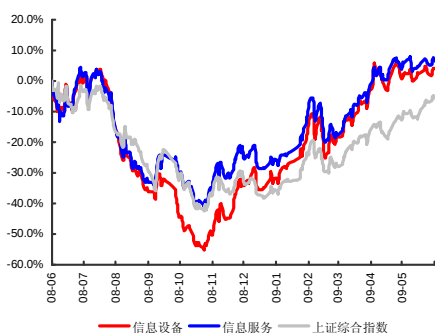


2009 年 6 月 12 日

中性

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者:

熊云彩 吴汇川

电话: 021-58766036-203

0510-82833337

Email:

xiongye@glsc.com.cn

wharton@sina.com

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

通信行业 2009 年下半年度策略报告

投资要点:

通信业上下游冷热不均。设备子行业受益于 3G 投资出现恢复性增长, 运营子行业受累金融危机影响, 收入增速创新低, 以类似互联网为代表的增值业务子行业继续快速增长。

多数公司估值基本合理, 行业给予“中性”评级。1664 点至今, 通信行业整体走势强于上证综指和深证成指, 除中国联通和武汉凡谷外, 所有公司股价涨幅均超过 100%。其中, 有重组、产能大幅提高和需求爆发性增长等预期的个股表现更强。我们认为, 在目前情况下, 大部分企业股价已比较充分反映 3G 投资主题, 估值基本合理, 因此给予该行业“中性”评级。

淡化主题, 回归业绩。我们认为纯 3G 概念炒作正在徐徐落下帷幕, 未来股价上升的主因将来自于业绩支撑。根据这一逻辑, 我们认为, 自上而下的角度, 通信设备子行业相对更具优势, 但同时, 更须自下而上地精选投资标的。依此逻辑, 就下半年而言, 一方面, 我们在存量市场上关注中国联通、中兴通讯、烽火通信和三维通信; 另一方面, 随着创业板的推出, 或将形成真正的增值业务子行业企业, 从而引燃新的投资激情。

我们分别给予中国联通、中兴通讯、烽火通信和三维通信“强烈推荐”、“推荐”、“推荐”和“推荐”评级。

目 录

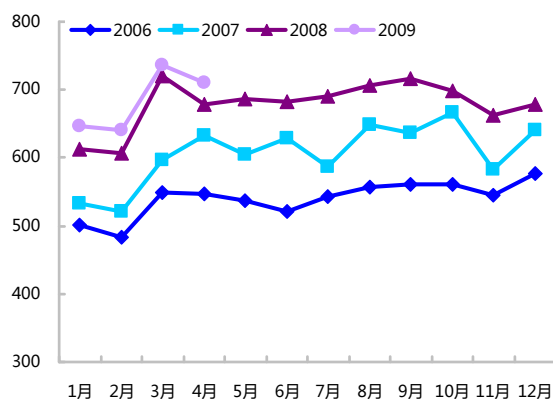
一、上半年通信行业基本面与市场表现分析	3
(一) 行业上下游冷热不均	3
(二) 公司估值基本合理	5
二、淡化主题，回归业绩	7
(一) 增值服务子行业是长期看点	7
1. 行业特征之一，运营子行业块头最大	7
2. 行业特征之二，增值业务子行业成长最快	8
3. 行业特征之三，设备子行业最具有国际竞争力	8
(二) 下半年，业绩讲话，主题退让	9
1. 中国联通（强烈推荐）	10
2. 中兴通讯（推荐）	11
3. 烽火通信（推荐）	12
4. 三维通信（推荐）	14
图 1: 各月电信业务收入（单位：亿元）	3
图 2: 累计电信业务收入增长率	3
图 3: 固话业务累计通话量同比增长率（%）	4
图 4: 移动业务累计通话量同比增长率（%）	4
图 5: 累计用户数及增长率（单位：万户）	4
图 6: 电信投资当月完成额（单位：亿元）	4
图 7: 电信投资累计完成额同比增长率	4
图 8: 通信运营个股表现	6
图 9: 通信系统设备个股表现	6
图 10: 光通信设备个股表现	6
图 11: 工程及服务个股表现	6
图 12: 通信配套设备个股表现	6
图 13: 通信增值服务个股表现	6
图 14: 通信产业生产链	7
图 15: 通信产业服务链	7
图 16: 华为收入结构（单位：亿美元）	11
图 17: 中兴通讯收入结构（单位：亿元）	11
图 18: 北美累计全光网络接入用户数（单位：千）	12
图 19: 全球光纤接入家庭渗透率 2008	13
图 20: 三维通信单季度收入及净利润（单位：万元）	14
表 1: 通信行业个股表现及估值	5
表 2: 中国人口数及其构成（单位：万）	10
表 3: 全球无线设备供应商份额	11

一、上半年通信行业基本面与市场表现分析

（一）行业上下游冷热不均

金融危机影响居民收入，已传导至通信运营业。09 年 1-4 月电信营业收入 2735.1 亿元，同比增长 2.0%（工信部今年改变统计口径，公布值为 2.0%，以去年数据计算值为 4.4%），增速为近年来最低水平（图 2）。我们认为，主要原因是通信运营业已接近饱和，而经济危机的影响也不容忽视。由于金融危机对居民可支配收入影响较大，我们预计今年电信业务收入增速约为 5-6%，略低于 GDP 增速。从业务细分来看，移动和宽带用户增长稳定，固话用户继续流失。截至 4 月底，我国共有 3.33 亿固话用户、6.79 亿移动用户和 8982.1 万宽带用户，同比分别增长-7.5%、16.3%和 23.1%，我们认为这一趋势将长期维持。

图 1：各月电信业务收入（单位：亿元）



数据来源：工信部 Wind 国联证券研究所

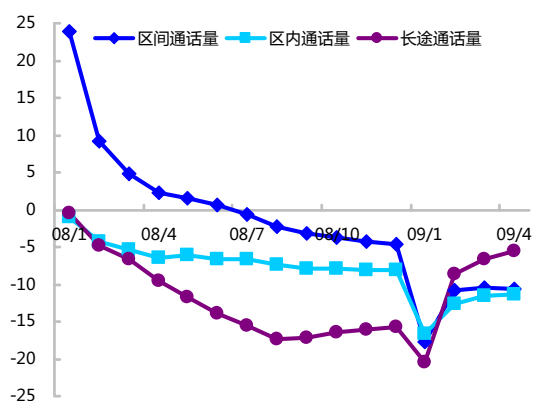
图 2：累计电信业务收入增长率



数据来源：工信部 Wind 国联证券研究所

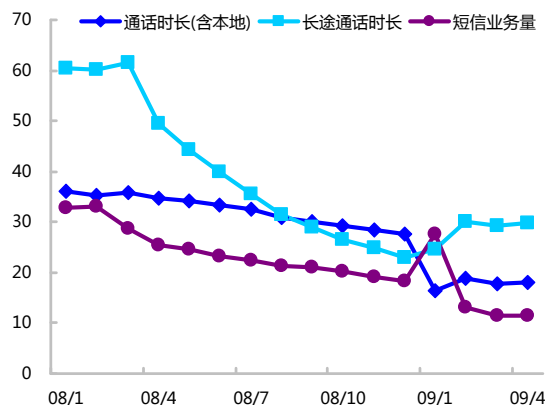
电信投资完成额快速增长对设备子行业形成业绩支撑。在 08 年底电信投资完成额大幅增长的基础上，今年 1-4 月份总投资额保持快速增长，同比增长 16.8%。我们认为，在运营商资本开支已确定的情况下，今年投资完成额增长也已确定，预计明后两年投资总额会保持高位，但由于基数大，增速会出现回落。

图 3: 固话业务累计通话量同比增长率 (%)



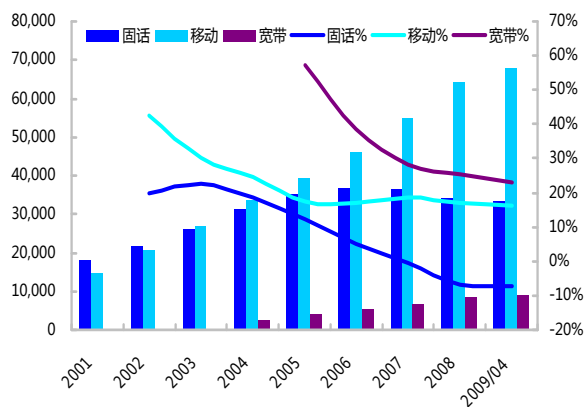
数据来源: 工信部 Wind 国联证券研究所

图 4: 移动业务累计通话量同比增长率 (%)



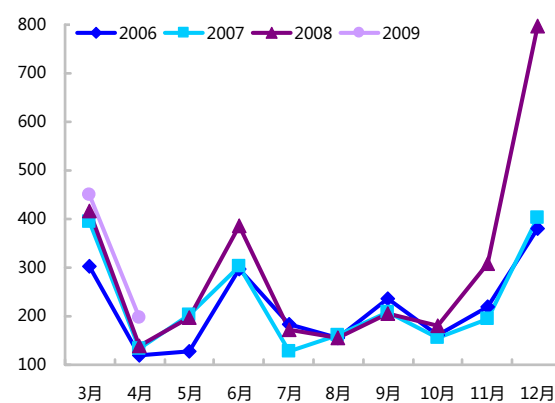
数据来源: 工信部 Wind 国联证券研究所

图 5: 累计用户数及增长率 (单位: 万户)



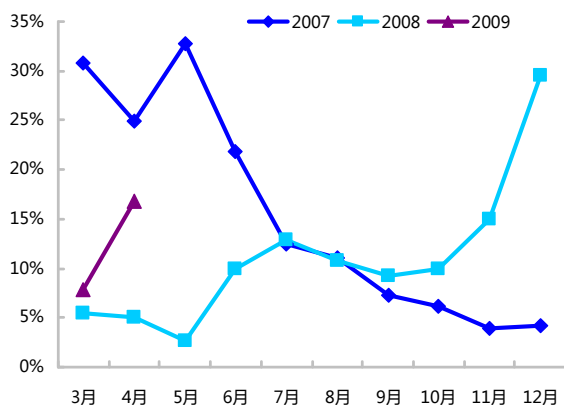
数据来源: 工信部 Wind 国联证券研究所

图 6: 电信投资当月完成额 (单位: 亿元)



数据来源: 工信部 Wind 国联证券研究所

图 7: 电信投资累计完成额同比增长率



数据来源: 工信部 Wind 国联证券研究所

备注: 电信投资完成额中每年公布的 3 月份数据为一季度累计值。

(二) 公司估值基本合理

股价已基本反映 3G 利好。自 1664 点以来至截止日，受到大盘整体上涨的影响，加上 3G 发牌的良好预期，通信板块整体表现远强于大盘，除中国联通和武汉凡谷外，其他主要企业涨幅均超过 100%。但今年元旦以来至截止日，由于年前累计涨幅大，年后通信板块表现弱于大盘，仅少数有重组、产能大幅提高和需求爆发性增长等预期的个股表现强于大盘。在目前情况下，大部分企业股价已比较充分反映 3G 投资主题，估值基本合理。

系统设备子行业（含工程及服务子行业）在板块中估值最低。截止 6 月 5 日，从累计涨幅看，光通信设备企业和工程及服务企业高于行业总值，从估值上看，系统设备和光通信设备 PE(TTM)分别为 27 倍和 40 倍（剔除长江通信后均值为 30 倍），工程及服务 45 倍，配套设备 35 倍，增值服务 41 倍。

表 1：通信行业个股表现及估值

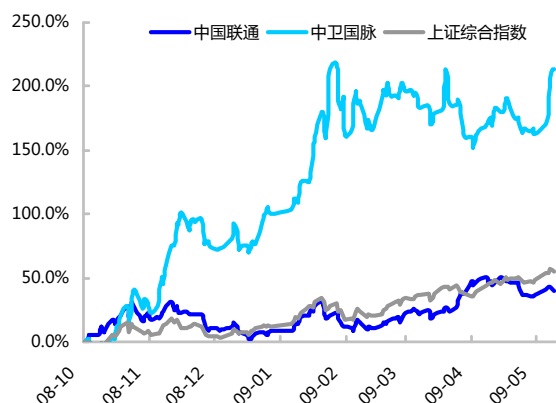
细分行业	公司	10/28以来 涨幅%	今年以来 涨幅%	07PE	PE(TTM)	09预测PE
通信运营	中国联通	45.0	27.4	24.1	6.9	25.6
	中卫国脉	224.3	80.5	75.9	-95.4	0.0
系统设备	中兴通讯	107.2	26.8	36.7	27.4	20.4
	烽火通信	126.5	47.4	60.4	34.4	27.1
	长江通信	107.5	45.1	50.1	70.6	49.3
光通信	亨通光电	225.7	88.5	38.9	27.4	25.8
	中天科技	192.0	65.3	58.4	28.2	23.2
	均值	162.9	61.6	52.0	40.1	31.4
	三维通信	189.8	42.0	47.4	33.1	25.0
	中创信测	117.1	27.6	76.5	41.8	27.9
工程及服务	国脉科技	111.1	36.5	74.4	51.5	36.2
	奥维通信	191.9	71.8	37.0	52.8	31.2
	均值	152.5	44.5	58.8	44.8	30.1
	武汉凡谷	84.3	33.0	40.5	26.2	22.6
配套设备	东信和平	176.0	76.2	42.9	42.1	33.3
	恒宝股份	188.0	112.8	48.3	35.9	28.7
	均值	149.4	74.0	43.9	34.7	28.2
	北纬通信	160.9	56.6	50.3	44.8	36.8
增值服务	拓维信息	125.5	43.9	46.2	36.4	30.6
	均值	143.2	50.3	48.2	40.6	33.7

数据来源：Wind 国联证券研究所

备注：1、近期表现统计日期截止到 2009/6/5，09 预测 PE 取自 Wind 一致预期。

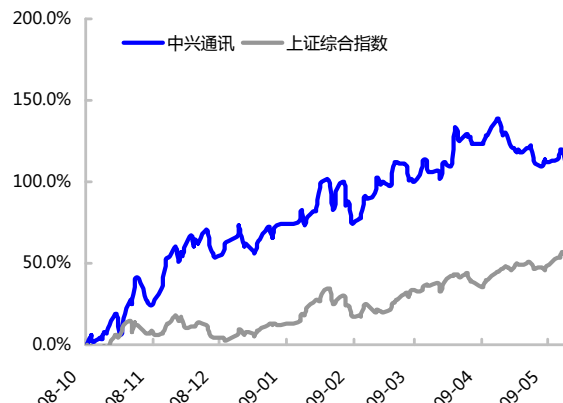
2、统计股价表现时，我们将通信设备子行业细分为系统设备、光通信设备、工程及服务和配套设备四小类。

图 8：通信运营个股表现



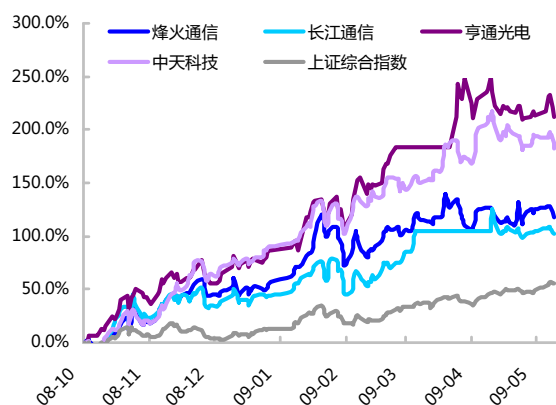
数据来源：Wind 国联证券研究所

图 9：通信系统设备个股表现



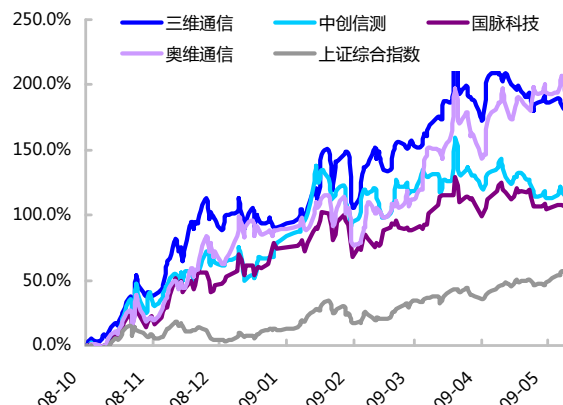
数据来源：Wind 国联证券研究所

图 10：光通信设备个股表现



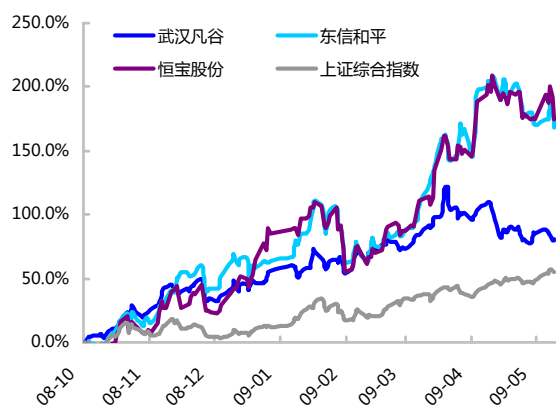
数据来源：Wind 国联证券研究所

图 11：工程及服务个股表现



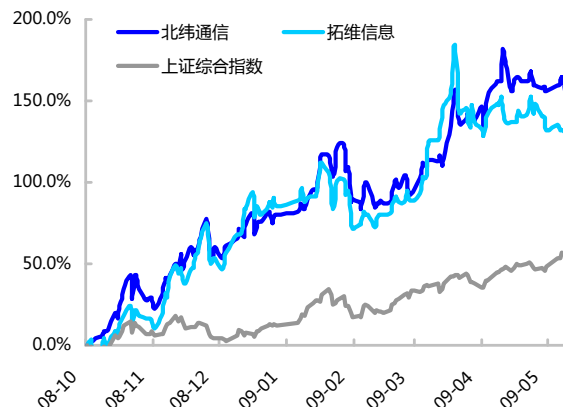
数据来源：Wind 国联证券研究所

图 12：通信配套设备个股表现



数据来源：Wind 国联证券研究所

图 13：通信增值服务个股表现



数据来源：Wind 国联证券研究所

备注：统计股价表现时，我们将通信设备子行业细分为系统设备、光通信设备、工程及服务及配套设备四小类。

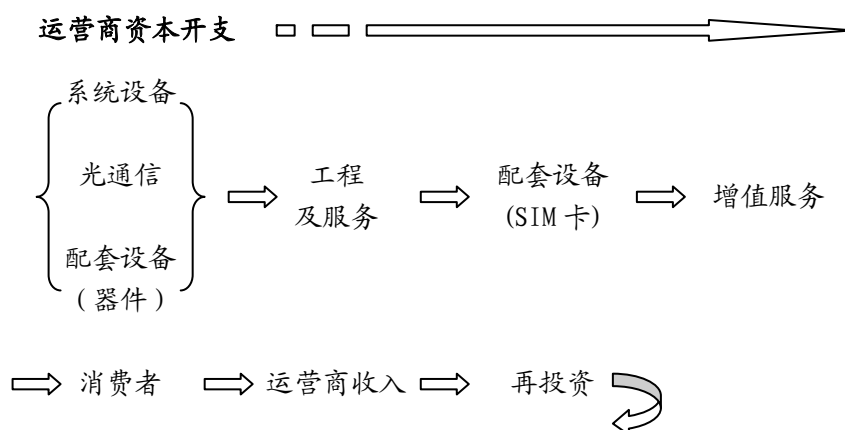
二、淡化主题，回归业绩

（一）增值服务子行业是长期看点

1. 行业特征之一，运营子行业块头最大

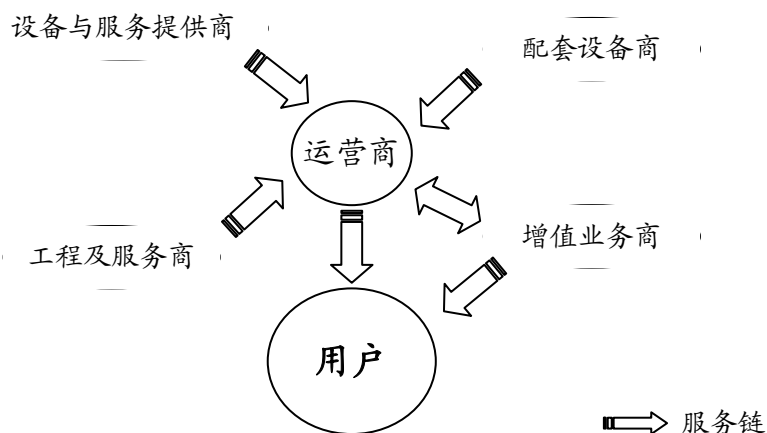
从资产规模角度看，通信业以运营子行业为核心，块头最大，对整个行业而言，牵一发而动全身。通信行业以运营商网络建设为起点，通过采购通信设备，通信设备商采购零配件，工程服务商开始网络建设和网络优化带动上游系统设备子行业，同时采购发展用户需要的配套产品（比如 SIM 卡和终端）带动下游终端设备子行业，之后其通过基础通信服务获取销售收入及利润的大部分，同时，通过提供增值服务带动下游增值业务子行业。

图 14：通信产业生产链



数据来源：国联证券研究所

图 15：通信产业服务链



数据来源：国联证券研究所

2. 行业特征之二，增值业务子行业成长最快

虽然资产规模上，通信运营商具有优势，但价值重心向下游的增值业务子行业迁移，其更具价值。互联网改变了信息传递的模式，范围经济取代了规模经济，长尾效应取代了集约化，处于变革中的通信业的价值重心不断向下游的增值服务子行业迁移。我们看好增值业务子行业来自两个主逻辑：第一，增值业务有巨大的潜在内需基础；第二、国内企业更富有创业热情 and 了解本土市场。然而，当前优质的增值服务企业仍与 A 股投资者无缘。

3. 行业特征之三，设备子行业最具有国际竞争力

通信设备子行业已具备国际竞争力，但当前主要的竞争优势仍旧是提供低成本的产品，而可以获取持续收入保障及高利润率的综合服务能力尚待提高。因此，在很长一段时间里，通信设备子行业毛利率仍将趋于下降。我们认为，通信设备企业一方面将从中国 3G 市场中获得比以前更大的市场空间和利润率，另一方面也将利用全球经济危机拓展全球市场空间。然而，罗马并非一日建成。与国际竞争对手相比，国内通信设备企业专业服务的能力仍然欠缺，因此开拓国际主流运营商的主流市场任重道远。

(二) 下半年，业绩讲话，主题退让

存量市场上，业绩说话，通信设备子行业最具支撑。随着 3G 从故事走向现实，业绩重新成为支撑股价的主要因素。从估值上看，通信设备子行业尤其是系统设备子行业估值处于行业低位，再从子行业关系上看，通信设备子行业首先受益于运营商高速增长 08 年底及 09 年资本开支，并在今年下半年开始，订单将转化为收入。我们认为，通信设备子行业的股价将同时受益于估值倍数降低和业绩高增长。

增量市场上，创业板推出或将形成真正的增值业务企业群，从而引燃新的投资激情。通信业中最具有投资价值的增值业务子行业，尤其是类似互联网企业长期缺席 A 股市场，这使得 A 股市场缺乏长期的可投资标的。创业板的推出或将改变这一局面。

分别给予中国联通、中兴通讯、烽火通信和三维通信 “强烈推荐”、“推荐”、“推荐” 和 “推荐” 评级。

中国联通——首先，中国联通拥有最优的竞争地位从而获得最优的竞争效果；其次，下半年的二期建设及商业运营的展开将成为催化股价新一轮的上涨。

中兴通讯——首先，国内电信资本开支将维持较高增速是其增长的基础；其次，在 CSL+中国联通+全球经济危机的三重催化下，其 3G 移动系统设备进军国际主流运营商的速度将超出预期，这将有利于平滑其海外市场业绩的波动，提升海外市场空间；再次，数据卡的规模销售在短期内带来极大利润。

烽火通信——拥有完整的光通信设备及光缆光纤的研发制造能力保证公司在 FTTX 建设的获得优势的竞争地位。中国电信的 FTTX 建设提速将提升公司销售收入的预期。

三维通信——3G 网络建设转入中期，网优业务成为运营商的重点关注领域，投资将保持在高位水平，这将有利于公司业务的稳定。新产品如分布式基站使公司进入新的产品领域。

公司	收盘价 (6.12)	总市值 (亿元)	EPS				PE				评级
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
中国联通	6.32	1339.6	0.93	0.23	0.35	0.51	6.8	27.5	18.1	12.4	强烈推荐
中兴通讯	27.51	480.4	0.95	1.22	1.54	1.80	29.0	22.5	17.9	15.3	推荐
烽火通信	15.60	64.0	0.43	0.60	0.69	0.88	36.5	26.0	22.6	17.7	推荐
三维通信	15.63	18.8	0.47	0.77	1.01	1.23	33.3	20.3	15.5	12.7	推荐

1. 中国联通（强烈推荐）

3G 用户 10 月份规模放号是中国联通股价催化剂。经过中移动和中电信前期营销上的市场认知培育，我们认为 10 月份中国联通规模放号时，用户增长将会有上佳表现，将会刺激股价上升。部分投资者担忧 3G 业务对用户的吸引程度，对中国移动通信普及率接近饱和也存有一定担忧。我们认为，消费者结构差异使 3G 业务存在广泛需求。同时，从其他国家或地区发展经验来看，移动通信普及率达到 60%-70% 左右后，用户增速才会出现比较明显的回落，我国普及率才刚过 50%，且 3G 的推出进一步拓展了市场空间，通信普及率还有很大增长空间。

看好 3G 在国内发展前景，3G 业务用户体验为王。3G 业务对用户的吸引力是个老生常谈的问题，因为 3G 确实缺少杀手级应用，3G 的消费特点与互联网有很多相似点，是长尾经济，不仅仅依靠单个的杀手级应用。我们看好 3G 业务在国内的发展前景，主要理由是移动通信消费者基数大，结构复杂，消费习惯存有很大差异。具体原因有三：第一、国内大容量的“闲”经济——3G 的带宽优势可带动视频、音乐、即时通信和 SNS 等应用，可用以消遣部分“无聊”时光；第二、资讯需求——手机电邮、新闻资讯和日常移动消费等；第三、城乡二元结构下的视频通话需求——特有的儒家文化产生的视频通话需求。

移动通信普及率尚有很大成长空间。截至今年 4 月底，中国移动通信普及率仅刚达到 50.7%，与世界平均水平持平，普及率还有很大提升空间，终端降价、资费下降和人口结构中 15-64 岁人口近 10 亿等是我们的判断依据。全球通信普及率较高国家的移动通信发展经验是，普及率在达到 60%-70% 左右时，用户增速才会出现一定回落。

表 2：中国人口数及其构成（单位：万）

指标	年末数	比重%
全国总人口	132,802	100.0%
其中：城镇	60,667	45.7%
乡村	72,135	54.3%
其中：男性	68,357	51.5%
女性	64,445	48.5%
其中：0-14 岁	25,166	19.0%
15-59 岁	91,647	69.0%
60 岁以上	15,989	12.0%
其中：65 岁及以上	10,956	8.2%

数据来源：中国人口与发展研究中心 国联证券研究所

2. 中兴通讯（推荐）

国内，运营商资本开支仍处高潮；国外，经济危机迫使运营商进一步转向物美价廉的产品及其供应商。公司借此进入新一轮的增长。

下半年，国内运营商资本开支仍将保持高位。中国移动第三期 TD 招标总量相当于一二期总和，评分已基本确定，中兴通讯位列第一。同时，我们预测，中国联通也有望在第四季度启动新一轮的招标。鉴于跑马圈地的结束，我们认为，今后各厂商会避免价格战，产品毛利率可望回升。

化危为机，公司加速进入海外主流产品或主流运营商市场。年初，我们就提醒投资者高度重视 CSL 的 WCDMA 合同对于公司的意义，并预期公司在海外突破指日可待。CSL 和中国联通的 WCDMA 合同分别证明了产品的适用性和工程实施能力，而经济危机进一步促使主流运营商选择物美价廉的产品。事实上，公司连续获得 AVEA、VIETTEL、TELIASONERA 的 WCDMA 合同已经证明这一点。我们认为，公司在 WCDMA 这一主流产品的拓展速度上将超过投资人预期，今年即可望获得一流运营商的合同。

数据卡产品利润丰厚。随着 3G 用户的不断提升，全球无线数据卡市场迅速扩大。公司在该领域占据优势。我们保守估计 09 年和 10 年中兴通讯数据卡销售收入将分别达 45 亿元、65 亿元。假设该产品未来两年毛利率为 50% 和 30%，则该产品将为公司贡献 22.5 亿元和 19.5 亿毛利。

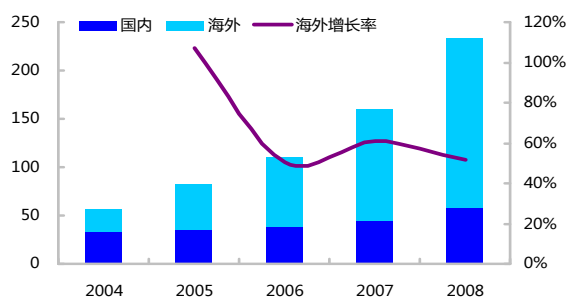
表 3：全球无线设备供应商份额

设备商	09Q1	排名	排名变化
爱立信	33%	1	-
诺西	21%	2	-
华为	15%	3	↑ 1
阿朗	14%	4	↓ 1
中兴	5%	5	↑ 1
北电	4%	6	↓ 1

数据来源：Dell'Oro 国联证券研究所

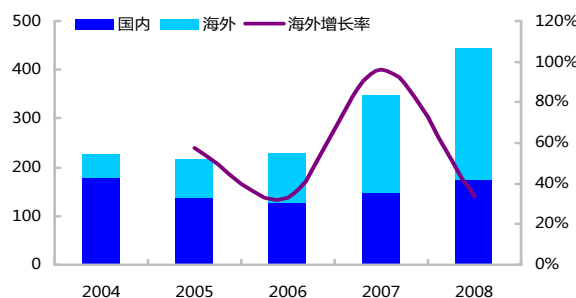
备注：中兴市场占有率为 08Q4 数据，排名和排名变化为 09Q1 数据。

图 16：华为收入结构（单位：亿美元）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 17：中兴通讯收入结构（单位：亿元）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

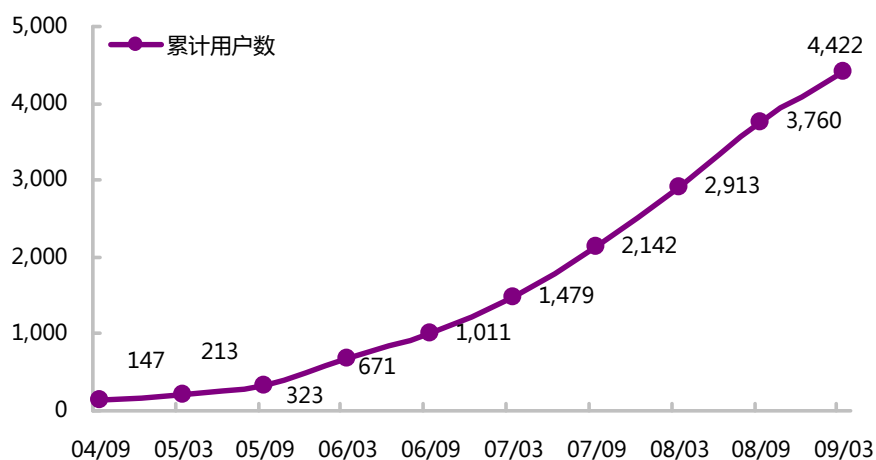
3. 烽火通信（推荐）

我们认为,烽火通信作为国内 FTTX 领域三强中专注光通信的企业,是 FTTX 最大受益者。

FTTX 市场空间巨大,运营商推进意愿强烈。根据 FTTH 协会的统计数据,去年底前 18 个月内 FTTH 在全球的部署翻了一倍,全球目前已经有 20 个经济体的 FTTH 部署超过了 1% 用户家庭。以北美为例,04 年以来 FTTH 用户数一直高速增长。Yankee 研究报告指出, FTTH 产生的 ARPU 值已经超过 DSL 的 20% 到 30%, 并且大部分 FTTH 运营商在运营几年后已经开始盈利。

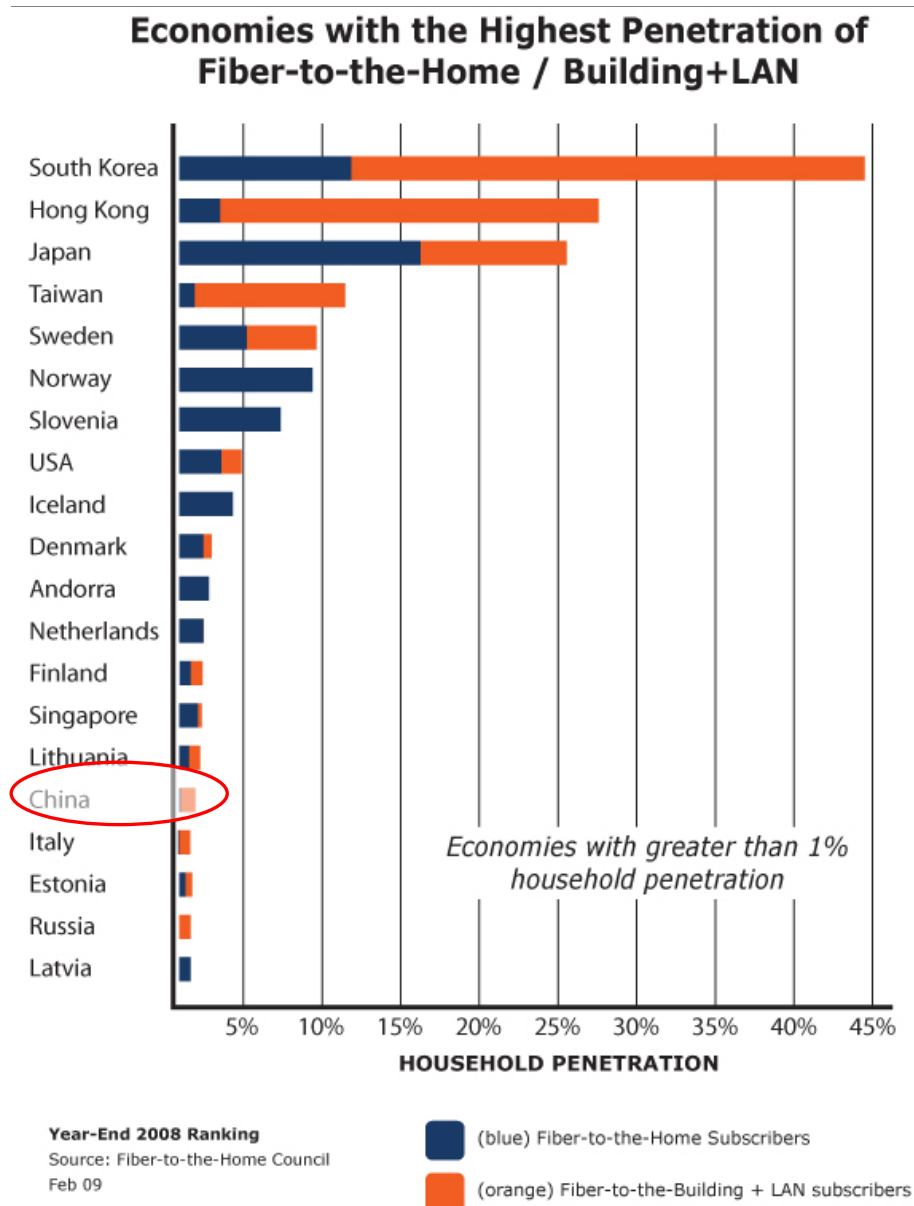
公司在 FTTX 市场处于领先地位。在 2007 年中国电信第一次 EPON 集采中, 公司份额和覆盖省份均位列头名。2008 年 3 月, 在中国电信第二次 EPON 集采中, 烽火通信局端设备和终端设备综合排名均位列第一, 优势明显。烽火 FTTX 设备已经服务于中国电信 21 个省份、中国网通 18 个省份, 根据赛迪顾问公布的数据, 烽火通信 FTTX 设备 2005-2008 年连续四年国内市场占有率排名第一, 目前约占 41% 的市场份额。

图 18: 北美累计全光网络接入用户数 (单位: 千)



数据来源: FTTH 协会 国联证券研究所

图 19: 全球光纤接入家庭渗透率 2008



数据来源: FTTH 协会 国联证券研究所

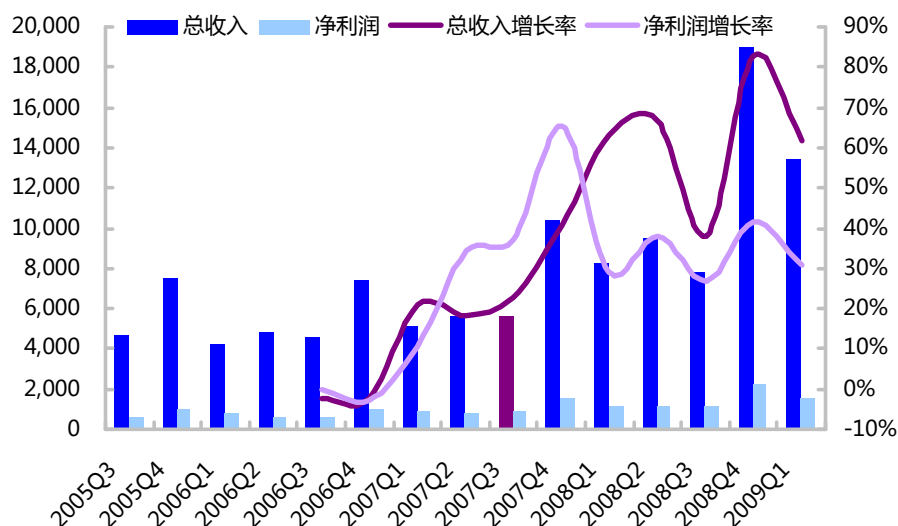
4. 三维通信（推荐）

3G 网优才刚刚开始，公司的研发和市场能力均位于市场前列，业绩增长确定。且战略布局数字电视和铁路专网项目，保证公司长远增长空间。

3G 网优才刚刚开始，网优市场未来将是寡头垄断。电信网络从新建到基本完善至少需要三年时间，网络优化贯穿整个网络建设期。运营商不仅仅需要网优厂商提供产品，更多的还是配套服务，包括勘察设计、站址谈判、安装调试和后期维护等。运营商集中采购时在技术、服务方面的综合评分使小厂商生存困难。从长远看，网优行业未来必将是三到四家技术和规模领先的系统方案提供商形成寡头垄断。从公司的技术、市场和管理能力看，我们认为三维通信具备成为细分市场寡头的潜质。

管理层互补，多战略布局保证公司长期发展。公司董事长李越伦重视研发投入，保证了公司技术业内领先。公司总经理李钢在长期电信工作中积累了丰富的人脉资源，保证了市场开拓能力。公司的无源器件产品已获得认可，爱立信已加大采购比例，并进入阿朗供应商序列。数字电视和铁路专网两大战略产品，在数字电视推进和基建投资加快的背景下，即将进入收获期。

图 20：三维通信单季度收入及净利润（单位：万元）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

备注：2007Q3 李钢总经理加入公司后，收入持续高增长。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。