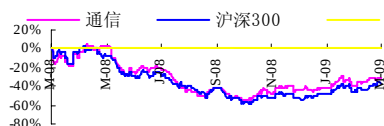


电信服务、通信设备

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
通信	16.4%	26.0%	-30.1%
沪深 300	16.1%	35.5%	-36.6%

重点公司	6m%	YTD%	评级
中兴通讯	14.6%	-19.9%	增持
中国联通	3.8%	-37.9%	增持
新海宜	176.1%	15.7%	增持
国脉科技	41.6%	-28.0%	增持

- **通信设备景气高涨。**在国内移动设备投资加速增长拉动下，2009 年国内电信设备行业景气高涨。中国联通 09 年计划投资 1100 亿元，较上年 705 亿元大幅增长 56%。中国电信 09 年计划投资 862 亿元，其中 C 网投资 470 亿元，较上年增长 99%。中国移动 09 年投资 1337 亿元，略低于上年的 1363 亿元。其 TD 三期扩容投资 588 亿元，高于二期不足 300 亿元。
- **光纤光缆市场供不应求。**近几年国内光纤产能扩充相对谨慎，随着 09 年各运营商扩大投资规模，国内光纤产能供不应求矛盾凸显，近期国内光纤价格由 70-75 元/公里上升至约 85 元/公里，我们认为光纤供不应求局面将持续至 2010 年。
- **运营商 3G 业务陆续推出，中国联通竞争地位逐步强化。**中国移动、中国电信率先推出 3G 服务，中国联通也计划在 5 月 17 日电信日推出 3G 服务，3G 业务的开展将促进增值业务发展。网络逐步完善、WCDMA 产业链成熟以及未来可能的进一步不对称政策将助公司竞争地位改善。
- **建议关注：**通信设备景气背景下，3G 份额领先的中兴通讯，以及作为辅设备厂商，在主设备投资增长拉动下，未来增长动力强劲的新海宜。随着 3G 业务开展渐近，中国联通股价驱动的催化剂也增加。

分析师

蒋传宁

电话：0755-83706290

邮件：jiangcn@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

通信设备行业景气高涨

在移动网络升级扩容推动下，2009 年国内电信投资加速增长，行业景气高涨，具体如下：

中国联通投资增长最快，09 年计划投资 1100 亿元，较上年 705 亿元大幅增长 56%。移动网络投资 624 亿元（其中 3G 投资 387 亿元），较上年 329.5 亿元，增长 89%。

中国电信 09 年计划投资 862 亿元，其中 C 网投资 470 亿元，较上年增长 99%。

中国移动 09 年投资 1337 亿元，略低于上年的 1363 亿元。其 TD 三期扩容投资 588 亿元，高于二期不足 300 亿元。TD 三期现已启动招标。

三大运营商 09 年规划投资 3300 亿元，较上年投资增长 29.3%。

表 1: 09 年三大运营商投资规划（亿元）

	2008	2009E
中国移动	1363	1337
中国联通	704.9	1100
中国电信	484.1	862
合计	2552	3299
同比增长		29.3%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

光纤光缆市场供不应求局面短期难以缓解

全业务运营背景下，各运营商均加大了光网络投资，移动基站大规模建设拉动光纤光缆的需求，加上 FTTX 发展、“村村通”建设的拉动，2009 年国内的光纤光缆需求总量将在 2008 年约 4000 万芯公里基础上继续增长 20%，预计将达到 5000 万芯公里。09 年国内光纤产能供不应求矛盾凸显，国内光纤价格由 70-75 元/公里上升至约 85 元/公里。

我们继续看好综合份额居首、未来 3G 扩容中受益、未来二年增长确定的中兴通讯。受益主设备投资增长拉动下，未来增长弹性较大的新海宜。

中国联通竞争地位逐步强化

弱势运营商新增用户呈上升态势

中国联通 09 年 1 季度新增移动用户逐步加快, 1-3 月新增分别为 83.9 万户、164 万户、184.8 万户, 走出了 08 年 12 月仅增加 42.4 万户的低谷。

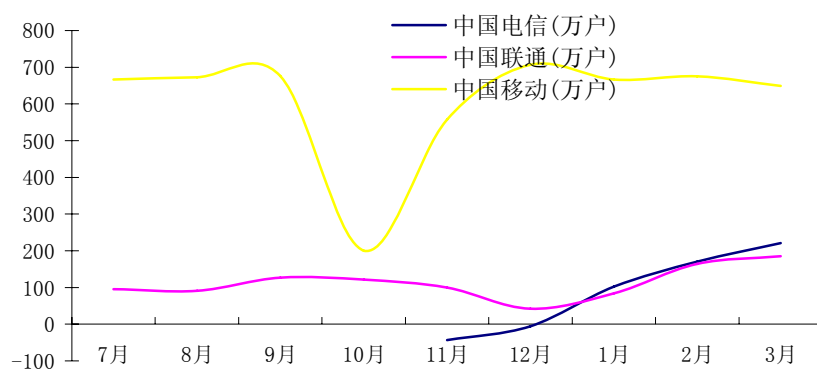
我们认为, 中国联通新增用户上升的驱动因素为: 中国联通重组后内部整合基本完成, 主要精力转向市场开拓; 与此同时, 随着中国联通加大 G 网扩容力度, 网络覆盖逐步得到改善, 对用户的吸引力增强。此外, 整合网通后中国联通渠道实力大大加强, 并可与公司固网资源进行捆绑促销。

中国电信 1 季度新增移动用户也呈加速之势, 1-3 月新增分别为 102 万户、170 万户、220 万户。C 网扩容升级后, 网络吸引力增大, 加上中国电信完善的营销网络以及强大的固网资源支持, 驱动中国电信移动用户增速加快。

而中国移动新增移动用户略有放缓, 1-3 月新增分别为 667 万户、675 万户、648.9 万户。表明尽管中国移动在新增市场主导性地位不变, 但还是受到来自中国电信、中国联通一定程度的分流。

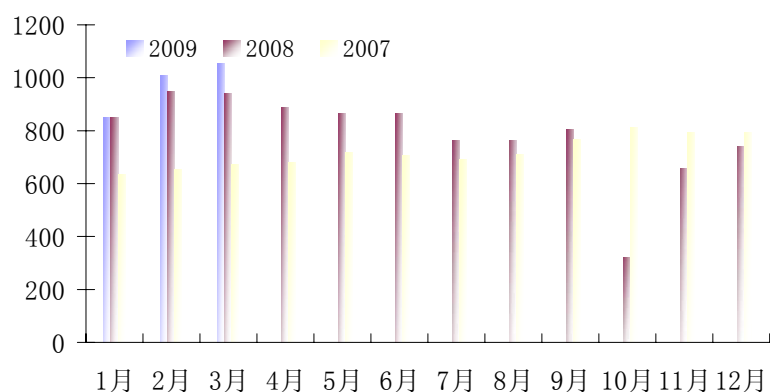
09 年 1-3 月, 国内新增移动用户 2910.2 万户, 其中 2、3 月新增用户均超 1000 万户, 高于 08 年月均 782.7 万的水平。当前国内移动用户普及率为 50.7%, 与发达国家或地区相比, 国内移动普及率仍偏低, 未来仍有较大发展空间。与此同时, 小灵通用户存量超过 6600 万户, 2011 年前需转至移动网络, 因此, 未来 2-3 年新增移动用户将保持较高的规模 (8000 万以上)。

图 1: 各运营商移动用户月度新增情况



资料来源: 国海证券研究所

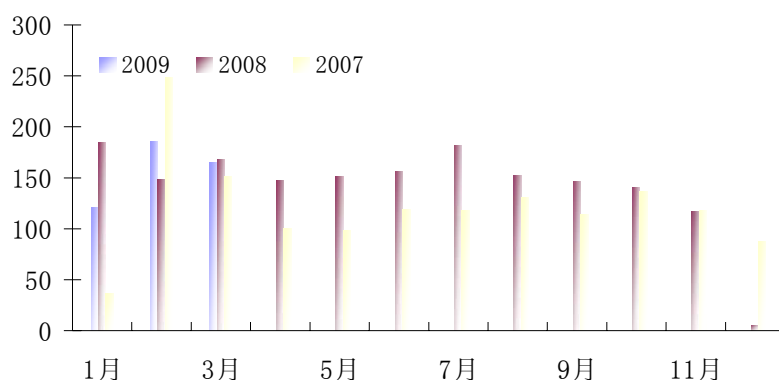
图 2: 2007-2009 年移动用户月度新增情况 (万户)



资料来源: 工业和信息化部

宽带用户仍保持较快增长, 1-3 月分别增加 120.6 万、185.1 万户、165.2 万户。国内宽带用户普及率较低, 未来 3-5 年将持续增长。

图 3: 宽带用户月度增长情况



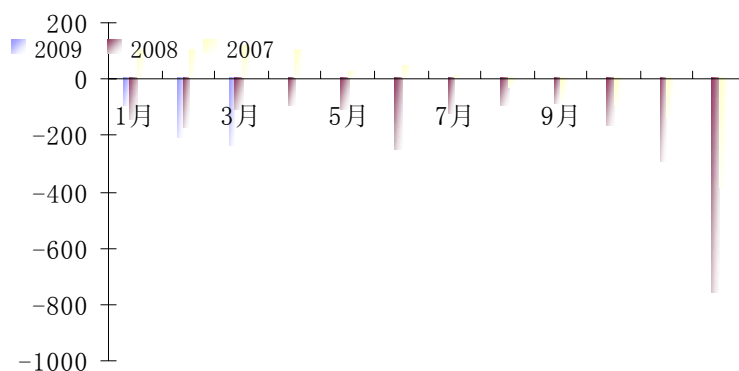
资料来源: 工业和信息化部

受移动替代, 固话用户继续减少, 特别是无线市话 2011 年前将逐步转移至移动网络, 固话减少趋势将延续。

虽然移动、宽带用户快速增长, 但因新增移动用户低端化、移动竞争加剧, 以及固话业务下滑, 09 年以来电信主营业务收入增速下降。1-3 月国内电信业务收入 1967.3 亿元, 比上年同期增长 1.7%, 而上年增长率为 7%。

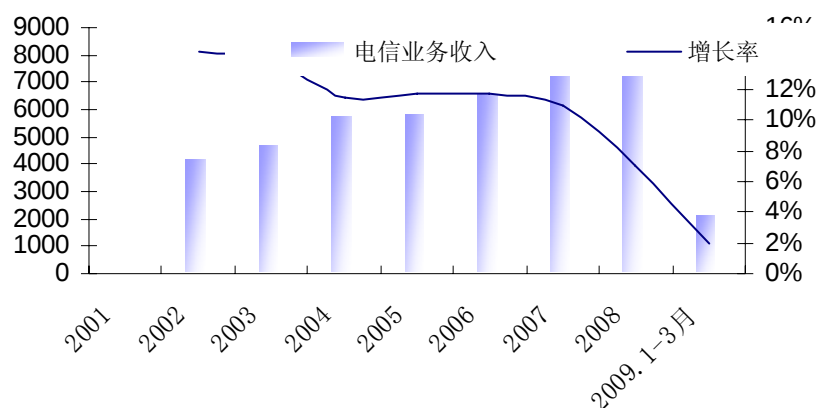
不过, 随着各运营商 3G 网络的逐步完善, 09 年内各运营商势必会更大范围、更大力度推动 3G 业务, 其增值业务的收入也将上升, 09 年内或 2011 年国内电信业务收入增速有望回升。

图 4: 固话用户月度增长情况



资料来源: 工业和信息化部

图 5: 历年电信业务收入情况



资料来源: 工业和信息化部

随着中国联通移动网络逐步完善, 5 月 17 日将推出全球发展最为成熟的 3G 业务, 公司弱势地位将逐步得到改善。本轮行情中国联通表现落后, 回调压力较小, 未来公司在事件驱动或风格轮动下表现机会将会增多, 包括: 3G 业务推出、IPHONE 合作成功、以及作为弱势运营商进一步受不对称政策扶持可能。

重点公司

表 2: 公司评级

代码	公司	股价 (4 月 28 日)	EPS (元)				P/E (X)				每股净资产 (元)	P/B (X)	评级
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E			
000063	中兴通讯	37.36	0.93	1.24	1.66	1.97	40.17	30.13	22.51	18.96	10.59	3.53	增持
002089	新海宜	14.19	0.17	0.21	0.50	0.72	82.39	66.94	28.38	19.71	2.4	5.91	增持
600050	中国联通	6.62	0.266	0.93	0.26	0.27	24.89	7.11	25.46	24.52	3.32	1.99	增持
002093	国脉科技	14.9	0.232	0.29	0.404	0.55	64.22	51.38	36.88	27.09	1.57	9.49	增持

中兴通讯: 未来二年稳步增长

公司国内 3G 市场版图占据优势, 成为国内电信新一轮投资增长的主要受益者之一, 在未来国内移动网络后续扩容中将占据有利位置。

在全球经济危机背景下, 公司成熟产品以及成本优势将助其在国际

市场扩大份额。

随着移动新业务推出加快，公司定制手机模式将受益，手机业务呈现较快增长。

2009-2010 年公司动态市盈率分别为 22.51、18.96 倍，与国际厂商相比，估值水平仍不算高，09 年动态 PS 为 0.91 倍，考虑公司较好的成长性及全球市场份额不断上升的态势，维持“增持”评级。

表 3: 通信设备国际估值比较

公司	PRICE (CRNCY, 27APIL)	P/E (X)			P/B (X)
		2008	2009E	2010E	
NOKIA OYJ	10.16		16.00	11.48	2.62
ERICSSON LM-B	74.9		17.25	13.35	1.69
ALCATEL-LUCENT	1.792			14.57	0.87
MOTOROLA INC	5.71			25.04	1.37
平均			16.62	16.11	
中兴通讯 A	37.36	30.13	22.51	18.96	
中兴通讯 H (HK\$)	26.8	24.73	18.47	15.56	

资料来源：BLOOMBERG，国海证券研究所

中国联通：事件驱动因素渐多

事件驱动因素在累积。1-3 月新增移动用户增长态势良好，分别增 83.9 万户、164 万户、184.8 万户，走出了 08 年 12 月仅增加 42.4 万户的低谷；5 月 17 日电信日公司将在 55 个城市推出 3G 服务；和苹果商谈 iPhone 合作成功；作为弱势运营商未来仍可能进一步受益不对称政策。

随着移动网络升级和覆盖完善，并且和网通合并后渠道网络扩大、与固网资源形成互补，公司竞争地位偏弱的局面将逐步得以改善。随着 3G 的推出，公司未来将凭借 WCDMA 网络产业链成熟的优势，吸引更多的中高端用户。

我们认为，虽然短期受资本支出增长影响，近两年盈利增长动力不足，但未来如果我们看到新增用户数量递增以及用户档次提升，即可作为基本面向好信号。

与国际主要运营商相比，中国联通 A 股 PE 稍高，PB 稍高于国际平均水平。考虑国内移动发展空间较大，未来 3G 发展有助公司培育新增长点及提升竞争地位，我们对公司持“增持”评级。红筹公司 PE 与国际水平相当，PB 明显低于国际水平。未来潜力更大。

表 4: 电信国际估值比较

公司	PRICE (CRNCY, 27APIL)	P/E (X)			P/B
		2008	2009E	2010E	
AT&T INC	25.31		12.05	11.00	1.53
VERIZON COMMUNIC	30.54		12.09	11.35	2.07
BCE INC	26.01		11.09	11.05	1.44
QWEST COMMUNICAT	3.57		11.55	12.57	NA
METROPCS COMMUNI	16.43		28.23	14.55	2.83
TELEFONICA	14.49		8.38	7.68	3.85
FRANCE TELECOM	16.17		8.21	8.13	1.53
DEUTSCHE TELEKOM	9.035		11.92	11.23	0.98
TELECOM ITALIA S	0.9295		8.94	8.53	0.69
VODAFONE GROUP	122.8		8.71	8.13	0.84
TELEFONICA	14.49		8.38	7.68	3.85
FRANCE TELECOM	16.17		8.21	8.13	1.53
DEUTSCHE TELEKOM	9.035		11.92	11.23	0.98
TELECOM ITALIA S	0.9295		8.94	8.53	0.69
NTT DOCOMO INC	135100		14.37	NA	1.3
SK TELECOM	186500		9.73	8.38	1.26
KT CORP	36300		12.96	11.39	0.83
KT FREETEL CO	25900		10.02	8.01	1.12
			11.43	9.86	1.61
中国联通	6.62		25.46	24.52	1.99
中国联通(红筹)	8.17		10.40	10.01	0.80

资料来源: BLOOMBERG, 国海证券研究所

新海宜: 未来增长潜力仍大

公司配线产品国内竞争力较强, 市场份额不断上升, 08 年达到 8%。在产品供不应求背景下, 公司募集资金投资项目产能适时释放, 市场份额将进一步扩大, 行业景气与市场份额扩大驱动公司加速增长。

随着华为销售规模继续快速增长以及设备厂商价格竞争压力下外包比重有望扩大, 软件外包业务将继续快速增长。与此同时, 随着公司软件开发能力的提升和成熟, 公司已具备更大范围为客户提供软件服务, 包括外包客户开拓以及软件自主开发比重上升。预计未来 2-3 年软件业务复合增长率不低于 50%。

公司新项目互联网内容与流量控制系统市场未来在移动、公安、工商未来潜在发展空间大, 估计 2010 年可贡献利润。视频监控系统 09 年

产品将推向市场。

2009-2010 年 EPS 分别为 0.50、0.75 元。动态 PE 分别为 28.38、19.71 倍。公司未来 3 年复合增长率不会低于 30%，公司资产特别是软件资产较轻，我们可取 $PEG > 1$ 。以 2010 年动态 PE 20-25 倍估值则为 15-18.75 元。未来随着盈利继续增长，公司 PE 将逐步下降，建议“增持”。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国海证券所有。