

通讯设备行业

业绩确定性高，估值优势显现



分析员：李源 赵苏

联系人：邱爽

2009年6月17日

年初至6月底，我们所覆盖的通讯设备板块，跑输大盘约10%，尤其是2季度，通讯设备板块基本没有表现，跑输大盘XX%；主要是前期涨幅较大，而2季度市场关注转向周期性板块

随着中报的临近，市场有望重新转向通讯设备板块，主要是这一板块的受到电信重组后电信投资的恢复增长，中报业绩确定性较高，其中中天科技和烽火通信有实现预增的可能；而随着大盘不断上涨，板块估值优势已经逐渐显现

从下半年的投资策略来看，我们仍认为这一板块，国内国外都存在快速发展的机会：①国内电信投资明确增长、国际厂商强势地位降低，竞争阶段性放缓；②海外市场存在机遇，国际运营商在经济危机中将更加注重成本控制，使得中国主系统与配套厂商受益

从个股来看，但我们仍强调存在个股及部分子行业表现突出的可能性，如中兴通讯、中天科技、中创信测

- （一）国内电信投资明确增长、竞争阶段性放缓
- （二）海外市场存在机遇，主系统与配套厂商均受益
- （三）业绩成长较为确定，估值优势显现

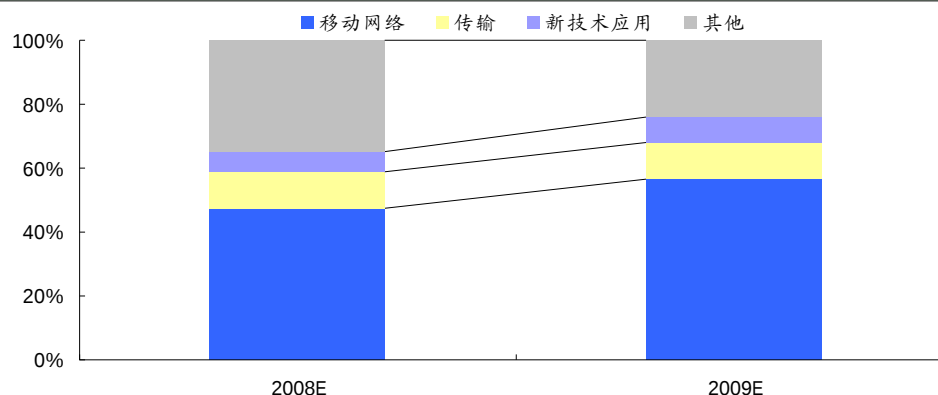
(一) A.国内电信投资增长预期明确

- 3G发牌后，国内电信投资恢复性增长十分明确
- 从投资结构看，移动网络、传输网络、应用等比重提高较大

国内电信投资及预测 (2006-2009)

(人民币, 亿)	2006	2007	2008E	2009E (基础情景)	2009E (乐观情景)
总电信投资	2,107	2,130	2,973	3,100	3,530
中国移动	870	1,000	1,600	1,600	1,800
新联通(联通+网通)	687	635	650	700	830
中国电信	550	495	723	800	900
总电信投资增长率		1.1%	39.6%	4.3%	18.7%
中国移动		14.9%	60.0%	0.0%	12.5%
新联通(联通+网通)		-7.6%	2.4%	7.7%	27.7%
中国电信		-10.0%	46.1%	10.7%	24.5%

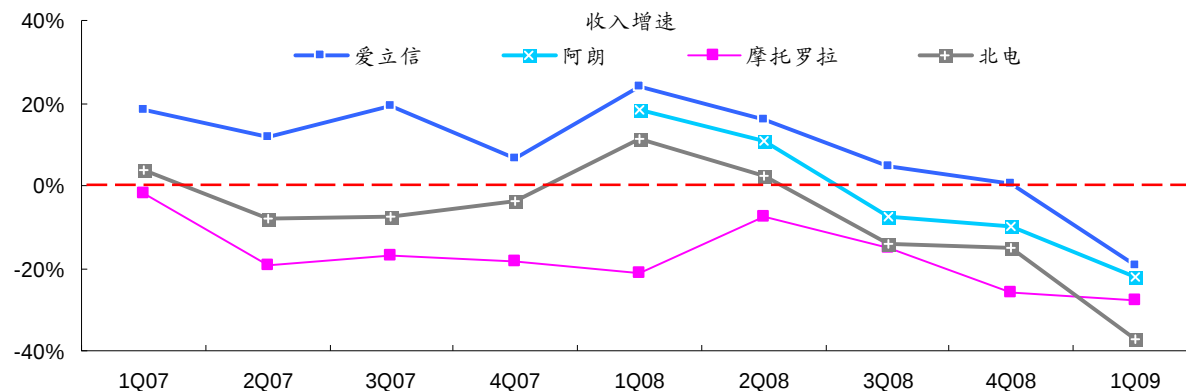
09年各运营商电信投资结构变化



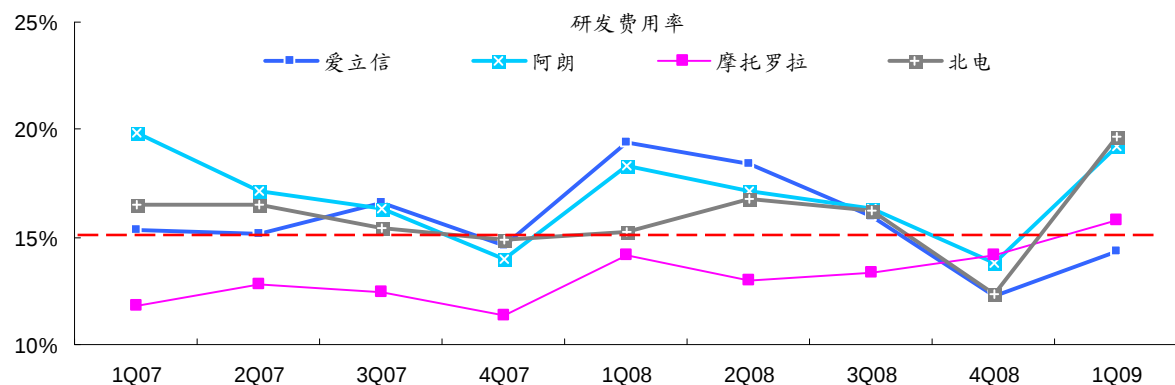
(一) B.国内竞争相对缓和

- 1).国际厂商强势地位降低: 国际厂商本来受困于成本压力, 及全球金融危机影响, 盈利下降, 财务紧张, 研发投入降低, 在国内市场竞争中, 其原有的技术溢价下降, 强势地位减弱

海外厂商季度收入同比增速下降



海外厂商研发费用率逐渐下降



(一) B.国内竞争相对缓和

■2). 部分移动扩容项目可能议标

原来市场担心的3G及2G扩容项目，部分有望采用议标形式，避免激烈的价格竞争和毛利率下行风险，尤其是中国电信的CDMA2000项目扩容。如果采用议标形式，各厂商有望保持原有的市场份额，毛利率保持相对稳定

■3). 部分产品未列入集采目录

并非所有通讯设备产品都要通过运营商集团层面集采，尤其是标准化程度较低、各省运营商需要根据具体需求定制的产品。待未来全网形成较为统一的需求后，集团才会要求集采。因此3G建设初期，部分未标准化的产品可以享受较高的毛利率，如3G测试仪表、测试系统、网络优化以及3G网络覆盖子系统等产品

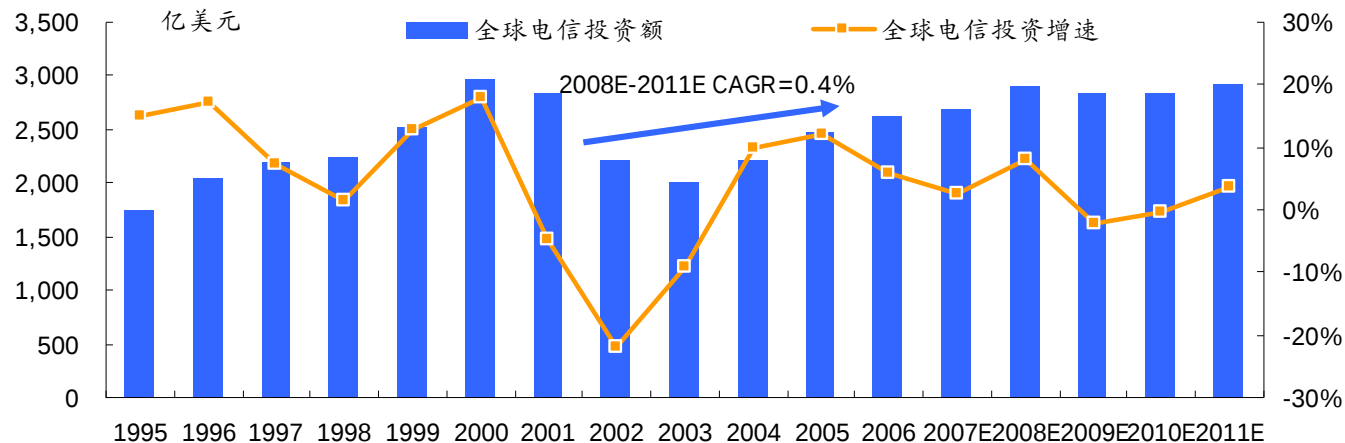
■4). 个别产品暂时供不应求

重组后3家运营商全业务竞争，为占得先机，都加速建设“精品网络”，产品需求释放较快，使得部分产品出现暂时性的供不应求，主要是基站射频器件和基站配套用光纤缆等。其中，有些厂商自供基站射频器件由于产能限制，不得不向专业厂商如武汉凡谷发单；而光纤缆由于供不应求，在年初的集采报价中，各厂商普遍由去年的75元/芯公里提价至85元/芯公里左右，提价超过10%

(二) A. IDC预测09年全球电信投资下降

- 尽管IDC预测全球电信投资09年下降10%左右，但主要是发达国家市场的影响；而发展中国家的电信投资仍有望保持小幅增长

全球电信投资增速下降

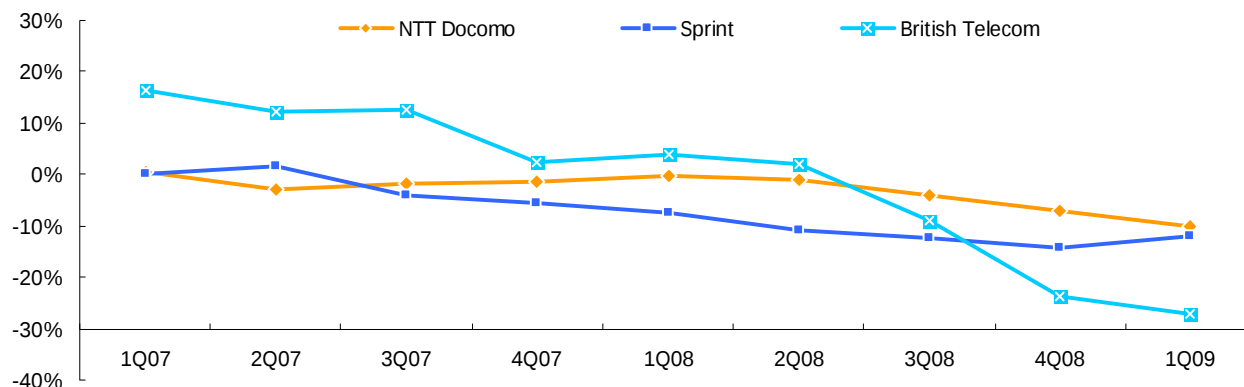


(二) B.海外市场存在机遇，主系统与配套厂商均受益

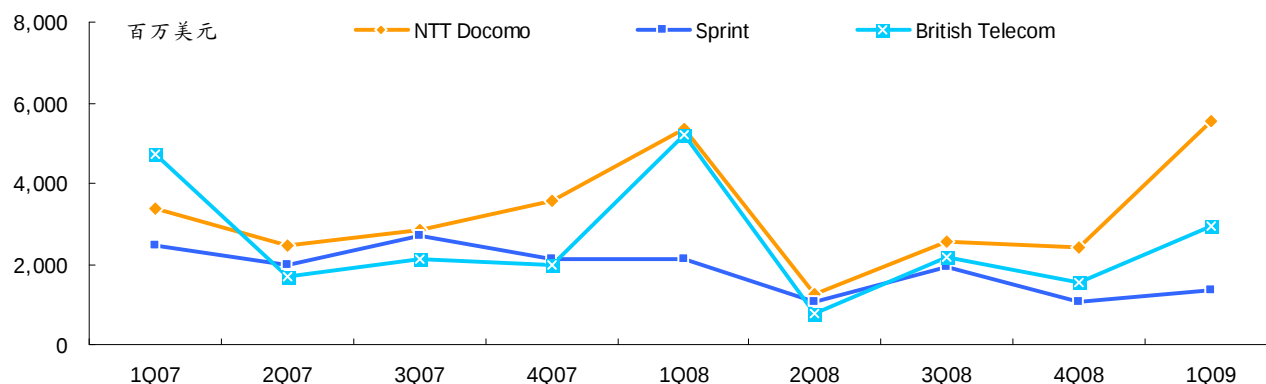
■ 海外运营商均面对较大财务压力，更加重视成本控制，这为中国厂商带来机遇，主要是：

- 成本优势明显
- 得到国内政策支持，能够提供优质买方信贷，具有较强吸引力

主要运营商季度收入增速



主要运营商季度现金流情况



(二) C.海外市场存在机遇，主系统与配套厂商均受益

- “借船出海”存在机遇。辅助设备厂商有望借助华为和中兴在海外的总包业务，参与配套和分包
- 海外厂商加大中国采购力度。由于成本压力逐渐加大，海外主系统设备厂商加大向中国辅助设备厂商采购的趋势比较明确

辅助配套厂商主要产品及客户

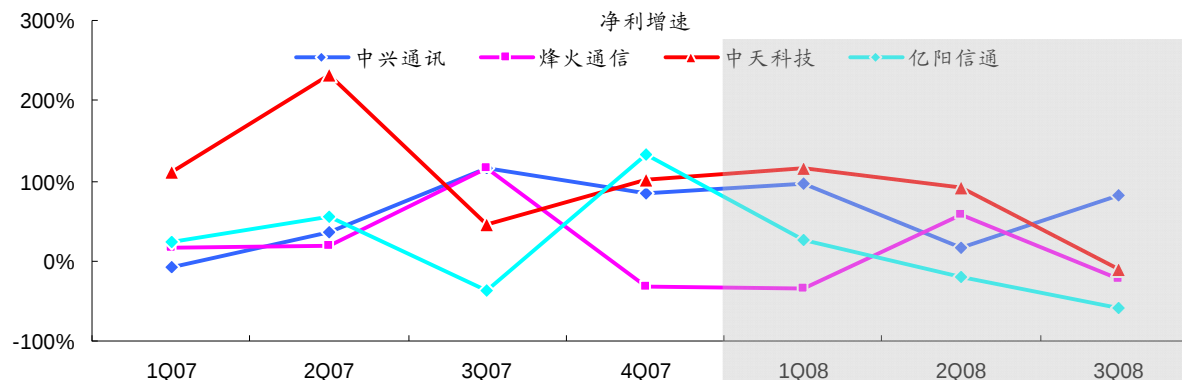
公司	产品	国内客户	国际客户
中创信测	测试仪表	华为	诺基亚
亿阳信通	BOSS	华为	-
武汉凡谷	基站射频器件	华为	诺基亚、爱立信等
三维通信	微波无源产品	国人通信	阿朗
新海宜	软件外包	华为	诺基亚

(三) A. 去年同比基数较低、招标后设备厂商陆续受益

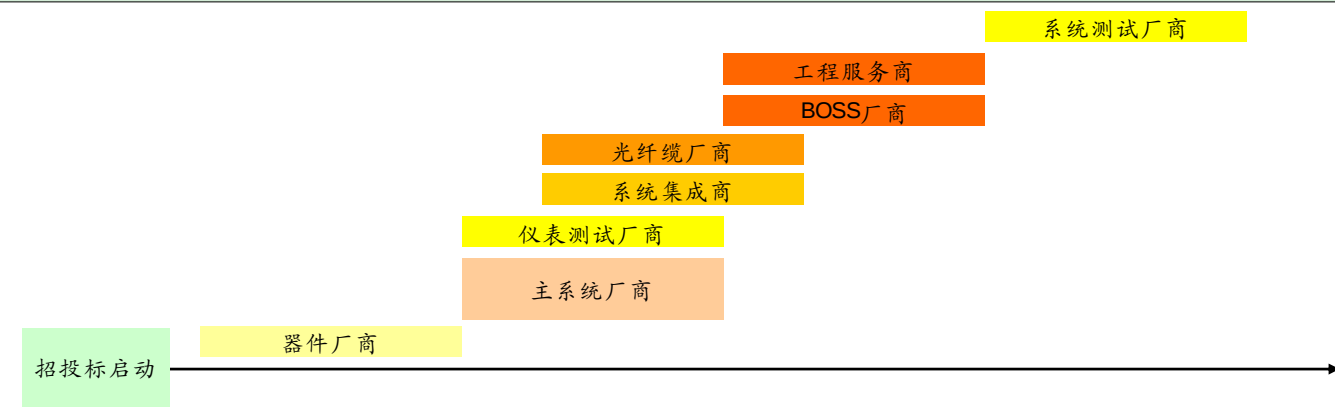
- 由于重组以及奥运封网，08年电信投资推迟，尤其是1~3季度通讯设备行业上市公司收入和利润受到影响，造成去年同期基数较低

- 在运营商08年3季度启动3G网络招标后，主设备厂商从08年4季度起开始确认收入，光纤缆厂商和辅助设备厂商稍慢，而亿阳信通等软件设备厂商由于开发周期较长、上线验收较晚，受益可能较慢

各厂商季度净利同比增速



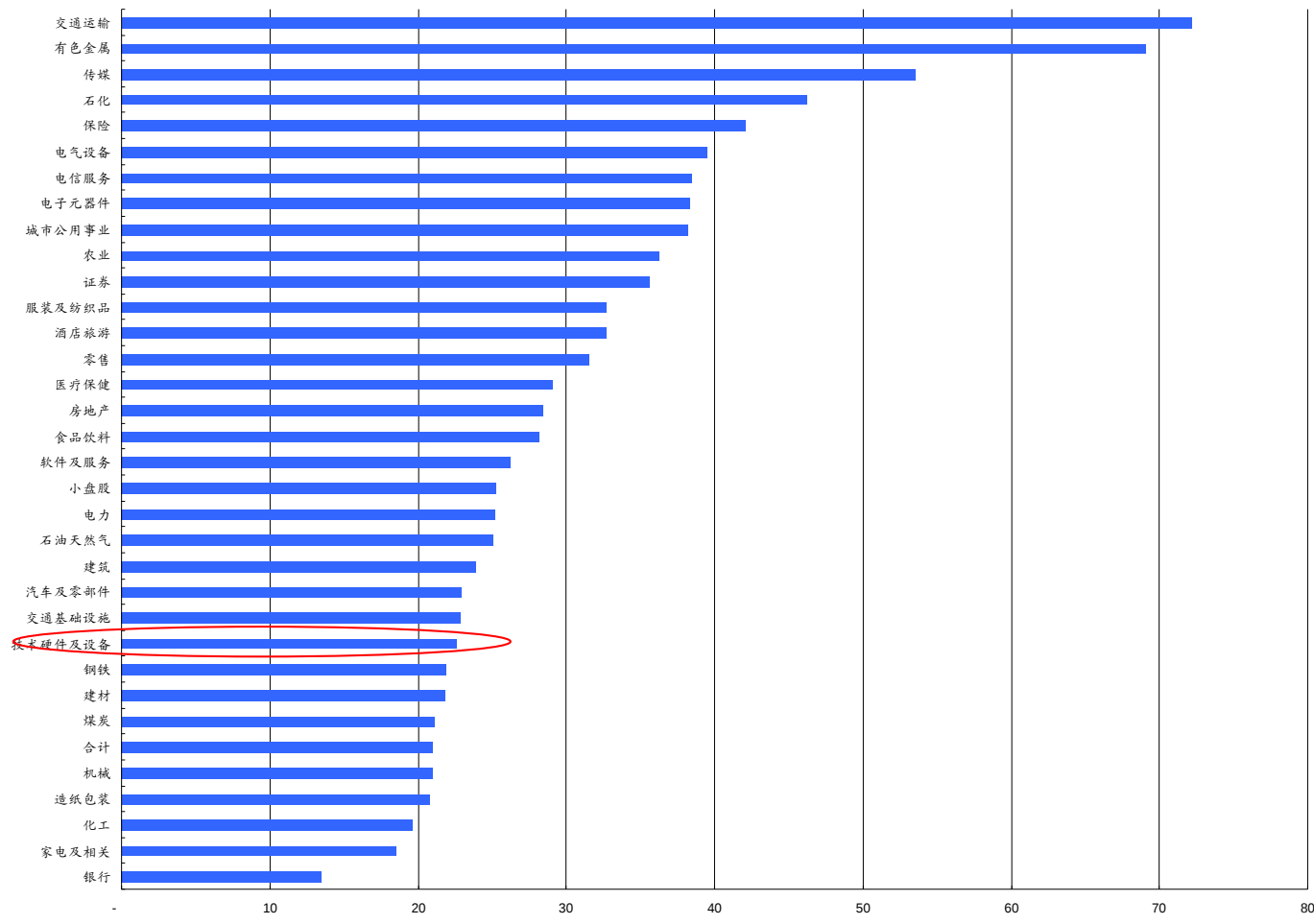
通讯设备厂商受益判断



(三) B. 板块整体估值处于中低端，优势显现

- 目前通讯设备板块整体估值在23倍左右，处于各板块的中低端水平

目前通讯设备板块整体估值情况（2009年市盈率）



(三) C.中金覆盖公司估值情况

中金覆盖公司估值情况																
行业	子板块	上市公司	评级	币种	股价@ 09.6.17	总市值 百万元	收入（百万元）				每股收益					
							2009E	YoY	2010E	YoY	09 EPS	YoY	10 EPS	YoY	09 PE	10 PE
通 讯 设 备	主设备	中兴通讯-A	推荐	CNY	28.58	48,897	56,702	28.0%	67,355	18.8%	1.28	35.1%	1.54	19.9%	22.2x	18.6x
		中兴通讯-H	推荐	HKD	28.60	48,920	-	-	-	-	1.46	32.1%	1.69	16.0%	19.6x	16.9x
		烽火通信	中性	CNY	16.16	6,621	4,405	28.5%	5,273	19.7%	0.49	15.3%	0.60	21.1%	32.8x	27.1x
		大唐电信	中性	CNY	10.38	4,553	3,098	14.5%	3,564	15.0%	0.12	12.9%	0.16	38.3%	88.4x	63.9x
		主设备平均														40.8x
	辅助设备	中创信测	审慎推荐	CNY	14.58	1,991	398	42.3%	620	55.7%	0.53	28.2%	0.95	78.7%	27.4x	15.3x
		武汉凡谷	审慎推荐	CNY	17.19	9,548	1,842	30.7%	2,218	20.4%	0.75	27.1%	0.90	19.2%	22.8x	19.2x
		华胜天成	审慎推荐	CNY	12.64	5,823	4,092	38.9%	5,360	31.0%	0.55	24.8%	0.69	25.4%	23.1x	18.4x
		亿阳信通	审慎推荐	CNY	12.29	4,322	998	16.9%	1,164	16.5%	0.45	115.7%	0.57	26.8%	27.2x	21.4x
		动力源	中性	CNY	7.53	1,570	793	36.5%	971	22.4%	0.06	n.m.	0.12	112.0%	134.0x	63.2x
		国脉科技	-	CNY	15.91	4,245	709	37.3%	936	32.0%	0.43	47.2%	0.57	33.8%	37.2x	27.8x
		新海宜	无评级	CNY	11.12	2,379	481	62.6%	649	34.8%	0.28	93.9%	0.40	40.0%	39.3x	28.1x
		辅助设备平均														29.5x
	室内覆盖	三维通信	无评级	CNY	16.22	1,945	674	51.1%	903	34.0%	0.66	40.6%	0.84	26.3%	24.5x	19.4x
		京信通信	-	HKD	3.73	3,102	3,514	39.1%	4,306	22.5%	0.34	42.9%	0.44	27.4%	10.9x	8.5x
		奥维通信	-	CNY	12.28	1,313	272	90.5%	359	31.9%	0.39	107.7%	0.49	27.1%	31.6x	24.9x
		国人通信	-	USD	2.96	487	202	39.6%	229	13.6%	0.27	n.a.	0.31	14.8%	11.0x	9.5x
		室内覆盖平均														19.5x
	工程及服务	中通服	审慎推荐	HKD	4.83	24,573	39,096	20.4%	44,963	15.0%	0.31	17.1%	0.35	12.9%	15.6x	13.8x
	光纤缆	中天科技	审慎推荐	CNY	16.37	5,248	3,945	35.5%	5,016	27.2%	0.69	52.1%	0.84	21.9%	23.6x	19.4x
		亨通光电	推荐	CNY	19.84	3,293	1,961	36.4%	2,330	18.8%	0.79	23.0%	0.93	18.6%	25.2x	21.2x
		长江通信	-	CNY	9.29	1,838	551	8.2%	601	9.0%	0.18	76.7%	0.20	11.6%	51.6x	46.2x
		特发信息	-	CNY	7.26	1,814	901	28.2%	1,053	16.8%	0.14	0.4%	0.16	13.6%	51.0x	44.9x
		永鼎股份	-	CNY	7.08	1,925	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		法尔胜	-	CNY	5.00	1,897	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		汇源通信	-	CNY	5.86	1,133	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		光纤缆平均														37.9x