

[2009.03.31]

关注订单饱和、产能扩张的设备商

— 通信行业 2009 年 2 季度投资策略

姓名 张晓亮

86-10-58362156

zhangxiaoliang@bhq.com

- 核心观点:
- 电信业务收入增速放缓
 - 电信设备商业绩确定性高增长
 - 关注同时受益3G网和宽带网络投资的公司

投资要点:

● 电信运营业: 3G 发展初期没有盈利贡献

2009 年 1-2 月, 电信业务收入 1288.6 亿元, 同比仅增长 2%。新增移动电话数与新增宽带用户数总体上趋于下降, 预计全年电信业务收入增长在 5% 左右。

在 3G 业务发展初期, 由于 3G 用户数量较少, 业务应用范围小, 3G 业务收入低。同时发生大量手机补贴与资费价格战, 运营商利润率在 3G 发展初期可能下降。

● 电信增值服务业: 高增长长期快要到来

预计今年下半年 3G 增值业务开始进入规模应用阶段。

● 电信设备业: 上半年业绩高增长

国内 3G 网络建设已全面展开, 同时运营商继续扩大宽带网络建设。同时受益 3G 投资与宽带网络投资的主要是系统设备厂商、光纤光缆厂商、配线系统厂商。这些厂商的业绩将出现高速增长。

2009 年前 2 个月, 基站设备产量增长 66%; 相关的上市公司为中兴通讯、武汉凡谷。年初以来, 光纤出现供不应求, 价格已上涨 10% 以上。二季度, 光纤生产的毛利率将提高 2-4 个百分点。

● 武汉凡谷: 买入

受国内 3G 网络建设拉动, 公司射频器件需求旺盛。未来两年, 国内订单可保证公司业绩高增长。公司新产品塔顶放大器今年有望量产。预计, 公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.98、1.22 元。维持“买入”评级。

● 中兴通讯: 买入

公司是国内 3G 无线网络设备最大的供应商。2008 年四季度现金流状况好转。预计 2009、2010 年 EPS 分别为 1.65、2.05。维持“买入”评级。

● 中天科技: 买入

公司光纤、射频电缆、特种导线等产品需求旺盛, 公司大幅扩大产能。海缆将在 2009 年 4 月通过国际认证。预计公司 2008-2010 年 EPS 为 0.47、0.65、0.76 元。维持“买入”评级。

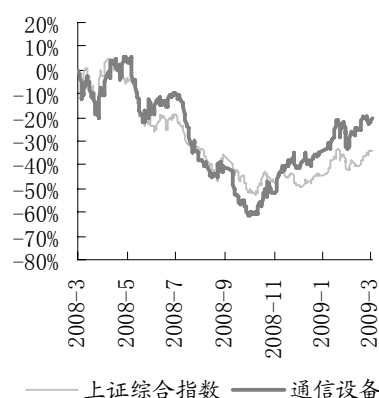
子行业评级

子行业名称	评级
电信运营行业	中性
电信增值服务行业	买入
电信设备制造业	买入

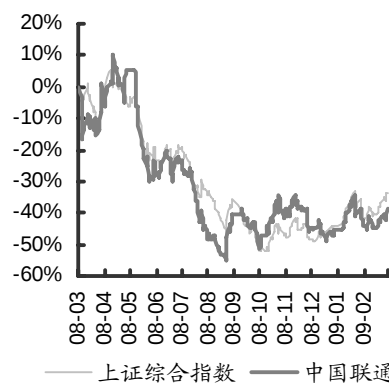
重点推荐公司

公司名称	评级
武汉凡谷	买入
中兴通讯	买入
中天科技	买入

通信设备行业 52 周走势图



中国联通 52 周走势图



相关报告

《通信行业 2009 年投资策略》

— 2008.11.26

目 录

1. 电信运营行业：用户与收入增长缓慢	4
1.1. 电信业务收入增长停滞	4
1.2. 电信用户数增长总体趋缓	4
1.3. 宽带用户数增长趋缓	6
1.4. 电信运营商：3G 加剧运营商间的竞争	6
2. 电信增值服务业：网络与运营环境改善	9
3. 电信设备制造业：业绩确定性高增长	10
3.1. 国内电信投资增长加速	10
3.2. 通信设备的国际需求增长有所放缓	12
3.3. 移动通信网络与宽带接入网仍是投资重点	13
3.4. 同时受益 3G 投资与宽带网络投资的公司值得关注	14
3.5. 上半年，设备商业绩有望大幅度增长	15
4. 投资策略及公司推荐	17
4.1. 电信运营行业：中性	17
4.2. 电信增值服务业：买入	17
4.3. 电信设备制造业：买入	17
4.4. 重点推荐公司	18

图 表

图 1: 月度电信业务收入及其增长率.....	4
图 2: 中国月度新增移动电话用户数.....	5
图 3: 中国月度固定电话与小灵通用户变化数.....	5
图 4: 运营商年度新增宽带用户数.....	6
图 5: 运营商月度新增宽带用户数	6
图 6: 三家运营商的新增移动用户数.....	7
图 7: 中国移动增值服务市场规模.....	9
图 8: 短信业务量及其增速.....	10
图 9: 电信投资与工业增加值增速.....	11
图 10: 当月电信投资额及其增速 (亿元)	11
图 11: 主要发展中国家的 OECD 领先指数.....	12
图 12: 国内主要通信设备制造企业的国际收入占比 (2008)	13
图 13: 中国电信股份公司投资结构.....	14
图 14: 中国电信集团投资计划	14
图 15: 中国移动通信基站设备产量及其增速.....	15
图 16: 中国光纤销量及价格.....	15
图 17: 中国手机产量及其增速.....	16
图 18: 中国通信设备制造业的销售收入与利润总额 (亿元)	16

表 格

表 1: 中国移动、中国电信、中国联通集团的网络资源与客户资源	7
表 2: 三大运营商的 3G 投资进程与经营目标.....	8
表 3: 电信设备制造商受益 3G 网络投资与宽带网络投资的程度差异	14
表 4: 电信行业主要关注公司估值表.....	18

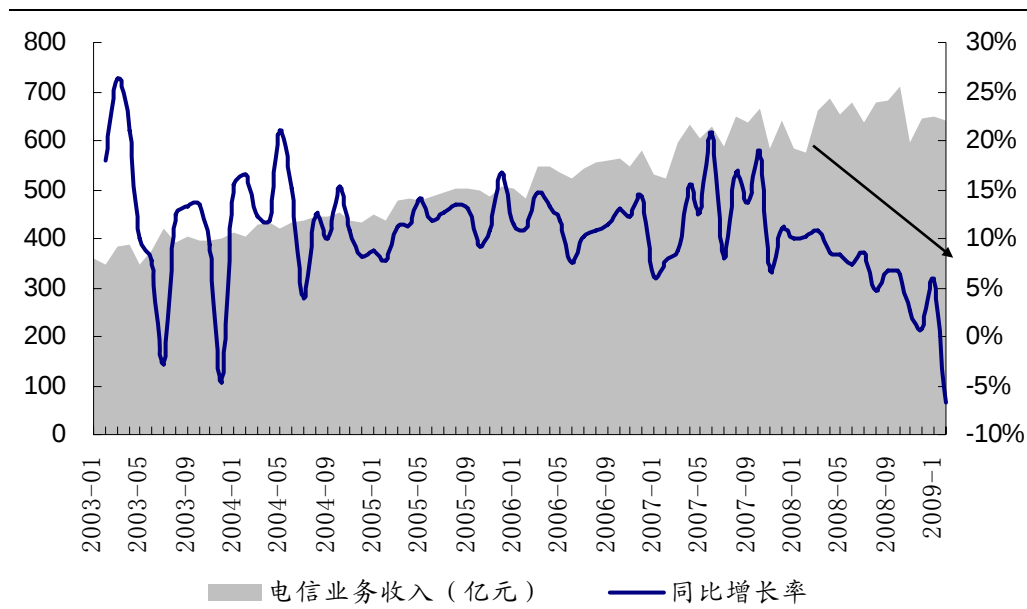
1. 电信运营行业：用户与收入增长缓慢

1.1. 电信业务收入增长停滞

通信支出是居民消费的组成部分，且占比相对稳定。2007 年，中国城镇居民人均通信消费支出占消费支出的比例为 6.0%。该比例在近 5 年基本稳定。经济增速放缓时，居民收入增速（以及对未来收入的预期）下降，消费能力与意愿下降。受此影响，通信消费支出的增长也往往会随之放缓。企业也是电信收入的来源，企业客户的通信需求同样会受到宏观经济的影响。

2009 年 1-2 月，电信业务收入 1288.6 亿元，同比仅增长 2%；2 月份受到春节因素影响，电信业务收入同比为负增长。预计全年电信业务收入增长在 5%左右。

图 1：月度电信业务收入及其增长率



资料来源：工信部、渤海证券研究所

我们在 2009 年年度策略报告中已经指出美国、英国、法国的电信消费与宏观经济具有相关性。中国的情况并不例外。

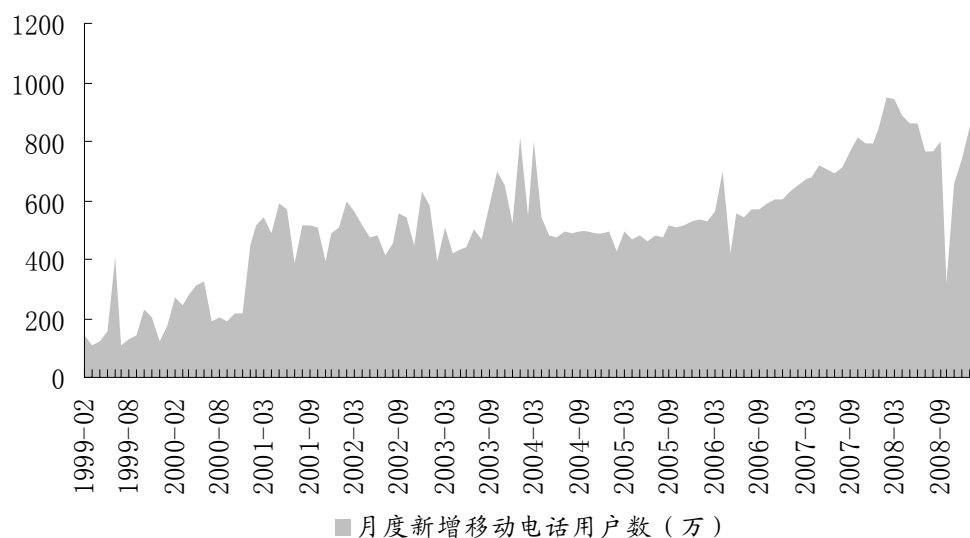
1.2. 电话用户数增长趋缓

从美、德、日、韩等主要国家的发展经验来看，当移动电话普及率超过 50%之后，移动电话用户的增长速度将逐步放缓（详见 2009 年通信行业投资策略）。主要是因为老人与儿童对手机的需求较低，另外低收入群体如农民手机的需求并不强。3G 启动不改变这一趋势。

到 2009 年 2 月底，中国移动电话普及率为 50%。若将小灵通用户（6650 万）视为移动电话用户，则 2 月底的移动电话用户的普及率已经达到 55%。从国际经验来看，中国未来的移动电话用户增长将放缓。

从 2008 年初以来，月度新增移动电话数总体上趋于下降。2009 年 2 月，新增移动电话用户增长较快，原因主要是中国电信加快小灵通用户向移动用户的迁移。工信部 2 月发文要求小灵通使用的频段要在 2011 年底前退网，这意味着我国小灵通用户将在三年内转为手机用户。

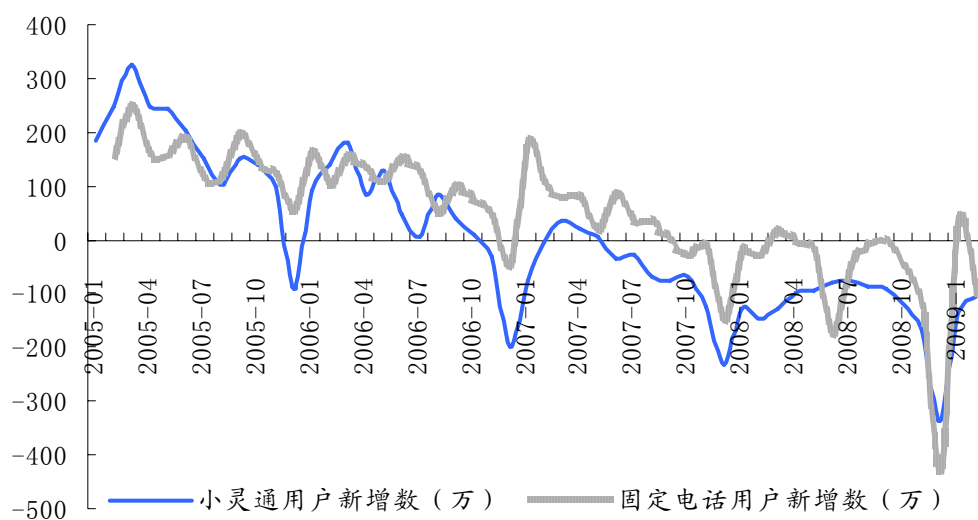
图 2：中国月度新增移动电话用户数



资料来源：工信部、渤海证券研究所

目前，中国移动在新增手机用户市场上仍占据绝大多数的份额。该政策将迫使中国电信与中国联通出台补贴措施（如赠送手机等）使小灵通用户加速转为移动用户。中国电信董事长已表示，对于中国电信的 4600 万小灵通用户，公司将以手机补贴吸引四分之一人转至 CDMA 网，余下有价值的用户则透过话费补贴鼓励转网。

图 3：中国月度固定电话与小灵通用户变化数



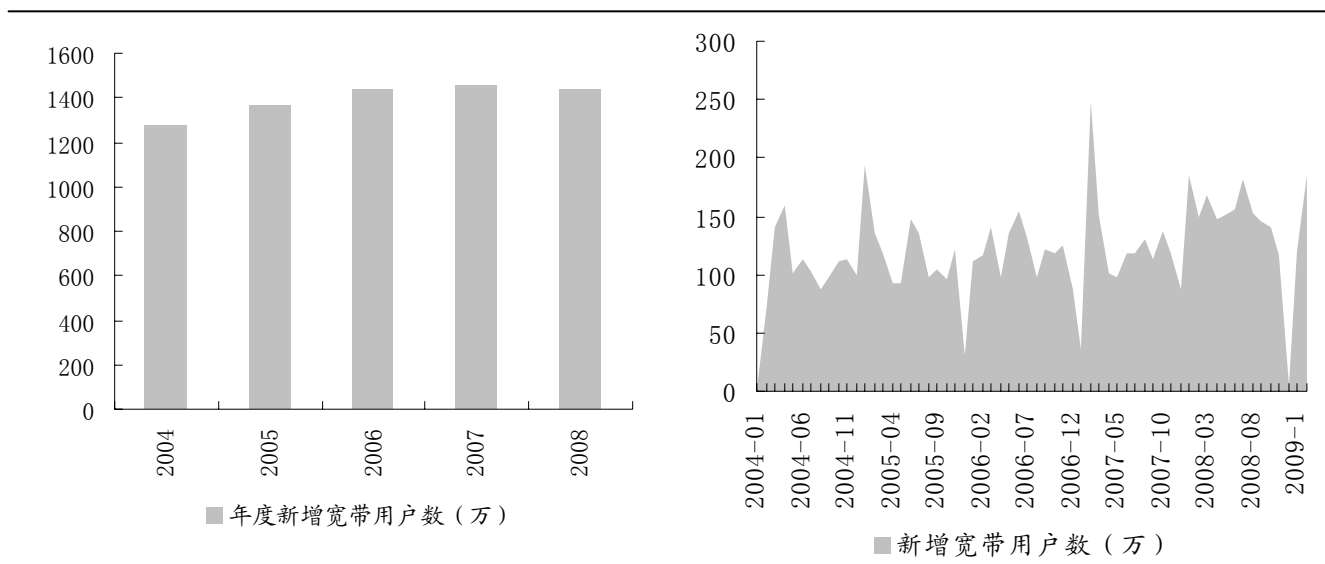
资料来源：工信部、渤海证券研究所

1.3. 宽带用户数增长趋缓

2008 年，运营商的新增宽带用户数首次出现下降。随着 3G 网络的建成，无线宽带将对有线宽带构成有力竞争，宽带资费下降压力大。

图 4：运营商年度新增宽带用户数

图 5：运营商月度新增宽带用户数



资料来源：工信部、渤海证券研究所

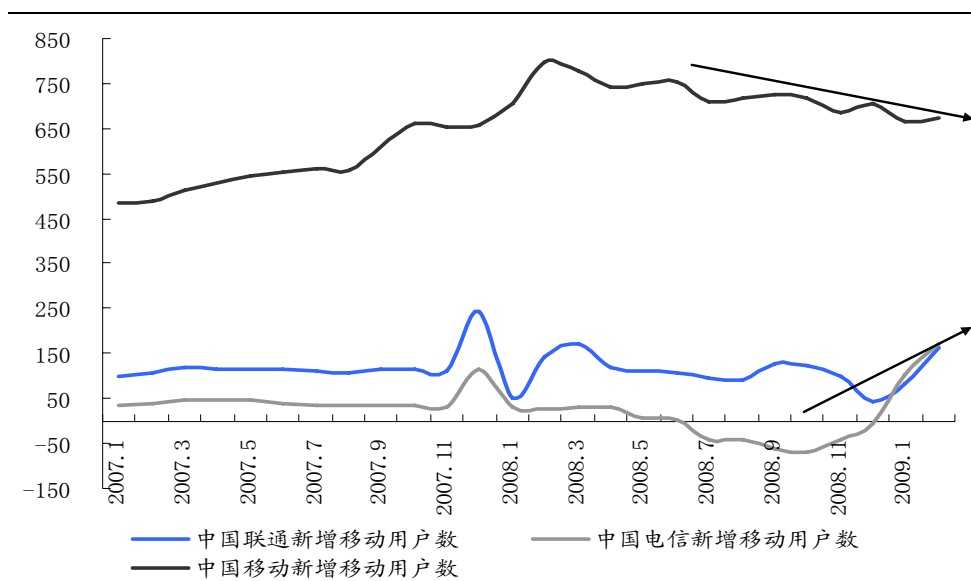
1.4. 电信运营商：3G 加剧运营商间的竞争

1.4.1. 中国电信、中国联通新增移动用户数探底回升

经过去年的电信重组，三大运营商都拥有了全业务（移动、固话、宽带）的资格。

受电信重组影响，去年下半年，中国电信的移动用户数持续减少，中国联通的新增移动用户数在年底也大幅减少。中国电信与中国联通的网络交割与人员重组至今年年初已基本完成。中国电信自 2008 年 12 月，启动 189 号码的营销。今年以来，中国电信与中国联通的移动业务步入正轨，新增移动用户数开始回升。

图 6：三家运营商的新增移动用户数



资料来源：工信部、渤海证券研究所

1.4.2. 中国电信、中国联通加快网络建设，以缩小与移动的差距

中国移动在网络、服务、新业务发展方面，明显领先另两家运营商。短期内，新进入的运营商仍难以撼动中国移动的强势地位。

2008 年底，中国移动在移动网络基站数、移动用户数上占据绝对主导。中国电信与中国联通在固话用户、宽带用户数量上占绝对多数。但固话用户持续减少，被移动通话所替代，而有线宽带用户也正在受到无线宽带（3G 数据卡）的有力竞争。移动通信仍是运营商竞争的焦点。

表 1：中国移动、中国电信、中国联通集团的网络资源与客户资源

	基站数 (万)	光缆线路长度 (万公里)	移动用户数 (亿)	固话用户数 (亿)	宽带用户数 (万)
中国移动	39	246	4.72	0.1779	549
中国电信	9.28	220	0.3542	2.14	4718
中国联通	20.6	211	1.33	1.095	3069

资料来源：渤海证券研究所

电信重组完成后，中国电信、中国联通争取在一两年之内，建成在网络覆盖和网络质量上可以与中国移动抗衡的通信网络。目前，中国联通与中国电信在基站数量和网络覆盖领域仍存在明显的不足，这也成为近期网络建设的重点。

同时，3G 业务的启动，使中国电信、中国联通有可能借发展 3G 业务，追赶中国移动。

表 2: 三大运营商的 3G 投资进程与经营目标

3G 网络建设规划			网络投资额	新建 3G 基站数	经营目标
中国移动	2009 年 6 月, 向 38 个城市提供 3G 服务	年底在 238 个城市提供 3G 服务	2009 年 3G 网络投资 588 亿元,	2009 年新建 TD 基站约 6 万个, TD 基站数将超过 8 万个	三年之内发展 5000 万用户
中国电信	2009 年 3 月底在 100 个城市完成 3G 升级, 部分城市开始试商用	5 月 17 日在各 10 个地市完成 3G 升级; 7 月底县级以上城市全部完成 3G 升级	2009, 移动网络投资 470 亿元, 同比增长 100%		2011. 移动用户增至 1 亿户;
中国联通	2009 年 5 月 17 日在 55 个城市提供 3G 试商用服务	年底在 282 个城市提供 3G 服务	2009 年, 计划投资 600 亿元左右	2009 年将新建约 8 万个 WCDMA 基站	2010 年 3G 市场占 30% 份额

资料来源: 渤海证券研究所

从日本、韩国、香港、台湾的 3G 用户发展情况来看, 3G 业务发展的第一年, 3G 用户占比在 5%-10%, 第二年, 3G 用户占比在 10%-20%。

中国移动的 TD 网络缺乏商用经验, 网络完善与优化需要时间较长。预计在网络建成初期, 中国移动 TD 用户发展相对缓慢。而 CDMA200、WCDMA 用户有可能获得较快发展。我们预计 2009 年中国 3G 用户将达到 4000 万左右的规模, 2010 年有望达到 1 亿。

表 2: 中国 3G 手机用户数量预测

运营商	3G 标准	2009E	2010E
中国移动	TD-SCDMA	1000	3000
中国联通	WCDMA	1500	4000
中国电信	CDMA2000 1x EVDO	1500	3000
3G 用户总数 (万)		4000	10000

资料来源: 渤海证券研究所

1.4.3. 3G 业务在发展初期难有盈利贡献

预计在 3G 业务发展初期, 运营商将应用免费试用、优惠套餐等方式来吸引用户使用 3G 业务。初期, 由于 3G 用户数量较少, 用户使用频率不高, 3G 业务收入贡献较低。

3G 用户增长的同时, 平均每个用户的数据业务收入增长, 但受资费下降的影响, 平均每个用户的语音收入下降, 使得单个用户的业务收入 (ARPU) 保持稳定, 甚至有

所下降。

在 3G 用户发展的同时，运营商的新业务会比较多，运营商往往通过手机补贴、套餐优惠、营销活动等方式争夺用户，推广新业务，因此营销费用往往会提高，这给利润率构成了压力。中国电信董事长估计今年手机补贴占公司移动收入比率约 30%，目标是今年能新增 3000 万移动客户，当中 1000 万为 3G 客户。中国移动今年计划将手机补贴金额增加 25%，由往年平均约 80 亿元增至约 100 亿元，期望吸引更多客户使用 3G 服务。从韩国的经验来看，3G 业务开展之后，营销费用率的上升是非常显著的，这使得运营商的 EBITDA 率、净利率都趋于下降。

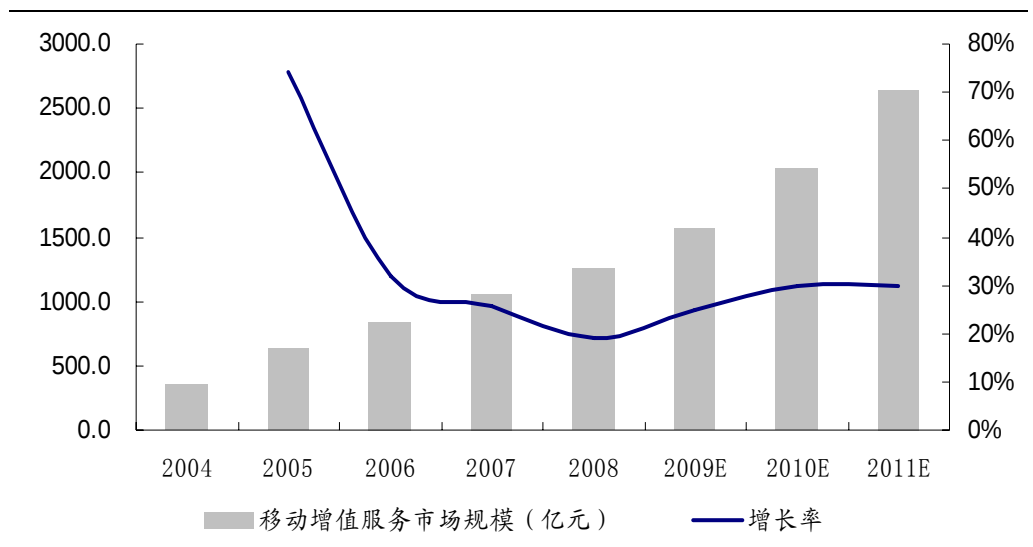
未来随着竞争加剧，通话资费水平将进一步下降，运营商的利润率也将随之下降。

2. 电信增值服务业：网络与运营环境改善

到 2008 年底，全国共有增值电信企业 2 万家左右。2008 年，基础电信企业实现增值电信业务收入 1769.2 亿元，同比增长 18.2%，占总收入的比重从上年底的 20.1% 上升到 21.7%。

2008 年，移动增值服务市场规模（以 SP、CP 的收入计量）为 1251.3 亿人民币，同比增长 19.2%。在移动增值的各项业务上，短信息仍然占据最大比重，达到 70.8%。其次是彩铃、WAP（手机上网）、彩信等业务。

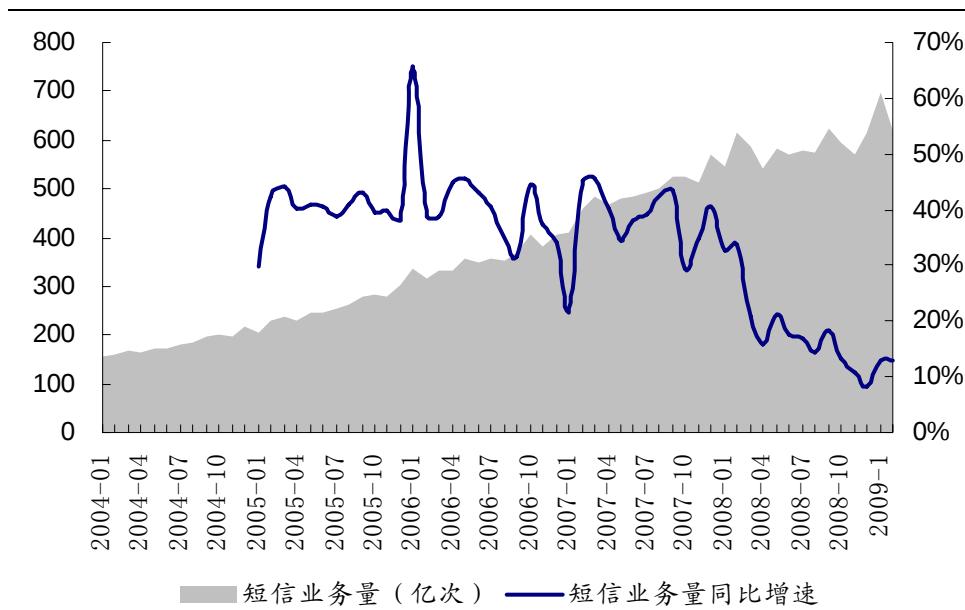
图 7：中国移动增值服务市场规模



资料来源：IResearch、渤海证券研究所

传统的移动增值业务——短信的增速持续下降。未来移动增值业务的增长将更多依赖于新业务的发展。

图 8：短信业务量及其增速



资料来源：工信部、渤海证券研究所

2008 年底以来，运营商大幅降低手机上网流量费。中国电信的手机上网包月套餐最低只要 5 元起，中国联通推出多样化的 GPRS 套餐，同时将超出套餐外的流量费降至 0.01 元/分钟。中国移动从 2009 年 1 月开始北京、上海、天津等多个省市大幅下调 GPRS 数据流量资费标准，包月套餐普遍下降约三分之二，超出套餐部分的流量费由 0.03 元/KB 降为 0.01 元/KB。

3G 网络建成，网络速度将大幅提高；以中国电信为例，3G 的最高网速达下行 3.1Mbps，上行 1.8Mbps，比目前 CDMA 上网速度 153K 提高约 20 倍。

预计今年下半年，3G 网络会开始进入规模应用阶段。三大运营商之间的竞争也将使它们改善与优秀的增值服务提供商的合作。手机电视、手机支付、手机地图、手机游戏等新业务将获得快速发展。

增值电信服务企业数量众多，拥有核心竞争力的企业才能获得持续的发展。客户资源、服务水平、技术实力、内容资源是增值电信服务企业主要的核心竞争要素，关注在这些因素上有竞争力的公司。

3. 电信设备制造业：业绩确定性高增长

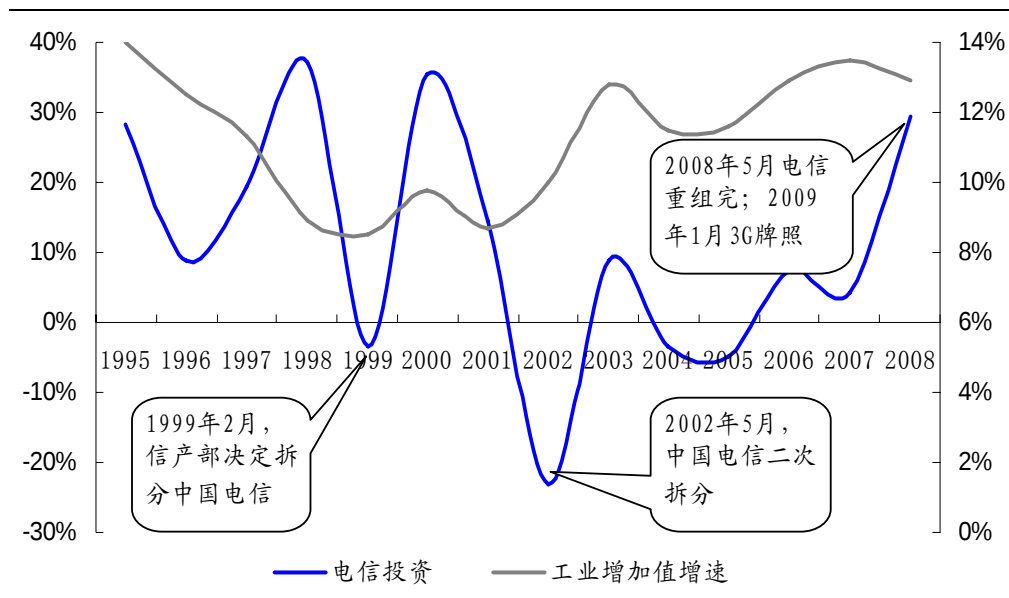
3.1. 国内电信投资增长加速

由于电信投资主要受运营商的业务发展需要、行业重组的影响，与宏观经济的相关性不大。在 1999、2002 年，受电信重组影响，电信投资出现负增长。在重组完成后的第二年，电信投资显著回升。

2007、2008 年上半年，受电信重组影响，电信投资增长缓慢。2008 年 5 月宣告电信

重组后，电信投资增速回升。2009 年 1 月发放 3G 牌照，进一步释放了投资需求。预计 2009 年，电信投资仍将维持增长。中国移动已经公告 2009 计划资本开支计划 1339 亿元，与 2008 年基本持平；中国电信（含集团）计划 2009 年资本开支 862 亿，同比增长 20%。

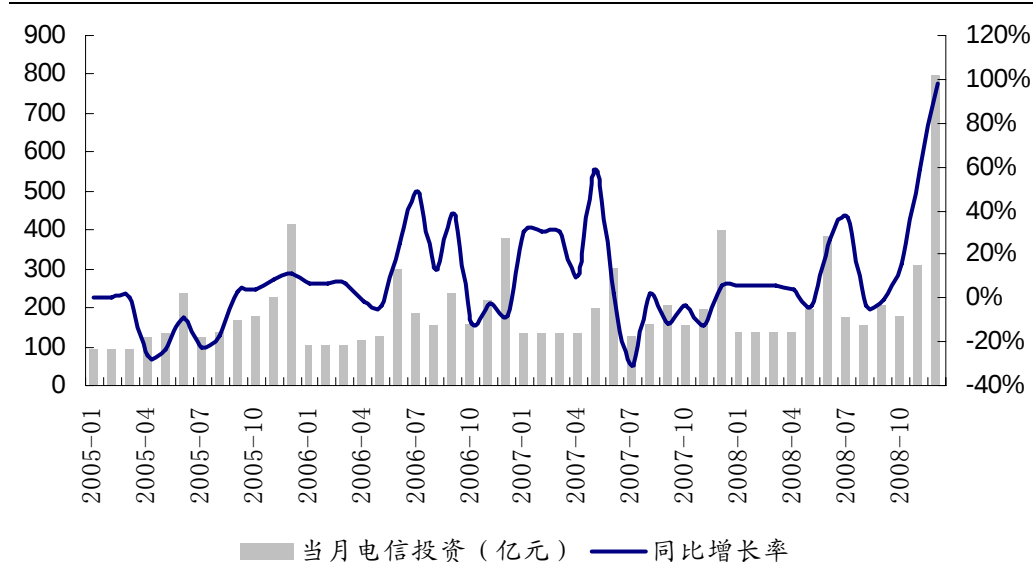
图 9：电信投资与工业增加值增速



资料来源：工信部、渤海证券研究所

2008 年电信累计投资 2953.7 亿元，同比增长 29.6%。

图 10：当月电信投资额及其增速（亿元）



资料来源：工信部、渤海证券研究所

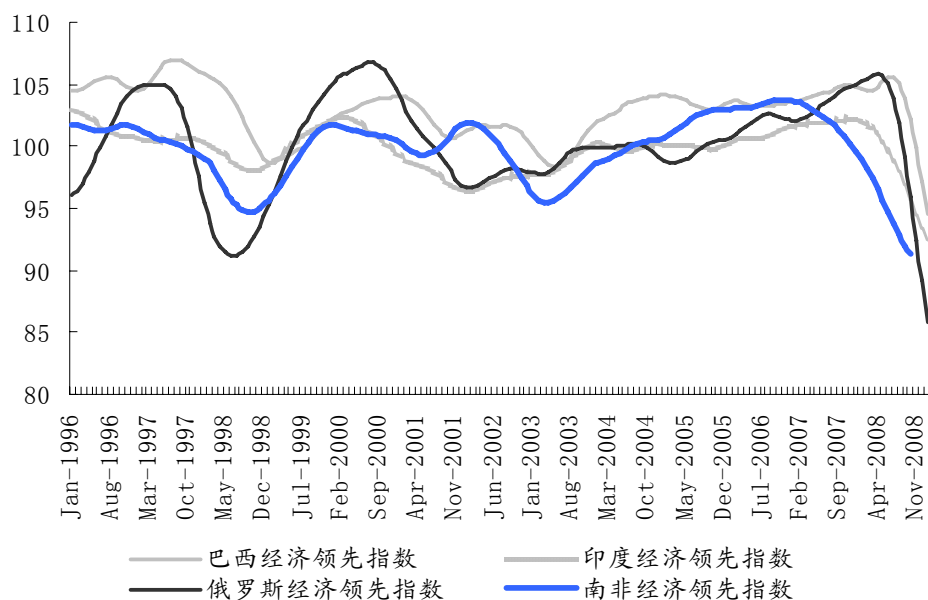
我们预计 2009 年，国内电信投资仍将保持 10% - 20% 的增长，有望超过 3000 亿元。

3.2. 通信设备的国际需求增长有所放缓

金融危机的影响进一步扩大。据 IMF 的预测，从购买力角度衡量，2009 年全球 GDP 将下降 0.5%。在发达国家，3G 网络基本建成，多数运营商正在等候获得投资回报后，才会进一步大规模投资。从 2008 年情况来看，全球 3G 业务发展良好，未来 3G 网络扩建投资的需求仍在。据 Infonetics Research 统计，2008 全球 3G 用户（W-CDMA/HSPA and CDMA2000/EV-DO）增长 125%，已达 2.1 亿。全球运营商 2008 年收入总计 16300 亿美元，同比增长 9.5%，其中，3G 服务收入增长 45%，达 498 亿美元，占总收入的 3%。

中国通信设备厂商的国际市场主要是亚洲发展中国家与非洲等地，这些地区的电信普及率提升空间还很大，对设备的需求潜力较大。但 2008 年四季度至 2009 年 1 月，OECD 领先指标表明，主要的发展中国家经济增长大幅放缓。预计这些发展中国家的电信网络投资需求增长也将放缓。

图 11: 主要发展中国家的 OECD 领先指数



资料来源: OECD、渤海证券研究所

2008 年，全球运营商资本支出 2750 亿美元，同比增长 10.5%（主要原因在于美元贬值）。据预测 Infonetics Research，2009 年，全球电信运营商资本支出将下降 2%。Dell'Oro 则预测，全球电信运营商资本支出下降 5%。

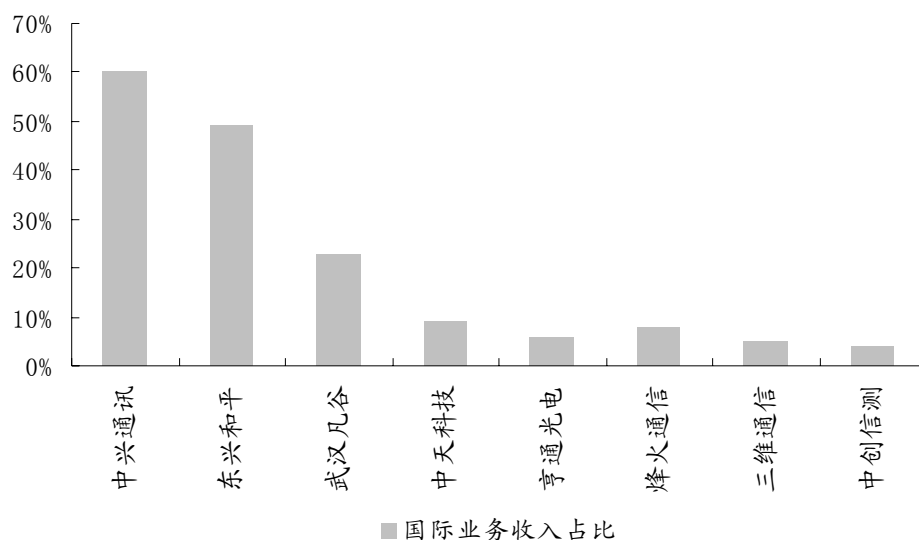
在结构上，发达国家的电信设备需求在下降，而发展中国家的电信设备相对稳定。预计中国电信设备厂商的国际业务总体上仍会增长，但增速放缓。

国内企业 2008 年下半年国际业务增长明显放缓。中兴通讯 2008 年上半年国际业务同比增长 59%，下半年同比增长 17%。武汉凡谷 2008 年上半年国际业务同比增长 139%，下半同比下降 44%（国际业务包括直接出口的业务，不包括间接销往国外的）。

预计在 2009 年上半年，国际业务收入占比低的公司业绩将高速增长，而国际业务收入

入占比高的公司增长速度会弱于前者。

图 12: 国内主要通信设备制造企业的国际收入占比 (2008)



注: 东兴和平、中天科技、亨通光电、烽火通信的数据为 2008 年上半年数据, 其他为全年
资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

3.3. 移动通信网络与宽带网络仍是投资重点

移动通信和宽带业务是电信运营商各项业务中发展最快的。

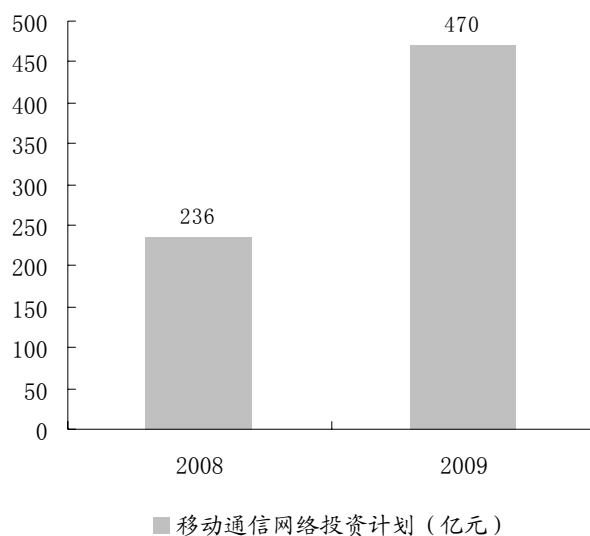
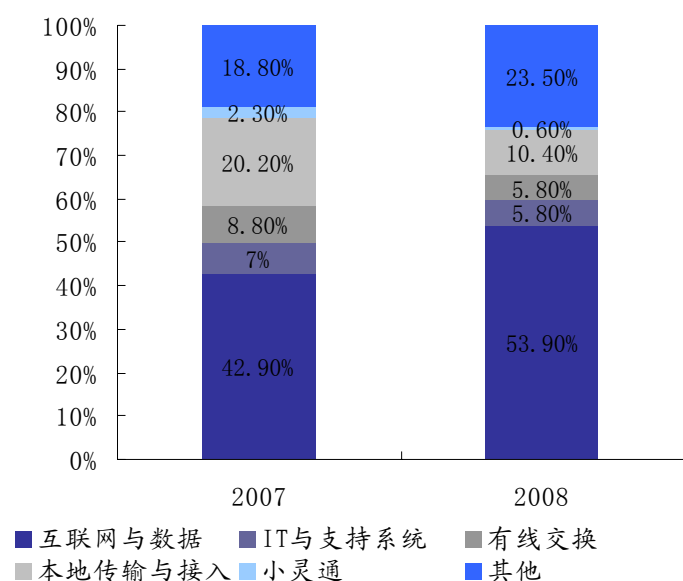
受益于电信重组与 3G 启动, 移动网络投资暴发式增长。2009 年, 运营商计划投资 3G 网络 1700 亿元, 三年内 3G 建设投资预计约 4000 亿元。

中国的宽带普及率仍处于较低的水平。我们预计, 未来三年宽带用户数仍将保持 20% 的速度增长。2009 年 2 月底, 基础运营商宽带用户为 8648 万户, 不考虑非运营商的宽带用户, 我国的宽带普及率为 6.5%。而发达国家 2007 年宽带普及率普遍已在 20% 以上。预计, 2009 年互联网宽带接入用户新增 1600 万户。2008 年国内 FTTx 用户数已经达 800 万线, 2009 年有望再增加 1600 万线。未来, 城市区域将逐步实现光纤到楼, 农村地区将逐步实现光纤到行政村和大的自然村。

以中国电信为例, 在 2008 年中国电信股份有限公司的投资中, 互联网与数据类投资是增长幅度最大的, 对应的是宽带网络业务。2009 年中国电信集团计划在移动通信网络上投资 470 亿, 同比增长 100%, 对应的是 3G 网络投资。

图 13: 中国电信股份公司投资结构

图 14: 中国电信集团投资计划



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

3.4. 同时受益 3G 投资与宽带网络投资的公司值得关注

在国内电信设备制造企业中，同时受益 3G 投资与宽带网络投资的主要是系统设备厂商、光纤光缆厂商、配线系统厂商。这些厂商的业绩将出现高速增长。

表 3: 电信设备制造商受益 3G 网络投资与宽带网络投资的程度差异

主要的上市公司		主要产品	3G 网络投资受益程度	宽带网络投资受益程度
系统设备	中兴通讯、烽火通信	基站设备等	强	强
光纤光缆	亨通光电、中天科技、烽火通信、永鼎股份	光纤、光缆等	强	强
配套、辅助设备	新海宜	配线系统	强	强
	动力源	电源	强	弱
	武汉凡谷	射频器件	强	弱
	中创信测	测试设备	强	弱
覆盖设备	京信通信、国人通信、三维通信、奥维通信	覆盖设备	强	弱
工程服务	中通服、国脉科技	工程与维护	中	弱
终端设备	东信和平、夏新、波导	手机、SIM 卡	弱	弱

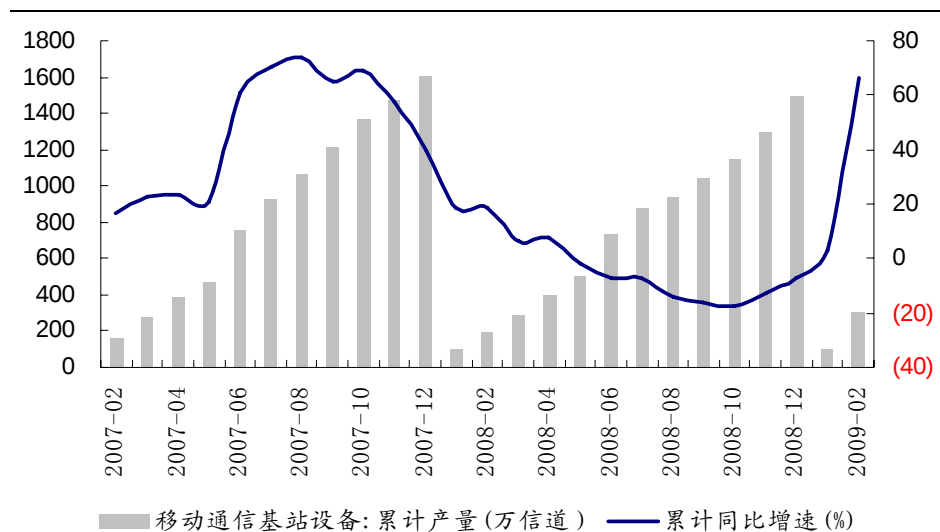
资料来源：渤海证券研究所

3.5. 上半年，设备商业绩有望大幅度增长

2008 年 12 月的电信投资创下历史新高。2009 年上半年，电信投资预计将保持 20% 以上的同比增速。由于投资需求规模大，而且运营商为尽快推出 3G 服务，同时要求设备商的供货速度。国内众多设备商已经出现订单饱和、供不应求的状态。不少设备商反映，价格已经不重要，快速供货成为最重要的。

受国内 2G、3G 基站建设需求拉动，2009 年前 2 个月，基站设备产量增长 66%。

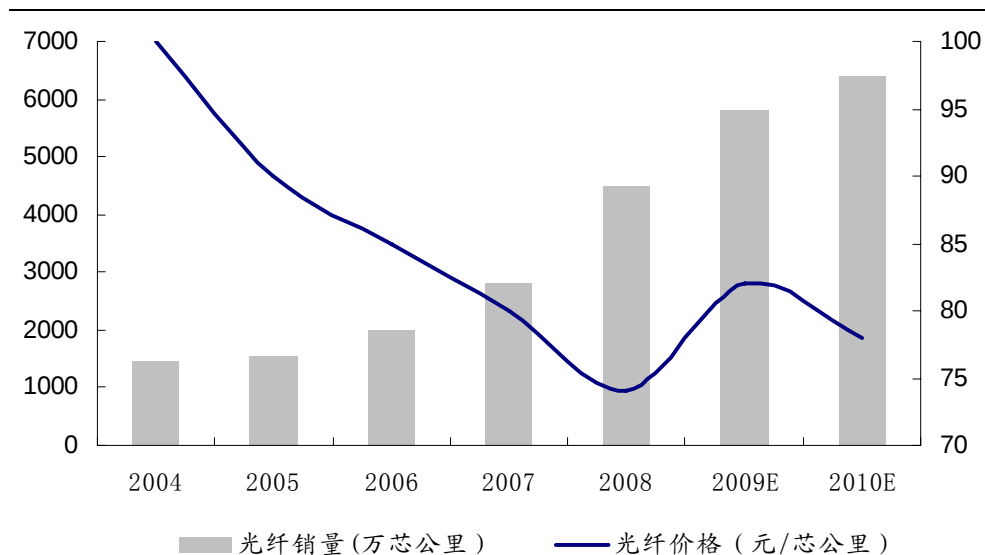
图 15: 中国移动通信基站设备产量及其增速



资料来源：CEIC、渤海证券研究所

受移动通信网络建设和 FTTx 网络建设拉动，光纤连续两年保持高增长，在 2009 年出现供不应求状况，3 月份中国移动的光纤招标价格已上涨至 86 元/芯公里左右，而 2008 年招标价为 72-75 元/芯公里左右。主要的光纤厂商已经开始扩大产能，但产能释放最早也要到 5、6 月份。二季度，光纤生产的毛利率将提高 2-4 个百分点。

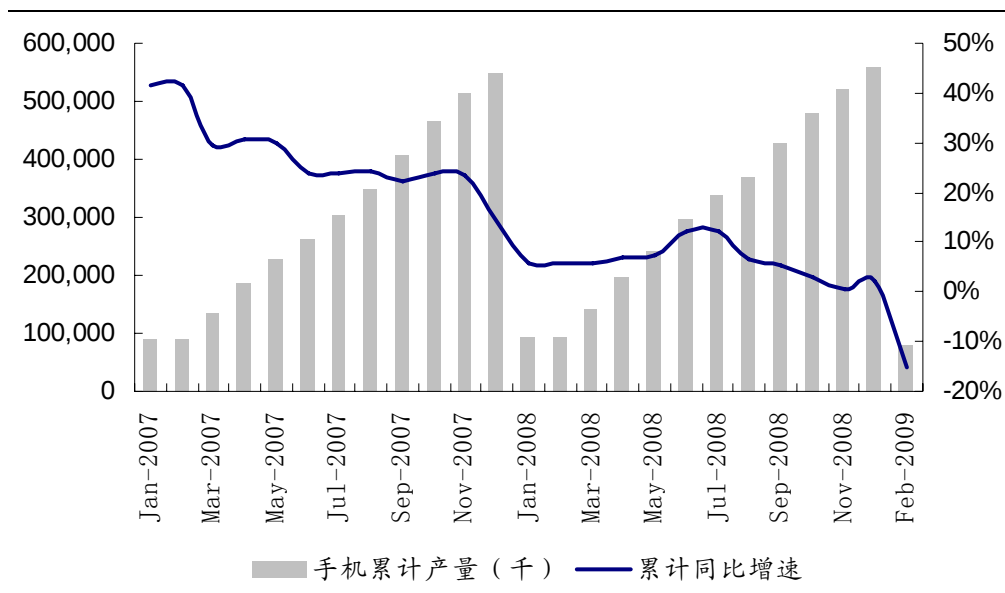
图 16: 中国光纤销量及价格



资料来源：渤海证券研究所

与系统设备、光纤光缆需求受投资拉动不同，手机终端的需求是消费拉动的。受全球消费需求下降的影响，2009 年前两个月的手机产量出现下降，短期内，手机终端厂商及 SIM 卡厂商的业绩难以获得高增长。

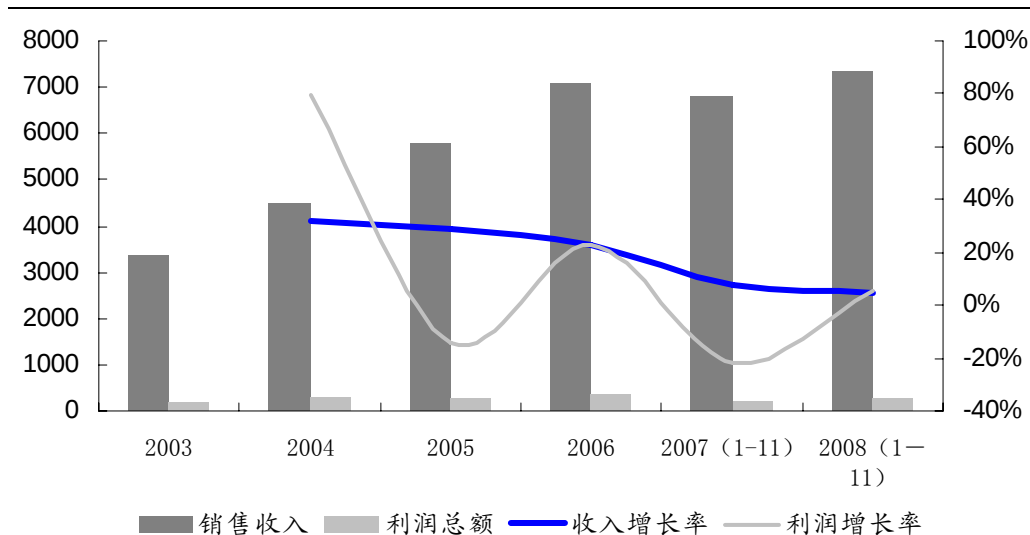
图 17：中国手机产量及其增速



资料来源：CEIC、渤海证券研究所

2008 年 1-11 月，通信设备制造业累计销售收入 7353 亿元，同比增长 4.8%；累计利润总额 262.8 亿元，同比增长 5%。

图 18：中国通信设备制造业的销售收入与利润总额（亿元）



资料来源：Wind、渤海证券研究所

尽管去年下半年能源、原材料等价格大跌，设备成本普遍下降，但电信设备价格相对稳定，部分产品如光纤甚至出现涨价，多数电信设备毛利率都将有所回升。我们预计，2009 年上半年，主要的设备提供商都将迎来业绩的高增长。

4. 投资策略及公司推荐

4.1. 电信运营行业：中性

同于移动用户普及率已经达到 50%，中国新增移动用户数已经趋缓；受资费下降影响，APPU 值趋降，电信收入增速趋缓，预计 2009 年电信业务收入增长 5%。

随着三家运营商全业务竞争的展开和 3G 营销的启动，电信运营商较高的 EBITDA 率也将随着竞争加剧而逐步下降。对电信运营行业给予“中性”评级。

中国联通：中性

随着联通重组的推进，中国联通各层级的管理团队调整基本完成，联通业务回归到正轨。中国联通 1、2 月份的新增移动用户数、新增宽带用户数都较去年水平有所提高，固话用户减少量也在缩小。

中国联通计划 5 月 17 日在 55 个城市提供 3G 商用服务，到年底前在 284 个城市提供 3G 服务。此外联通将引入苹果的 iPhone。但由于需要投入大量的手机补贴、话费补贴，在 3G 业务应用初期，3G 业务不会有盈利贡献。

在 2G 时代，通话是主要需求，运营商主要起到渠道的作用，高质量的通信网络就是竞争力。随着电信业务越来越丰富多样，运营商的服务属性更为重要，服务质量好成为更为关键的竞争要素。而这恰恰不是短期能造就的。继续维持对中国联通的“中性”评级。

公司 2008 年持续经营业务收入为人民币 1527.6 亿元，比上年下降 0.8%。经调整的持续经营业务净利润为人民币 136.9 亿元，对应的 EPS 为 0.29 元。维持 2009、2010 年 EPS 预测分别为 0.31、0.30，维持“中性”评级。

4.2. 电信增值服务业：买入

当前电信增值行业仍处于发展初期，未来增长空间巨大，而网络速度与运营环境的改善将使增值服务业获得快速增长的机会，给予“买入”评级。

4.3. 电信设备制造业：买入

受国内需求拉动，中国电信设备制造商的收入与利润将保持较快增长，给予“买入”评级。

表 4：电信行业主要关注公司估值表

证券简称	价格 (3.31)	PB	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	评级
中兴通讯	34.2	3.4	0.93	1.24	1.63	2.05	36.7	27.6	21.0	16.7	买入
亨通光电	17.0	2.6	0.48	0.57	0.82	1.03	35.5	29.8	20.7	16.5	买入
中天科技	13.6	4.5	0.31	0.47	0.65	0.76	43.6	28.9	20.9	17.8	买入
武汉凡谷	21.3	5.1	0.54	0.77	0.98	1.22	39.8	27.7	21.8	17.5	买入
三维通信	14.8	5.2	0.35	0.47	0.65	0.77	31.5	31.5	22.8	19.2	中性
烽火通信	14.7	2.5	0.26	0.42	0.58	0.73	56.9	35.0	25.3	20.1	中性
国脉科技	14.2	9.7	0.21	0.29	0.41	0.59	68.3	48.9	34.6	24.1	中性
中创信测	16.8	7.4	0.20	0.41	0.56	0.71	85.2	41.0	30.0	23.6	中性
新海宜	11.2	3.9	0.16	0.20	0.34	0.40	70.0	56.0	32.9	28.0	中性
设备制造业平均值		4.9	0.38	0.54	0.74	0.92	52.4	36.6	25.8	20.6	
拓维信息	31.5	9.1	0.79	0.99	1.29	1.63	39.7	31.8	24.4	19.3	买入
北纬通信	16.3	3.5	0.42	0.47	0.59	0.72	38.6	34.7	27.6	22.6	中性
中国联通	5.8	2.2	0.27	0.29	0.31	0.30	21.7	19.9	18.6	19.2	中性

资料来源：渤海证券研究所

4.4. 重点推荐公司

根据通信行业主要上市公司的估值比较，给予中兴通讯、武汉凡谷、亨通光电、中天科技、拓维信息买入评级。

由于亨通光电处于停牌阶段，正在准备集团资产注入。拓维信息是增值服务商中的优秀企业，预计 2009 年业绩平稳增长，2010 年才有望进入高速增长阶段。二季度不作为重点公司推荐。

武汉凡谷 (002194)

继续受益 3G 网络投资

评级: 买入
目标价格: 24.4

当前价格: ¥ 21.3

2009.03.31

姓名 张晓亮

86-10-58362156

zhangxiaoliang@bhqz.com

➤ 业务受益于国内3G网络建设

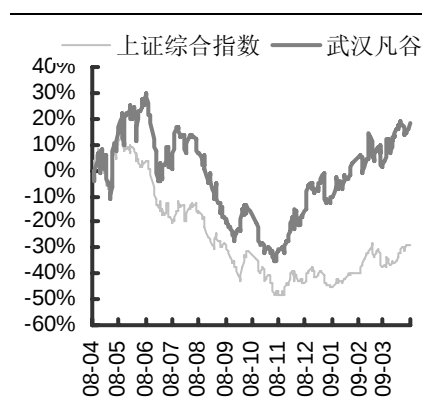
本报告导读:

➤ 成本下降, 订单充足, 毛利率稳中有升

投资要点:

- 2008 年, 公司收入达到 14.09 亿元, 增长 36.5%; 净利润 3.28 亿元, 增长 43.3%; 每股收益 0.77 元。
- 受国内 3G 网络建设拉动, 公司的射频器件需求旺盛, 2008 年以来下半年订单充足。公司射频器件产能已经从 2008 年初的 70 多万套提高到现在的 100 万套左右, 2009 年产能将继续扩大。
- 公司毛利率保持稳定, 净利率高居通信设备制造业上市公司之首。四季度以来, 铝、镁等原材料价格下跌, 由于订单充足, 公司产品价格相对稳定。2008 年下半年毛利率比上半年已有所提高。2008 年下半年毛利率为 29.2%, 而上半年为 28.7%。我们预期 2009 年毛利率将略有提高。
- 国内业务成为增长动力。2008 年国内业务收入 10.8 亿元, 同比增长 51.6%。国际业务收入 3.22 亿, 同比增长 3.5%。下半年国内收入已占 84%。未来两年, 国内订单可保证公司业绩增长。
- 公司新产品塔顶放大器今年有望转入批量生产阶段。塔顶放大器也属于基站设备, 在 3G 网络应用较多, 国内市场规模在 10 亿元以上。塔顶放大器、数字微波产品等新产品未来将成为新的增长点。
- 我们预计, 上半年净利有望增长 50%左右。全年业绩增长将在 30%左右。公司的 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.98、1.22、1.54 元, 2010 年 20 倍 PE 对应的目标价格为 24.4 元, 公司目前股价 21.3 元, 维持“买入”评级。

最近 52 周走势图



公司是国内最大的射频器件制造商, 产品应用于移动通信基站, 主要客户为华为、诺基亚西门子、爱立信等。

业绩预测表

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	1032.1	1409.4	1883.0	2348.6	2960.4
(+/-) %	113.1%	36.6%	33.6%	24.7%	26.1%
净利润	229.0	329.1	419.8	522.9	657.2
(+/-) %	130.6%	43.7%	27.6%	24.5%	25.7%
每股净收益 (元)	1.07	0.77	0.98	1.22	1.54
利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	29.8%	29.0%	29.4%	29.5%	29.4%
ROE(%)	13.5%	17.4%	19.3%	20.6%	22.0%
ROIC (%)	13.2%	16.7%	16.8%	17.3%	18.3%
PE	19.9	27.7	21.7	17.4	13.9
PB	2.7	4.8	4.2	3.6	3.1

相关报告

《继续受益 3G 网络投资》

—— 2009.02.26

《控制产能扩张速度以应对风险》

—— 2008.12.17

中兴通讯(000063)

评级: 买入

业务稳定增长, 现金流状况好转

目标价格: 41

当前价格: ¥ 35.5

2009.03.31

姓名 张晓亮

86-10-58362156

zhangxiaoliang@bhq.com

公司经营现金流明显好转

本报告导读:

公司是国内3G无线设备最大的供货商

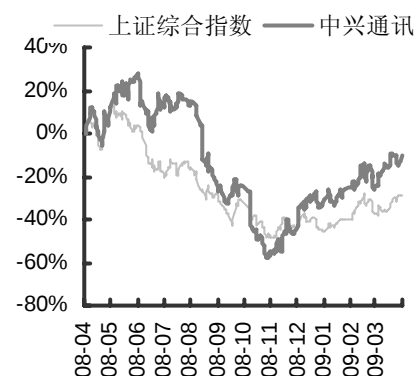
投资要点:

- 2008年, 公司营业收入 442.9 亿元人民币, 同比增长 27.36%, 净利润 16.6 亿元人民币, 同比增长 32.58%, 每股收益为 1.24 元。
- 公司毛利率保持稳定, 受招标竞价影响, 运营商网络业务毛利率小幅下降, 而软件系统与服务的毛利率大幅提高。
- 公司经营现金流状况明显改善。2008年前三季度经营现金流为负的 45 亿, 全年的经营现金流为正的 36 亿。四季度公司加大回款力度, 降低了经营风险。
- 公司 2008 年国内业务占 39.4%, 同比增长 18.9%; 国际业务收入占 60.6%, 同比增长 33.5%。非洲业务收入增长 70%, 成为业务增长最快的地区。发展中国家的通信网络建设需求潜力巨大, 公司海外业务仍有较大的发展空间。
- 中兴通讯是国内 3G 无线网络设备最大的供应商。在 CDMA 网络无线设备一期招标中占 25%; 在 TD 网络无线设备二期招标中占 28%, 在 WCDMA 网络无线设备一期招标中占 21.5%。预计 2009-2010 年, 公司国内业务将保持 30%以上的增长。公司将继续受益于电信重组与 3G 网络建设带来的机会。
- 预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 1.65、2.05、2.32。继续维持“买入”评级。目标价提高至 41 元。

盈利预测表

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	34777.2	44293.4	53449.5	62652.2	69290.1
(+/-) %	7080.5%	27.4%	20.7%	17.2%	10.6%
经营利润 (EBIT)	20927.4	26931.5	36811.2	48429.9	60984.4
(+/-) %	76.3%	28.7%	36.7%	31.6%	25.9%
净利润	1252.2	1660.2	2219.2	2756.4	3120.8
(+/-) %	1160.6%	32.6%	33.7%	24.2%	13.2%
每股净收益 (元)	1.30	1.24	1.65	2.05	2.32
利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	33.9%	33.4%	33.0%	33.0%	32.8%
ROE(%)	9.7%	10.9%	13.1%	14.3%	14.3%
ROIC (%)	23.1%	23.0%	24.7%	25.8%	26.1%
PE	27.2	28.7	21.5	17.3	15.3
PB	2.8	3.3	3.0	2.7	2.4

最近 52 周走势图



相关报告

《业务增长有保障, 经营风险有控制》
——2008.10.28

《中兴通讯近期事件点评》
——2008.10.14

中天科技 (600522)

评级: 买入

产品需求旺盛, 产能大幅扩张

目标价格: 16.0

当前价格: ¥13.85

2009.03.26

姓名 张晓亮

86-10-58362156

zhangxiaoliang@bhqz.com

本报告导读:

- 光纤价格上涨, 公司率先扩产
- 射频电缆、特种电缆需求旺盛
- 光纤行业竞争有序, 明年利润率稳定

投资要点:

● 光纤价格上涨, 公司率先扩产, 光纤业务高增长

公司目前有 7 个拉丝塔, 产能约 600 万芯公里, 4 月底将新增 2 个拉丝塔, 5 月底将新增 2 个拉丝塔, 产能将增至 1000 万芯公里。公司新建光纤拉丝塔为二手设备, 每套设备成本不到新设备的 1/3。预计 2009 年公司光纤子公司的收入与净利润增长在 50% 以上。

● 射频电缆、特种导线需求旺盛, 公司大幅扩产

在基站和网络优化覆盖建设拉动下, 射频电缆的需求快速增长。公司射频电缆已经排产到 8 月份。2009 年, 公司射频电缆产能将接近翻倍。未来 2-3 年, 电网投资将保持 15% - 20% 的快速增长, 特种导线需求增长更快。中天铝线 2009 年收入有望实现翻倍。

● 海缆业务将成为 2010 年的重要增长点

1987-2007 年, 全球海缆年均投资 23 亿美元。预计未来海缆年均投资需求约 10 亿美元。2008 年公司海缆收入 2 亿元。公司 2010 年海缆业务将开始快速增长。

● 2010 年光纤行业可能供过于求, 但行业利润率保持稳定

光纤行业在 2009 年出现供不应求后, 可能在 2010 年重新回到产能过剩的状态。2004-2007 年光纤行业始终处于产能过剩, 但五大厂商利润率稳定在 20% 以上, 2010 年后光纤利润率将接近 2004-2008 年水平。

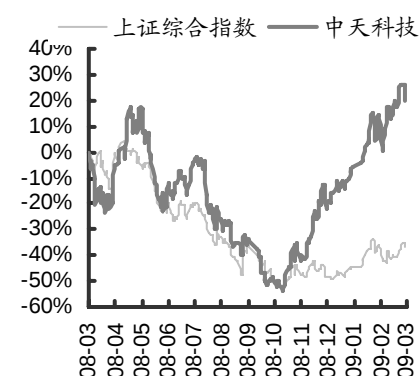
● 维持“买入”评级

预计 2008 - 2010 年公司 EPS 为 0.47、0.65、0.76 元。考虑到公司持有的武汉光讯股权价值, 目标价 16 元, 维持“买入”评级。

盈利预测表

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1162.34	1988.43	3444.15	4402.36	5220.89
(+/-) %	62.0%	71.1%	73.2%	27.8%	18.6%
净利润	39.51	84.31	151.00	208.78	244.87
(+/-) %	67.7%	113.4%	79.1%	38.3%	17.3%
每股净收益 (元)	0.15	0.31	0.47	0.65	0.76
利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	18.77%	17.27%	16.45%	17.34%	17.37%
ROE (%)	5.33%	9.81%	10.47%	12.53%	12.74%
ROIC (%)	4.52%	7.97%	8.59%	9.88%	9.98%
PE	91.57	42.91	28.38	20.53	17.50
PB	5.58	4.94	3.34	2.93	2.57

最近 52 周走势图



公司光纤产量在国内排第三; 射频电缆产量在国内排第三; 特种导线、OPGW 光缆、海缆产量在国内排一。

相关报告

《产品需求旺盛, 产能大幅扩张》
—— 2009.02.26

《公司受益于电网建设改造需求》
—— 2008.12.16

《业务结构优化, 继续快速增长》
—— 2008.10.30

《差异化战略推动收入、利润高增长》
—— 2008.7.24

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn