

关注通信设备龙头企业及增值服务行业

- 2009年下半年通信行业投资策略

通信行业 运营：中性 系统设备：推荐 光纤光缆：推荐 手机：中性 增值服务：推荐 深度报告

2009年6月30日 星期二

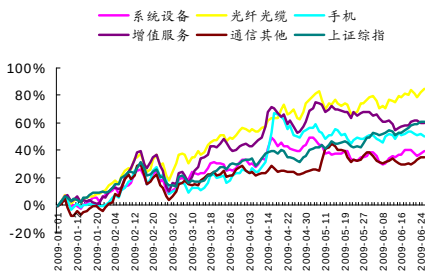
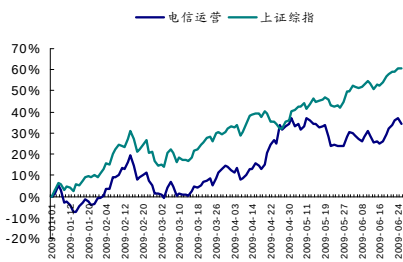
姚军
 010-66216231-866
 yj@longone.com.cn

联系人：顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
中国联通	00050	中性
中兴通讯	000063	买入
武汉凡谷	002194	买入
中天科技	600522	买入
亨通光电	600487	买入
烽火通信	600498	增持
北纬通信	002148	增持
大唐电信	600198	关注

2008年行业相对上证综指走势图



投资要点

- 2009年上半年全球通信设备市场下滑。**2009年第一季度全球通信设备市场规模同比下降9%，光通信市场同比下降11%，手机销量同比下降8.6%。中国设备商海外市场份额继续呈上升趋势，华为已成为全球移动通信设备第三大提供商，中兴排列第五；光通信设备华为已成为第一大供应商；手机领域海外制造商仍占主导地位。
- 同期，中国市场成为全球市场增长主要动力。**1-4月，电信固定资产投资规模为647.8亿元，同比增长16.8%，增速比去年同期上升11.8个百分点。移动通信为主要投资领域。在中国移动设备市场，本土供应商已占绝对主导地位，中兴、华为、大唐已成为主要供应商。光纤光缆市场供不应求，价格上升，国内厂商占主导地位并向产业链上游延伸。手机市场一季度环比增长9%，海外制造商仍占主导地位，但国产手机市场份额开始回升，尤其是在3G领域，国产手机占主导地位。
- 2009年上半年上市公司业绩符合预期。**通信系统设备、光纤光缆及增值服务行业一季度保持了良好的增长态势，尤其是光纤光缆行业，在成本降低及光纤价格上涨双重因素的带动下利润增长幅度达到86%。运营在竞争加剧、收入增速下降、投资加大及新业务尚处于导入期的多重因素的影响下，财报难有靓丽的表现，运营商利润增长速度大幅下滑。
- 二级市场表现基本符合预期。**二级市场上，上半年光纤光缆行业跑赢大盘，增值服务子行业与大盘基本同步，系统设备子行业收益率低于大盘，运营远跑输大盘。
- 全年继续看好设备业、关注增值服务业。**2009年全球整体市场规模不会有大的增长，但存在产品及区域的结构性的增长机会。全球移动通信设备市场、亚太地区的增长尤其是中国3G投资的大规模启动为中国通信设备企业跻身全球一流通信设备商提供了历史性的发展机遇。中国市场移动通信、光通信市场将保持快速增长，中国通信设备商将分享到大部分增长，

但手机行业生态仍难有根本性改变。电信运营竞争加剧，将形成新的行业格局。2009 年中国电信运营将继续保持低位增长的态势，投资建网、3G 业务、全业务运营以及重建新的行业格局将贯穿整个行业全年的运行，3G 业务有望在第三季度推出，由于增长处于低位，大规模 3G 投资将带来费用和折旧的增加，因此，2009 年电信运营仍将处于播种期，业绩增长将面临的压力。此外，随着 3 G 网络初具规模及 3 G 业务的逐步推出，国产手机及增值服务提供商将获得新的增长机遇，这将是一个巨大的市场。

- **估值与评级。**基于 2009 年业绩，按整体法，目前电信运营的市盈率为 2 7 X，系统设备业为 2 3 . 7 X，光纤光缆行业为 2 8 X，增值服务行业为 2 9 X，手机行业主要企业仍处于亏损。基于 2 0 0 9 年一季度净资产，按整体法，市净率为：电信运营 2 . 0 4 X，系统设备业 3 . 4 7 X，光纤光缆行业 2 . 7 1 X，增值服务业 5 . 7 3 X。

- **投资策略及建议。**

电信运营：中性

投资策略：波段操作，低市净率，具有安全边际，存在交易性投资机会。

系统设备：推荐

投资策略：关注行业龙头，关注业绩出现拐点公司，
推荐中兴通讯，烽火通信，武汉凡谷，关注大唐电信

光纤光缆：推荐

投资策略：行业龙头、产能扩张的公司
推荐亨通光电, 中天科技

手机：中性

投资策略：关注 3G 受益企业

增值服务：推荐

推荐北纬通信。

- **事件提示：**1、关注 3 G 业务推出；2、关注非对称管制政策；3、关注中国移动和广电行业的合作。

1. 观点回顾

以下为我们 2009 年策略报告的摘要部分，为我们对 2009 年通信行业投资的主要观点。

- **经济下行通信行业成为增长点之一。**次贷危机、全球经济面临巨大的挑战，全球化背景下中国经济亦未能独善其身，中国的通信行业在电信重组基本完成、3G 牌照发放条件已基本满足的情况下，正蓄势待发，承担起技术创新和拉动消费的重任。
- **全球化已成为中国通信行业的重要特征。**通信设备行业无论从市场到竞争是真正国际化的行业。
- **2008 年注定是全球通信行业充满挑战的一年。**2008 年第三季度全球通信设备市场规模同比下降 5% (Dell' Oro)。2008 年第三季度，爱立信市场份额为 32% 仍保持第一，第二名诺基亚西门子为 24%，第三位阿尔卡特朗讯为 14%，华为第四市场接近第三名，北电、摩托罗拉两家排名第五和第六，市场份额为 10% 和 8%，中兴通讯则以 5.68% 的份额排名第七。中国企业市场份额快速上升。
- **中国市场电信重组尘埃落定，固定资产投资稳步增长。**2008 年中国电信运营市场是充满变化和期待的市场，电信重组尘埃落定，中国电信运营形成新的竞争格局并走入全业务运营时代。1-10 月电信固定资产投资为 1851 亿元，预计全年将达到 2500 亿元，同比增长 10%。移动设备投资占比最大且增速最快，国内光纤光缆市场出现了供不应求的局面。中国通信设备商在 CDMA、TDS-CDMA、光传输设备和光纤光缆市场占据主导地位。手机行业表现平平，国产手机仍在低位运行。
- **全球化背景下技术创新及产业升级为中国通信设备行业带来历史性发展机遇。**3G 以及 FTTx 的大规模商用为中国通信设备业提供了历史性发展机遇。2009 年全球整体市场规模不会有大的增长，但存在产品及区域的结构性的增长机会。全球移动通信设备市场、亚太地区的增长尤其是中国 3G 投资的大规模启动为中国通信设备企业跻身全球一流通信设备商提供了历史性的发展机遇。中国市场移动通信、光通信市场将保持快速增长，中国通信设备商将分享到大部分增长，但手机行业生态仍难有根本性改变。
- **电信运营竞争加剧，将形成新的行业格局。**2009 年中国电信运营将继续保持低位增长的态势，投资建网、3G 业务、全业务运营以及重建新的行业格局将贯穿整个行业全年的运行，3G 业务有望在第三季度推出，由于增长处于低位，大规模 3G 投资将带来费用和折旧的增加，因此，2009 年电信运营仍将处于播种期，业绩增长将面临的压力。

- **估值与评级。**基于 2009 年业绩，目前电信运营业的市盈率为 20.7X，主要通信系统设备商为 16-30X，平均为 21X，主要光纤光缆企业为 14-32X，平均 22X，手机行业主要企业仍处于亏损。基于以上分析，我们重点推荐通信系统设备和光纤光缆行业，电信运营业维持“中性”评级，手机行业关注主要公司的重组。

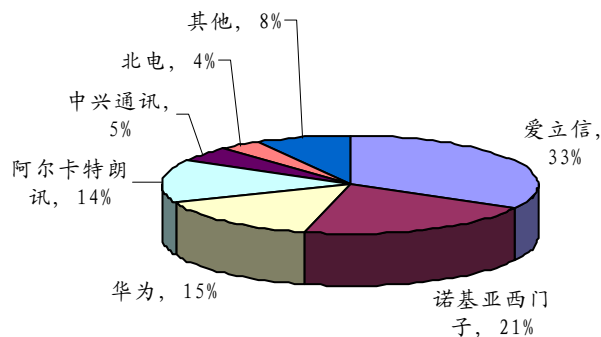
2. 2009 年上半年行业回顾

2.1 通信设备业

全球通信设备市场

2009 年第一季度全球通信设备市场规模同比下降 9% (Dell' Oro)。根据 Dell' Oro 发布全球设备商市场份额排行，2009 年第一季度，爱立信市场份额略有上升至 33% 仍保持第一，第二名诺基亚西门子下滑至 21%，华为超过阿尔卡特朗讯排到第三位，市场份额上升到 15%，阿尔卡特朗讯市场份额下滑到 14%，中兴通讯的份额超过 5%，北电份额下降到 4%。

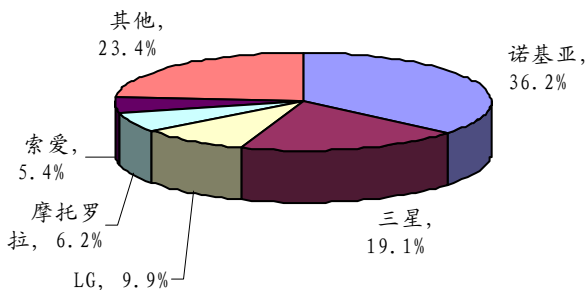
图 1: 2009 年第一季度全球移动通信设备市场份额



根据 Dell' Oro，2009 年第一季度全球光通信市场同比下降 11%，北美和欧洲市场大幅萎缩，亚太市场在中国和印度市场的带领下上升 30%，亚太市场经历 6 年后再次成为全球最大光设备市场，占据光传输市场份额较大的供应商依次是华为，阿尔卡特朗讯，北电，富士通，华为超过阿尔卡特朗讯成为全球第一大光通信设备供应商，其市场份额较去年同期上升 8%。

根据 Gartner，2009 年一季度全球手机销量为 2.69 亿部，同比下降 8.6%，诺基亚、三星、LG、摩托罗拉、索爱占前五名（见图 2）。

图 2: 2009 年第一季度全球手机市场份额

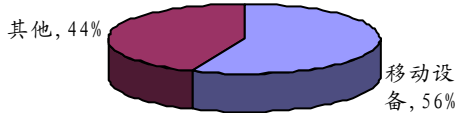
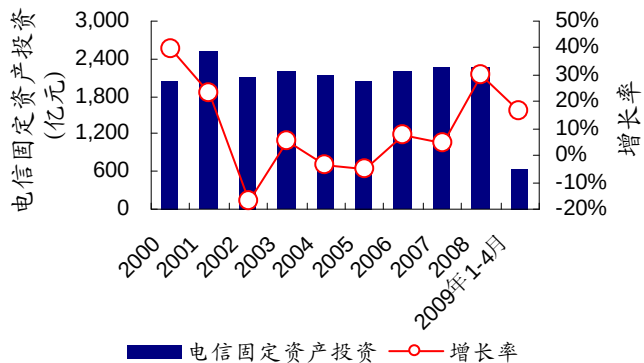


中国市场

2009 年 1-4 月电信固定资产投资规模为 647.8 亿元, 同比增长 16.8%, 增速比去年同期上升 11.8 个百分点。

图 3: 中国电信固定资产投资

图 4: 2009 年中国电信运营商资本开支结构

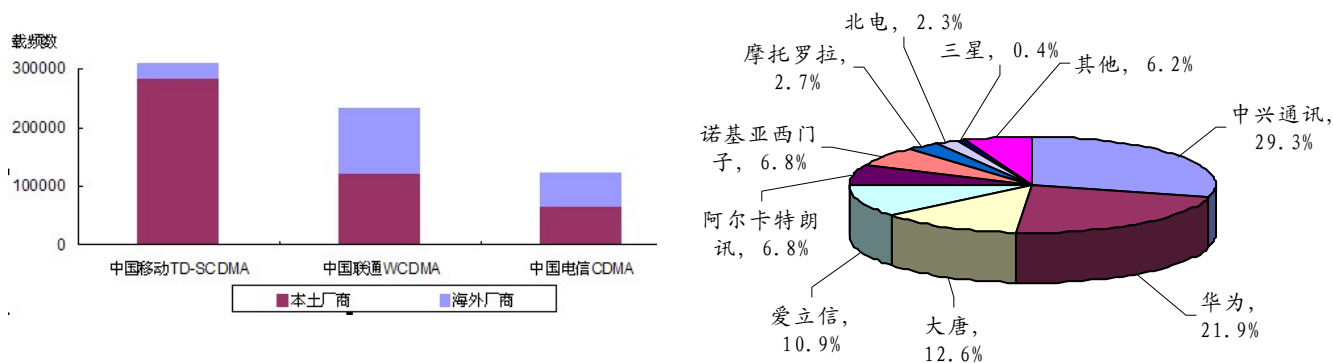


资料来源: 工信部, 东海证券研究所

2009 年三大运营商资本开支计划为 3300 亿元 (包括中国电信集团 CDMA 计划开支), 同比增长 20%, 移动设备尤其是 3G 设备投资是 09 年占比最大且增速最快的领域, 移动设备投资占运营商资本开支比例约为 56%, 09 年上半年较大规模的移动设备招标有中国联通 WCDMA 及中国移动 TD 三期招标, 附图为截至 2009 年 2 月中国 3G 设备招标市场份额分布, 在中国 3G 设备领域本土设备商已

占领主导地位。

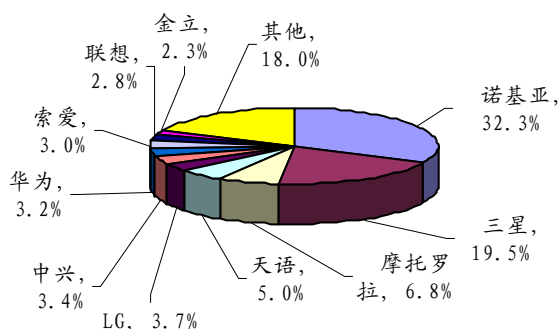
图 5: 中国 3G 设备市场份额 (截至 2009 年 2 月)



中国光传输设备市场市场份额前三名设备商分别为华为、中兴和烽火通信。预计 09 年运营商集采量约为 4000 万芯公里，同比增长 100%，加上运营商非集采用量及行业外需求量，今年国内光纤需求有望达到 5000 万芯公里以上，同比增长 25-30%。目前国内光纤产能在 4500 万芯公里左右，加上今年新增产能，产能应在 5000 万芯公里左右，如果出口量维持 08 年的 800 万芯公里，再考虑产能利用率，因此 09 年国内光纤仍将呈现供不应求的局面，受市场供需影响，上半年光纤集采价格有 10%左右的上涨。长飞、烽火、亨通、富通、中天以及海外制造商康宁占据了国内光纤市场绝大多数份额。

截至 2009 年 4 月，中国手机用户达到 6.79 亿户，本年新增用户 3757 万，根据 iSuppli，2009 年一季度中国手机市场销量为 5800 万部，环比增长 9%。赛迪顾问 4 月数据显示，诺基亚、三星、摩托罗拉、天语和 LG 市场份额排名前五。

图 6: 2009 年 4 月中国手机市场份额



在 3 G 手机领域, 中国制造商市场份额大幅上升。

上市公司业绩

下表为一季度通信设备类上市公司业绩统计。

表 1: 通信设备上市公司 09 年一季度主要经营指标及增长率

指标	营业收入		增长率		营业利润		增长率		净利润		增长率	
	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q
系统设备	9782	13139	44%	34%	184	208	172%	13%	223	239	41%	30%
光纤光缆	1180	1493	23%	26%	44	147	31%	236%	76	122	43%	86%
手机	3233	1697	-46%	-48%	-159	-55	-34.2	66%	-146	-50	-17.2	68%
增值服务	494	574	130%	16%	67	115	377%	72%	64	122	383%	82%
通信其他	702	718	53%	2%	30	34	-26%	14%	29	33	-19%	15%

注: 按整体法计算

表 2: 通信设备上市公司 09 年一季度盈利能力指标

指标	毛利率		营业利润率		净利润率		净资产收益率-平均	
	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q
系统设备	34.3%	33.4%	1.9%	1.6%	2.3%	1.8%	0.9%	1.0%
光纤光缆	19.7%	23.8%	3.7%	9.9%	6.4%	8.1%	1.3%	2.2%
手机	3.8%	5.8%	-4.9%	-3.2%	-4.5%	-2.9%	-5.3%	-2.5%
增值服务	28.4%	39.2%	13.6%	20.1%	12.9%	21.2%	3.1%	5.1%
通信其他	20.1%	20.1%	4.3%	4.7%	4.2%	4.5%	1.9%	1.9%

注: 按整体法计算;

表 3: 重点公司 09 年一季度主要经营指标及增长率

指标	营业收入		增长率		营业利润		增长率		净利润		增长率	
	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q
中兴通讯	8645	11670	44%	35%	73	79	729%	9%	61	79	96%	29%
烽火通信	558	747	40%	34%	29	24	55%	-17%	30	40	17%	35%
武汉凡谷	269	386	55%	43%	58	86	58%	48%	46	71	43%	54%
亨通光电	235	291	-5%	24%	14	27	-3%	97%	10	17	25%	65%
中天科技	524	701	63%	34%	39	72	95%	84%	28	56	116%	103%

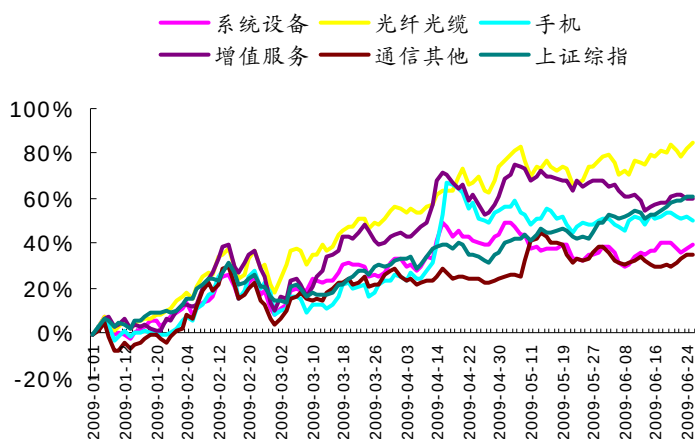
表 4: 重点公司 09 年一季度盈利能力指标

指标	毛利率		营业利润率		净利率		净资产收益率-平均	
	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q	081Q	091Q
中兴通讯	35.4%	34.4%	0.8%	0.7%	1.4%	0.9%	0.5%	0.5%
烽火通信	26.0%	25.9%	5.1%	3.2%	5.7%	5.4%	1.3%	1.6%
武汉凡谷	27.6%	26.9%	21.5%	22.2%	17.2%	18.5%	2.7%	3.7%
亨通光电	20.0%	25.5%	5.8%	9.2%	5.5%	7.8%	1.0%	1.5%
中天科技	20.0%	21.9%	7.5%	10.3%	6.4%	8.9%	3.7%	5.1%

从以上数据可以看出通信系统设备、光纤光缆及增值服务行业一季度保持了良好的增长态势，尤其是光纤光缆行业，在成本降低及光纤价格上涨双重因素的带动下利润增长幅度达到 86%。

二级市场，上半年光纤光缆行业跑赢大盘，增值服务子行业与大盘基本同步，系统设备子行业收益率低于大盘。

图 7：2009 年上半年通信设备子行业二级市场表现



2.2 中国电信运营

截至 2009 年 4 月，中国拥有固定用户 3.33 亿户，移动用户达到 6.79 亿户，电信业务收入达到 2664.2 亿元，同比增长 2.0%，其中移动业务收入 1563.1

亿元,同比增长 10.5%,固定数据收入 317 亿元,增长 7.6%,长途业务收入 307.7 亿元,同比下降 12.6%,固定本地业务收入 476.4 亿元,同比下降 13.3%。

图 8：中国电信用户增长情况

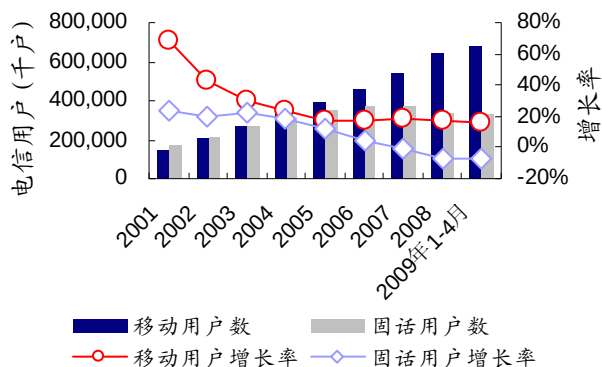
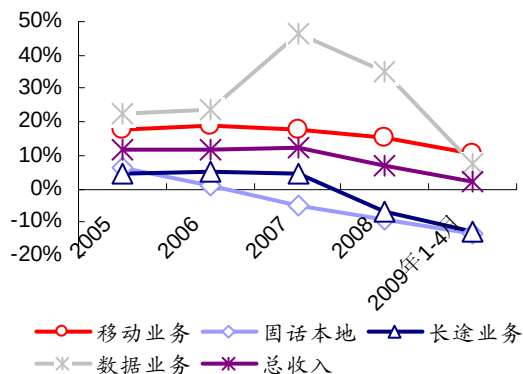


图 9：运营业务各项业务增长情况



资料来源：工信部，东海证券研究所

进入 2009 年，重组后的中国电信运营竞争更加激烈，在整体用户增速放缓，新业务尚未形成新的增长动力的情况下，运营商更多的是运用价格手段争夺市场份额，导致期间整个行业的收入增速仅为 2%，创下历史新低。

下图为移动运营领域各运营商的市场份额，行业竞争格局在重新划分，中国电信在新增用户市场表现了良好的增长态势。

图 10：移动用户市场份额（截至 2009 年 4 月）

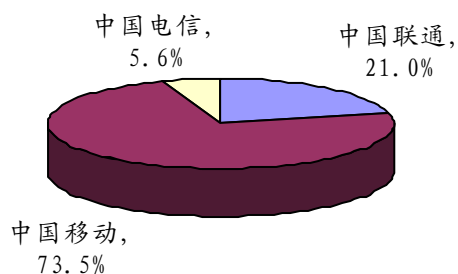
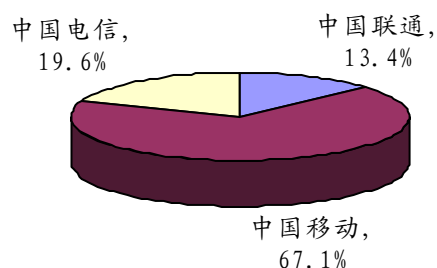


图 11：新增移动用户市场份额（2009 年 1 - 4 月）



在收入增速下降，投资加大，新业务尚处于导入期的情况下，运营商财报难有靓丽的表现（见下表），运营商利润增长速度大幅下滑。

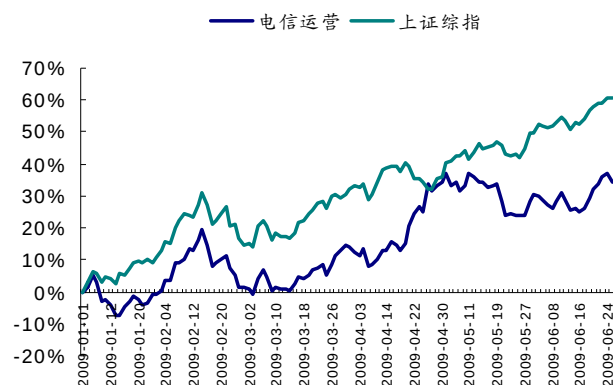
表 5：各运营商数据（1-3 月）

	中国移动	中国电信	中国联通
移动用户（千户）	477164	32840	32840
市场份额	73.7%	5.1%	21.3%
新增	19914	4930	3488
新增用户份额	70.3%	17.4%	12.3%
固话用户（千户）	-	204000	109167
市场份额	-	65.1%	34.9%
新增	-	-4350	-403
宽带用户（千户）	-	46700	32614
市场份额	-	58.9%	41.1%
新增	-	2500	2533
新增用户市场份额	-	49.7%	50.3%
收入（百万元）	101269	50886	38999
市场份额	53%	26.6%	20.4%
收入增长率	9.2%	14.9%	
净利润（百万元）	25201	4699	3486
增长率	5.2%	-27.4%	
EBITDA 率	52.7%	43.6%	42.9%
EBITDA 率（移动）	52.7%		37.9%
EBITDA 率（固话）			44.5%
ARPU（移动）	73	63.6（09 年 1-2 月）	41.3
ARPU（宽带）		83.8（08 年）	61.2

资料来源：公司公告，东海证券研究所

二级市场，电信运营业亦跑输大盘。

图 1 2：2009 年上半年通信运营业二级市场表现



3. 前景分析

我们维持在 09 年策略报告中对通信运营及设备业全年的判断，此部分在观点回顾中已谈到，不再重复。

此外，随着 3G 网络初具规模及 3G 业务的逐步推出，国产手机及增值服务提供商将获得新的增长机遇，这将是一个巨大的市场，我们将随后推出相关系列报告。

4. 估值与评级

基于 2009 年业绩，按整体法，目前电信运营业的市盈率为 27X，系统设备业为 23.7X，光纤光缆行业为 28X，增值服务行业为 29X，手机行业主要企业仍处于亏损。基于 2009 年一季度净资产，按整体法，市净率为：电信运营业 2.04X，系统设备业 3.47X，光纤光缆行业 2.71X，增值服务业 5.73X。

图 1 3：基于 09 年业绩的市盈率

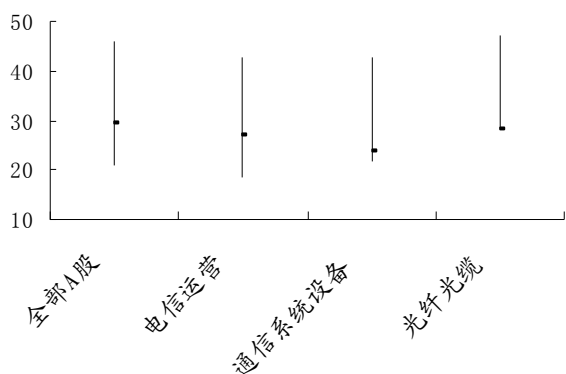
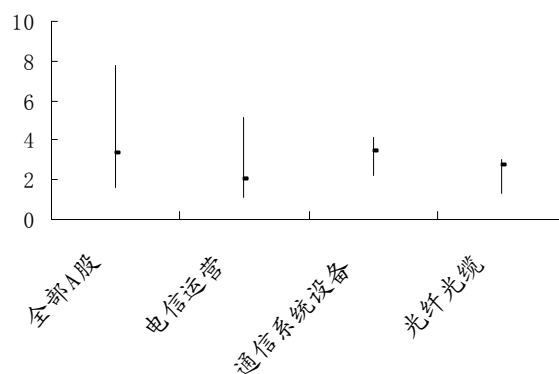


图 1 4：基于 09 年一季度数据的市净率



我们给予的各子行业评级、投资策略及重点关注公司如下：

电信运营业：中性

投资策略：波段操作，低市净率，具有安全边际，存在交易性投资机会。

系统设备：推荐

投资策略：关注行业龙头，关注业绩出现拐点公司，
推荐中兴通讯，烽火通信，武汉凡谷，关注大唐电信

光纤光缆：推荐

投资策略：行业龙头、产能扩张的公司
推荐亨通光电，中天科技

手机：中性

投资策略：关注 3G 受益企业

增值服务：推荐

推荐北纬通信。

事件提示：1、关注 3 G 业务推出；2、关注非对称管制政策；3、关注中国移动和广电行业的合作。

风险提示：海外金融危机向实体经济的蔓延将对出口产生影响，关注金融危机的发展。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姚军, 法国国家电信学院博士, 9 年欧美高科技行业学习及工作经验, 10 余年中国证券行业国际业务及证券研究经验, 东海证券研究所副所长, 负责行业公司部, 通信行业首席分析师。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122