

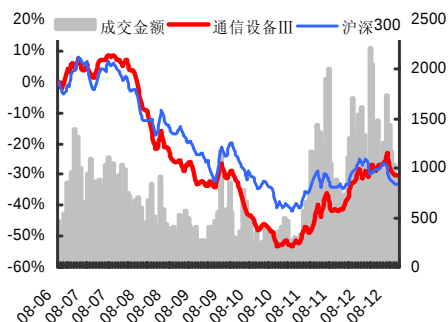


TMT 行业研究小组 张涛
021-53519888-1967
Zhangtaofd@yahoo.com.cn

通信及相关设备制造业

11 月电信业务累计收入	5,384.5 亿
同比增长	7.6%
11 月电信固定资产投资	307 亿
同比增长	58.99%
11 月通信设备累计工业总产值	7,767.63 亿
同比增长	5.5%
11 月通信设备累计利润总额	262.78 亿
同比增长	5.05%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: ZT08-MIT05

相关报告: 国际产业转移加速 国内主场优势
尽现 ——2009 年电信设备业投资策略

■ 主要观点:

■ 下调 2008 年电信收入预期, 维持电信投资 18% 的预期

电信业务收入保持增长, 但是增长速度进一步放缓, 我们进一步下调 2008 年电信业务收入增长速度至 7.5%。四季度是电信固定资产投资结算的高峰期, 11 月份单月固定资产投资同比增长达到 58.99%, 我们乐观估计 2008 年电信固定资产投资增长速度维持在 18%。

■ 终端制造子行业拖累全行业增长速度

根据 ACMR 数据, 通信设备制造业工业 1-11 月累计总产值同比增长 5.5%, 增长速度继续下滑。但是通信设备子行业通信传输设备、交换设备和终端设备 1-11 月份工业总产值同比增长率分别为 20.2%、26.68% 和 -3.27%, 终端设备制造行业拖累整个行业的增长。

■ 金融危机对通信国内设备的机会逐渐显现

通信交换设备 1-11 月份累计出口同比增长 45.8%, 所有其他子行业增长速度都出现下滑, 交换设备出口的增长速度反而有所加快, 符合我们在年度策略中金融危机加速产业向国内转移的观点, 同时 2008 年前三季度的基站合同和国内运营商的集采招标结果都符合这一预期。我们认为通信设备部件及网络服务商由于国际化刚刚开始, 其受益于产业转移的空间更大, 效果更加显著。

■ 3G 运营将带动电信增值业务

综合各方面的消息, 我们认为 2009 年年初发放牌照的可能性非常大。我们认为 3G 推广可能也只能是移动运营商主导, 整合 SP、CP 和 TP 整个产业链, 相关业务的 SP、CP 和 TP 将是 3G 牌照发放之后, 3G 业务推广的重要受益者, 关注具有品牌的拓维信息和老牌增值服务商北纬通信。

■ 投资建议:

评级未来十二个月内, 通信设备制造业评级“有吸引力”。

重点关注中兴通信、武汉凡谷、拓维信息和北纬通信

■ 数据预测与估值:

■ 重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
中兴通讯	000063	25.65	1.30	1.60	2.10	19.73	16.03	12.21	9.91	跑赢大市
武汉凡谷	002194	16.34	0.54	0.77	1.06	30.26	21.22	15.42	4.08	跑赢大市
拓维信息	002261	24.90	1.06	1.00	1.20	23.49	24.90	20.75	6.43	跑赢大市
北纬通信	002148	13.45	0.63	0.45	0.60	21.35	29.89	22.42	4.75	跑赢大市

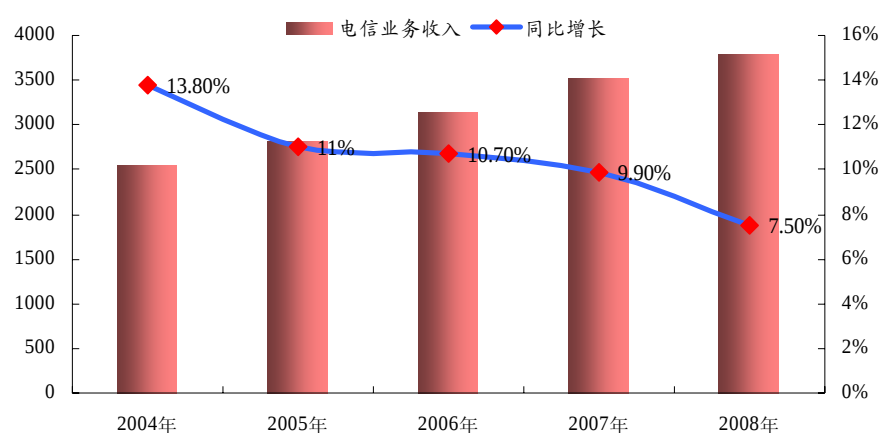
资料来源: 上海证券研究所; 股价数据为 2008 年 12 月 26 日收盘价

一、电信行业市场动态

1、电信业收入保持快速增长，增速进一步下降

1~11月电信业务累计收入 7,461.3 亿元，同比增长 7.6%，相对于 1-10 月 8.1% 的增长速度，下降了 0.5 个百分点，电信业务收入保持快速增长，但是增长速度进一步放缓，我们进一步下调 2008 年全年电信业务收入增长速度至 7.5%，下调 0.5 个百分点。

图 1 电信业务收入及增长率 单位：亿元



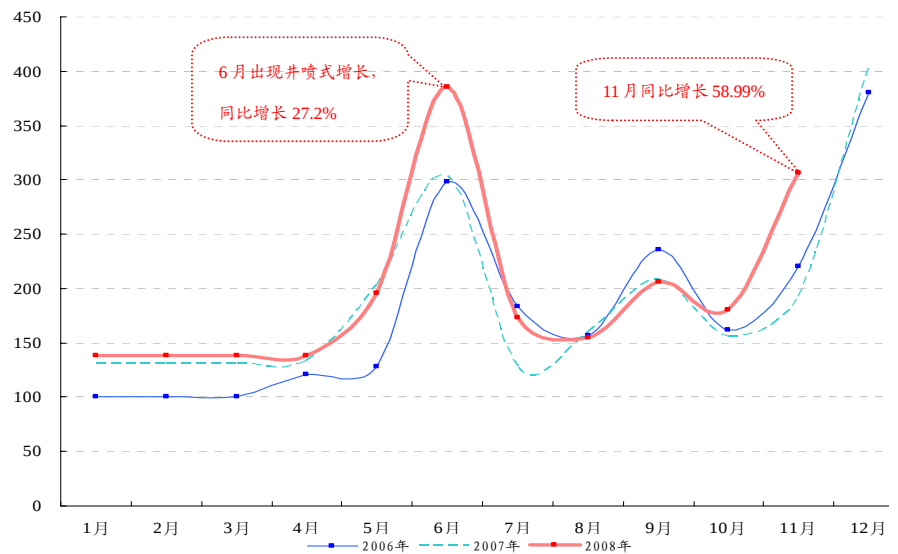
数据来源：工信部网站 上海证券研究所

2、11 月电信固定资产投资增长 58.99%

11 月份电信固定资产投资 307 亿元，同比增长 58.99%，远高于电信重组之后 6 月份当月 27.2% 的增长速度，1-11 月电信固定资产投资同比增长 14.9%，超过 1-10 月 9.9% 的增长速度 5 个百分点，考虑到年末结算等原因，我们仍然看好 12 月份电信固定资产的增长。

图 2 我国 2008 年电信固定资产月度投资量

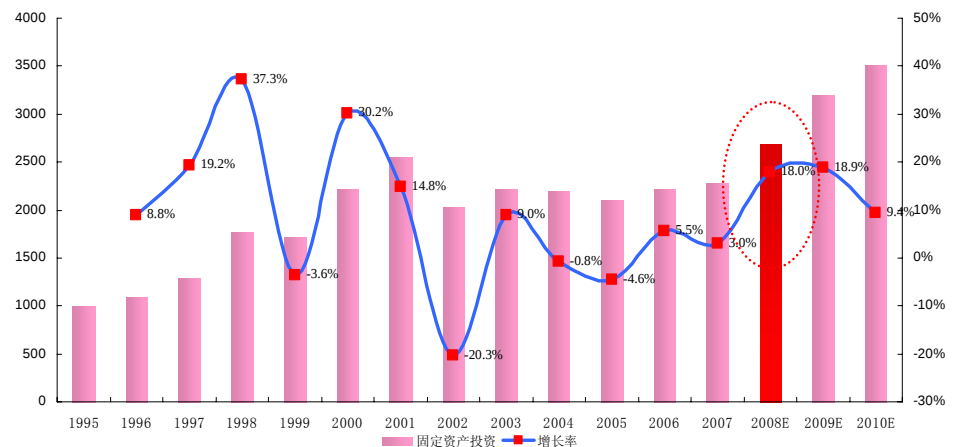
单位：亿元



数据来源：工信部网站 上海证券研究所

我们维持 2008 年电信固定资产投资 18% 的增长速度，全年投资将达到 2690 亿元。2009 年是 3G 建设的关键一年，考虑到国家投资保增长的战略，2009 年电信固定资产投资的规模将会进一步扩大。

图 3 电信固定资产投资及增长率 单位：亿元



数据来源：工信部网站 上海证券研究所

二、通信设备行业市场动态

1、终端制造子行业拖累全行业增长

根据 ACMR 数据，通信设备制造业 1-11 月累计工业总产值

7,767.63 亿元，同比增长 5.5%，相对于 1-8 月累计工业总产值 7.59% 的增长速度，下滑了 2.09 个百分点。但是通信设备子行业通信传输设备、交换设备和终端设备 1-11 月份累计工业总产值同比增长率分别为 20.2%、26.68% 和 -3.27%，终端设备制造业拖累整个行业的增长。1-8 月份通信设备子行业通信传输设备、交换设备和终端设备的累计工业总产值同比增长 20.17%、33.93% 和 -1.29%，通信设备子行业通信传输设备保持快速的增长，交换设备保持高速增长，虽然增长速度有所下滑，但是如果剔除奥运封网的影响，我们认为传输设备和交换设备能够保持快速增长。

对于终端设备制造（主要是手机制造），由于知名品牌不断推出低价机抢占农村市场和国内山寨手机的泛滥，把国内手机制造商挤出了市场，波导手机业务不断萎缩，联想手机业务最终也被出售。对于山寨手机，我们认为工信部对山寨手机的整理短期内很难见效，出现山寨手机商转正之后见光死的可能性比较大，同时移动运营商订制手机的趋势比较明显，特别是国内 3G 业务的开展，中兴的定制手机业务将会有个大的发展。但是整个终端子行业的萎缩将会持续。

2、汇率波动造成行业利润率下降

根据 ACMR 数据，通信设备制造业 1-11 月利润累计总额 262.78 亿元，同比增长 5.05%，相对于 1-8 月利润累计总额 23% 的增长速度，利润增长速度出现很大程度下滑。

从利润率看，通信设备制造业 1-11 月利润率为 3.57%，1-8 月份利润率 3.83%，通信设备制造业的利润率处于下滑趋势。但是我们认为利润率的下滑主要是由于三季度汇率波动（见 11 月份投资策略）造成汇兑损失比较大，其中 1-11 月份财务费用同比增长 525.06%。从子行业看，通信传输设备的 1-11 月的利率利润率由 1-8 月的 3.8% 上升到 4.2%，并没有出现由于价格压制产生的利润率下降的现象。

3、金融危机中的机会逐渐显现

在 2009 年投资策略中我们认为金融危机加速了通信设备产业向国内转移的进程，随着金融危机对通信设备行业的影响蔓延到整个产业链，各个环节应对金融危机的调整逐渐显现，这场危机短时间没法消除，我们认为这一基于产业周期理论的行业转移速度目前正在加快，而且产业转移带来的好处要超过市场的预期。

根据 ACMR 数据，通信交换设备 1-11 月份累计出口 1,091.22 亿元，同比增长 45.8%，而 1-8 月通信交换设备累计出口 738.12 亿元，同比增长 43.57%，金融危机反而助长了通信交换设备的出口，我们认为随着金融危机的持续，这种影响将越来越深远。

据 E.JL Wireless Research 公司的统计，截至 2008 年 9 月 30 日前三季度中，中兴、华为分别获得 53、51 个基站合同，占全球基站合同数量的 28.6%、29.6%，国内设备商获得总合同的 58.2%。国内设备商在新增合同竞争的优势越来越明显。三个季度中国内设备商的市场份额由 40% 逐渐上升到 68%，可以看出这种产业转移正在加速。

表 1 2008 年全球基站设备合同订单数

	总的订单	华为	中兴	国内份额
2008Q1	47	6%	34%	40%
2008Q2	66	30%	31%	61%
2008Q3	67	43%	25%	68%
合计	180	28.60%	29.60%	58.2%

资料来源：E.JL Wireless Research

我们认为通信设备产业加速向国内转移基于以下两点：

一是在欧美日韩等国家已经完成 3G 的建设，短期内不存在大规模网络建设的可能，通信设备已经相对饱和，目前通信设备需求主要集中在新兴市场。国内设备商的国际业务主要集中在亚非拉等新兴市场，这些新兴市场由于是第一次建网，与国外设备商相比不存在设备更替而产生的市场的粘性，而且国内设备商的综合成本优势比较明显，我们认为在新兴市场遭受金融危机影响不太大的情况下，新兴市场政府会保持电信投资的增长，这将会带动国内设备商的国际业务的快速的增长。

二是，在金融危机的影响下，欧美成熟市场的移动运营商更加关注成本，特别是欧美的区域性的新兴移动运营商会考虑采购综合成本优势明显的国内设备商的产品，这给国内设备商打入欧美这一世界最大设备市场、获得欧美主流移动运营商的认可提供良好的机会，目前国内设备商在美国已获得重大突破。

中兴通讯 2008 年 WIMAX 终端产品正式进入北美市场，并在 WIMAX 系统设备方面成为美国第三大运营商 Sprint 的主要供货商。在 CDMA 方面，公司已为美国运营商承建了基于 CDMAEV-DO 的覆盖全美的网络，目前，该网络的第一期网络工程已完成，第二期的扩容工作已展开。

近期，中兴通讯再次突破美国 CDMA 市场，与美国新兴运营商 Smart PCS 签订 CDMA 供货合同，涉及基站、移动软交换和业务产品，该网络主要覆盖美国西北部的佐治亚州和田纳西州。

SmartPCS 总裁兼首席执行官安东尼·奥拓兰尼表示，作为新兴运营商，SmartPCS 既需要成熟而稳定的 CDMA 设备和终端，也需要合理的价格和长期的合作，选中中兴通讯的因素还包括 CDMA 网络

设备具备大规模商用能力，以支持不断的用户增长、未来技术升级和新市场扩容等。

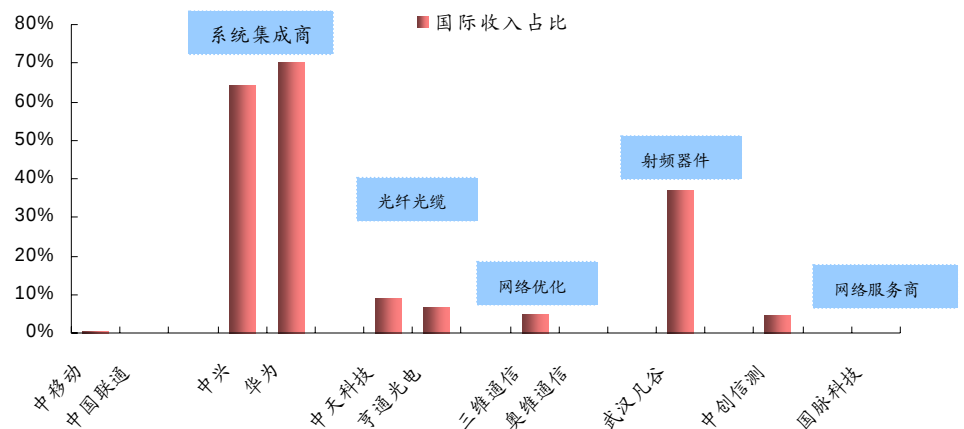
在手机终端方面中兴通讯 2008 年前三季度在美国的手机销售额逾 5000 万美元，预计公司 2008 年全年手机在 5000 万部以上，全年增幅将超过 100%。从与黄埔集团旗下的运营商合作定制 30 万部手机打入英国市场，再与英国电信合作研究并向英国电信提供 DAB 制式的电视手机，到 2008 年上半年获得国际一流运营商沃达丰 1000 万部手机定制，中兴在手机定制业务逐渐获得运营商的认可。我们认为运营商为了抵制金融危机的影响，降低成本，加大在国内的采购成为首选。

华为与中兴最近都增强了美国销售和营销团队，并全力争取美国运营商的订单。我们认为国内设备商的优势已经获得移动运营商的认可，市场份额的进一步扩大可预期。

4、产业转移过程中，部件设备商受益更加明显

在这场产业大转移的过程中，中兴、华为最先参与到肉搏战当中，而且战绩不俗，目前国际业务收入都占到 60% 以上。伴随着中兴、华为国际化收入的迅速增长，作为国内射频器件龙头的武汉凡谷的国外销售迅速增长。国际业务收入占到 35% 左右。网络服务商国脉科技也通过与系统集成商合作即将迈入国际市场。

图 4 我国主要通信设备商国际化程度



数据来源：公司年报 上海证券研究所

产业转移的加速会进一步扩大中兴和华为的国际设备商的市场份额，但是我们更加看好射频器件商武汉凡谷和网络服务商国脉科技的国际业务的快速增长。这两家虽然主要依赖中兴、华为设备商的国际业务达到出口的目的，中兴和华为国际业务的增长会带动其国际业

务的快速增长,但是在其直接与国际系统集成商的合作方面取得重大突破,武汉凡谷是诺西和爱立信的重要部件供应商,国脉科技在与诺西的合作正在进行中。我们认为部件设备商受益产业转移的空间和速度要快于系统集成商,值得重点关注。

5、3G 牌照发放带来的机会

目前面临经济下滑的情况下,政府通过发放 3G 牌照刺激电信投资增长的可能性比较大,而且牌照的发放一再拖延,工信部领导也明确表示牌照发放时机成熟,我们认为 2009 年一季度发放牌照的可能性非常大。

电信增值业务是 3G 网络非常重要的运用,3G 网络的普及势必再次带动电信增值业务的发展。牌照的发放之后,3G 的推广需要有能吸引消费者的 3G 业务,我们参照国外 3G 推广的经验可以看出,不同运营商采取的战略不同,其在推广 3G 方面的业务也不相同。

表 2: KDDI (CDMA2000) 主要 3G 业务

EZ Channel	提供音乐、电影、娱乐、新闻、天气和金融信息等内容
Z Chaku-uta	音乐铃声下载,主要有普通铃声、乐曲铃声、声音灵生、影像铃声等
EZ Chaku-uta-FULL	完整音乐下载服务
EZ Navi Walk	定位导航服务
EZ Passenger Seat Navigation	汽车导航服务,除线路导航外,还提供目的地拥堵情况及停车位情况
EZ Appli	允许用户下载程序、安装游戏或者增加手机功能
EZ TV	支持数字地面广播系统,提供音乐、广播、电视等服务
FM Keitai	FM 无线电广播业务,同时操作邮件和短信等
EZ Felica	手机支付业务

资料来源: 上海证券研究所

表 3: DoCoMo (WCDMA) 主要 3G 业务

DoCoMo (WCDMA)	基于 I-Mode
i-appli	基于 java 的应用,用户可以下载各种应用程序到手机,包括视频游戏、电子地图、股票信息和天气预报等
i-motion	内容动画内容下载,提供每秒 15 帧的连续动画内容
i-motion mail	动画邮件,用户不仅可以发送手机拍摄的动画,还可以发送从内容提供商的动画
i-area	移动定位服务,提供位置及交通信息

i-shot	拍照服务, 用户可以用手机拍照, 并把照片发送到手机或者电脑上
i-channel	提供天气、娱乐、新闻
Felica	手机钱包服务

资料来源: 上海证券研究所

我们认为 3G 推广可能也只能是移动运营商主导, 整合 SP、CP 和 TP 整个产业链, 相关业务的 SP、CP 和 TP 将是 3G 牌照发放之后, 3G 业务推广的重要受益者。上市公司方面主要集中在拓维信息、北纬通讯。

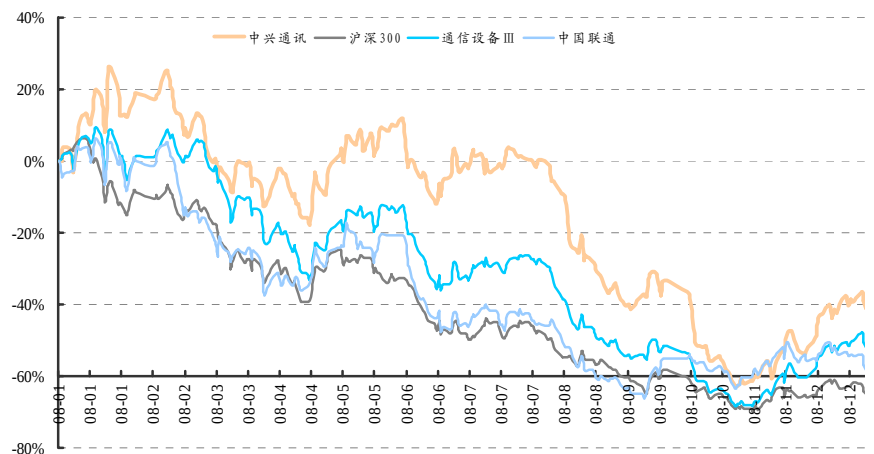
拓维信息集 SP、CP 和 TP 于一身, 其手机动漫业务经过前期市场推广, 已经获得相当数量的用户, 相关的产品和服务已成熟, 特别是动漫大赛的推广, 把相关动漫产业的内容提供者网络到公司手机动漫这一平台, 为未来发展提供源源不断的原创动漫素材。在 3G 业务推广中, 手机文学包括手机动漫和小说等也是 3G 的重要业务, 我们认为 3G 牌照发放将会极大推动公司手机动漫业务的发展。

北纬通讯作为老牌的手机增值业务服务商, 在手机增值业务的开发和业务推广上拥有丰富的经验, 其也将是移动运营商争夺的重要的合作伙伴, 其非常有可能成为移动运营商 3G 业务推广的战略合作伙伴, 在 3G 增值业务中领导者, 获得先发优势。

三、股票走势、估值及评级

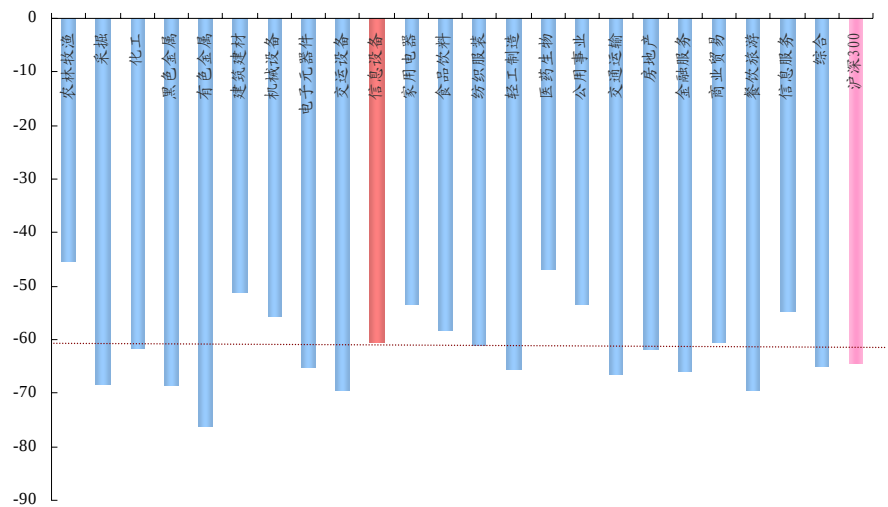
12 月份通信设备行业指数反弹 16%, 行业龙头中兴通讯大幅反弹近 20%, 电信运营商中国联通相对比较平稳, 超过沪深 300 指数 10 个百分点左右, 通信设备行业指数整体跑赢大市。

图 5 过去 12 个月行业指数及主要股票走势



数据来源: WIND 资讯 上海证券研究所

图 2 2008 年至今行业指数变动



数据来源: WIND 资讯 上海证券研究所

通信设备的估值水平整体有所上升,但是考虑到通信设备快速的成长、3G 牌照即将发放和电信固定资产投资快速增长,我们认为目前通信设备制造业目前股价有相当的安全边际,我们仍然看好通信产业转移对国内设备商的带动和电信固定资产投资对通信设备行业的拉动作用,对通信设备仍然给与“有吸引力”的评级。

四、重点关注股票

■ 中兴通讯: 国际产业转移、国内需求拉动长

公司前三季度实现营业收入 303.3 亿元,同比增长 29.34%,增长速度与上半年 29.52%的增长速度基本一致,公司的收入继续保持快速增长;归属母公司所有者净利润 8.16 亿元,同比增长 35.31%,远高于上半年 21.21%增长速度;公司综合毛利率 34.11%,毛利率略有提升。

公司作为通信设备的龙头企业,是国际产业转移的重要受益者,从近期国际基站设备招标、美国运营商的集采中标等事件看,公司的国际业务保持快速增长。同时国内通信固定资产 1-11 月份出现了 14.9%的快速增长,而且 2009 年是 3G 建设的工期相对集中的一年,我们认为 2009 年电信固定资产投资高速增长基本确定,公司也将受益于国内投资的高速增长。

■ 武汉凡谷: 国际业务将出现高速增长

2008 年 7-9 月营业收入 40,013.56 万元,同比增长 49.49%,远远超过市场对于公司三季度的收入 20%增长速度的担心。公司 1-9 月收

入同比增长 37.20%，高于上半年 29.93%，三季度收入增长速度加快。2008 年 1-9 月净利润 18,062.88 万元，同比增长 10.45%。公司按照 25% 预缴所得税造成所得税费用大幅度增加以及第三季度欧元急剧贬值造成较大金额汇兑损失，使得净利润增长幅度远远低于营业收入增长幅度。11 月 4 日收到抵免公司 2007 年度企业所得税 2221.02 万元，直接增加公司 2008 年度净利润。同时 2008 年 12 月 31 号之前公司获得高新技术企业所得税的优惠的问题不大，公司全年净利润的增长率在 36.97%，如果按照 15% 的优惠税率，2008 年全年净利率增长将达到 53.96%，远远超过 43.04% 的预期。

公司作为基站射频器件的龙头企业，我们认为公司能享受到国内基站建设迅速增长带来的收益，对公司收入增长起到很好的拉升作用。我们更加看好国际产业转移带来公司国外客户订单的上升，爱立信市场份额的提升，将大幅提高公司国际业务量。

■ 拓维信息：CP、TP、SP 受益 3G 增值业务运营

2008 年公司 1-9 月营业收入 1.89 亿元，同比增长 13.64%，净利润 5841.78 万元，同比增长 28.12%。由于电信重组和金融危机等原因，公司三季度收入出现 2.38% 的增长，净利润减少了 10.79%。我们认为金融危机会对公司增值业务形成一定的冲击，但是 3G 牌照的发放将会极大的刺激电信增值业务的发展。特别是公司集 CP、TP、SP 于一身，公司手机动漫业务形成一定规模的用户、成为国内知名的动漫品牌，3G 牌照的发放将会极大的带动公司相关业务的发展。

■ 北纬通信：3G 重要的移动增值服务提供商

数据及移动增值业务是中国电信和中国移动重点争夺的焦点，相关移动增值服务提供商也会成为两家运营商争夺资源。同时公司在 3G 应用方面做好充分的准备，3G 视频流媒体互动平台项目和移动黄页位置服务项目都将在 2008 年年底正式全面推出，3G 流媒体互动平台在奥运期间为中国移动开通的“我的奥运我报道”视频互动业务提供平台及运营支持。这两项移动新的增值业务都是 3G 重要的移动增值项目，考虑到 3G 牌照即将发放，我们比较看好公司 2009 年的盈利能力。

公司 2008 年 1-9 月份 10.1 亿元，同比增长 33.37%，净利润 2206.83 万元，同比增长 5.34%，相对于 2008 年 1-6 月营业收入 22.44% 的增长速度，反映出作为老牌电信增值提供商在抵御金融危机影响的能力。

分析师承诺

分析师 邓永康 张涛 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。