

证券研究报告

通信传输设备

联系人：李明杰
021-38565934
limj@xyzq.com.cn

推荐（首次）

新海宜（002089）

分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110014刘亮 ODN、软件外包驱动公司业绩稳定增长
估值安全、给予推荐

2012 年 2 月 5 日

投资要点

近日，我们调研了新海宜，与公司高管（董事长及董秘）进行了深入的交流。公司基本情况如下：

- **公司是 ODN 和软件领域领先企业：**公司主营业务为 ODN 和软件外包，是 ODN 领域的领先企业，同时在国内软件外包行业中排名第九。公司战略目标明确，短期增长靠 ODN 和软件业务，长期公司力图从视频监控及 LED 领域实现突破。受益于光通信行业和软件行业的快速发展，2011 年三季度，公司实现营业收入 5.4 亿，同比增长 52.1%，归属母公司的净利润 1.5 亿，同比增长 53.0%，对应 EPS0.42 元。
- **受益于光通信景气高企，ODN 业务将持续快速增长：**
 - 1) 我们在光通信深度报告《跨越电信资本周期，光通信一马当先》中曾指出，未来光通信行业景气度将持续 2-3 年。受国家政策和运营商全业务布局的推动，运营商持续发力大规模建设 FTTX，2010 年国内 ODN 市场规模近 110 亿元，预计 11-13 年年均复合增速达 35%。公司重点业务地区江苏电信十二五期间将投资 250 亿，预计光通信 11 年投资 40 亿，12 年投资将达到 60 亿。
 - 2) 公司的产品质量和服务处于业内领先地位，主要产品在运营商招标评比均为 A 类，由于质量过硬，服务周到，11 年获评运营商的阳光供应商第一名。目前运营商正逐步重视网络设备质量和服务，提高行业相关标准和质量门槛，这将利好产品质量高、服务好的公司。
 - 3) 我们认为，受益于光通信行业景气高企，且公司在质量/服务方面均领先于行业，ODN 业务将持续快速增长，预计 11 年公司 ODN 收入为 5 亿，同比增长达 40%，预期 12 年增长 30%。
- **非华为业务发力+毛利回升驱动软件外包业务高增长可期：**
 - 1) 深圳易思博是公司负责软件外包业务的子公司，主要承接华为软件外包业务，占比达到 80%，此外，公司也积极拓展非华为业务（主要针对行业应用提供整体解决方案）。公司自 07 年开展软件外包业务以来呈快速增长趋势，年复合增速达 60%，近两年每年新增员工千人，2011 年员工规模达到 4000 人，2011 年上半年实现营业收入 1.3 亿，同比增长 143%。
 - 2) 11 年上半年毛利率同比下滑 20 个百分点，主要原因为研发人员规模扩大导致培训费用等支出较多、项目拓展成本上升等。我们认为，随着招聘培训费用支出的减少以及新增员工逐步创造利润，11 年下半年毛利率将逐步回升，而 12 年根据公司规模，新增员工数将收窄、毛利率较高的非华为业务占比提升，因此，毛利率将继续回升，有望恢复至 30%以上。
 - 2) 公司非华为业务主要针对行业应用提供整体解决方案，毛利率相比华为软件外包较高，超过 30%；公司将在 12 年重点拓展该项业务，目前已经在电信、电力、车联网、航空等领域获得订单，我们预

计 12 年将实现营收增长 60%，达到 1 亿。

4) 我们认为，在非华为业务快速拓展和毛利率回升的驱动下，公司 11 年营收有望同比增长 110%，达 3 亿元，贡献利润 7500 万；预计 12 年营收增长 30%，贡献利润达 1.1 亿。

● **公司业务多点布局，LED/安防等将支撑公司长期增长：**

1) 长期来看，公司力图从 LED 及视频监控领域实现突破，为公司长期增长奠定基础。

2) 公司 LED 照明产品主要为 LED 灯泡/灯管，已实现销售，预计 12 年贡献 1 千万收入；外延片设备方面，公司已申请到 20 台 MOCVD 设备补贴，但限于目前行业态势，公司放慢了设备采购进展，预计年中到货 4 台。我们认为，公司 LED 业务发展仍取决于照明市场何时启动，公司在芯片、封装、灯具方面已经具备生产能力，但外延片进展相对较慢，整体看 LED 业务对公司近两年业绩影响不大，将是公司长期战略业务。

3) 公司视频监控产品涵盖硬件，软件等全套系统，业务包括小区监控、工厂监控等，是公司未来重点推进业务之一。我们认为，随着安防行业的快速发展，视频监控业务有望成为公司长期业绩增长点。

● **盈利预测及投资评级：**公司 11-13 年 ODN 业务和软件业务均能实现持续快速增长，ODN 业务增速维持在 30-40%，软件业务也在快速拓展当中，12 年业绩增长 30%以上。预计 11-12 年 EPS 为 0.55 元、0.73 元，复合增速 30-35%。对应当下估值 16 倍，增长稳定、估值安全，给予“推荐”投资评级。

● **风险提示：**运营商招投标的不确定性、人力成本上升及股权投资不确定性

调研信息速递

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	919	1228	1439	1672
货币资金	431	432	404	345
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	315	485	638	821
其他应收款	10	26	34	44
存货	155	268	343	439
非流动资产	443	633	602	581
可供出售金融资产	76	0	0	0
长期股权投资	79	120	120	120
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	182	360	359	345
在建工程	60	45	23	11
油气资产	0	0	0	0
无形资产	37	87	91	96
资产总计	1362	1861	2040	2253
流动负债	373	712	671	612
短期借款	164	350	250	100
应付票据	43	83	106	136
应付账款	78	166	213	272
其他	88	113	101	103
非流动负债	16	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	16	7	7	7
负债合计	389	719	678	619
股本	235	353	353	353
资本公积	354	237	237	237
未分配利润	274	417	602	830
少数股东权益	68	77	90	106
股东权益合计	973	1141	1362	1634
负债及权益合计	1362	1861	2040	2253

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	149	194	259	323
折旧和摊销	15	20	26	28
资产减值准备	3	18	15	18
无形资产摊销	8	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	12	15	8
投资损失	-51	-60	-60	-40
少数股东损益	9	9	12	16
营运资金的变动	-131	170	193	218
经营活动产生现金流量	-1	1	85	133
投资活动产生现金流量	-16	-138	53	33
融资活动产生现金流量	344	139	-166	-225
现金净变动	327	2	-28	-59
现金的期初余额	96	431	432	404
现金的期末余额	423	432	404	345

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	545	861	1131	1456
营业成本	335	554	710	908
营业税金及附加	3	4	6	7
销售费用	29	43	54	66
管理费用	54	76	96	121
财务费用	6	12	15	8
资产减值损失	3	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	51	60	60	40
营业利润	165	226	304	381
营业外收入	8	9	9	9
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	172	234	312	389
所得税	24	30	41	51
净利润	149	204	272	339
少数股东损益	9	9	12	16
归属母公司净利润	139	194	259	323
EPS（元）	0.39	0.55	0.73	0.92

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.3%	58.0%	31.4%	28.8%
营业利润增长率	73.9%	36.9%	34.5%	25.3%
净利润增长率	69.4%	39.8%	33.3%	24.7%
盈利能力(%)				
毛利率	38.5%	35.6%	37.2%	37.6%
净利率	25.5%	22.6%	22.9%	22.2%
ROE	15.4%	18.3%	20.4%	21.2%

偿债能力(%)

资产负债率	28.6%	38.7%	33.2%	27.5%
流动比率	2.47	1.72	2.14	2.73
速动比率	2.03	1.33	1.62	1.99

营运能力(次)

资产周转率	48.9%	53.4%	58.0%	67.8%
应收帐款周转率	188.7%	201.9%	189.3%	187.6%

每股资料（元）

每股收益	0.39	0.55	0.73	0.92
每股经营现金	-0.00	0.00	0.24	0.38
每股净资产	2.56	3.02	3.61	4.33

估值比率（倍）

PE	22.3	16.0	12.0	9.6
PB	3.4	2.9	2.4	2.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。