

通信行业

关注通信设备及服务商的确定性成长 ——2009 年 2 季度通信行业投资策略

本报告导读： 09 年电信投资高峰，关注合理估值下的确定性成长公司

投资要点： 关注 09 年 1 季报，布局 09 年半年报的选股思路

国内电信收入增速放缓，但电信投资加快。到 08 年 12 月份，国内电信固定资产投资额全年达 2953.7 亿元，同比增速为 29.6%，电信投资明显加快，对通信设备与服务行业带来确定性成长机会（尤其是 09 年）。

行业成长驱动力：移动市场与宽带市场的成长。 2008 末，移动电话渗透率提高至 48.2%，保持 16% 以上增速。宽带用户数 8342 万户左右，08 月度平均增长率 27% 以上，渗透率目前为 6.3% 左右。移动与宽带市场仍将保持快速成长。

行业变革：技术进步下的替代效应。 网络替代、制式替代、业务替代和市场份额的替代效应将给通信行业带来新投资机会。

在国内市场中，运营商只有中国联通 A 股一家，未来一段时间联通 A 股的机会主要在于事件驱动的阶段性的投资机会。 值得关注的有：二季度联通与苹果公司关于引入 iPhone 事件的进展，5 月份联通 WCDMA 网 3G 业务展开试商用，及携号转网政策进展等。

09 年电信投资高峰，关注合理估值下的确定性成长公司。 电信投资主要受益的为主系统设备商。他配套的优势厂商如武汉凡谷、三维通信、亿阳信通、国脉科技等也将受益。

关注 09 年 1 季报，布局 09 年半年报的选股思路。（1）关注 09Q1-09H1 业绩超预期公司：中兴通讯、中创信测、武汉凡谷、中天科技、三维通信等；（2）关注成长性良好、业绩突出、具有高送配可能的小盘股：中创信测、国脉科技等；（3）关注具有稳定分红历史的公司：中兴通讯、华胜天成等。

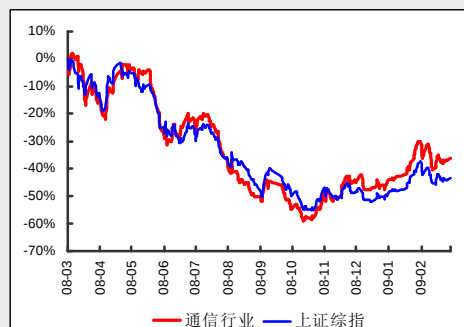
光通信：产能缺口推升光纤价格上行。 可以关注的优势企业：产品线齐全的光网络系统设备商烽火通信、成长性明确的特种缆供应商中天科技、向上游产业链延伸的光纤供应商亨通光电等。

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 (维持)

通信运营行业：中性
通信设备及服务行业：强于大市

行业表现 2009.03.26



评价周期 1 个月 6 个月 12 个月

绝对表现 (%) (9.2) 25.8 (39.5)

相对表现 (%) (2) 17.4 3.8

资料来源：爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
中兴通讯	强烈推荐	1.240	1.700	2.044
中天科技	强烈推荐	0.49	0.63	0.74
烽火通信	推荐	0.39	0.52	0.66
武汉凡谷	推荐	0.77	0.96	1.15
三维通信	推荐	0.47	0.53	0.64
亨通光电	推荐	0.53	0.66	0.83

资料来源：公司数据，爱建证券研究部

万阳松 行业研究员
电话 021-32229888*3501
邮箱 wanyangsong@ajzq.com

相关报告

《通信行业 09 年投资策略报告：3G 时代—优势设备商的新机会》
2008.12.10

《3G 牌照发放预期增强，关注弱势运营商以及优势设备商未来表现》
2008.11.19

《全业务运营竞争加剧，新投资周期设备商受益——通信行业 08 年 4 季度策略报告》
2008.09.19

内容目录

一、通信行业现状及趋势	2
n 国内电信收入增速放缓，但电信投资加快.....	3
n 行业成长驱动力：移动市场与宽带市场的成长.....	4
二、通信行业：变革下的投资机会	5
n 行业变革：技术进步下的替代效应	5
n 运营行业：静待基本面改善，关注事件驱动机会.....	7
三、通信设备与服务行业：合理估值+确定性成长	9
n 09 年电信投资高峰，关注合理估值下的确定性成长公司	9
n 光通信：产能缺口推升光纤价格上行	12

图表目录

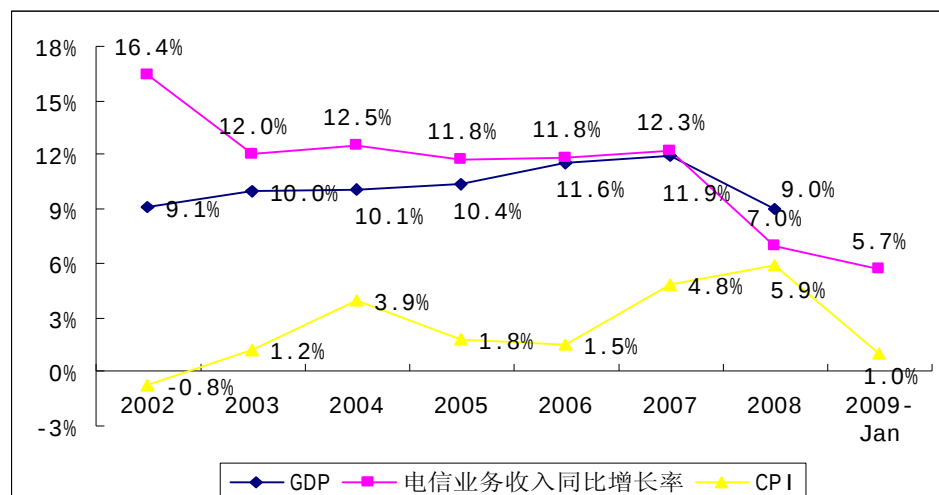
图表 1：电信行业收入增速与宏观经济增长	3
图表 2：通信业固定资产投资额及增长率	3
图表 3：2009 年 1 月国内各类用户数（移动、固话、宽带等用户数）	4
图表 4：国内移动电话普及率及增长率（08 增长率 16%以上）	5
图表 5：国内宽带用户数及增长率（08 月度平均增长率 27%以上）	5
图表 6：行业趋势与机会：技术进步下的替代效应.....	6
图表 7：TD 投资分布情况	6
图表 8：08 年全球电信设备商市场份额	7
图表 9：移动电话用户月新增用户份额	7
图表 10：三大运营商累计用户规模市场占有率	8
图表 11：各种配套监管措施实施进展及影响简析	8
图表 12：通信设备与通信运营行业毛利率	9
图表 13：05 年-08 年四季度电信投资规模及增速	10
图表 14：05H1-09H1 上半年电信投资占全年比重分析.....	10
图表 15：04H1-09H1 上半年电信投资增速分析	11
图表 16：电信投资中通信设备及服务商受益顺序（投资时序图）	12
图表 17：光纤价格预测	12
图表 18：光纤制造的成本结构	13
图表 19：通信行业上市公司盈利预测表	13

一、通信行业现状及趋势

n 国内电信收入增速放缓，但电信投资加快

I 在2002-2007年中，电信业务收入增速持续快于GDP增长。08年以来，在国内电信重组、国际金融危机加剧的背景下，电信业务收入增速放缓。08H1通信业收入同比增长9.2%，08Q3增速降至8.3%，08年全年为7%，到09年1月份降至5.7%的水平。国内电信收入增速放缓对通信运营带来明显的压力。

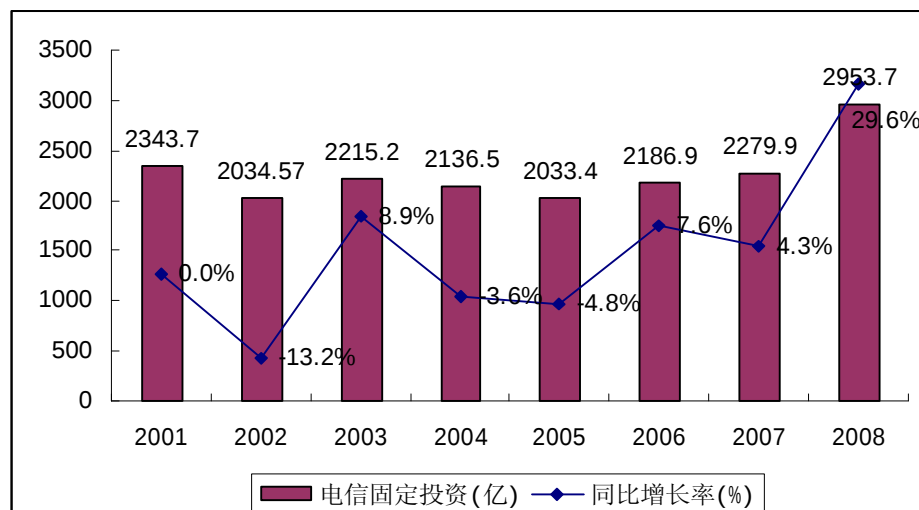
图表 1: 电信行业收入增速与宏观经济增长



来源：爱建证券研究部整理

I 但是，从另一方面看，随着08年电信重组正式展开，电信业投资加快，到08年12月份，国内电信固定资产投资额全年达2953.7亿元，同比增速为29.6%，电信投资明显加快，对通信设备与服务行业带来诸多机会（尤其是09年）。

图表 2: 通信业固定资产投资额及增长率

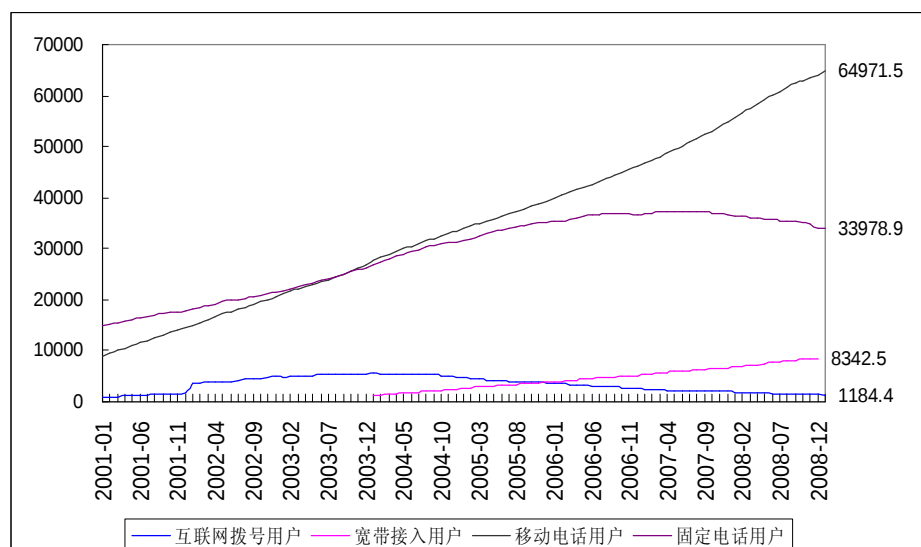


来源：爱建证券研究部整理

n 行业成长驱动力：移动市场与宽带市场的成长

移动通信市场仍保持平稳较快增长。从2000年至2008，移动电话渗透率由6.7%提高至48.2%。2009年1月，我国电话用户总数约为9.88亿户（其中：固定电话用户3.39亿户，移动电话用户6.49亿户）。

图表 3：2009 年 1 月国内各类用户数（移动、固话、宽带等用户数）



来源：爱建证券研究部整理

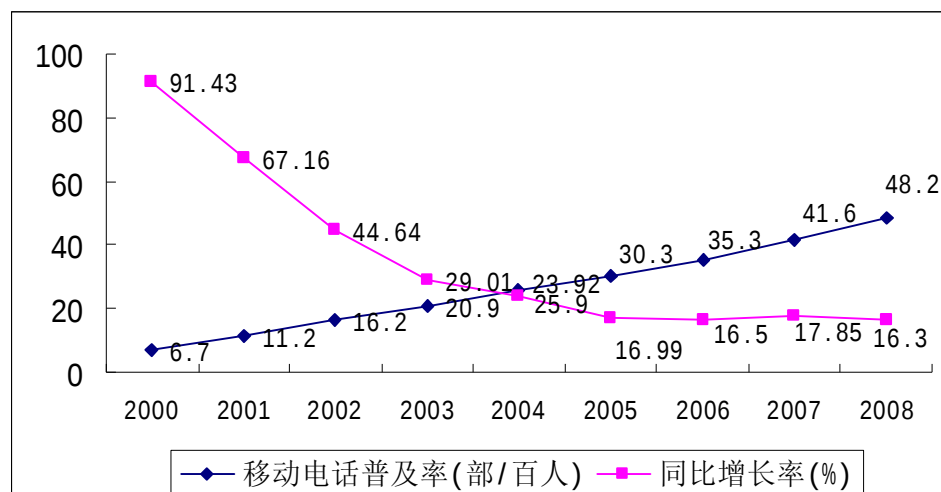
与欧美等国家与地区（移动用户渗透率超过80%以上）相比，我国移动通信市场仍具有较大的成长空间。预计在未来3~5年期间，我国移动用户将超过9亿户，这将持续推动我国移动通信市场快速增长。

从国内电信业务收入构成看，移动通信和数据通信业务收入稳步增长，而固定和长话业务占比在下降，08年，它们在电信收入构成中占比分别为：移动通信54.82%，数据通信9.71%，固话21.08%，长话14.25%。

目前国内宽带用户数8342万户左右，08月度平均增长率27%以上。我国宽带用户渗透率目前为6.3%左右，与美国等发达国家50%的宽带渗透率相比，还具有很大的成长空间。

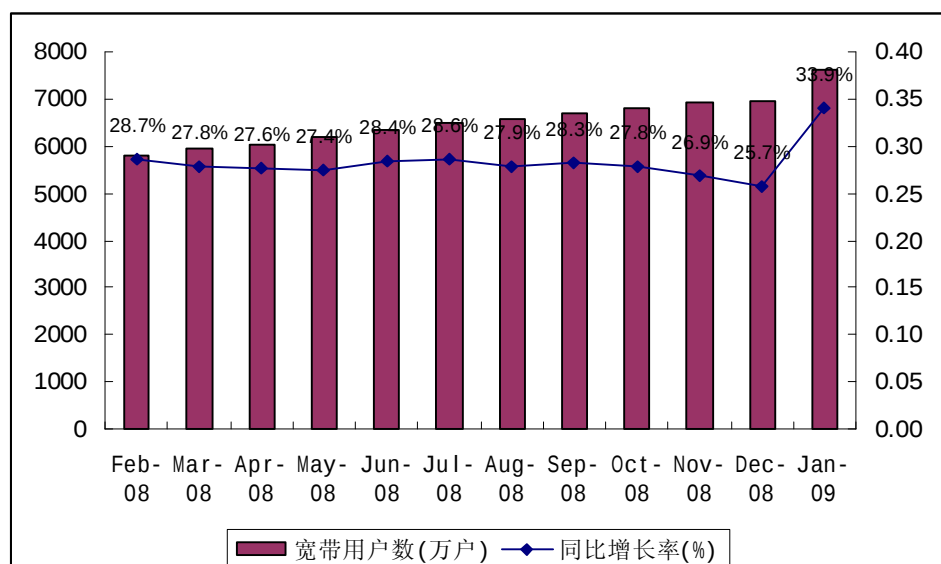
我们认为，移动通信和数据通信仍是行业未来成长驱动力。预计未来3至5年，国内通信行业收入仍将保持10%以上的增长势头，高于国内经济增长速度。

图表 4: 国内移动电话普及率及增长率 (08 增长率 16%以上)



来源: 爱建证券研究部整理

图表 5: 国内宽带用户数及增长率 (08 月度平均增长率 27%以上)



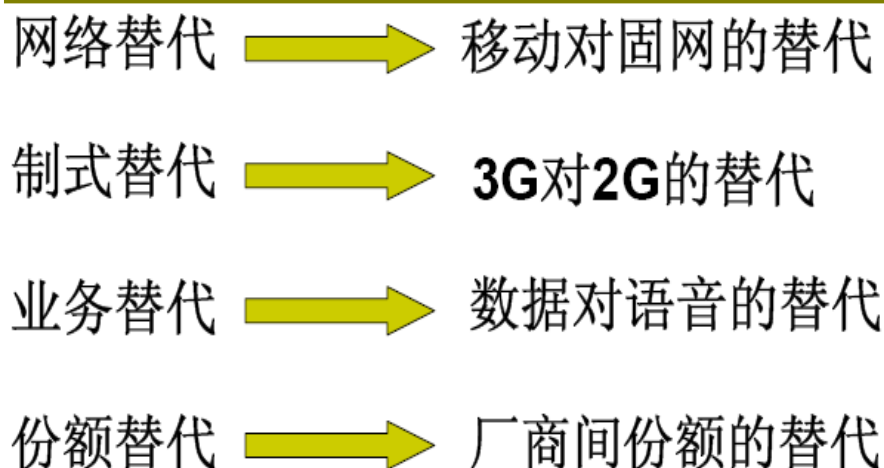
来源: 爱建证券研究部整理

二、通信行业：变革下的投资机会

n 行业变革：技术进步下的替代效应

通信行业的发展变革主要受新技术推动而不断演进，整个行业的发展也呈现出技术进步下的替代效应。这种替代效应来自多个方面，比如网络、制式、业务和市场份额等等。不同层面的替代效应将给通信行业带来新投资机会。我们认为，未来整个通信行业投资机会的把握也主要是从这些替代效应中寻找。

图表 6: 行业趋势与机会: 技术进步下的替代效应



来源: 爱建证券研究部整理

Ⅰ 网络替代: 移动对固网的替代。国内移动渗透率不断上升, 而同时固话渗透率下行, 移动对固话的替代效应仍然在持续。因此, 我们主要关注移动市场的增长空间与增长速度, 未来运营商的竞争也主要集中在这一领域。

Ⅰ 制式替代: 3G对2G的替代。我国已于09年1月份发放三张3G牌照, 标志着国内通信行业进入3G时代。伴随网络制式的演进, 3G网络建设将对电信投资起到极大推动作用。在制式替代效应下, 主要关注在3G研发领域领先设备商, 以及产业链中相关配套设备与服务商的机会。

图表 7: TD 投资分布情况

	TD 一期投资分布		TD 二期投资分布		TD 三期投资 (预计)
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)
无线网投资	99.4	70.0%	182.79	70.0%	390.6
核心网投资	14.2	10.0%	26.11	10.0%	55.8
传输网投资	11.36	8.0%	20.89	8.0%	44.64
支撑网投资	9.94	7.0%	18.28	7.0%	39.06
业务网投资	7.1	5.0%	13.06	5.0%	27.9
总投资	142	100%	261.13	100%	558
城市数 (个)	10		28		162
基站数 (个)	14743		23000		57421

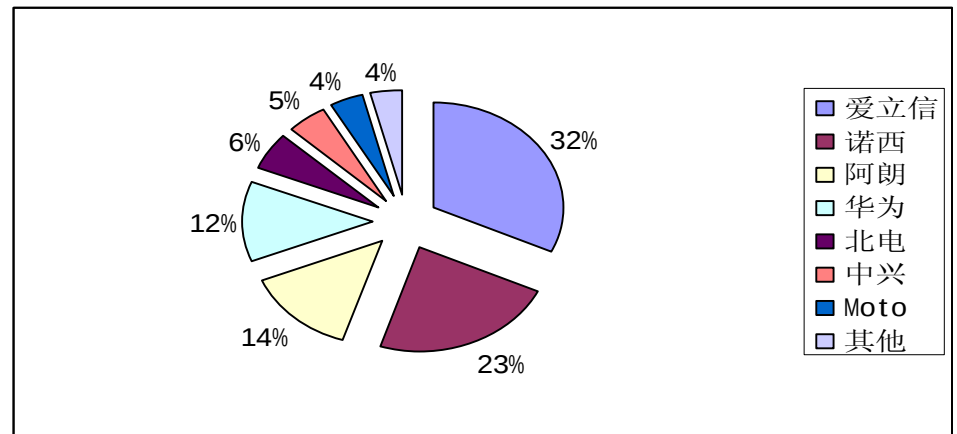
来源: 爱建证券研究部整理

Ⅰ 业务替代: 数据业务对语音业务的替代。随着3G移动通信网络的建设与3G商用的推广, 未来基于高速移动通信网络的数据业务与多媒体增值业务是移动通信的主流, 而语音业务对运营商收入贡献将逐步降低。多元化的增值业务 (如手机视频通话、手机位置服务、手机电视电影、手机动漫等等) 的发展将给增值服务商带来前所未有的发展机会。我们预计, 随着三大运营商3G业务的推广商用, 未来一段时间移动增值服务行业将快速增长。

Ⅰ 份额替代: 厂商间份额替代效应。在技术进步驱动的行业变革中, 具备研

发优势的企业通常份额替代中能获得先发优势，不断扩大自身市场份额。另外，面临国际金融危机，国际不少设备商经营面临困境，难以维持原有市场份额。对国内优势设备商来说，是一次提升国际市场份额的机会。尤其是国内3G建设中，本土设备商具有很强的份额替代优势。08年底，在全球电信设备商市场份额中，华为份额达12%，中兴通讯5%，市场份额已在快速提升，而未来这一趋势仍将延续。

图表 8: 08 年全球电信设备商市场份额



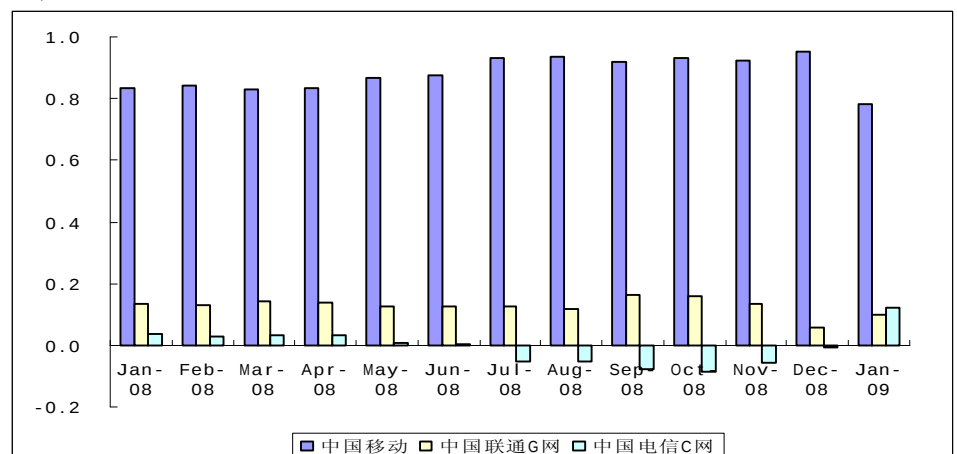
来源：爱建证券研究部整理

n 运营行业：静待基本面改善，关注事件驱动机会

我们认为，未来两年是运营商建网高峰期，运营商资本开支和折旧压力将影响其未来业绩表现。同时，目前3G还没全面商用，3G用户对2G用户的规模替代还没开始。运营行业处于以2G为主，逐步推广3G的过渡前期阶段。高ARPU值的3G业务仍未在收入中体现。维持运营行业相对谨慎的“中性”评级。

我们认为，因三大运营商在网络建设、品牌推广、用户策略和3G业务推出等方面进程各有差异，将对未来一段时期各运营商表现产生不同影响。从目前来看，中电信表现更为积极，随着“天翼”品牌逐步推广，中电信移动用户在09年1月份开始正增长。

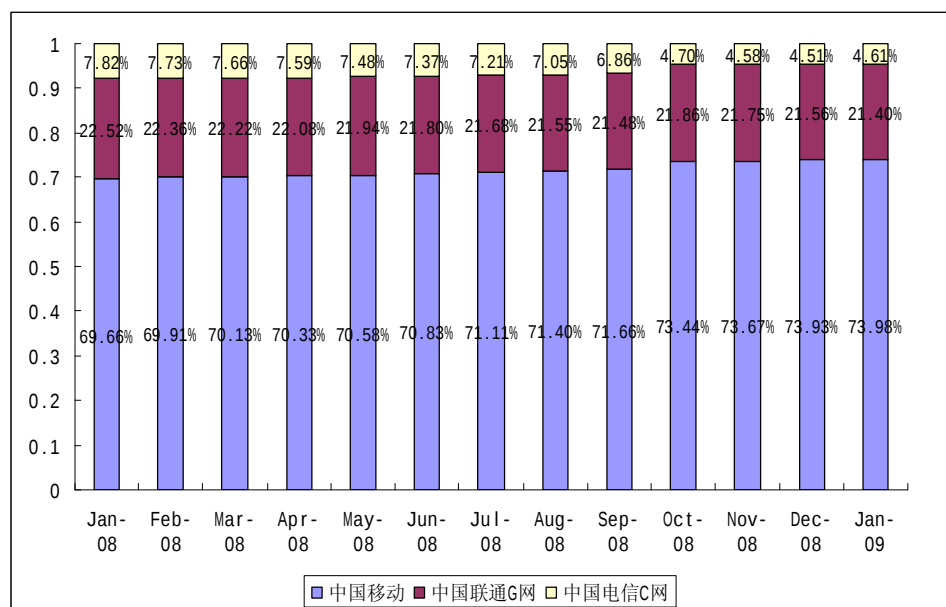
图表 9: 移动电话用户月新增用户份额



来源：公司公告，爱建证券研究部整理

I 09 年 1 月，在移动用户市场，中移动 1 月新增用户 667 万户，低于 08 年平均 732 万户水平；同期，中国联通 G 网新增用户 83.9 万户，低于 08 年 106 万户平均水平；而中电信 C 网用户首次正增长 102 万户。月度新增用户市场份额中，电信 C 网提升到 12%，C 网整体市场份额至 4.61%，其未来增长潜力最大。随着 3 月中下旬试商用开始，中电信有望在新用户开发中取得一定领先优势。

图表 10：三大运营商累计用户规模市场占有率



来源：爱建证券研究部整理

I 在国内市场中，运营商只有中国联通A股一家，作为通信运营行业“标配”品种，我们认为，未来一段时间联通A股的机会主要在于事件驱动的阶段性的投资机会。其中，值得关注的有：二季度联通与苹果公司关于引入iPhone事件的进展，5月份联通WCDMA网3G业务展开试商用，及携号转网政策进展等。

I 可能的行业监管措施。除了取消网间差别定价之外，我们认为共建共享、携号转网（已在天津、海南等地试点）、网间漫游、网间结算、市场份额限制等也是管理层考虑范围内的行业监管措施，其宗旨是打破垄断、促进资源共享提升效率，使运营行业走向相对公平竞争。弱势运营商中国联通、中国电信将是推行行业监管措施的主要受益者。

图表 11：各种配套监管措施实施进展及影响简析

配套政策	对运营商的影响	实施进展情况	实施的可能性
共建共享	对基站数目少的运营商利好，对行业长期利好。	已发文要求实施，目前在部分地区开始实施。	高
携号转网	短期利好弱势运营商，长期中性	已在天津、海南等地试行	较高
网间漫游	弱势运营商相对	在管理层考虑中	较高

	利好		
网间结算	对固网运营商相对不利	在管理层考虑中	较高
市场份额管制	对弱势运营商明显利好,但需慎重	目前未在考虑中	较低

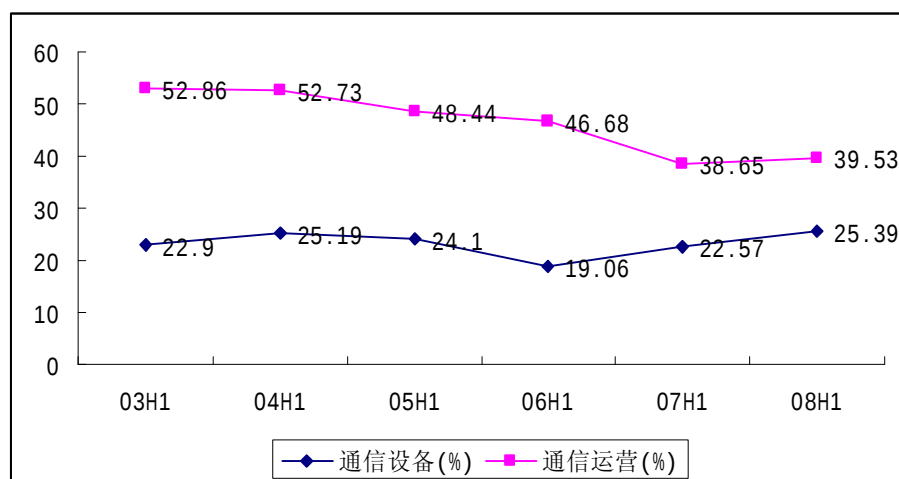
来源: 爱建证券研究部整理

三、通信设备与服务行业: 合理估值+确定性成长

n 09 年电信投资高峰, 关注合理估值下的确定性成长公司

过去3年, 通信设备行业毛利率持续上升, 08H1年达到25.39%, 通信设备行业仍处于景气上升周期。目前在3G建网投资背景下, 受到新一轮投资周期推动, 通信设备行业将持续景气, 包括主设备商、通信产业链中配套设备商及服务商在内的企业都将从中受益。“合理估值+确定性成长”是我们选择相关优势企业的一个基本思路。

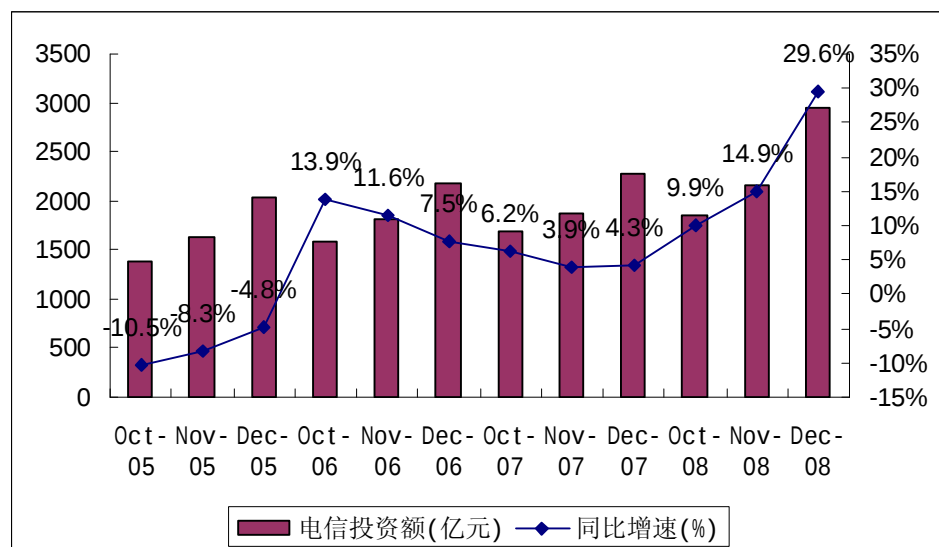
图表 12: 通信设备与通信运营行业毛利率



来源: 爱建证券研究部整理

08年下半年开始, 运营商电信投资增速明显加快。从05年四季度到08年四季度的累计投资增速比较看, 截至08年四季度的10月、11月、12月份的投资增速同比不断上升, 分别为9.9%、14.9%和29.6%。这显示在08年底电信投资明显加快。我们预计, 这一较快的投资势头在09年将延续, 将对09年二季度相关设备与服务商业绩形成支撑。

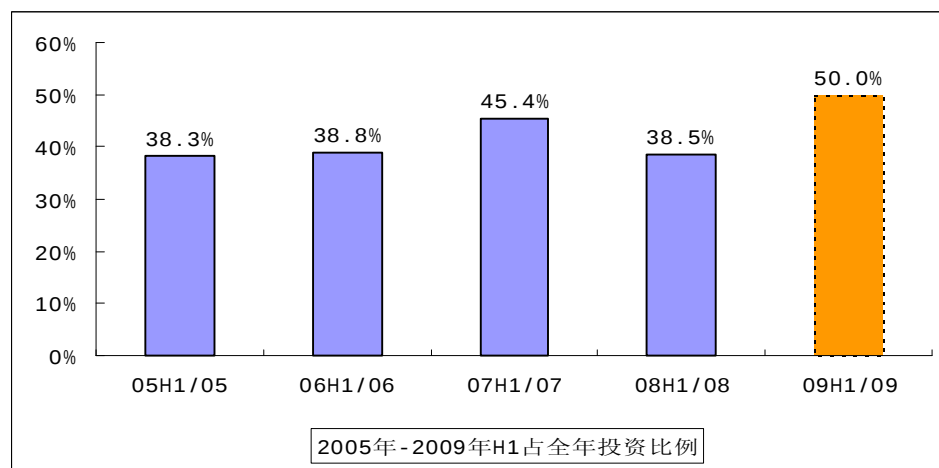
图表 13: 05 年-08 年四季度电信投资规模及增速



来源: 爱建证券研究部整理

I 09年上半年电信投资增速预计同比增长54%左右,推动通信设备和服务行业确定性成长。从历史比较看,05年到08年中上半年电信投资额占全年的比重大约在38.3%~45.4%之间。其中,受电信重组影响08年H1的比重为38.5%。09年受到3G发牌推动,运营商投资明显加快。预计09H1电信投资占全年比重50%左右,09全年电信投资额大约在3500亿元左右。

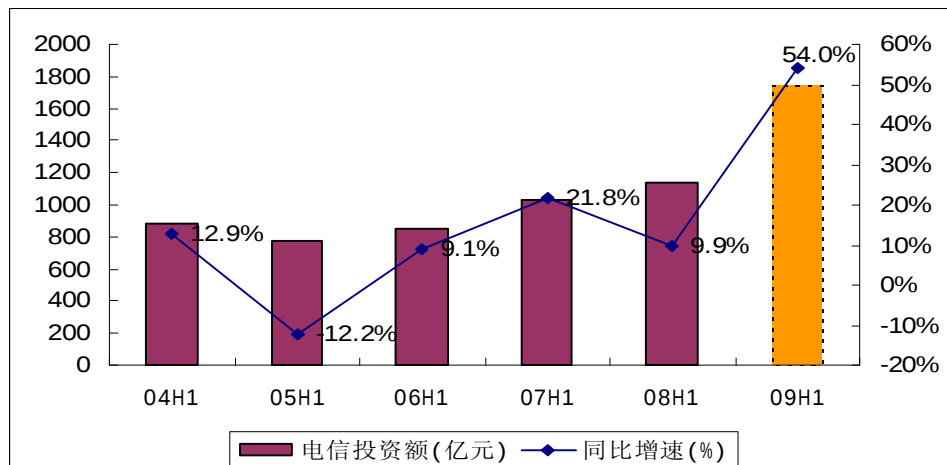
图表 14: 05H1-09H1 上半年电信投资占全年比重分析



来源: 爱建证券研究部整理

从04年到08年上半年电信投资增速看,上半年投资同比增速均不高,最高在21.8%左右。从我们目前预测看,09H1电信投资额预计达到1750亿元左右,相比08年上半年的1136亿元投资额,09H1电信投资增速达到54%左右,将达到近年来上半年电信投资增速的历史高位。因此,我们看好受益于电信投资大规模增长下具有确定性成长的优势细分行业龙头公司在09Q1-09H1的投资机会。

图表 15: 04H1-09H1 上半年电信投资增速分析



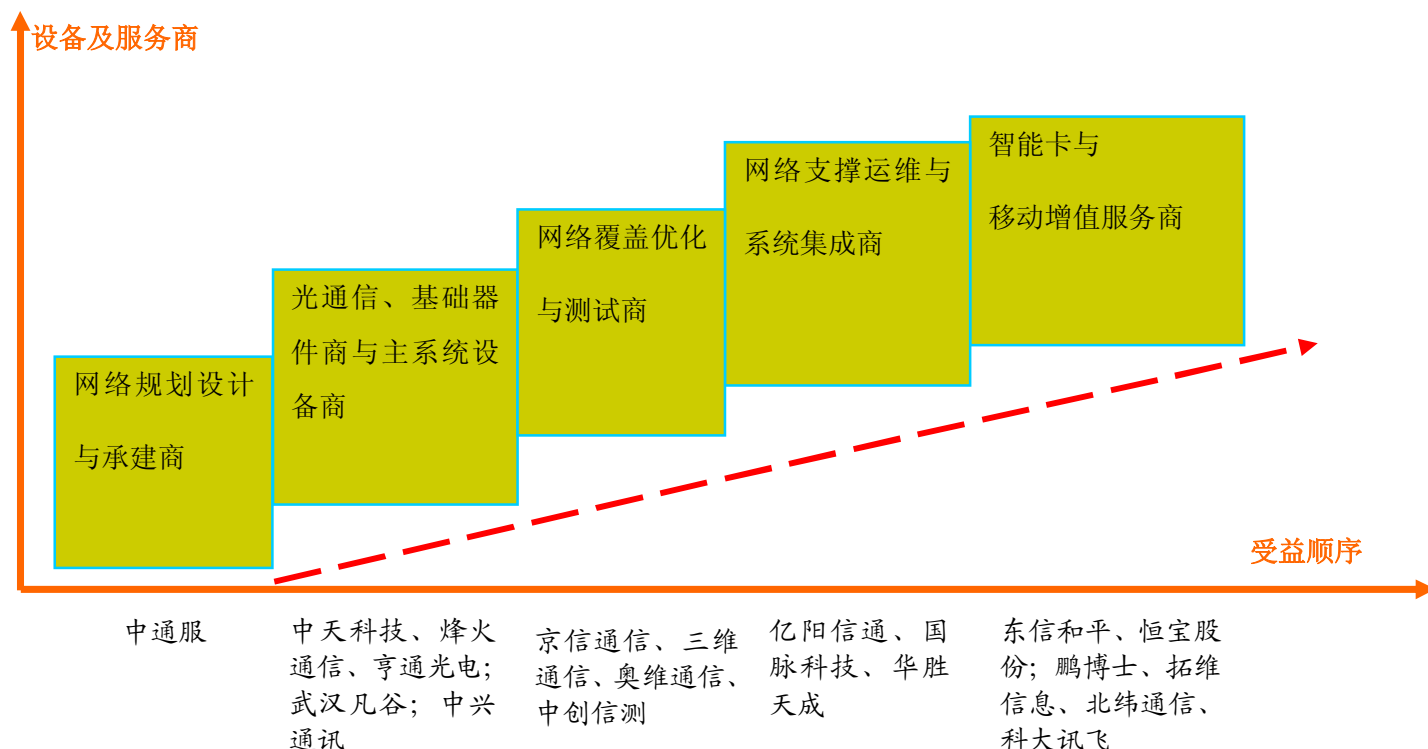
来源: 爱建证券研究部整理

Ⅰ 在电信投资构成中, 无线网和基站占70%左右, 核心网占10%左右, 传输网占8%左右, 支撑网占7%左右, 业务网占5%左右。因此, 电信投资主要受益的为系统设备商。他配套的优势厂商如武汉凡谷、烽火通信、中天科技、三维通信、亿阳信通、国脉科技等也将受益。电信增值服务商鹏博士, 港股中的中通服 (0552.HK) 及京信通信 (2342.HK) 值得关注。

Ⅰ 关注09年1季报, 布局09年半年报的选股思路。近期, 行业内上市公司08年年报将陆续公布, 09年1季报也将于4月份推出。我们重点应该关注成长性良好、业绩具有超预期可能以及09年上半年受益明确的通信子行业龙头公司。在这样的选股思路下: (1) 关注09Q1-09H1业绩具有超预期可能的公司: 中兴通讯、中创信测、武汉凡谷、中天科技、三维通信等; (2) 关注成长性良好、业绩突出、具有高送配可能的小盘股: 中创信测、国脉科技等; (3) 关注具有稳定分红历史的公司: 中兴通讯、华胜天成等。

Ⅰ 各子行业投资时序的选择。随着电信投资展开和新用户发展, 从各个子行业在产业链中的受益时序不一样, 大致顺序可分为: (1) 网络规划设计与承建商: 中通服; (2) 光通信、基础器件商与主系统设备商: 中天科技、烽火通信、亨通光电, 武汉凡谷, 中兴通讯; (3) 网络覆盖优化与测试商: 京信通信、三维通信、奥维通信, 中创信测; (4) 网络支撑运维与系统集成商: 亿阳信通、国脉科技、华胜天成; (5) 智能卡与移动增值服务商: 东信和平、恒宝股份; 鹏博士、拓维信息、北纬通信。

图表 16: 电信投资中通信设备及服务商受益顺序 (投资时序图)



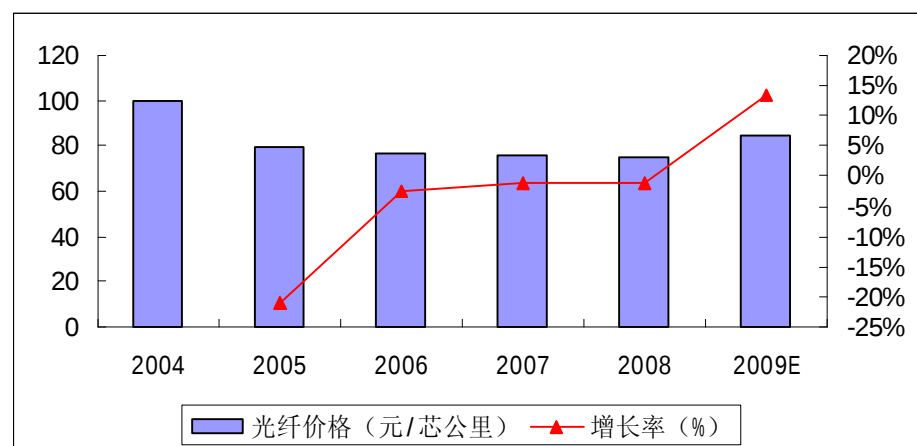
来源：爱建证券研究部整理

n 光通信：产能缺口推升光纤价格上行

3G发牌及新一代移动互联网建设是未来行业发展趋势，高速移动通信及数据传输技术的发展将对光通信行业需求起拉动作用。预计未来2年国内光纤需求量将维持20%以上的速度的增长。

08年国内光纤产能4500万芯公里左右，目前09年需求在5500万芯公里左右，缺口1000万芯公里。面对行业需求上升，国内主要光通信公司计划09年产能扩张约1000万芯公里左右，以满足行业实际增长需求。但目前看，国内光纤产能短期难以满足实际需求，推升光纤价格上涨，预计涨幅10%左右，达80-85元。

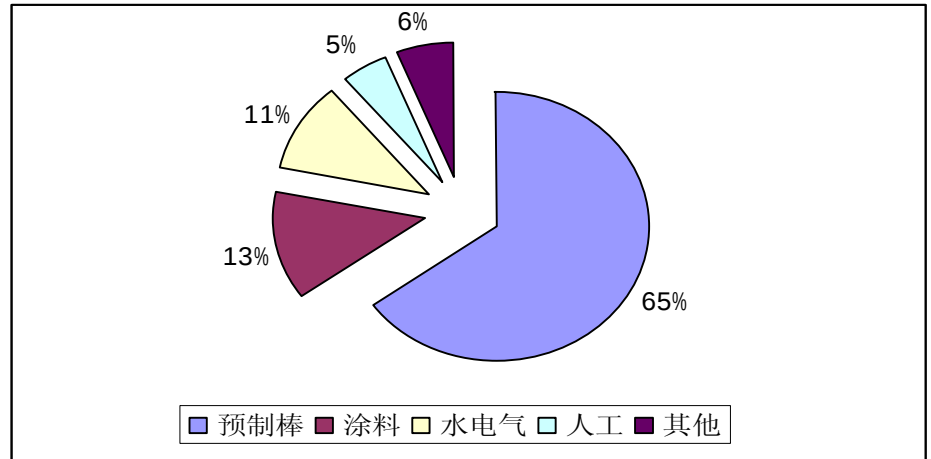
图表 17: 光纤价格预测



来源：爱建证券研究部整理

Ⅰ 光纤制造成本中，65%是光纤预制棒。2007年，国内进口预制棒995吨，国产预制棒290吨（占22.5%）。近两年，国内光纤预制棒75%-80%来自进口，主要进口国是日本。因此，预制棒价格受汇率因素和供需状况的影响，价格也有所上升，预计升幅在5%-10%左右。综合来看，光纤价格涨幅在覆盖成本涨幅后可提升毛利率15%以上。

图表 18: 光纤制造的成本结构



来源：爱建证券研究部整理

Ⅰ 随着“光进铜退”及光纤到户的推进，光通信行业迎来更多新机会。可以关注其中的优势企业，如产品线齐全的光网络系统设备商烽火通信、成长性明确的特种缆供应商中天科技、向上游产业链延伸的光纤供应商亨通光电等。

图表 19: 通信行业上市公司盈利预测表

(单位：元)										
股票	代码	股价 20090326	08 年 EPS	09E 年 EPS	10E 年 EPS	08 年 PE	09E 年 PE	10E 年 PE	PB	主营业务
中国联通	600050	5.47	0.270	0.300	0.310	20.3	18.2	17.6	2.0	通信运营
中兴通讯	000063	33.76	1.240	1.700	2.044	27.2	19.9	16.5	3.4	主系统设备
武汉凡谷	002194	21.15	0.770	0.960	1.150	27.5	22.0	18.4	5.2	基础器件
亨通光电	600487	17.00	0.530	0.660	0.830	32.1	25.8	20.5	2.6	光纤光缆
中天科技	600522	13.60	0.485	0.633	0.744	28.0	21.5	18.3	5.2	光缆特缆
烽火通信	600498	14.50	0.394	0.520	0.664	36.8	27.9	21.8	2.5	光网络设备
三维通信	002115	15.11	0.471	0.534	0.641	32.1	28.3	23.6	4.9	网优覆盖
亿阳信通	600289	13.35	0.372	0.505	0.714	35.9	26.4	18.7	3.4	网管系统
恒宝股份	002104	6.94	0.276	0.359	0.427	25.1	19.3	16.3	4.5	智能卡
东信和平	002017	7.82	0.272	0.368	0.418	28.8	21.3	18.7	2.6	智能卡
国脉科技	002093	13.99	0.290	0.453	0.657	48.2	30.9	21.3	9.2	集成运维
中创信测	600485	15.65	0.415	0.516	0.721	37.7	30.3	21.7	6.7	网络测试
北纬通信	002148	16.22	0.460	0.604	0.760	35.3	26.9	21.3	3.4	增值服务
拓维信息	002261	30.59	1.160	1.241	1.517	26.4	24.6	20.2	4.8	增值服务
均值		16.08	0.529	0.668	0.828	31.5	24.5	19.6	4.3	

来源：爱建证券研究部整理

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。