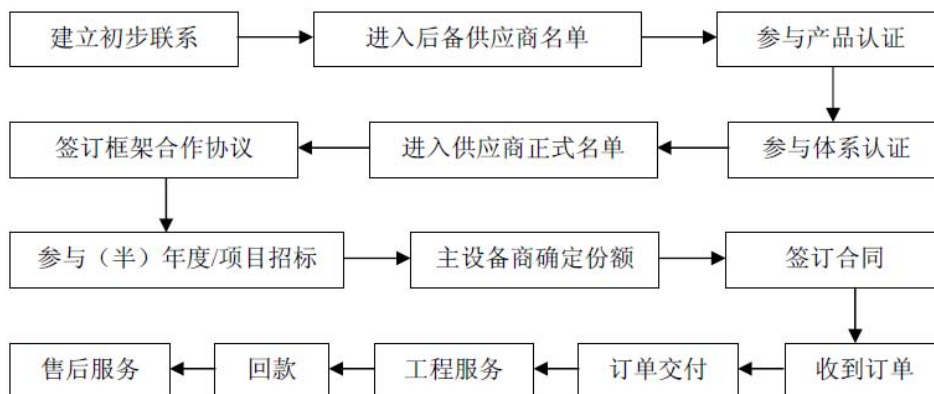
良好的大客户关系 及时响应的营销团队

在国内市场上，运营商的集采形式的收入占配线商销售收入的大部分。所以对配线商来说，通过运营商的品质认证、加入供应商名单、并参与集采招标至关重要。另外，运营商的供货商分 A 类和 B 类，70% 的招标产品必须来自于 A 类供货商。日海具有良好的运营商关系，绝大多数产品都处于供货商 A 类名单中，具有较大的优势。

公司 2010 年销售额前五名客户分别是：中国移动河南分公司，中国电信武汉分公司，中国移动湖北分公司，中国移动广西分公司，以及北京鸿缙工贸有限责任公司。

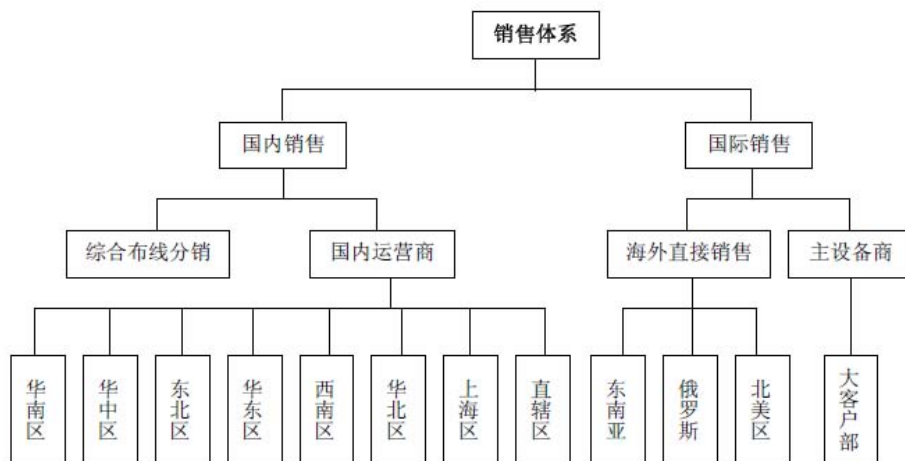
日海拥有灵活且扁平的销售体系，分为国内销售与国际销售两大块，其中，国内销售又可分为综合布线分销以及国内运营商，国际销售分为海外直销和主设备商销售。完善灵活的销售体系紧靠客户、反应迅速，销售额增长速度惊人。

图 32： 配线商对国内运营商直接销售渠道



资料来源：日海通讯，华泰联合证券研究所

图 33： 国内外销售团队架构图



资料来源：日海通讯，华泰联合证券研究所

海外市场战略清晰 扎实稳健

日海海外市场布局广泛，曾经海外市场重心在俄罗斯和北美，现在加强南美、欧洲和东南亚市场的拓展力度。公司正在培养海外营销团队，准备将现有的 10 人海外团队扩大到 30 人。

各个海外市场情况不同，例如美国，认证费用高，进入软壁垒比较高。例如印度，需求量大，但产品单价低，毛利率最低。针对不同的市场日海也采取了不同的销售模式。海外市场销售主要有直销、代理、与设备商合作三种形式。其中，直销和代理毛利率较高，达到 30% 以上。与设备商合作贴牌生产的毛利率只有 20%。

表格 3：日海海外市场战略规划

地区	各地区销售模式以及销售额
北美	代理形式，去年销售额100-200万美元
欧洲	代理&直销形式，有望绕开代理商，提升毛利率
南美	代理形式，预期有较大的市场需求
俄罗斯	直销形式，去年销售额100-200万美元。
东南亚	直销形式，在越南有办事处，覆盖越南、印度、菲律宾、印度尼西亚、马来西亚

资料来源：日海通讯，华泰联合证券研究所

销售模式之一是与华为、中兴、爱立信、阿而卡特朗讯等其它设备商合作，贴牌生产。与设备商合作的模式产品毛利率较低，并且不利于日海提升自身产品的知名度。

日海原有的海外市场销售主要是通过代理商分销，但是从这个渠道分销的产品毛利率不高，因为代理商售价一般能达到日海出货价的两倍。日海现在尽力突破这个局面，未来有望与运营商直接合作，将产品销售给包括英国电信、法国电信等运营商。对运营商直销一方面可以提升产品毛利率，另一方面可以提前预知运营商的需求与建设计划，对产能做更充分的规划。当然，对运营商直销有一定的壁垒，需要通过当地的标准认证以及运营商的长期检验，日海有望依托自己多年的海外经验以及重点示范案例，成功顺次打入东南亚、欧洲、以及南美市场。

海外市场对日海来说意义重大。国内市场上，运营商自 2009 年开始集中采购，未来产品价格趋势向下，稳定现有毛利率有一定的难度。而且市场主要由三大运营商驱动，公司销售收入受运营商每年资本开支波动影响较大。未来重心往海外市场偏移一方面有助于开拓新的市场，降低公司销售收入与三大运营商资本开支之间的相关性；另一方面，海外市场直销模式有望提高产品毛利率，对公司业绩与利润有正面影响。预期未来两年国外销售额增速达到 50%，利润至少保持同步增速。

估值讨论及投资建议

日海通讯目前估值处于历史底部。我们认为，未来三年是光通信板块的高景气期，特别是宽带光纤接入网建设增速最快。日海作为光通信子行业中的配线以及工程服务龙头，最先受益于光纤到户网络建设。未来几年将是公司的高速成长期，我们预计公司11-13年利润年复合增长率为43%。

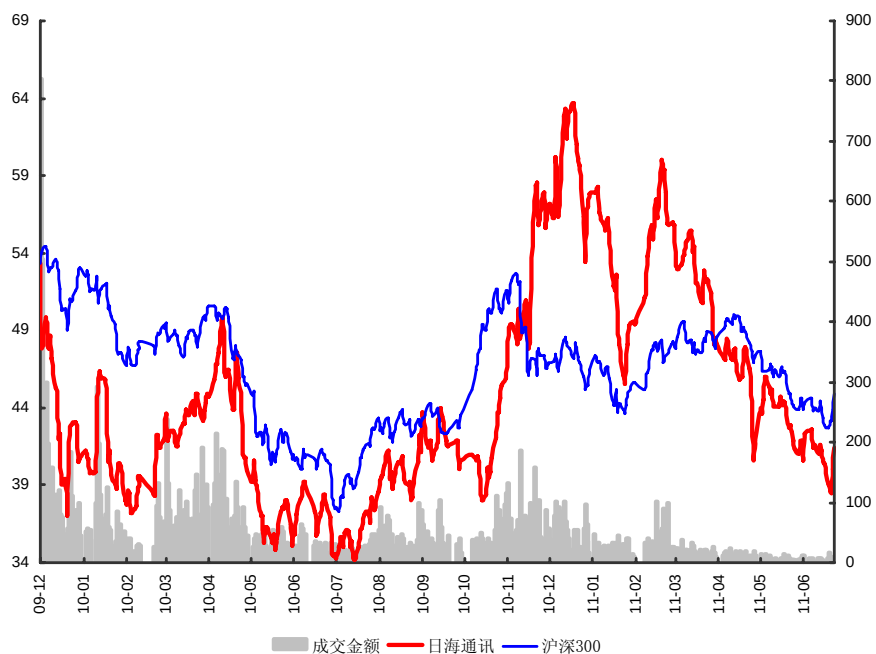
我们预测2011-2013对应的EPS为1.44、2.14、2.96，对应的PE值为30x、20x、14x。给予‘买入’评级。未来六个月，我们认为公司合理的价格区间应该在55-60元。

表格 4： 盈利预测及投资评级

代码	简称	评级	EPS				市盈率		
			10A	11E	12E	13E	11E	12E	13E
002313	日海通信	买入	1.01	1.44	2.14	2.96	30	20	14
600498	烽火通信	买入	0.85	1.08	1.39	1.67	23	18	15
000063	中兴通讯	买入	1.13	1.43	1.85	2.35	19	15	12
002281	光迅科技	买入	0.79	1.05	1.33	1.69	30	24	19
600487	亨通光电	增持	0.98	1.22	1.57	1.85	22	17	14
002089	新海宜	增持	0.59	0.54	0.70	0.95	24	19	14

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 34： 日海通讯股价



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

风险提示

运营商资本开支低于预期

海外市场拓展速度较慢

通胀压力导致成本大增

盈利预测

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	1321	1425	1872	2406	营业收入	902	1201	1749	2359
现金	620	573	620	715	营业成本	619	822	1201	1620
应收账款	393	521	756	1022	营业税金及附加	3	3	4	6
其他应收款	13	19	27	37	营业费用	120	156	219	283
预付账款	47	16	36	49	管理费用	49	62	87	113
存货	227	271	396	535	财务费用	-7	-5	-5	-5
其他流动资产	20	25	37	50	资产减值损失	5	2	2	3
非流动资产	116	169	162	155	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	97	151	145	139	营业利润	112	161	241	339
无形资产	10	10	10	10	营业外收入	4	6	9	8
其他非流动资产	9	8	7	6	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1437	1594	2034	2561	利润总额	117	167	250	347
流动负债	509	551	811	1098	所得税	16	23	35	50
短期借款	0	0	0	0	净利润	101	144	214	296
应付账款	315	315	469	641	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	194	235	342	457	归属母公司净利	101	144	214	296
非流动负债	0	2	2	2	EBITDA	116	163	246	342
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.44	2.14	2.96
其他非流动负债	0	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	509	552	813	1100	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%	33.2%	45.7%	34.8%
资本公积	594	594	594	594	营业利润	40.0%	43.1%	49.9%	40.4%
留存收益	232	346	525	765	归属母公司净利	38.9%	42.6%	49.1%	38.3%
归属母公司股东	926	1040	1219	1459	获利能力				
负债和股东权益	1437	1594	2034	2561	毛利率(%)	31.4%	31.6%	31.4%	31.3%
现金流量表					净利率(%)				11.2%
单位: 百万元					ROE(%)	10.9%	13.8%	17.6%	20.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	29.3%	28.4%	33.6%	38.1%
经营活动现金流	68	39	81	148	偿债能力				
净利润	101	144	214	296	资产负债率(%)	35.4%	34.6%	40.0%	42.9%
折旧摊销	10	7	9	9	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-7	-5	-5	-5	流动比率	2.60	2.59	2.31	2.19
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.15	2.10	1.82	1.70
营运资金变动	-46	-107	-139	-152	营运能力				
其他经营现金流	11	-0	1	-0	总资产周转率	0.71	0.79	0.96	1.03
投资活动现金流	-70	-61	-3	-3	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	70	60	2	2	应付账款周转率	2.73	2.61	3.06	2.92
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-1	-1	-1	每股收益(最新)	1.01	1.44	2.14	2.96
筹资活动现金流	-31	-25	-30	-51	每股经营现金流	0.68	0.39	0.81	1.48
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	9.26	10.40	12.19	14.59
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	42.27	29.65	19.88	14.37
资本公积增加	3	0	0	0	P/B	4.60	4.10	3.49	2.92
其他筹资现金流	-34	-25	-30	-51	EV/EBITDA	31	22	15	11
现金净增加额	-34	-47	47	95					

数据来源: 公司数据, 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn