

2009 年 03 月 16 日

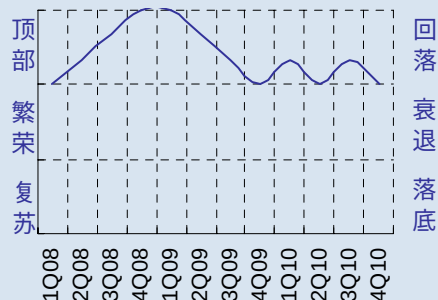
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	34.54
市场优化平均市盈率	20.60
国金通信设备指数	2096.41
沪深 300 指数	2241.61
上证指数	2153.29
深证成指	8022.69
中小板指数	3280.02



行业景气周期预期1Q08-4Q10



陈运红

 (8621)61038242
 chenylh@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

通信设备行业 2009 年年度报告

——投资结构将分化，关注行业龙头

减持

持有

增持

投资要点

■ 2009 年 1 季度投资策略回顾：投资收益远超大盘同期涨幅

- ◆ 09 年 1 季度投资策略：买入中兴（最高涨幅为 31.18%）和凡谷（最高涨幅为 21.8%），重点关注烽火（最高涨幅为 46.56%）、中创信测（最高涨幅为 52.4%）、亿阳信通（最高涨幅为 59.6%）。

■ 可以长期看好的品种应具备如下特征

- ◆ **良好的资产质量**：资产质量良好的公司在面对金融危机时，在发展战略更具灵活性，对风险控制更具可控度，当经济复苏时，这类公司发展潜力往往最大。凡谷和烽火资产负债率低、经营现金流好。
- ◆ **具备全球化的国际市场**：09 年的需求可以依靠国内需求拉动，但 2010 年的以后收入增长主要取决于海外市场的拓展，因为国内市场需求逐步回落；中兴通讯和凡谷是国际化市场的代表。
- ◆ **选择行业龙头**：该类公司直接受益于 3G 项目投资，同时又是受益子行业的龙头公司，市场份额占比大、综合竞争优势明显，当市场需求增长时，这类公司的收入和利润将呈现快速增长。

■ 2009 年 2 季度投资策略：买入 中兴、凡谷、烽火，重点关注华胜天成

- ◆ 从动态估值看，目前通信行业 09 年动态 PE 为 22 倍，而中兴仅为 18 倍，具有相对的估值优势；从业绩增速看，凡谷在未来 2 年保持 30% 的 EPS 复合增速可能性最大，资产质量最好，抗金融风险最强；从投资需求的可持续看，烽火受益未来 3-5 年带宽消费普及与升级，是光通信领域的龙头；建议买入中兴、凡谷、烽火。
- ◆ 从 3G 新业务投资的持续看，服务器与业务应用软件的持续需求将系统集成商带来新一轮发展契机，我们建议重点关注华胜天成。

图表1：2 季度策略：买入 中兴、凡谷、烽火，重点关注华胜天成

更新：2009-03-15

公司简称	股价	EPS		PE		BVPS		PB	
		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
中兴A股	33.40	1.83	2.41	18.24	13.85	10.85	12.68	3.08	2.63
中兴H股	27.80	1.83	2.41	13.55	10.29	10.85	12.68	2.29	1.91
武汉凡谷	20.80	1.00	1.33	20.77	15.66	5.02	5.82	4.14	3.58
烽火通信	13.60	0.54	0.69	25.21	19.64	6.39	6.96	2.13	1.95
中创信测	14.23	0.58	0.64	24.53	22.30	3.07	3.71	4.64	3.84
亿阳信通	12.65	0.49	0.53	25.82	23.90	4.41	4.94	2.87	2.56
三维通信	13.80	0.61	0.68	22.59	20.17	3.60	4.28	3.83	3.22
华胜天成	12.51	0.63	0.72	19.86	17.27	4.07	4.79	3.07	2.61
亨通光电	14.85	0.75	0.84	19.74	17.62	7.58	8.42	1.96	1.76
行业平均				22.09	18.80			3.21	2.77

来源：国金证券研究所

图表2：2 季度投资策略：买入中兴、凡谷、烽火，重点关注华胜天成

项目	1季度策略：关注3G投资直接受益的公司					2季度策略：投资结构将出现分化，关注龙头					投资建议
	2009-1-14	EPS		期间股价表现		2009-3-15	EPS		PE		
		股价	08E	09E	最高		涨幅	股价	09E	10E	
公司简称	股价					股价					
中兴A股	26.68	1.24	1.70	35.00	31.18%	33.40	1.83	2.41	18.24	13.85	买入
中兴H股	22.18	1.24	1.70	29.90	34.81%	27.80	1.83	2.41	13.55	10.03	买入
武汉凡谷	17.80	0.71	0.90	21.68	21.80%	20.80	1.00	1.33	20.77	15.66	买入
烽火通信	10.76	0.41	0.50	15.77	46.56%	13.60	0.54	0.69	25.21	19.64	买入
中创信测	11.32	0.30	0.43	17.25	52.39%	14.23	0.58	0.64	24.53	22.30	关注
亿阳信通	8.58	0.40	0.48	13.69	59.56%	12.65	0.49	0.53	25.82	23.90	关注
三维通信	11.75	0.41	0.48	15.45	31.49%	13.80	0.61	0.68	22.59	20.17	关注
华胜天成	10.13	0.47	0.57	13.95	37.71%	12.51	0.63	0.72	19.86	17.27	重点关注
亨通光电	10.67	0.55	0.67	15.89	48.92%	14.85	0.75	0.84	19.74	17.62	
上证A	1900.25			2402.00	26.40%	2128.45					

来源：国金证券研究所

图表3：2009 年 1 季度各公司盈利能力分析与预测（单位：亿元）

单位：亿元	中兴通讯			武汉凡谷			烽火通信			亨通光电		
	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月
	单季 实际	单季 预测	累计 预测	单季 实际	单季 预测	累计 预测	单季 实际	单季 预测	累计 预测	单季 实际	单季 预测	累计 预测
营业收入	60.11	86.45	113.24	1.74	2.69	3.64	3.98	5.58	7.82	2.48	2.35	3.05
营业成本	41.34	55.83	75.53	1.23	1.95	2.63	2.72	4.13	5.63	2.02	1.88	2.47
毛利	18.76	30.61	37.71	0.51	0.74	1.00	1.26	1.45	2.19	0.46	0.47	0.58
销售费用	7.23	13.10	15.30	0.01	0.02	0.03	0.58	0.59	0.78	0.18	0.15	0.15
管理费用	9.81	13.36	17.03	0.05	0.06	0.08	0.51	0.65	1.12	0.10	0.15	0.16
财务费用	1.29	1.85	2.49	0.01	0.01	0.02	0.02	-0.13	-0.16	0.02	0.02	0.05
投资收益	0.07	0.17	0.19	0.00	0.00	0.00	0.09	0.03	0.03	0.00	-0.01	0.00
营业利润	-0.07	0.84	0.88	0.37	0.58	0.79	0.03	0.26	0.40	0.14	0.14	0.22
营业外收支	0.94	0.99	1.14	0.01	0.00	0.01	0.05	0.06	0.08	0.00	0.00	0.01
利润总额	0.86	1.72	2.02	0.38	0.58	0.80	0.24	0.35	0.48	0.14	0.14	0.22
所得税费用	0.22	0.51	0.30	0.05	0.11	0.12	0.01	0.03	0.02	0.03	0.01	0.03
少数股东损益	0.32	0.60	0.77	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.02	0.05	0.02	0.02	0.04
净利润	0.42	0.61	0.94	0.32	0.46	0.68	0.25	0.30	0.41	0.08	0.10	0.15
股本	9.60	9.60	13.44	0.80	2.14	4.28	4.10	4.10	4.10	1.66	1.66	1.66
每股收益	0.04	0.06	0.07	0.41	0.22	0.16	0.06	0.07	0.10	0.05	0.06	0.09
净利润增速	27.01%	43.47%	55.13%	na	42.86%	45.92%	290.53%	16.90%	36.68%	29.24%	25.04%	45.82%
收入增速	30.97%	43.82%	31.00%	na	45.83%	35.00%	50.67%	15.08%	40.00%	41.01%	2.00%	30.00%

来源：国金证券研究所

图表4：2009 年 1 季度各公司盈利能力分析与预测（单位：亿元）

单位：亿元	三维通信			中天科技			*ST 大唐			亿阳信通		
	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月
	单季 实际	单季 预测	累计 预测	单季 实际	单季 预测	累计 预测	单季 实际	单季 预测	累计 预测	单季 实际	单季 预测	累计 预测
营业收入	1.24	0.83	1.24	3.21	5.24	8.12	5.11	4.57	4.66	1.47	1.63	2.20
营业成本	0.77	0.51	0.77	2.67	4.19	6.78	3.56	3.32	3.54	0.74	0.71	0.99
毛利	0.47	0.32	0.47	0.54	1.05	1.34	1.54	1.25	1.12	0.73	0.92	1.21
销售费用	0.13	0.08	0.13	0.18	0.32	0.37	0.67	0.43	0.33	0.10	0.13	0.18
管理费用	0.15	0.10	0.15	0.08	0.14	0.17	0.31	0.43	0.41	0.41	0.49	0.59
财务费用	0.01	0.00	0.01	0.08	0.10	0.10	0.33	0.29	0.26	0.04	0.12	0.13
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.18	0.13	0.18	0.20	0.38	0.47	0.18	0.13	0.13	0.14	0.16	0.27
营业外收支	0.04	0.03	0.04	0.00	0.02	0.13	0.04	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
利润总额	0.21	0.17	0.21	0.20	0.41	0.60	0.22	0.13	0.13	0.15	0.17	0.28
所得税费用	0.03	0.03	0.03	0.05	0.07	0.12	0.10	0.09	0.08	0.02	0.02	0.04
少数股东损益	0.02	0.02	0.02	0.03	0.06	0.08	0.02	0.00	0.01	0.00	-0.02	0.00
净利润	0.16	0.12	0.16	0.13	0.28	0.40	0.10	0.03	0.04	0.14	0.17	0.23
股本	1.20	0.80	1.20	2.71	2.71	3.21	4.39	4.39	4.39	2.44	2.93	3.52
每股收益	0.13	0.14	0.13	0.05	0.10	0.12	0.02	0.01	0.01	0.06	0.06	0.07
净利润增速	38.08%	28.83%	38.08%	109.99%	116.47%	42.58%	128.85%	-66.73%	27.04%	24.52%	27.01%	34.65%
收入增速	49.40%	48.35%	50.00%	54.85%	94.70%	55.00%	-4.35%	-18.89%	2.00%	50.46%	27.05%	35.00%

来源：国金证券研究所

图表5：2009 年 1 季度通信设备行业盈利预测：行业收入增长 35%、净利润增长 45%

单位：亿元

	华胜天成			中创信测			行业合并		
	2007年 单季 实际	2008年 单季 预测	3月2009年 累计 预测	2007年 单季 实际	2008年 单季 预测	3月2009年 累计 预测	2007年 单季 实际	2008年 单季 预测	3月2009年 累计 预测
营业收入	4.18	6.58	9.22	0.41	0.43	0.63	83.19	116.35	157.55
营业成本	3.37	5.44	7.70	0.15	0.16	0.27	58.09	78.13	109.02
毛利	0.82	1.14	1.52	0.26	0.27	0.36	25.09	38.22	48.52
销售费用	0.33	0.53	0.77	0.08	0.10	0.11	9.42	15.45	18.60
管理费用	0.11	0.11	0.18	0.14	0.14	0.18	11.59	15.62	20.55
财务费用	0.00	-0.01	-0.06	0.00	0.00	0.00	1.80	2.25	2.90
投资收益	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.16	0.20	0.29
营业利润	0.26	0.40	0.35	0.03	0.05	0.08	1.36	3.07	3.74
营业外收支	0.01	0.00	0.00	0.02	0.05	0.06	1.11	1.17	1.47
利润总额	0.38	0.25	0.35	0.05	0.10	0.14	2.82	4.01	5.22
所得税费用	0.06	0.05	0.05	0.01	0.01	0.01	0.55	0.94	0.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.36	0.70	0.97
净利润	0.32	0.21	0.30	0.04	0.09	0.13	1.91	2.37	3.43
股本	1.83	3.49	4.19	1.37	1.37	1.37			
每股收益	0.17	0.06	0.07	0.03	0.06	0.10			
净利润增速	17.06%	-35.24%	45.62%	-23.63%	95.62%	51.76%	na	24.20%	45.00%
收入增速	20.60%	39.44%	40.00%	65.71%	3.77%	45.00%	32.38%	39.87%	35.40%

来源：国金证券研究所

图表6：2009 年 1 季度盈利能力比较分析

季度累计盈利能力指标

时间	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月
中兴通讯	31.22%	35.41%	33.30%	12.02%	15.16%	13.51%	16.33%	15.45%	15.04%
武汉凡谷	29.33%	27.58%	27.60%	0.68%	0.71%	0.75%	3.05%	2.26%	2.30%
烽火通信	31.71%	25.99%	28.00%	14.58%	10.49%	10.00%	12.91%	11.63%	14.30%
中创信测	62.93%	62.44%	57.00%	62.93%	62.44%	57.00%	34.76%	32.31%	28.00%
亿阳信通	49.39%	56.53%	55.00%	6.98%	7.95%	8.00%	28.00%	29.75%	27.00%

	财务费用率			净利润率		
	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月
中兴通讯	2.15%	2.14%	2.20%	0.71%	0.70%	0.83%
武汉凡谷	0.62%	0.46%	0.47%	18.70%	17.23%	18.62%
烽火通信	0.47%	-2.28%	-2.00%	6.40%	5.33%	5.20%
中创信测	0.31%	0.35%	-0.30%	10.77%	20.14%	21.45%
亿阳信通	2.86%	7.06%	6.00%	9.28%	10.62%	10.60%

来源：国金证券研究所

图表7：2009 年 1 季度成长性指标比较分析

季度累计成长性指标（同比增速）

	收入增速			销售费用增速			管理费用增速		
	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月
中兴通讯	30.97%	43.82%	31.00%	1.80%	81.27%	16.76%	37.88%	36.12%	27.49%
武汉凡谷	0.00%	55.08%	35.00%	0.00%	61.56%	42.94%	0.00%	14.68%	37.65%
烽火通信	24.38%	40.41%	40.00%	19.84%	0.99%	33.51%	34.58%	26.49%	72.10%
中创信测	47.20%	4.58%	40.00%	24.04%	20.32%	13.73%	64.58%	-2.77%	21.31%
亿阳信通	16.59%	10.99%	35.00%	1.73%	26.26%	35.93%	68.74%	17.95%	22.51%

	财务费用增速			净利润增速		
	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月
中兴通讯	984.09%	142.99%	134.73%	27.01%	43.47%	55.13%
武汉凡谷	0.00%	13.95%	38.58%	0.00%	42.86%	45.92%
烽火通信	-47.63%	-784.43%	23.07%	290.53%	16.90%	36.68%
中创信测	-141.45%	17.85%	-218.59%	-23.63%	95.62%	49.10%
亿阳信通	16.78%	174.14%	14.74%	24.52%	27.01%	34.65%

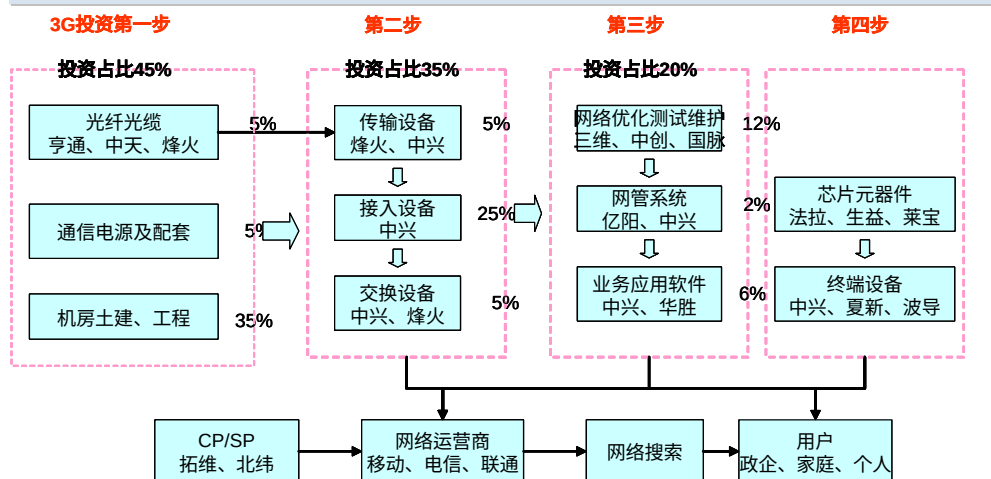
来源：国金证券研究所

3G 产业链投资策略：买入中兴、凡谷、烽火，重点关注华胜天成

3G 产业链结构介绍

- **3G 产业链主要包括如下环节：电信运营商、网络设备提供商、终端提供商、系统集成服务商、内容/服务提供商（SP/CP）、芯片厂商、测试厂商、终端软件提供商、管制机构与最终用户等。**
 - ◆ **电信运营商：**电信运营商在整个产业链中居于中央位置，结合选择的 3G 标准建设网络，负责 3G 通信系统的运营，为用户提供 3G 新业务，同时也是设备提供商、终端提供商、SP/CP 的大客户。
 - ◆ **网络设备提供商：**主要为运营商提供网络设备，并为运营商建设 3G 通信网络的厂商，同时也给运营商和应用服务提供商提供运营支持系统和运营平台，充当着电信技术进步的“动力器”，在推动网络技术进步并适度超前地影响着市场需求与选择。我国 3G 市场提供设备的供应商有华为、中兴、Ericsson、诺西、Alcatel、Motorola、等，其中国产厂商比如华为、中兴占据主导地位。
 - ◆ **终端制造商：**主要指 3G 手持设备制造商，为用户或者运营商提供 3G 终端。由于 3G 产业链的变化，终端提供商不但需要提供各种标准的 3G 手机，而且还需要结合运营商的业务设计专门的终端。3G 终端提供厂商方面，国外厂商主要有 NOKIA、MOTOROLA、Sony Ericsson、LG、SAMUANG、SHARP、SANYO，国内厂商主要华为、中兴、夏新、波导、联想与 TCL。

图表8：3G 产业链环节描述及主要涉及的上市公司



来源：国金证券研究所

- ◆ **系统集成服务商：**主要是指为运营商或者 SP/CP 厂商提供软件解决方案的厂商，主要通过提供软件平台和服务方案来维持整个价值链的保障体系。比如给运营商或者 SP/CP 提供增值服务平台、计费系统、某个具体业务的软件解决方案等。3G 产业链中，大型的系统集成服务商有 CISCO、IBM、MOTOROLA、SAP、Accenture、亚信、华为、中兴等，同时也有为数众多的小的系统集成服务商由于自身灵活、方便、易于定制、要价低等优势也能够瞄准特定市场进而占据，比如华胜天成。
- ◆ **SP/CP：**国内目前较为大型的 SP/CP 提供商有搜狐、新浪、TOM、空中网、华友世纪、腾讯、掌上灵通等。国内上市公司主要为拓维信息和北纬通信。
- ◆ **芯片厂商：**3G 芯片厂商在产业链中主要服务于网络设备制造商和终端制造商，通过授权专利以及出售核心芯片获得巨大收益。主要芯片厂商有美国 QUALCOMM、TI、ADI，日本 Renesas、NEC 电子，德国

Infineon 等。由于 TD-SCDMA 标准的存在，作为主要研发者之一，大唐移动是 3G 产业链中的重要芯片厂商。

- ◆ 测试厂商：测试厂商是一个较为笼统的概念，通常把为网络运营商提供测试服务或者测试设备的厂商，以及为行业准入提供终端检测的机构都涵盖在内（如泰尔实验室）。在 3G 网络设备推出市场以及推出之后都少不了测试，测试结果直接左右着运营商对网络、设备的选择与下一步规划。在 3G 测试厂商中，预计国外测试厂商仍然占据较大市场份额，主要有美国 Agilent、Spirentcom、Tektronix，日本 Anritsu，德国 R&S、Willtek 等公司。国内中创信测在核心网测试系统中占据一定份额，尤其在 TD-SCDMA 测试方面。
- ◆ 终端软件提供商：移动终端上需要的软件分类很多，主要包括以下几类：移动视频、手机操作系统及平台软件、手机备份、手机输入法、手机开发工具、手机游戏软件、PIM/通信软件、支付/交易软件、娱乐类软件、位置应用软件、工具类软件和其它手机软件等。其中操作系统技术方面，微软的 Windows Mobile、爱立信和诺基亚等支持的 Symbian、Palm 等会成为 3G 时代的主流，其他应用软件则呈现百花齐放局面，视终端厂商的具体选择而定，同类间竞争会加剧，但同时这也是众多中小软件企业的良机。预计终端应用软件商在价值链中的地位随着无线通信市场的发展日益上升，会成为新的“掘金点”。
- ◆ 管制机构：管制机构可以分成两类：一类是通信标准系统的管制机构，主要是指国际电信联盟、3GPP、3GPP2 这些组织协调着通信产业标准发展情况的监督和管制，并且统一国际 3G 频段划分和全球漫游服务的条款制定工作，是通信产业发展的基础。另外一类是各个国家的通信管制机构，主要是各国的信息产业部或者信息通信局，主要对本国运营商的管制，在推动本国 3G 产业发展的过程中起到监督引导的作用。
- ◆ 用户：在某种意义上，用户才是 3G 产业链真正的核心。3G 用户也可以分成个人用户、专业用户、企业用户。对于运营商而言，最大的市场就是普通个人用户，这也是用户的主体，所有大众化的服务都是以个人用户为中心进行展开的。专业用户主要是指一些特殊需要的用户，如股票信息提供的用户，或者一些行业信息提供的用户等。企业用户主要是一些银行，物流，石油，铁路等一些企业规模较大，对信息通信有强烈需求，而且要求也比较高的一些企业。这些用户基本上是根据企业需要发展的专业用户，跟大众用户提供的服务会有很大的区别。

3G 投资结构分析与预测

- 从 3G 产业链投资进程看，传输网建设先行，接入网和核心网位居其次，基础网络搭建完成后，网络优化、网络测试以及网络维护等工程服务便提升日程，硬件平台达到预期指标后，需要上马 IT 支撑运营商平台和业务应用软件平台，软硬件的有机结合后才能面对市场，发展 3G 用户和拓展 3G 业务。
- ◆ 从投资结构看，光纤光缆、光传输设备、无线接入网和交换设备占项目投资比例分别为 5%、5%、25%和 5%，而网络优化、测试和维护占比约 12%，网络管理系统和业务应用平台占比分别为 2%和 6%左右；
- ◆ 从网络升级扩容的持续性看，光纤光缆是一次性投资，无须后续升级扩容，而无线接入网、核心网与业务应用软件是持续升级或扩容的，网络优化和网络测试也是因为网络升级或扩容面临被动需求，需求也具备一定持续性；
- ◆ 在 3G 启动阶段，运营商的作用最重要，起着“支配性作用”，产业链的价值主体来源于运营商资本投资；在 3G 的成熟运营阶段，内容与应用提供商及终端制造商成为 3G 产业价值链的核心。

图表9：3G 移动网络投资规模分析与预测（亿元）

资本支出项目	2008E	2009E	2010E	2011E
PHS	13.0	5.0	0.0	0.0
GSM	920.0	667.0	458.9	275.3
CDMA2000	250.0	450.0	300.0	300.0
TD-SCDMA	180.0	446.0	519.2	623.1
WCDMA	0.0	490.2	355.2	362.2

来源：国金证券研究所

图表10：光传输与数据通信投资规模预测（亿元）

扣除增值税后	2008E	2009E	2010E	2011E
传输设备	144.4	185.7	213.4	239.4
光纤光缆	88.4	111.7	119.8	127.0
数据通信	89.7	103.4	119.4	133.9
FTTX	15.4	26.6	42.4	46.5
IPTV	4.5	8.4	15.2	28.4

图表11：3G 支撑系统投资规模分析与预测（亿元）

IT支撑系统投资(亿元)	2008E	2009E	2010E	2011E
中国移动IT支撑系统	102	122	147	176
电信移动业务IT支撑	26	59	33	33
电信固定业务IT支撑	24	25	27	30
新联通移动业务IT支撑	29	53	44	42
新联通固定业务IT支撑	12	12	13	13
合计IT支撑投资	192	272	264	294
增速	25.84%	41.57%	-3.10%	11.47%

来源：国金证券研究所

图表12：3G 新业务投资规模分析与预测（亿元）

新业务投资(亿元)	2008E	2009E	2010E	2011E
移动新业务	114	154	208	280
电信CDMA新业务	15	30	45	68
电信固定新业务	74	81	89	90
新联通移动新业务	29	53	44	42
新联通固定新业务	18	20	22	25
新业务投资合计(亿元)	250	338	408	505
合计增速	39.91%	35.43%	20.64%	23.65%

图表13：3G 网络优化规模分析与预测（亿元）

标准	单位(亿元)	2009年	2010年	2011年
CDMA2000	基站投资	135.0	75.0	82.5
	网优:基站比例	20.00%	23.00%	25.00%
	网优投资 (亿元)	27.0	17.3	20.6
WCDMA	基站投资	127.5	76.3	65.6
	网优:基站比例	20.00%	23.00%	25.00%
	网优投资 (亿元)	25.5	17.5	16.4
TD-SCDMA	基站投资	111.5	129.8	155.8
	网优:基站比例	20.00%	23.00%	25.00%
	网优投资 (亿元)	22.3	29.9	38.9
合计	网优投资 (亿元)	74.8	64.7	76.0

来源：国金证券研究所

图表14：3G 终端设备市场规模分析与预测（亿元）

		2009E	2010E	2011E	合计
CDMA2000	新增用户(万户)	3500	4000	5000	12,500
	手机换机率	5%	10%	15%	
	手机需求(万台)	2358	3767	4018	10,143
	手机价格(元/台)	900	800	700	
	手机销量(亿元)	354	452	402	1,208
WCDMA	新增用户(万户)	2000	3000	3500	8,500
	手机换机率	5%	10%	15%	
	手机需求(万台)	1199	3182	2585	6,965
	手机价格(元/台)	900	700	600	
	手机销量(亿元)	180	382	258	820
TD-SCDMA	新增用户(万户)	500	3500	5000	9,000
	手机换机率	5%	10%	15%	
	手机需求(万台)	1480	2886	4408	8,774
	手机价格(元/台)	1000	800	600	
	手机销量(亿元)	222	346	441	1,009

我们的选股思路

- **首选防御中的进攻型品种：**即在全球经济危机负面效应逐步显现的 09 年，该类公司能逆主流趋势而保持 30% 的收入和利润增长，而在 2010 年全球经济见底回升时又保持更高速的增速。
 - ◆ 良好的资产质量：资产质量良好的公司在面对金融危机时，在发展战略更具灵活性，对风险控制更具可控度，当经济复苏时，这类公司发展潜力往往最大。
 - ◆ 从市场分布特征看，这类公司应具备全球化的国际市场，09 年的需求可以依靠国内需求拉动，但 2010 年的以后收入增长主要取决于海外市场的拓展，因为国内市场需求逐步回落；
 - ◆ 该类公司直接受益于 3G 项目投资，同时又是受益子行业的龙头公司，市场份额占比大、综合竞争优势明显，当市场需求增长时，这类公司的收入和利润将呈现快速增长。
- **2009 年 2 季度投资策略：买入 中兴、凡谷、烽火，重点关注华胜天成**
 - ◆ 从动态估值看，目前通信行业 09 年动态 PE 在 22 倍左右，而中兴 09 年 PE 仅为 18 倍，具有相对的估值优势；从资产质量和业绩确定性程度比较看，武汉凡谷在未来 2 年保持 30% 的 EPS 复合增速可能性最大，并且抗金融风险能力最强；从投资需求的可持续看，烽火受益未来 3-5 年带宽消费普及与升级，是光通信领域的龙头；建议买入中兴、凡谷、烽火。
 - ◆ 从 3G 新业务投资的持续看，服务器与业务应用软件的持续需求将系统集成商带来新一轮发展契机，我们建议重点关注华胜天成。

图表15：季度投资策略及股价表现统计比较

项目	1季度策略：关注3G投资直接受益的公司					2季度策略：投资结构将出现分化，关注龙头					投资建议
	2009-1-14	EPS		期间股价表现		2009-3-15	EPS		PE		
		股价	08E	09E	最高		涨幅	股价	09E	10E	
公司简称	股价	08E	09E	最高	涨幅	股价	09E	10E	09E	10E	投资建议
中兴A股	26.68	1.24	1.70	35.00	31.18%	33.40	1.83	2.41	18.24	13.85	买入
中兴H股	22.18	1.24	1.70	29.90	34.81%	27.80	1.83	2.41	13.55	10.03	买入
武汉凡谷	17.80	0.71	0.90	21.68	21.80%	20.80	1.00	1.33	20.77	15.66	买入
烽火通信	10.76	0.41	0.50	15.77	46.56%	13.60	0.54	0.69	25.21	19.64	买入
中创信测	11.32	0.30	0.43	17.25	52.39%	14.23	0.60	0.66	23.72	21.56	关注
亿阳信通	8.58	0.40	0.48	13.69	59.56%	12.65	0.45	0.49	28.11	26.03	关注
三维通信	11.75	0.41	0.48	15.45	31.49%	13.80	0.61	0.68	22.59	20.17	关注
华胜天成	10.13	0.47	0.57	13.95	37.71%	12.51	0.74	0.80	16.85	15.60	关注
亨通光电	10.67	0.55	0.67	15.89	48.92%	14.85	0.75	0.84	19.74	17.62	关注
上证A	1900.25			2402.00	26.40%	2128.45					

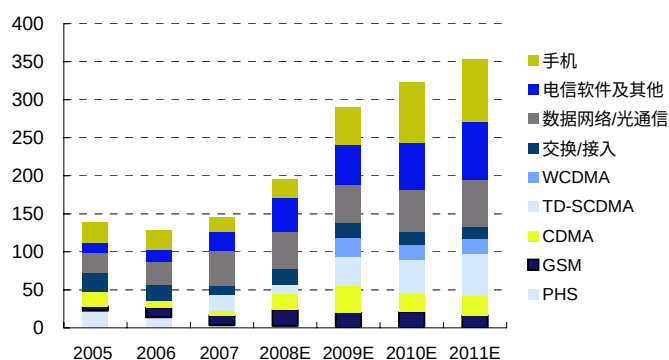
来源：国金证券研究所

行业内重点公司简介

3G 龙头中兴通讯：买入评级

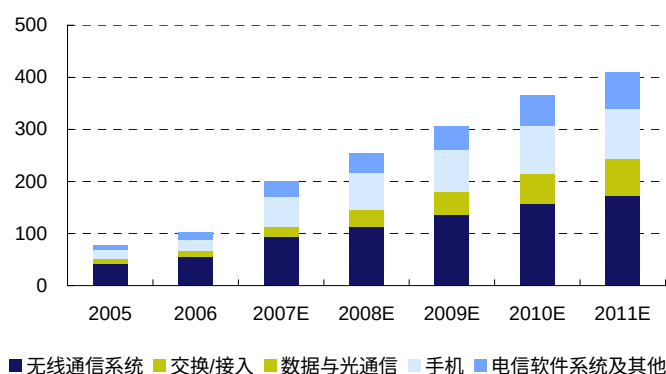
- 国内业务收入增长亮点：在于 3G 网络加速规模化推进带来的无线系统和 3G 终端市场爆发性增长，以及中兴在 CDMA2000、TD-SCDMA 和 WCDMA 份额的提升上，从时间点上主要体现在 09 年上半年。
- 海外业务收入分析与预测：2H08 和 1H09 是海外业务增速低谷期，2H09 海外收入将出现恢复性增长。从业务分类看，未来中兴海外业务主要增长亮点来自于 WCDMA、光通信、宽带接入、数据通信和 3G 终端等产品的增长；从区域分布特征看，中兴下步拓展的战略区域主要为欧洲、独联体、北美市场，以及亚太的发达市场，特别是欧美发达市场的突破尤其重要，因为投资反弹的刚性需求主要来自于欧美发达地区。
- 2008 年，我们预期中兴实现收入为 449 亿元(增速 28.7%)，EPS 预计为 1.26 元(增速 35.2%)；2009 年，收入预计为 596 亿元(增速 32.9%)，EPS 预计为 1.83 元，同比增速 45.3%。

图表16：中兴国内业务收入分析与预测（亿元）

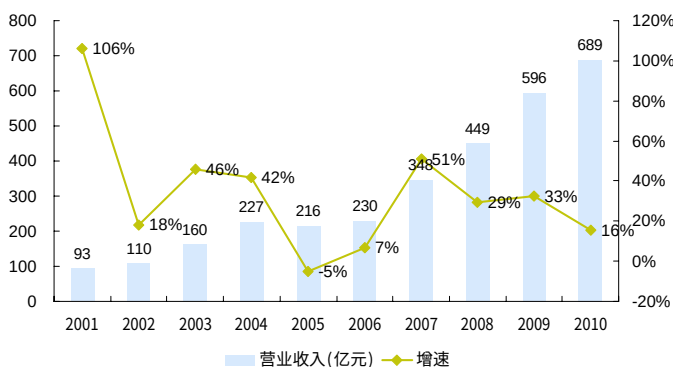


来源：公司报表，国金证券研究所

图表17：中兴海外业务收入分析与预测（亿元）

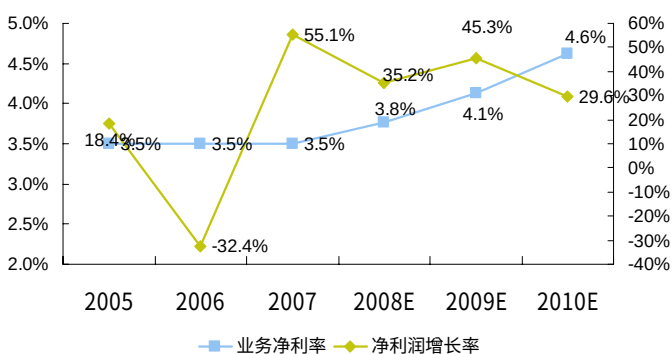


图表18：收入增长分析与预测（百万元）



来源：公司报表，国金证券研究所

图表19：净利润增长与净利润率发展趋势



投资建议：维持“买入”评级

- ◆ 中兴通讯 A 股投资建议：2008~2010 年公司对应每股收益分别为 1.26（已扣除股权激励成本）、1.81（已扣除股权激励成本）、2.41 元，采用 FCFE 贴现估值，公司股票合理价格为 36.36 元，给予买入的投资评级。
- ◆ 中兴通讯 H 股投资建议：参考国际同类设备商估值水平，09 年动态 PE 估值为 15 倍，对应 H 股合理价格为 31.56 港币，维持买入评级。

图表20：中兴通讯业务收入及毛利分析与预测

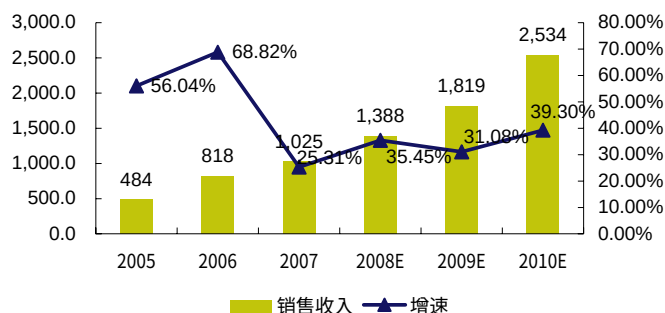
项 目	2006	1H07	2007	1H08	2008E	2009	2010
无线通信系统							
销售收入（百万元）	9,186.90	6,801.40	14,851.50	7,495.12	16,902.44	25,481.86	26,575.87
增长率（YOY）	2.87%	93.58%	61.66%	10.20%	13.81%	50.76%	4.29%
毛利率	43.13%	46.70%	44.22%	35.22%	36.00%	35.00%	35.00%
销售成本（百万元）	5,225.00	3,625.15	8,284.17	4,855.34	10,817.56	16,563.21	17,274.31
增长率（YOY）	4.10%	83.92%	58.55%	33.94%	30.58%	53.11%	4.29%
毛利（百万元）	3,961.90	3,176.25	6,567.33	2,639.78	6,084.88	8,918.65	9,301.55
增长率（YOY）	1.28%	105.93%	65.76%	-16.89%	-7.35%	46.57%	4.29%
占总销售额比重	39.89%	44.65%	42.70%	37.99%	37.62%	42.79%	38.57%
占主营业务利润比重	50.41%	58.93%	55.79%	39.84%	41.04%	48.02%	43.86%
有线交换及接入系统							
销售收入（百万元）	2,279.40	592.10	1,350.10	1,115.34	2,652.67	2,816.24	2,644.15
增长率（YOY）	-17.19%	-44.92%	-40.77%	88.37%	96.48%	6.17%	-6.11%
毛利率	40.50%	36.90%	44.34%	32.75%	35.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	1,356.20	373.62	751.47	750.06	1,724.23	1,971.37	1,850.91
增长率（YOY）	7.58%	-45.35%	-44.59%	100.76%	129.45%	14.33%	-6.11%
毛利（百万元）	923.20	218.48	598.63	365.27	928.43	844.87	793.25
增长率（YOY）	-38.12%	-44.16%	-35.16%	67.18%	55.09%	-9.00%	-6.11%
占总销售额比重	9.90%	3.89%	3.88%	5.65%	5.90%	4.73%	3.84%
占主营业务利润比重	11.75%	4.05%	5.09%	5.51%	6.26%	4.55%	3.74%
光通信及数据通信系统							
销售收入（百万元）	3,874.70	2,545.40	6,365.90	4,242.79	7,588.36	8,564.08	10,379.29
增长率（YOY）	15.56%	48.81%	64.29%	66.68%	19.20%	12.86%	21.20%
毛利率	24.00%	31.80%	31.48%	39.81%	39.00%	34.00%	34.00%
销售成本（百万元）	2,944.60	1,735.96	4,361.91	2,553.74	4,628.90	5,652.29	6,850.33
增长率（YOY）	9.09%	41.15%	48.13%	47.11%	6.12%	22.11%	21.20%
毛利（百万元）	930.10	809.44	2,003.99	1,689.06	2,959.46	2,911.79	3,528.96
增长率（YOY）	42.25%	68.40%	115.46%	108.67%	47.68%	-1.61%	21.20%
占总销售额比重	16.82%	16.71%	18.30%	21.51%	16.89%	14.38%	15.06%
占主营业务利润比重	11.83%	15.02%	17.02%	25.49%	19.96%	15.68%	16.64%
手机							
销售收入（百万元）	4,519.50	3,592.50	7,645.10	4,294.62	9,650.94	12,978.56	17,205.88
增长率（YOY）	4.30%	68.34%	69.16%	19.54%	26.24%	34.48%	32.57%
毛利率	25.32%	23.40%	22.31%	26.38%	25.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	3,375.20	2,751.86	5,939.48	3,161.70	7,238.21	9,993.49	13,248.53
增长率（YOY）	-5.58%	78.35%	75.97%	14.89%	21.87%	38.07%	32.57%
毛利（百万元）	1,144.30	840.65	1,705.62	1,132.92	2,412.74	2,985.07	3,957.35
增长率（YOY）	50.90%	42.21%	49.05%	34.77%	41.46%	23.72%	32.57%
占总销售额比重	19.62%	23.59%	21.98%	21.77%	21.48%	21.79%	24.97%
占主营业务利润比重	14.56%	15.60%	14.49%	17.10%	16.27%	16.07%	18.66%
电信软件系统、服务及其他产品							
销售收入（百万元）	3,171.20	1,700.50	4,564.60	2,581.12	8,138.18	9,710.80	12,093.90
增长率（YOY）	43.73%	-21.12%	43.94%	51.79%	78.29%	19.32%	24.54%
毛利率	28.39%	20.30%	19.65%	30.97%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	2,270.80	1,355.30	3,667.66	1,781.75	5,696.73	6,797.56	8,465.73
增长率（YOY）	46.82%	-7.55%	61.51%	31.47%	55.32%	19.32%	24.54%
毛利（百万元）	900.40	345.20	896.94	799.37	2,441.45	2,913.24	3,628.17
增长率（YOY）	36.48%	-49.96%	-0.38%	131.57%	172.20%	19.32%	24.54%
占总销售额比重	13.77%	11.16%	13.13%	13.08%	18.11%	16.31%	17.55%
占主营业务利润比重	11.46%	6.40%	7.62%	12.06%	16.47%	15.68%	17.11%
合计							
销售总收入（百万元）	23,031.70	15,231.90	34,777.20	19,728.98	44,932.60	59,551.55	68,899.09
销售总成本（百万元）	15,171.80	9,841.88	23,004.68	13,102.58	30,105.63	40,977.93	47,689.81
毛利（百万元）	7,859.90	5,390.02	11,772.52	6,626.40	14,826.96	18,573.62	21,209.28
平均毛利率	34.13%	35.39%	33.85%	33.59%	33.00%	31.19%	30.78%

来源：国金证券研究所

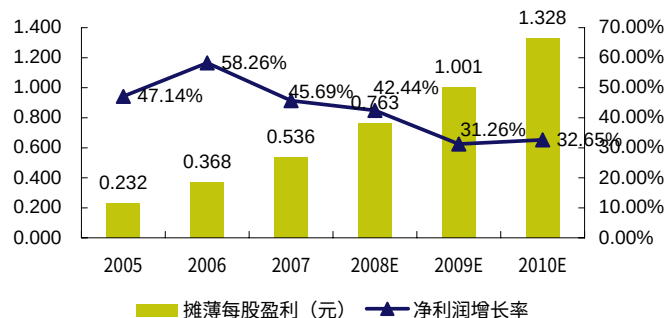
射频器件龙头武汉凡谷：买入评级

- 09 年国内 3G 新增射频子系统需求规模可以确保全年收入增长 30%，2010 年收入增长动力取决于华为规模增长、爱立信和诺西的订单转移。
 - ◆ 09 年收入超预期的因素主要自于华为在海外市场的增长、诺西和爱立信的海外订单转移。
 - ◆ 2010 年，全球移动通信设备刚性需求的释放带来华为在全球市场持续增长带来的需求增加、诺西和爱立信的海外订单转移、以及中兴采购份额增长上。
- 09 年毛利率预计略有提升：成本下降幅度大于产品价格下降幅度
 - ◆ 09 年有色金属如铝、铜和银价较 08 年出现明显回落，凡谷双工器成本下降空间约为 23%，射频子系统降价空间约为 16%，如果考虑到 09 年生产规模带来边际成本递减的因素，综合成本下降空间更大；
 - ◆ 09 年公司业务战略主要采纳追求订单效益和质量，同时兼顾供应商战略合作伙伴关系的维系，产品价格下降有限。
- 投资建议：目标价格为 23.66 元，维持买入评级。
 - ◆ 我们预期，2008 年凡谷实现收入为 13.88 亿元(增速 35.45%)，EPS 预计为 0.76 元(增速为 42.4%)；2009 年，收入预计为 18.2 亿元(增速 31.2%)，EPS 预计为 1.00 元，同比增速 31.3%。
 - ◆ 采用 FCFE 贴现估值，假设公司后续增长率 TV 为 2%，资金成本为 11%，公司股票合理价格为 23.68 元，给予买入的投资评级。

图表21：武汉凡谷收入分析与预测（百万元）



图表22：武汉凡谷 EPS 预测



来源：公司报表，国金证券研究所

图表23：武汉凡谷业务收入及毛利分析与预测

项 目	2005	2006	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
双工器							
平均售价 (元/件)	2,170.65	1,751.20	1,514.94	1,400.00	1,378.73	1,213.29	1,213.29
增长率 (YOY)	31.05%	-19.32%	-13.49%	-8.67%	-8.99%	-12.00%	0.00%
销售数量 (件)	66,131.00	127,241.00	278,084.18	217,858.02	486,647.31	729,970.96	1,021,959.34
增长率 (YOY)	12.16%	92.41%	118.55%	29.75%	75.00%	50.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	143.55	222.82	421.28	305.00	670.96	885.66	1,239.93
增长率 (YOY)	46.98%	55.23%	89.06%	18.51%	59.27%	32.00%	40.00%
毛利率	33.51%	29.82%	28.85%	25.32%	27.00%	28.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	95.44	156.38	299.74	227.77	489.80	637.68	905.15
增长率 (YOY)	70.72%	63.85%	91.68%	25.86%	63.41%	30.19%	41.94%
毛利 (百万元)	48.11	66.45	121.55	77.23	181.16	247.99	334.78
增长率 (YOY)	15.21%	38.12%	82.92%	1.09%	49.05%	36.89%	35.00%
占总销售额比重	29.64%	27.25%	41.12%	51.86%	48.35%	48.69%	48.93%
占主营业务利润比重	35.06%	26.91%	39.91%	45.80%	43.74%	44.05%	43.92%
滤波器							
平均售价 (元/件)	1,327.75	1,074.11	965.36	900.00	867.62	762.42	746.22
增长率 (YOY)	-2.00%	-19.10%	-10.12%	-11.28%	-10.12%	-12.12%	-2.12%
销售数量 (件)	14,381.45	42,220.00	46,984.92	22,675.46	93,969.83	187,939.67	319,497.44
增长率 (YOY)	-32.46%	193.57%	11.29%	163.03%	100.00%	100.00%	70.00%
销售收入 (百万元)	19.10	45.35	45.36	20.41	81.53	143.29	238.41
增长率 (YOY)	-33.81%	137.49%	0.02%	133.37%	79.75%	75.75%	66.39%
毛利率	26.76%	37.68%	33.50%	40.74%	41.00%	40.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	13.99	28.26	30.16	12.09	48.10	85.97	145.43
增长率 (YOY)	-32.46%	102.10%	6.71%	118.54%	59.49%	78.73%	69.16%
毛利 (百万元)	5.11	17.09	15.20	8.31	33.43	57.32	92.98
增长率 (YOY)	-37.24%	234.36%	-11.06%	158.93%	119.96%	71.46%	62.23%
占总销售额比重	3.94%	5.55%	4.43%	3.47%	5.87%	7.88%	9.41%
占主营业务利润比重	3.72%	6.92%	4.99%	4.93%	8.07%	10.18%	12.20%
射频子系统							
平均售价 (元/件)	4,450.48	4,010.12	3,428.57	3,300.00	3,102.78	2,807.95	2,821.93
增长率 (YOY)	-10.47%	-9.89%	-14.50%	0.81%	-9.50%	-9.50%	0.50%
销售数量 (件)	67,865.00	130,161.00	157,587.53	76,509.62	196,984.41	265,928.96	345,707.64
增长率 (YOY)	114.47%	91.79%	21.07%	42.25%	25.00%	35.00%	30.00%
销售收入 (百万元)	302.03	521.96	540.30	252.48	611.20	746.71	975.56
增长率 (YOY)	92.02%	72.82%	3.51%	43.40%	13.12%	22.17%	30.65%
毛利率	24.78%	28.22%	29.79%	31.09%	31.00%	32.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	227.20	374.65	379.35	173.99	421.73	507.77	673.14
增长率 (YOY)	95.17%	64.90%	1.25%	34.38%	11.17%	20.40%	32.57%
毛利 (百万元)	74.83	147.32	160.95	78.50	189.47	238.95	302.42
增长率 (YOY)	83.05%	96.87%	9.26%	68.45%	17.72%	26.11%	26.56%
占总销售额比重	62.36%	63.84%	52.73%	42.93%	44.04%	41.05%	38.50%
占主营业务利润比重	54.53%	59.66%	52.85%	46.55%	45.75%	42.45%	39.68%
其他产品							
平均售价 (元/件)	569.62	758.20	445.77	425.00	468.06	421.25	8,000.00
增长率 (YOY)	-23.31%	33.11%	-41.21%	2.62%	5.00%	-10.00%	0.00%
销售数量 (件)	34,495.00	36,295.00	39,624.97	24,216.88	51,512.47	103,024.93	10,000.00
增长率 (YOY)	-3.57%	5.22%	9.17%	6.23%	30.00%	100.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	19.65	27.52	17.66	10.29	24.11	43.40	80.00
增长率 (YOY)	-26.05%	40.05%	-35.81%	9.02%	36.50%	80.00%	84.34%
毛利率	30.00%	31.00%	31.00%	45.10%	42.00%	43.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	10.48	11.45	10.80	5.65	13.98	24.74	48.00
增长率 (YOY)	-47.02%	9.30%	-5.67%	-9.06%	29.49%	76.90%	94.04%
毛利 (百万元)	9.17	16.07	6.86	4.64	10.13	18.66	32.00
增长率 (YOY)	34.89%	75.17%	-57.29%	43.80%	47.53%	84.29%	71.47%
占总销售额比重	4.06%	3.37%	1.72%	1.75%	1.74%	2.39%	3.16%
占主营业务利润比重	6.69%	6.51%	2.25%	2.75%	2.44%	3.32%	4.20%
销售总收入 (百万元)	484.32	817.65	1024.60	588.12	1387.80	1819.07	2533.91
销售总成本 (百万元)	347.10	570.73	720.04	419.50	973.61	1256.15	1771.72
毛利 (百万元)	137.22	246.92	304.56	168.62	414.18	562.91	762.19
平均毛利率	28.33%	30.20%	29.72%	28.67%	29.84%	30.95%	30.08%

来源：国金证券研究所

光通信龙头烽火通信：买入评级

■ 公司盈利分析与预测：

- ◆ **市场份额预测：**05-08 年公司光通信设备收入占国内份额分别为 8.24%、6.71%、6.55%和 8.00%；06-08 年 FTTX 份额分别为 47%、33%和 17%；05-08 年光纤光缆份额分别为 8.79%、7.92%、10.39%和 11%。
- ◆ **公司业绩预测：**2008-2010 年，我们预计烽火通信业务收入分别为 32.81 亿元、42.86 亿元和 52.40 亿元，同比增速分别为 39.81%、30.64%和 22.24%，EPS 预计分别为 0.423 元、0.537 元和 0.685 元，增速分别为 64.08%、26.90%和 27.53%。

图表 24：烽火国内收入预测（亿元）

国内收入(亿元)	2008E	2009E	2010E	2011E
光通信设备	11.6	14.9	17.1	19.2
PON (FTTX)	2.6	4.0	6.4	7.0
光纤光缆	9.7	13.4	15.6	17.8
IPTV	0.4	0.8	1.5	2.8
数据网络产品	4.5	5.2	6.0	6.7
代理收入	0.1	0.1	0.1	0.1
合计	25.8	33.5	38.7	43.7

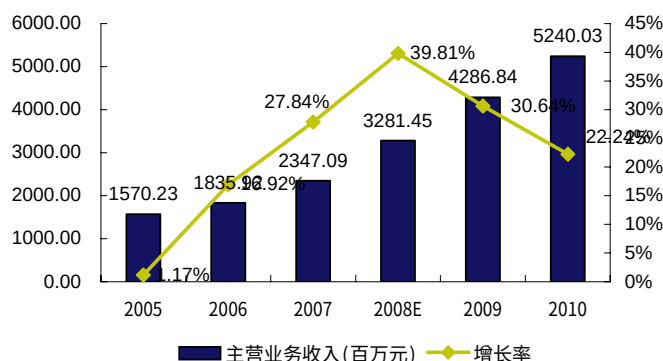
来源：国金证券研究所

图表 25：烽火海外收入预测（亿元）

海外收入(亿元)	2008E	2009E	2010E	2011E
通信系统	2.200	2.641	3.697	4.806
光纤光缆	0.943	1.037	1.141	1.255
数据网络产品	0.100	0.150	0.225	0.338
增速	2008E	2009E	2010E	2011E
通信系统	20.0%	20.0%	40.0%	30.0%
光纤光缆	30.0%	10.0%	10.0%	10.0%
数据网络产品		50.0%	50.0%	50.0%

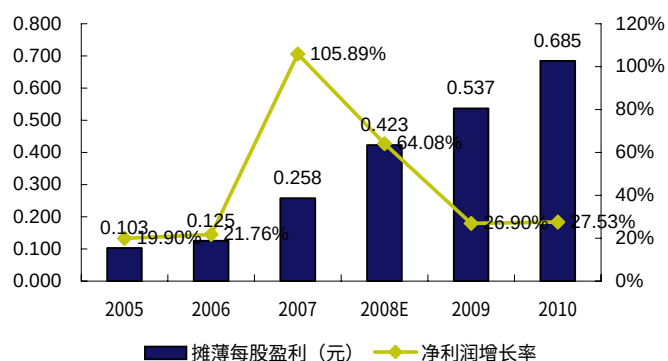
- 2008-2010 年，我们预计烽火通信业务收入分别为 32.81 亿元、42.86 亿元和 52.40 亿元，同比增速分别为 39.81%、30.64%和 22.24%，EPS 预计分别为 0.423 元、0.537 元和 0.685 元，增速分别为 64.08%、26.90%和 27.53%。

图表26：烽火通信收入分析与预测（百万元）



来源：公司报表，国金证券研究所

图表27：武烽火通信EPS预测



■ 基本结论：公司估值区间为 13.72 元至 19.48 元之间，建议买入

- ◆ **绝对估值为 13.72 元：**采用 FCFE 贴现估值，假设 2017 年后公司净利润后续增长率为 4%，资金成本为 10.61%，对应公司每股价值为 13.72 元，对应 09 年 PE 为 25.5 倍。
- ◆ **相对估值区间为 13.70 元至 19.48 元：**以 PE 估值为参考，我们认为 09 年 PE25 倍、2010 年 PE20 倍的估值水平较为合理，合理估值区间为 13.43 元至 13.70 元；从 PB 估值比较看，当前行业的平均 PB 为 3.05 倍，对应 09 年目标价格为 19.48 元。

图表28：烽火通信业务收入及毛利率分析与预测（百万元）

项 目	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008E	2009E	2010E	2011E
通信系统									
销售收入（百万元）	431.89	985.84	460.73	1,082.33	644.33	1,637.05	2,147.74	2,712.64	3,094.06
增长率（Y0Y）	31.83%	14.15%	6.68%	9.79%	39.85%	51.25%	31.20%	26.30%	14.06%
毛利率	27.36%	27.37%	30.71%	36.59%	26.67%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本（百万元）	313.72	716.02	319.24	686.31	472.49	1,195.04	1,567.85	1,980.23	2,258.67
增长率（Y0Y）	35.99%	19.21%	1.76%	-4.15%	48.01%	74.13%	31.20%	26.30%	14.06%
毛利（百万元）	118.17	269.82	141.49	396.02	171.84	442.00	579.89	732.41	835.40
增长率（Y0Y）	21.94%	2.61%	19.74%	46.77%	21.45%	11.61%	31.20%	26.30%	14.06%
占总销售额比重	56.31%	52.02%	46.70%	46.11%	48.85%	49.89%	50.10%	51.77%	50.94%
占主营业务利润比重	60.31%	54.21%	50.47%	55.12%	50.35%	51.89%	52.50%	53.77%	52.36%
光纤光缆及电缆									
销售收入（百万元）	235.50	556.02	378.99	864.87	458.29	1,066.65	1,443.64	1,671.26	1,903.13
增长率（Y0Y）	-14.35%	0.48%	60.93%	55.55%	20.92%	23.33%	35.34%	15.77%	13.87%
毛利率	13.48%	12.48%	19.47%	20.14%	18.17%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本（百万元）	203.75	486.63	305.20	690.69	375.02	874.66	1,183.78	1,370.43	1,560.57
增长率（Y0Y）	-19.52%	-0.84%	49.79%	41.93%	22.88%	26.64%	35.34%	15.77%	13.87%
毛利（百万元）	31.75	69.39	73.79	174.18	83.27	192.00	259.85	300.83	342.56
增长率（Y0Y）	45.78%	10.88%	132.44%	151.02%	12.85%	10.23%	35.34%	15.77%	13.87%
占总销售额比重	30.70%	29.34%	38.42%	36.85%	34.74%	32.51%	33.68%	31.89%	31.33%
占主营业务利润比重	16.20%	13.94%	26.32%	24.24%	24.40%	22.54%	23.53%	22.08%	21.47%
数据网络产品									
销售收入（百万元）	97.86	290.26	107.26	336.16	184.12	503.18	616.34	772.06	987.76
增长率（Y0Y）	60.01%	90.95%	9.61%	15.81%	71.66%	49.68%	22.49%	25.26%	27.94%
毛利率	45.27%	43.94%	41.47%	39.46%	43.53%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	53.56	162.72	62.78	203.51	103.97	301.91	369.80	463.23	592.66
增长率（Y0Y）	53.28%	79.82%	17.22%	25.07%	65.61%	48.35%	22.49%	25.26%	27.94%
毛利（百万元）	44.30	127.54	44.48	132.65	80.15	201.27	246.54	308.82	395.11
增长率（Y0Y）	68.96%	107.32%	0.41%	4.01%	80.18%	51.73%	22.49%	25.26%	27.94%
占总销售额比重	12.76%	15.32%	10.87%	14.32%	13.96%	15.33%	14.38%	14.73%	16.26%
占主营业务利润比重	22.61%	25.62%	15.87%	18.46%	23.48%	23.63%	22.32%	22.67%	24.77%
进出口代理费									
销售收入（百万元）	1.73	3.81	4.13	4.58	0.98	5.50	6.60	7.91	9.50
增长率（Y0Y）	#DIV/0!	202.38%	138.73%	20.21%	-76.27%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（Y0Y）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利（百万元）	1.73	3.81	4.13	4.58	0.98	5.50	6.60	7.91	9.50
增长率（Y0Y）	#DIV/0!	202.38%	138.73%	20.21%	-76.27%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.23%	0.20%	0.42%	0.20%	0.07%	0.17%	0.15%	0.15%	0.16%
占主营业务利润比重	0.88%	0.77%	1.47%	0.64%	0.29%	0.65%	0.60%	0.58%	0.60%
销售材料及其他									
销售收入（百万元）	0.00	59.01	35.40	59.16	31.40	69.08	72.53	76.16	79.96
增长率（Y0Y）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.24%	-11.30%	16.77%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	0.00%	46.01%	46.53%	18.70%	16.17%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本（百万元）	0.00	31.86	18.93	48.09	26.32	58.02	60.92	63.97	67.17
增长率（Y0Y）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	50.96%	39.07%	20.65%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	0.00	27.16	16.47	11.06	5.08	11.05	11.60	12.18	12.79
增长率（Y0Y）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-59.26%	-69.18%	-0.09%	5.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	0.00%	3.11%	3.59%	2.52%	2.38%	2.11%	1.69%	1.45%	1.32%
占主营业务利润比重	0.00%	5.46%	5.87%	1.54%	1.49%	1.30%	1.05%	0.89%	0.80%
销售总收入（百万元）	766.98	1894.94	986.50	2347.10	1319.12	3281.45	4286.84	5240.03	6074.42
销售总成本（百万元）	571.04	1397.22	706.14	1628.59	977.80	2429.63	3182.36	3877.87	4479.06
毛利（百万元）	195.94	497.72	280.36	718.50	341.32	851.82	1104.48	1362.16	1595.36
平均毛利率	25.55%	26.27%	28.42%	30.61%	25.87%	25.96%	25.76%	26.00%	26.26%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。