

买入 维持

新海宜 (002089)

2011 年 7 月 15 日

业绩高速增长 估值提升空间巨大

2011 年 07 月 14 日收盘价: 15.24 元

6 个月目标价: 21.30 元

计算机与通信行业首席分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672
chenmf@htsec.com

021-23219409

联系人: 袁兵兵

ybb6053@htsec.com

021-23219770

事件:

公司发布半年报业绩修正公告: 预计 2011 上半年比去年同期增长 50%-70%, 高于一季报预计的 30%-50%。

点评:

1. 我们认为, 公司业绩高速增长主要动力来自光通信和软件业务的主营业务增长。

● 光通信高速增长主要来自于“产业政策、客户需求、产能提升”的完美结合。

- i. 产业政策: 工信部等 7 部委于 2010 年 4 月 8 日下发《关于推进光纤宽带网络建设的意见》: 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; 在全球 82 个国家已经推出国家宽带战略的背景下, 基于国家大力发展物联网、云计算、三网融合、远程教育等关系信息化应用的需求, 我们判断我国将在下半年推出国家级宽带战略并进一步加强部署和投资的可能性较大。
- ii. 客户需求: 公司在 2010 年底成功进入中国电信的集采供应商名单, 从而分享光通信配套设备的需求盛宴。2011 年中国电信大力推广“光网城市”的战略计划将极大拉动公司 FTTx ODN 设备的需求。(而江苏电信的宽带战略更为激进, 比集团提前三年实现城市光网覆盖。公司在江苏电信 ODN 设备的份额达到 30%以上, 极大受益江苏电信的部署规划。)总体上, 我们预测 2011 年 FTTx 设备市场规模将增长 62%以上、ODN 配套设备将在此基础上保持高速增长。(根据统计, 光分配网络 (ODN) 设备一般占据 FTTx 总投资的 25%-50%左右)。我们判断, 公司目前订单已经持续呈现同比翻番高增长。
- iii. 产能提升: 公司在 2010 年 6 月成功增发后, 共募集资金 1.4 亿元用于拓展通信配套设备项目; 我们认为公司的产能已经同比实现 80%增长。

● 公司软件业务通过客户拓展、产能扩张、向高端项目延伸三大战略实现高增长。

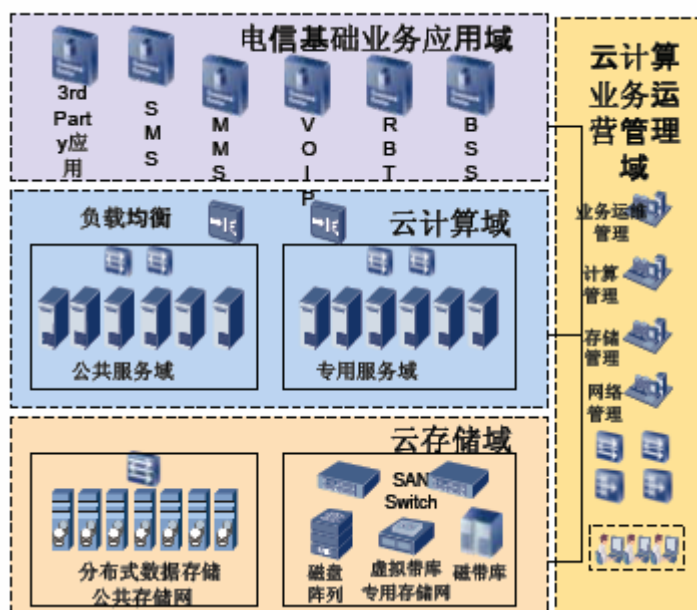
- i. 公司通过优势客户拓展实现高增长。目前, 公司软件业务的主要客户为华为、运营商、以及其他金融、电力等国内行业用户。我们认为, 华为软件业务需求在企业网及云计算的业务转型带动下, 将持续快速增长。我们认为公司将能够与华为保持持续深入合作, 从而保障公司的软件业务将继续高增长。
- ii. 公司软件业务的“产能”得到大幅扩张。软件子公司易思博通过增资实现了人员大幅扩张。外包人员从 2010 年初 1000 多人扩张到 2011 年 3200 多人, 我们预测 2011 年底将达到 4000 多人。我们认为公司的产能扩张与客户需求保持了较好同步, 实现收入与利润增长的较好匹配。

- iii. 公司将通过加强高端项目收入提高人均收入贡献。根据行业统计，按照外包业务的开展模式划分，“整体解决方案”比“单纯人员外包”的人均收入高出 20-50%。公司目前以“解决方案”形式实现的外包收入占比仍然相对较低，提升空间巨大。

2. 我们认为，考虑到公司盈利能力强、业务空间发展广阔，可以给予公司更高估值溢价。

- **盈利能力强：**公司在光通信配套设备领域通过一体化生产的方式实现较好成本控制。公司在配套设备中已经形成光分路器、光跳线、尾纤尾缆、钣金、塑胶件的一体化生产能力，较好实现产能整体提升（反之，单项产能短板将制约整体产能）。并且一体化生产保障了较高盈利能力，公司毛利率持续比行业同类公司高出 10% 左右。
- **业务发展空间巨大：**
 - i. 公司目前配套设备订单主要来自江苏、广东、福建等东部沿海地区（其中约有一半订单来自江苏电信）；但销售网络已经覆盖国内十几个省。明后年随着运营商持续向其他区域推广 FTTx 部署，公司配套设备业务的高速增长具有可持续性。
 - ii. 公司的软件业务极大受益主要客户华为的信息化战略拓展。华为的传统强势业务在于网络的“管道”产品——即通信设备，但华为已经自 2010 年以来相继发布了“云”战略和“端”战略实现业务由通信向信息化拓展。
 - ✓ 华为的“云计算”战略包括三个方面：构建云计算平台，促进资源共享、效率提升和节能环保；推动业务与应用云化，促进各个行业应用向云计算迁移；开放合作，构筑共赢生态链。
 - ✓ 作为公司软件外包业务领域的主要部分，业务软件尤其是 OSS/BSS 支撑系统作为网络系统运维的神经中枢，将由传统网络模式的垂直单一管理向在云计算架构下的资源共享、运维自动化的统一框架方向演进。我们认为，业务软件业务将在华为“云计算”战略下实现长期快速增长。

图 1 OSS/BSS 系统在云计算架构下示意图



资料来源：Huawei，海通证券研究所

- 因此，我们认为在国家推广宽带战略和云计算大力发展的背景下，公司应当给予充分的估值溢价。

- i. 假设不考虑所有投资收益（分一次性的禾盛新材股权变现、持续性的创投公司投资收益分红两类）的估值，我们预测公司 2011 主营业务 EPS 将达到 0.53 元、给予 40 倍 PE，则合理估值也能达到 21.2 元。
- ii. 而公司来自创投公司的投资收益将可以持续。根据我们对主要创投公司的投资项目统计，我们预测公司有望今后三年内投资收益持续保持在 8000 万元左右。

3. 看好业绩高增长和公司的估值提升空间。在光纤宽带接入（FTTx）部署大力拉动通信配套设备高增长、软件业务在“客户拓展、产能扩张、向高端项目延伸”三大战略下实现高增长的基础上，我们认为公司多元化的快速发展业务有助于维持业务长期增长的稳定性、拓展业务增长空间；在国家宽带化战略和“云计算”在业界革新性拓展的背景下，公司可以充分给予估值溢价。在公司业绩高增长基础上，我们暂维持盈利预测：预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.71、0.93、1.25 元，净利润同比增长 80%、30.8%、35.2%。维持买入评级、目标价 21.3 元，对应 2011 年 30 倍 PE。随着公司小非解禁基本完成，我们认为公司已经存在较好投资机会。

股价刺激因素：公司股权激励计划年内获批。

风险提示：运营商降低光纤宽带接入投资；软件外包业务在华为开拓受阻。

表 1 新海宜利润表预测（百万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	441.56	544.65	865.81	1243.36	1671.97
增长率	49.3%	23.3%	59.0%	43.6%	34.5%
减：业务成本	253.56	334.91	501.48	737.52	987.80
毛利率	42.6%	38.5%	42.1%	40.7%	40.9%
营业税金及附加	2.25	3.45	4.41	6.34	8.52
营业费用	31.11	28.85	39.83	57.19	76.07
营业费用率	7.05%	5.30%	4.60%	4.60%	4.55%
管理费用	56.22	54.45	87.45	119.36	140.45
管理费用率	12.73%	10.00%	10.10%	9.60%	8.40%
财务费用	6.20	6.11	2.60	2.49	5.02
费用率	21.18%	16.42%	15.00%	14.40%	13.25%
资产减值损失	1.39	2.78	1.00	(2.00)	(1.00)
投资收益	4.22	51.15	80.00	80.00	90.00
营业利润	95.05	165.25	309.05	402.46	545.11
加：营业外收入	9.63	8.19	8.00	12.00	15.00
减：营业外支出	0.30	1.14	0.30	0.30	0.30
利润总额	104.38	172.30	316.75	414.16	559.81
减：所得税	15.48	23.73	47.51	62.12	83.97
实际税率	14.83%	13.78%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	88.90	148.56	269.24	352.03	475.84
归属于母公司所有者的净利润	82.15	139.13	250.39	327.39	442.53
少数股东损益	6.75	9.43	18.85	24.64	33.31
摊薄 EPS（元）	0.23	0.39	0.71	0.93	1.25

资料来源：海通证券研究所

相关报告：

新海宜点评报告：LED 项目将成公司高增长的第三极，维持买入 20110705

新海宜跟踪报告：配套设备高速增长 软件业务渐臻佳境，维持买入 20110601

新海宜调研简评报告：配套设备和软件业务双轮驱动高增长，首次买入 20110517

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。