

行业收入延续低迷，投资快速增长

1、五月份通信板块市场表现

5 月份市场振荡上行，通信板块由于前期涨幅居前，短期回调压力加大，跌幅在各板块中居前。申万通信设备板块 5 月份下跌 6.8%，同期上证综指上涨 1.1%。5 月份，中国联通正式推出 3G 试商用，由于中国联通公布的 4 月运营数据均有所放缓，使得其股价走势出现回调，5 月份中国联通股价下跌 9.9%。

2、行业收入延续低迷，投资快速增长

2009 年 4 月通信行业用户、业务量增长保持平稳，但收入增速依然延续 2009 年第一季度的低速增长态势，1—4 月累计增速为 2.0%。尽管经济复苏迹象逐步显现，但通信行业增长依旧缺乏有效的驱动力量。我们预计，随着下半年经济复苏更趋明朗，3G 业务顺利开展，行业有望走出低迷状态，增速回复到正常水平。我们依旧维持对行业全年收入增长 6% 的预测。4 月份行业投资快速增长，当月达到 198.6 亿元；1—4 月份，行业投资累计完成 647.8 亿元，年内累计增速 16.85%，全年有望维持在较高水平。

3、行业估值情况

截至 5 月 26 日，通信设备行业估值相对充分：行业平均 PE 为 09 年 25.4 倍、10 年 21.1 倍；行业平均 PB（净资产取 08 年底）为 3.58 倍。截至 5 月 26 日，通信运营行业也就是中国联通 A 股 PE 为 09 年 28.3 倍、10 年 20.7 倍；PB（净资产取 08 年底）为 1.9 倍。

4、六月份投资策略

通信设备业：我们下调通信设备行业投资评级至“中性”。截至 5 月 26 日，通信设备行业估值相对充分：行业平均 PE 为 09 年 25.4 倍、10 年 21.1 倍；行业平均 PB（净资产取 08 年底）为 3.58 倍。随着 3 大运营商的 3G 业务纷纷进入试商用，预示着行业投资的陡峭增长阶段接近尾声。我们认为，虽然 09 年通信设备行业依旧处于景气阶段，但是随着行业景气顶峰的临近，投资者有必要开始逐步思考何时降低配置比重，调整配置方向。

电信运营业：维持电信运营业“增持”的投资评级。截至 5 月 26 日，通信运营行业也就是中国联通 A 股 PE 为 09 年 28.3 倍、10 年 20.7 倍；PB（净资产取 08 年底）为 1.9 倍。最近公布的联通 4 月各项运营指标环比有所回落：4 月联通 G 网新增用户数 114.1 万户，同比下降 5.6%，环比下降 38.3%。我们认为主要原因是：4 月公司精力集中在 WCDMA 网络试商用的推出和推广之上。

5、风险

监管政策导致的电信投资方向调整和投资额度低于预期；运营商的非理性价格战。

细分行业评级

电信运营：增持

通讯设备：中性

通信设备板块 52 周走势



资料来源：wind 资讯

研究员：程思琦

电 话：0411-39673224

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：chengsiqi@daton.com.cn

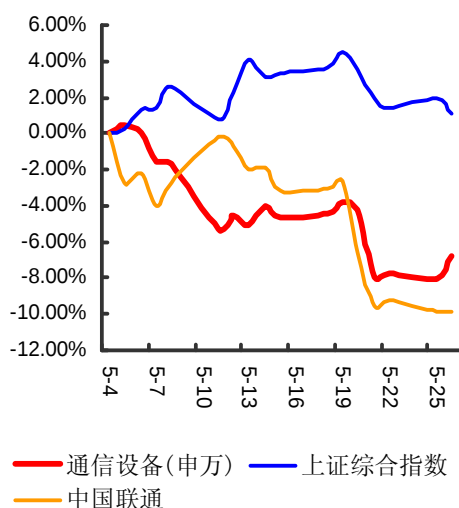
近期相关报告

1. 3G 开创运营新格局，投资维系设备
景气度——通信行业 2009 年投资策略
报告 2009-01-12
2. 收入增速继续下滑，投资增速大幅
上涨——通信行业 09 年 2 月份投资策略
报告 2009-02-09
3. 设备景气向上，运营地位徘徊——通
信行业二季度投资策略 2009-4-1

一、5 月份通信板块市场表现

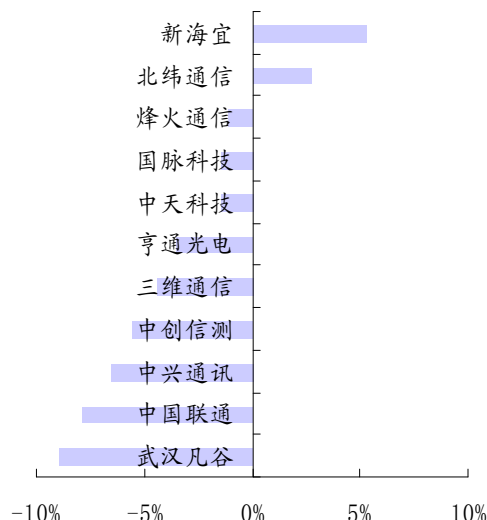
5 月（截止 5 月 26 日）市场振荡上行，通信板块由于前期涨幅居前，短期回调压力加大。申万通信设备板块 5 月份下跌 6.8%，同期上证综指上涨 1.1%。5 月份，中国联通正式推出 3G 试商用，由于中国联通公布的 4 月运营数据均有所放缓，使得其股价走势出现回调，5 月份中国联通股价下跌 9.9%。

图1：5月份运营、设备走势落后大盘



资料来源：Wind 大通证券研发中心

图2：5月份中国联通股价回调明显



资料来源：Wind 大通证券研发中心

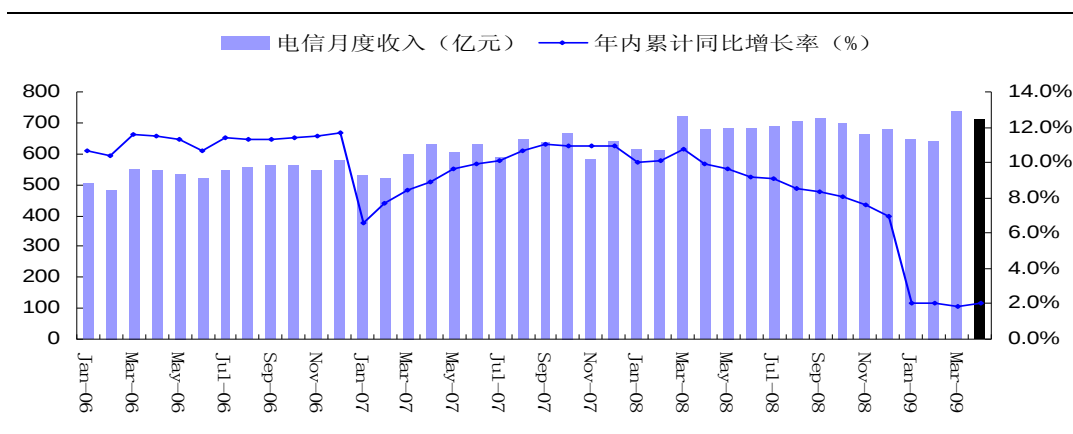
二、 行业数据分析

2009 年 4 月通信行业用户、业务量增长保持平稳，但收入增速依然延续 2009 年第一季度的低速增长态势，1—4 月累计增速为 2.0%。尽管经济复苏迹象逐步显现，但通信行业增长依旧缺乏有效的驱动力量。我们预计，随着下半年经济复苏更趋明朗，3G 业务顺利开展，行业有望走出低迷状态，增速回复到正常水平。我们依旧维持对行业全年收入增长 6% 的预测。4 月行业投资快速增长，达到 198.6 亿元，年内累计增速 16.8%。

（一）行业收入延续低迷，投资快速增长

2009 年 4 月通信行业实现收入 710.9 亿元，1—4 月累计增速为 2.0%，延续了第一季度收入增速低迷的局面。从 2009 年 1 月开始，工信部变更了行业收入的统计口径，纳入了主营业务收入项目。4 月通信行业主营业务收入为 696.9 亿元，1—4 月累计增速为 2.0%。

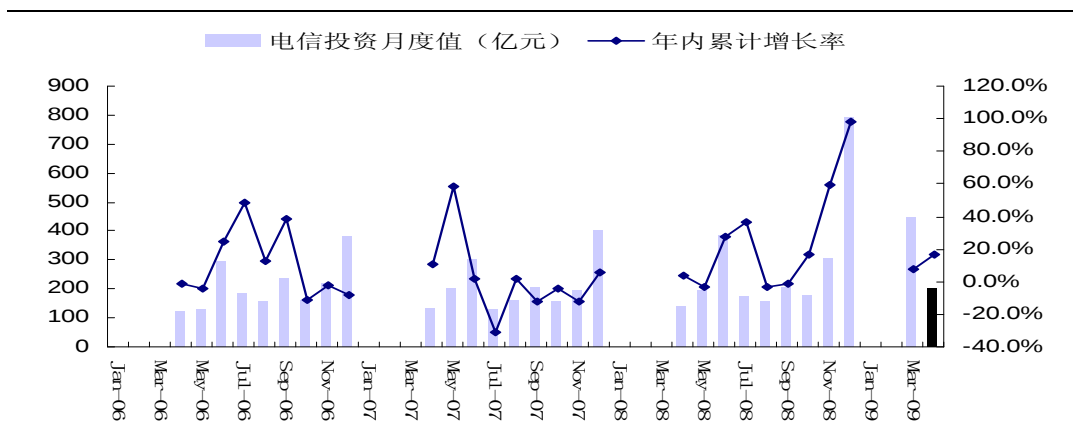
图 3：4 月份行业收入增速维持低位



资料来源：工信部 大通证券研发中心

4 月份行业投资快速增长，当月达到 198.6 亿元；1-4 月份，行业投资累计为 647.8 亿元，年内累计增速 16.85%，全年有望维持在较高水平。

图 4：4 月份行业投资快速增长



资料来源：工信部 大通证券研发中心

（二）移动用户增速放缓，宽带保持平稳增长

在行业收入增长依旧低迷的同时，各项业务增速亦有所放缓。2009 年 4 月移动用户新增 847.0 户，同比降低 4.6%，相对第一季度更是回落明显。从历史趋势来看，4 用户增长一般均有所放缓，主要是由于春节效应消退，农民工返城导致新增用户减少所致。当月宽带新增用户为 168.7 户，同比增长 14.8%，增幅略有回落，全年宽带业务仍旧有望保持 10% 以上的增长，是运营商增长前景最好的业务板块之一。

4 月本地电话用户继续流失，减少 210.0 万户。其中：受小灵通退市加速的

影响，无线市话减少 212.6 万户，流失幅度继续扩大。本地电话用户（剔除无线市话）则小幅增长 2.6 万户，流失情况有所好转。移动通信对固话业务的替代进程仍在继续，但本地电话存量逐步趋稳。

（三）各项业务量增速均保持平稳

2009 年 4 月短信业务量增速基本同上月持平，同比增长 11.45%，但较 2008 年 24.2% 的月平均增速下滑明显。经过数年的高速增长，短信业务基数较高，维持高速增长的难度加大。此外，随着移动语音资费的下调，以及即时通信工具的竞争，短信增速面临逐步回落之势。

4 月移动本地语音通话同比增长 18.0%，移动长途同比增长 30.1%，均有小幅回落，但仍保持在稳定水平。长期来看，随着移动用户增加、资费下调、终端价格下降、经济活动增加，移动增值业务、移动本地语音业务、移动长途业务都将继续高速增长。

4 月固网语音通话同比下降 11.2%，固网长途同比下降 5.2%，跌势略微有所减缓，固网长途衰退局面更是连续数月出现改善。在移动通信的替代之下，固网语音的衰退趋势仍将持续。但是，随着运营商全业务运营时代的到来，各运营商纷纷采取全业务经营模式，未来有望通过捆绑销售的措施延缓其下降速度。

三、5 月份行业动态：联通 3G 试商用启动

我们将 5 月通信行业的主要行业新闻及事件从三个层面（政策层面、运营商层面、设备商层面）加以归纳。

（一）政策面：固话网间结算标准大降

固话网间结算标准大降，从 0.15 元降至 0.06 元/分。5 月 12 日，工业和信息化部公布了新的固定本地电话网网间结算标准，从此前的 0.15 元/分降为 0.06 元/分。这一新标准自 2009 年 6 月 1 日起实行。工信部官方网站发布的《关于调整固定本地电话网营业区间结算标准的通知》明确规定，在本地网范围内，不同基础电信运营企业的固定用户相互呼叫，当主、被叫用户不在同一营业区内且使用被叫方营业区间电路时，主叫方归属的基础电信运营企业应向被叫方归属的基础电信运营企业支付结算费 0.06 元/分钟。据介绍，新资费结算标准和“移动电话拨打固定电话”时运营商 0.06 元/分的结算标准实现了一致。业内人士认

为，新资费结算标准较为合理，并能让运营商在固网领域保持竞争的活跃度。

（二）运营商：联通推出 3G 试商用

联通 WCDMA 限量放号，暂不针对普通用户。5 月 17 日，中国联通正式宣布在 55 个城市启动 3G 业务的试商用友好体验活动。这是中国联通 3G 业务发展两个阶段中的第一阶段，第二个阶段是到 9 月底前，将试商用扩大到 284 个城市，年底前，全国 284 个开通 3G 业务的城市将全部开始正式商用。所谓“友好用户”多数是联通的企业合作伙伴，不对社会公开招募，总数约为 20 万~25 万。中国联通董事长常小兵表示，由于中国联通的网络建设还不完善，通过友好用户的使用可以帮助联通尽早发现网络建设和业务平台中存在的问题。

（三）设备商：中兴华为跻身全球五强

中兴华为跻身全球无线市场前五强。根据 Dell’Oro 的研究报告，中国设备商份额上升明显，按照销售额计算，华为成为第三大无线设备供应商，中兴成为第五大设备供应商。据另一家调研机构 EJI 统计，按出货量计算，中兴位居第四大无线设备商。瑞典爱立信扩大领先优势，排名第二的诺基亚西门子通信市场份额则下降。今年第一季市场同比萎缩 9%。阿尔卡特-朗讯预计今年市场下滑 8-12%，诺基亚西门子则预计市场缩小约 10%。Dell’Oro 称，第一季爱立信在通讯设备市场的占有率略提高至 33%，诺基亚西门子从一年前的 24%降至 21%。华为市场占有率升至 15%，阿尔卡特-朗讯则从 16%降至 14%。

中兴与进出口银行签署战略合作协议。5 月 22 日，中兴通讯发布公告称，公司已与中国进出口银行签署《战略合作协议》。中国进出口银行为中兴通讯提供 100 亿美元合作额度，合作范围包括中兴通讯海外项目融资、咨询服务、非融资类金融服务、创新业务等方面。双方志在通过加强合作，进一步建立良好的银企战略合作关系。中国进出口银行支持中兴通讯在更高层次和更广范围实施“走出去”战略，借此，中兴通讯强化了新型的产业与金融全方位深度合作的融资模式。

四、行业估值情况

截至 5 月 26 日，通信设备行业估值相对充分：行业平均 PE 为 09 年 25.4 倍（全部 A 股为 19.7 倍）、10 年 21.1 倍（全部 A 股 16.7 倍）；行业平均 PB（净

资产取 08 年底）为 3.58 倍（全部 A 股为 3 倍）。截至 5 月 26 日通信运营行业也就是中国联通 A 股 PE 为 09 年 28.3 倍、10 年 20.7 倍；PB（净资产取 08 年底）为 1.9 倍。

表1：重点关注公司估值和评级

公司名称	收盘价 (5.26)	总市值 (亿元)	每股净资产 (08 年报)	每股收益			市盈率			市净率 (08)	评级
				08A	09E	10E	08A	09E	10E		
中兴通讯	35.70	479.6	10.6	1.24	1.67	2.00	28.8	21.4	17.9	3.4	增持
武汉凡谷	17.1	95.1	4.4	0.77	0.75	0.90	22.2	22.8	19.0	3.9	中性
亨通光电	18.98	31.5	6.9	0.53	0.64	0.81	35.8	29.7	23.4	2.8	增持
中天科技	16.05	51.5	3.2	0.54	0.67	0.80	29.7	24.0	20.1	5.0	增持
烽火通信	15.87	65.1	6.0	0.43	0.53	0.70	36.9	29.9	22.7	2.6	中性
国脉科技	15.47	41.3	1.6	0.29	0.41	0.63	53.3	37.7	24.6	9.7	中性
中创信测	15.69	21.4	2.6	0.42	0.53	0.80	37.4	29.6	19.6	6.0	中性
三维通信	17.01	20.4	3.1	0.47	0.60	0.75	36.2	28.4	22.7	5.5	中性
新海宜	11.88	25.4	2.4	0.20	0.41	0.52	59.4	29.0	22.8	5.0	中性
设备商平均							37.7	28.1	21.4	4.9	
中国联通	6.22	1318.4	3.3	0.93	0.22	0.30	6.7	28.3	20.7	1.9	增持

资料来源：Wind， 大通证券研发中心

五、6月份投资策略

通信设备业：我们下调通信设备行业投资评级至“中性”评级。截至5月26日，通信设备行业估值相对充分：行业平均PE为09年25.4倍（全部A股为19.7倍）、10年21.1倍（全部A股16.7倍）；行业平均PB（净资产取08年底）为3.58倍（全部A股为3倍）。随着3大运营商的3G业务纷纷进入试商用，预示着行业投资的陡峭增长阶段接近尾声。我们认为，虽然09年通信设备行业依旧处于景气阶段，但是随着行业景气顶峰的临近，投资者有必要开始逐步思考何时降低配置比重，调整配置方向（转向明后两年增长明确的细分子行业）。

电信运营业：我们维持电信运营业“增持”的投资评级。截至5月26日，通信运营行业也就是中国联通A股PE为09年28.3倍、10年20.7倍；PB（净资产取08年底）为1.9倍。最近公布的联通4月各项运营指标环比有所回落：4月联通G网新增用户数114.1万户，同比下降5.6%，环比下降38.3%。我们认为主要原因是：4

月公司精力集中在WCDMA网络试商用的推出和推广之上。

六、重点公司分析

1、中兴通讯：维持“增持”评级

作为国内通信设备和TD产业的龙头公司，目前中兴在国内3G已经招标的项目中，累计市场第一：其中中国电信C网获得45%的份额，WCDMA获得21%的份额；TD获得36%的份额，整体上说公司在国内3G平均市场份额为29%，位居第一。

（1）09年一季度业绩符合预期

中兴通讯2009年1季度实现收入116.7亿元，同比增长35%，实现净利润7,866万元（每股收益0.06元），同比增长29.2%，与我们的预期一致。公司收入的快速增长主要受国内3G投资带动。

（2）09年中兴受益于国内电信投资大幅增长，业绩仍将快速增长

我们对于中兴09年业绩的总体观点是：国内业务09年为3G收益高峰，海外业务减速但仍将保持稳健增长。

国内业务：在2009年为3G投资收益高峰期，2010-2011年将小幅下降但仍处于景气高峰。我们09年~11年电信投资分别为4070亿元、3400亿元、3030亿元，增幅分别为38%、-16%、-11%；中兴2009年~2011年国内业务收入增速分别为56%、-10%、-4%。海外业务在2009年将因全球通讯设备市场容量温和下降而出现难以避免的减速，但在整个金融体系塌陷的全球背景下，健康的中国金融体系的扶持、部分国际设备商的持续退出将有利于中兴进一步提升全球份额，我们认为中兴海外业务的总体发展态势将体现为减速、稳健、持续增长。我们预计2009年后中兴海外收入增速亦将由2007年、2008年的95%、34%放缓至约10%~15%左右。

（3）盈利预测与估值

综合判断，我们给予中兴2009-2010年EPS预测分别为1.67元、2.00元，09年、10年市盈率分别是21.4倍、17.9倍，估值在通信设备板块具有一定优势。考虑到公司核心竞争力以及上半年国内电信投资处于景气高峰，给予其“增持”评级。

（4）**风险：**金融危机给公司海外市场带来的不确定性；电信投资额低于预期。

2、中国联通：维持“增持”评级

(1) 一季度经营数据良好，呈现重组后良好的开端

公司一季度的经营数据呈现出新联通有了一个良好的开端。公司扣除固网初装费递延收入后，实现营业收入388.5亿元，其中服务收入385.8亿元，是去年持续经营业务服务收入1501.7亿元的25.7%；扣除固网初装费递延收入后，归属于母公司的净利润11.2亿元，折合每股收益0.055元。

(2) GSM业务发展平稳，宽带业务继续保持较高增速

2009年一季度，MOU为239.2分钟，ARPU值为41.3元，同比分别小幅下滑1.32%和6.77%。由于GSM用户数发展迅猛，一季度绝对数量增加3.2%，使得服务收入171.5亿元，占去年该部分收入的26.0%，继续保持增长态势。固网业务服务收入，扣除初装费递延收入后为212.0亿元，是去年固网业务服务收入的25.2%。宽带业务收入增速较快，达到59.4亿元，占去年宽带收入的31.8%，宽带用户ARPU值61.2元，相比去年全年下滑6.1%。

(3) 公司经营WCDMA网络产业链优势明显

中国联通WCDMA网络的覆盖需要一个渐进的过程，09年全国WCDMA用户数占GSM用户数比例很低，对公司业绩推动有限。我们预计10年和11年，随着网络设备成熟度优势的体现，越来越多丰富多彩的WCDMA手机将步入公众视野，也会吸引众多消费者加入中国联通的3G网络。我们维持此前的预测，2011年底中国联通的3G用户数有望占国内3G用户数的50%以上。

(4) 盈利预测与估值

我们更新了2009—2010年盈利预测，上调EPS至0.22、0.30元。我们认为随着国内3G消费的启动、联通WCDMA业务的发展，公司自身对于未来盈利增长的信心会逐步增强，资本市场也将逐步上调目前处于低位的悲观预期。

(5) 风险：运营商的非理性价格战、经济环境走差。

七、风险：

监管政策导致的电信投资方向调整和投资额度低于预期；运营商的非理性价格战。

—正文完毕—

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;
增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司