

通信行业

3G 移动宽带化战略驱动下的新机会 ——2009 下半年通信行业投资策略

本报告导读： ➢ 关注合理估值+确定性成长的设备和服务商
➢ 运营商移动宽带化战略推动下的行业新机会

投资要点：

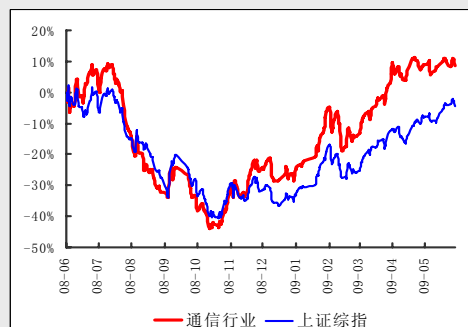
- **电信运营行业仍具有不确定性。**09 年 4 月份电信收入增速 4.41%，低于 09Q1 的 GDP 增速。在未来一段时期，我们认为，国内电信运营行业仍具有不确定性，收入增长的回升仍需时日。我们保持此前对通信运营行业的“中性”看法。
- **移动和宽带市场仍是国内市场驱动力。**从用户增速看，国内移动电话和宽带市场累计用户增速仍达到 16%和 23%，保持较高增速。这仍是国内电信市场持续增长的两个主要驱动力。给设备商和光通信市场带来新机会。
- **运营商投资驱动下的确定性成长。**09 年 4 月电信投资累计达 647 亿元，同比增长 16.9%。电信投资明显加快。我们预计，08 年底和 09 年 H1 开始的大规模电信投资在设备商 09 年中报、Q3 季报和年报中将逐步体现，并对其业绩确定性成长形成支撑。
- **坚持从产业链的视角寻找投资机会。**最先受益的是产业链中的无线网和传输网，涵盖主设备商、基站和光通信等厂商；其次是核心网，涵盖网管系统、网络测试、网优覆盖厂商；接着是网络运维服务商、移动终端、智能卡、增值服务商；然后是电信运营商。
- **中国联通：具有想像空间的新机会。**目前看，联通 A-H 溢价率在 44%左右，低于重组以来历史均值 67%的溢价率水平。短期内同样具有事件驱动的交易性机会。从长线视角看，目前联通 A 股估值 11 年 PE18 倍，具有较大吸引力。
- **3G 及移动宽带化战略推动光通信子行业景气上升。**可以重点关注其中的优势企业如：成长性明确的特种缆供应商中天科技、向上游产业链延伸的光纤供应商亨通光电、产品线齐全的光网络系统设备商烽火通信等，以及光网络运营商鹏博士。
- **布局 Q3 季报和年报。**关注产业链时序后端的智能卡公司恒宝股份、东信和平和增值服务拓维信息、北纬通信。

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 (维持)

通信运营行业：中性
通信设备及服务行业：强于大市

行业表现 2009.06.15



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(1.76)	32.9	6.5
相对表现 (%)	(7.2)	(8.3)	5.1

资料来源：爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
中兴通讯	强烈推荐	0.950	1.300	1.580
中天科技	强烈推荐	0.455	0.680	0.850
亨通光电	推荐	0.640	0.890	1.060
烽火通信	推荐	0.427	0.560	0.690
三维通信	推荐	0.471	0.630	0.780
中国联通	推荐	0.93	0.24	0.26

资料来源：公司数据，爱建证券研究部

万阳松 行业研究员
电话 021-32229888*3501
邮箱 wanyangsong@ajzq.com

相关报告

- 《关注通信设备及服务商的确定性成长——2009 年 2 季度通信行业投资策略报告》
2009. 03. 16
- 《通信行业 09 年投资策略报告：3G 时代——优势设备商的新机会》
2008. 12. 10
- 《3G 牌照发放预期增强，关注弱势运营商以及优势设备商未来表现》
2008. 11. 19

内容目录

一、通信行业的“危”与“机”	4
金融危机下的国内电信业	4
后 3G 重组时期的运营商竞争	5
非对称监管政策的预期分析	7
中国联通：具有想像空间的新机会	7
二、通信设备和服务行业：确定性成长可期	9
运营商投资驱动下的确定性成长	9
份额替代效应带来新机会	10
移话和宽带市场依旧保持高增长	10
产业链的投资时序与机会	12
三、光通信：受益运营商移动宽带化战略	13
宽带市场渗透率存在持续提升空间	13
光进铜退推动 FTTX 发展	14
光纤需求上升推动光纤价格上行	14
光通信子行业投资机会	16
四、行业估值水平比较分析	16
五、重点公司推荐	17
中兴通讯	17
中天科技	17
亨通光电	18

图表目录

图表 1: 08Q1-09Q1 电信业务量增速放缓，通话时长增速回落显著	4
图表 2: 09Q1 电信收入增速继续低于 GDP 增速（09-Apr 增长 4.41%）	4
图表 3: 移动电话普及率（全国 50.7%，东部 69%，中部 40%，西部 37%）	5
图表 4: 09-Apr 移话月新增用户份额，中电信升至 21.2%	5
图表 5: 移动电话累计用户市场份额，中移动仍占 73%份额	6
图表 6: 移动电话、固话与宽带总用户数月度同比变化	6
图表 7: 各种配套监管措施实施进展及影响简析	7
图表 8: 联通 WCDMA 网络建设进度	7
图表 9: 联通 A-H 溢价率 44%（自重组以来均值 67%,标准差 0.31）	8
图表 10: 09-Apr 电信投资增速 16.9%	9
图表 11: 中兴 3G 市场份额	9

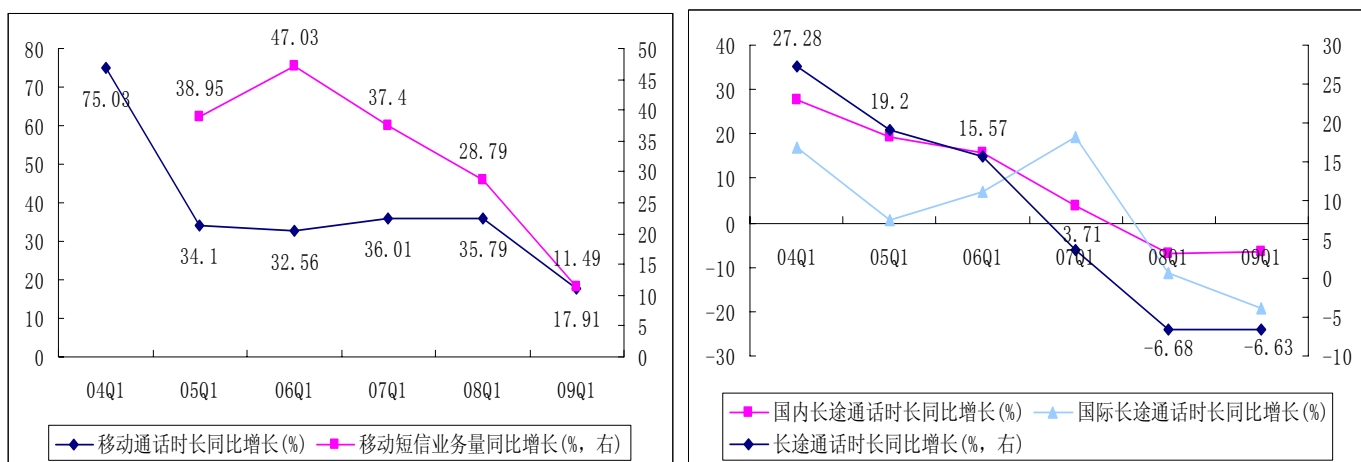
图表 12: 08 年全球电信设备商市场份额.....	10
图表 13: 移话累计用户增速 16%, 宽带累计用户增速 23.2%.....	10
图表 14: 09Q1 电信收入构成中, 移动和数据通信占比持续上升.....	11
图表 15: 09 年移动通信基站月度新增量明显加速, 4 月份移动基站累计增量已超 07、08 全年水平.....	11
图表 16: 电信投资中通信设备及服务商受益顺序 (投资时序图).....	12
图表 17: 国内宽带用户渗透率 6.7%, 提升空间巨大.....	13
图表 18: 宽带/拨号用户比 8.62, 移动/固话用户比 2.04.....	13
图表 19: 宽带月度新增用户市场份额.....	14
图表 20: 光进铜退示意图.....	14
图表 21: 光纤价格预测.....	15
图表 22: 光纤制造的成本结构.....	15
图表 23: 光纤价格变化提升其毛利率的敏感性分析.....	16
图表 24: 国内光通信行业各子业务市场规模比例.....	16
图表 25: 中兴通讯历史股价与 PE-Band 图.....	17
图表 26: 中天科技历史股价与 PE-Band 图.....	18
图表 27: 亨通光电历史股价与 PE-Band 图.....	19
图表 28: 重点上市公司 (PE, PB) 估值水平及通信行业均值.....	20
图表 29: 重点上市公司 (PE, PB) 估值水平与 A 股市场比较.....	20
图表 30: 通信行业上市公司盈利预测表.....	21

一、通信行业的“危”与“机”

■ 金融危机下的国内电信业

- 过去一年多，席卷全球的金融和经济危机给各行各业带来极大冲击。危机的深化同样给国内电信行业带来一定冲击，直接表现就是用户在收入趋紧时的通信量萎缩，及通话时长的缩短（尤其是长途电话）。
- 从08Q1-09Q1用户长途通话时长看，一季度为显著负增长，幅度达到-6%以上，尤其以国际长途通话时长下降显著。从移动通话时长看，09Q1增速为17.9%，明显低于过去3年超过30%的通话量增速。09Q1移动短信业务量增速降为11.5%。

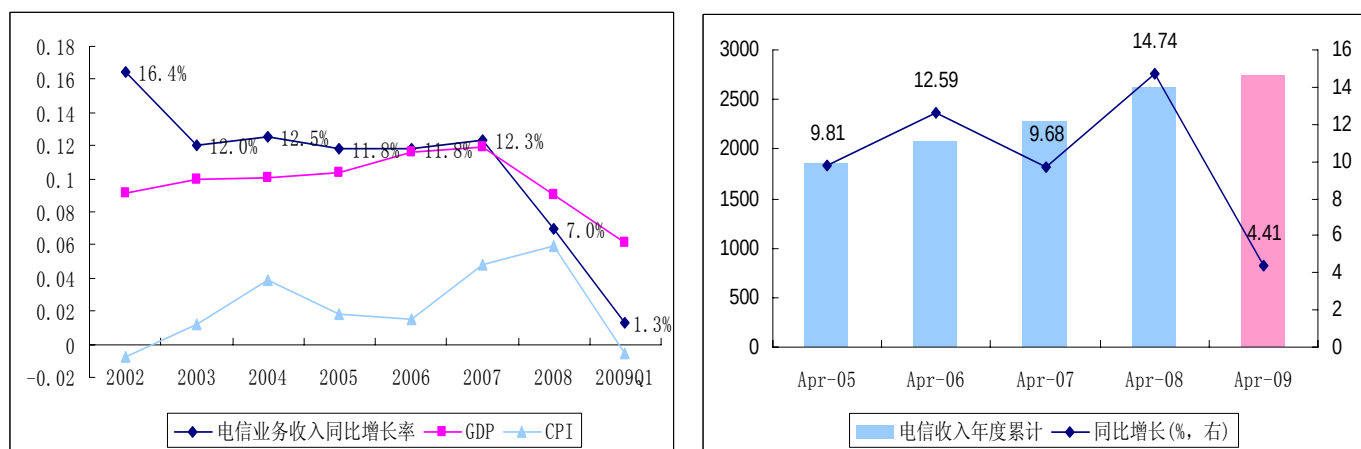
图表 1：08Q1-09Q1 电信业务量增速放缓，通话时长增速回落显著



来源：爱建证券研究部整理

- 在金融危机背景下，国内电信业同时也展开了运营行业的重组。过去一年，主要运营商（尤其是中联通、中电信）处于重组整合期，用户发展受到一定影响。此外，3G牌照发放推进了3G网络建网进程，加大了资本开支，对运营商收入都形成了一定影响。

图表 2：09Q1 电信收入增速继续低于 GDP 增速（09-Apr 增长 4.41%）



来源：爱建证券研究部整理

- 从电信行业整体电信业务收入看，08年收入增速7%，09Q1收入增速降至

1.3%，不仅低于同期国内GDP增速，而且差距有加大趋势。尽管09年4月份电信收入增速回升至4.41%，但仍低于09Q1的GDP增速。

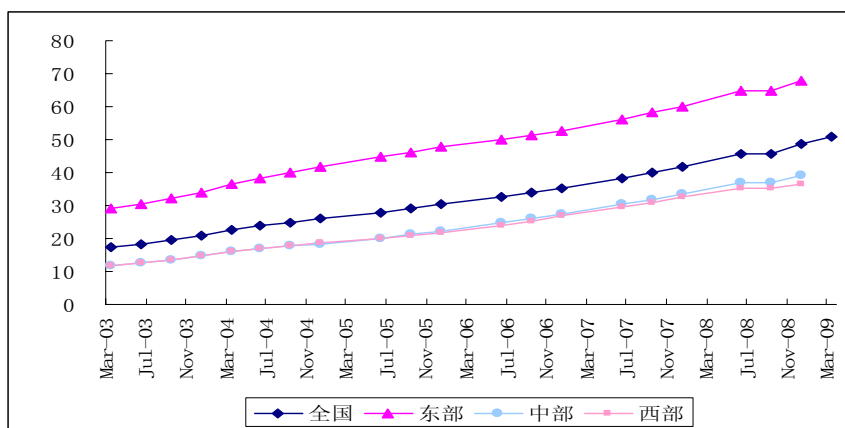
● 在未来一段时期，我们认为，国内电信运营行业仍具有不确定性，收入增长的回升仍需时日。我们保持此前对通信运营行业的“中性”看法。

■ 后 3G 重组时期的运营商竞争

● 后3G重组时期，运营商竞争预计逐渐加强。从目前看，三大全业务运营商在用户市场的争夺一直是焦点。在国内移动用户渗透率较低过去几年，非移话新用户是运营商吸引的重点。随着国内移动电话渗透率上升（09年4月达到50%以上），新用户发展竞争更加激烈。

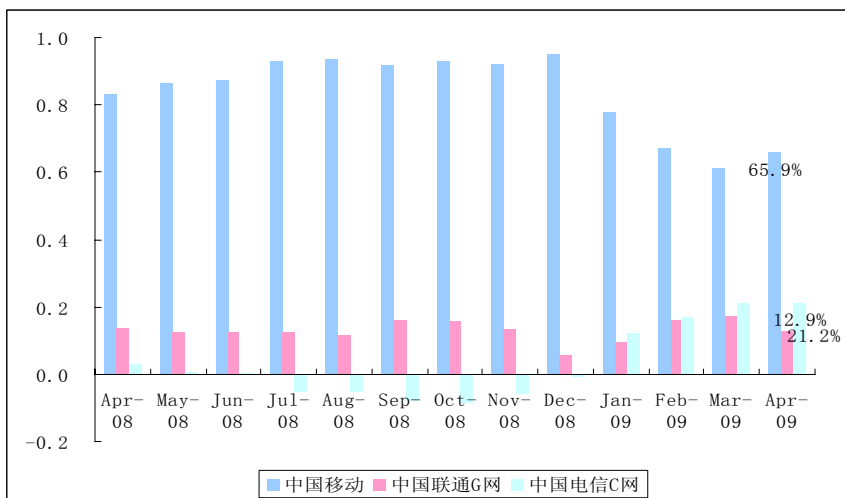
● 目前，东部地区移动电话渗透率近70%，相对较低的中部地区近40%，西部地区37%左右。预计，未来3-5年，国内移动电话渗透率将超过70%。而未来中部和西部地区、以及农村地区是移动用户争夺的重点地区。

图表 3：移动电话普及率（全国 50.7%，东部 69%，中部 40%，西部 37%）



来源：爱建证券研究部整理

图表 4：09-Apr 移话月新增用户份额，中电信升至 21.2%



来源：公司公告，爱建证券研究部

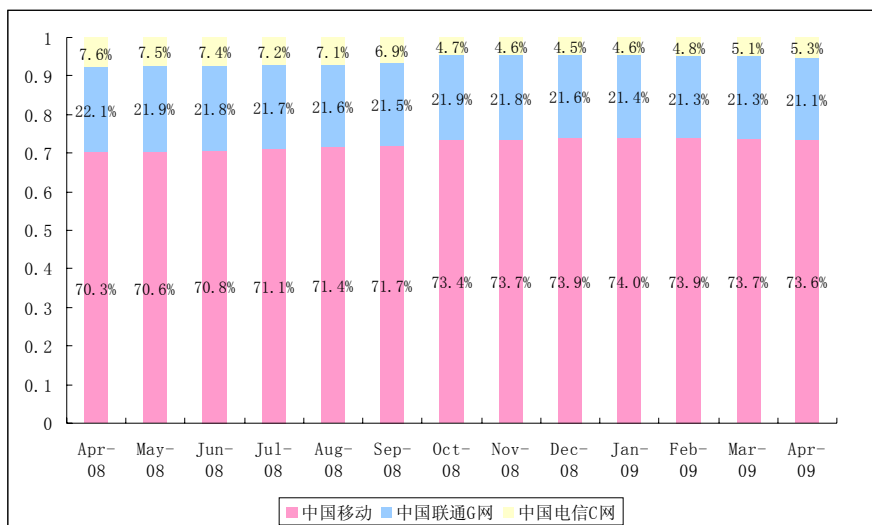
● 从我们对三大全业务运营商每月运营数据跟踪看，中电信C网用户呈现持续

较快增长，中国联通G网用户经历前期低迷后恢复增长，而中移动G网用户总体呈现增速持续放缓的趋势。预计，未来一段时期运营商用户市场将保持这一趋势。

● 09-Apr移话月新增用户份额，中电信升至21.2%，中国联通为12.9%，中移动降为65.9%。我们预计未来中移动月度新增份额降至55%左右，中电信和中国联通保持升势。

● 在移动电话累计用户市场份额中，中移动仍占73%份额，但09年以来保持下降趋势。而中电信处于上升趋势，累计份额达5.3%。我们预计，未来中移动累计份额将下降至60%左右，中电信上升至10-15%。

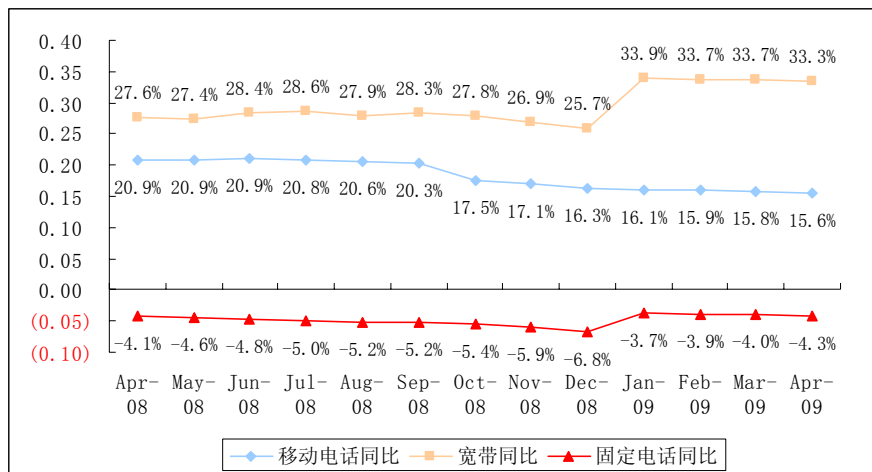
图表 5：移动电话累计用户市场份额，中移动仍占 73%份额



来源：爱建证券研究部整理

● 运营商竞争反映到移话、固话和宽带市场，移话对固话的替代效应仍在持续，固话市场用户月度同比持续负增长（09-Apr为-4.3%）。不过受益于渗透率较低，移话市场用户月度同比增速仍保持16%左右，而宽带市场更是保持30%以上高增长（计入联通新收购的南方21省市宽带业务，剔除后增速23%以上）。

图表 6：移动电话、固话与宽带总用户数月度同比变化



来源：公司公告，爱建证券研究部

■ 非对称监管政策的预期分析

- 非对称监管在电信重组中一直备受关注，但从近期我们跟踪分析看，预计年内出台非对称监管政策的可能性较低。
- 主要因为，电信重组后重组效果如何，管理层仍处于观察期，如果偏离管理层预期较远这可能出台新的非对称监管政策，而目前中移动市场份额有下降趋势，中电信处于上升趋势中，市场进入相对良性的发展。
- 另外，因承担TD建设和发展，管理层对中移动或有一些政策倾斜和扶持，如只允许中移动的TD终端引入国产手机电视标准CMMB，以及450M-470M频段可能分配给TD以支持其发展，等等。因此，从年内看，短期内国内电信行业非对称监管政策的预期应降低。

图表 7：各种配套监管措施实施进展及影响简析

配套政策	对运营商的影响	实施进展情况	实施的可能性
共建共享	对基站数目少的运营商利好，对行业长期利好。	已发文要求实施，目前在各地区开始实施。	高
携号转网	短期利好弱势运营商，长期中性	已在天津、海南等地试行	年内较低
网间漫游	弱势运营商相对利好	在管理层考虑中	可能
网间结算	对固网运营商相对不利	在管理层考虑中	可能
市场份额管制	对弱势运营商明显利好，但需慎重	目前未在考虑中	低

来源：爱建证券研究部整理

■ 中国联通：具有想像空间的新机会

- 后3G重组时期，运营商3G建网速度和3G网络质量成为开拓3G新用户的关键所在。为加快建网速度，联通WCDMA二期招标延续一期时的招标份额，其目的是提升W网建网速度。从目前进展看，WCDMA网络建设进度可能将会超预期。

图表 8：联通 WCDMA 网络建设进度

进度	中兴	华为	爱立信	诺西	上海贝尔
首批 55 城市室外基站建设率	97 %	93 %	86 %	89 %	87 %
首批 55 城市室内覆盖建设率	65 %	46 %	34 %	40 %	26 %
第二批全国 229 城市到货率	100 %	78 %	13 %	58 %	29 %
第二批全国 229 城市建设率	72 %	46 %	5 %	36 %	19 %

来源：爱建证券研究部整理

- 从W网一期55城市进展看，中兴、华为等基站建设率93%-97%，室内覆盖率

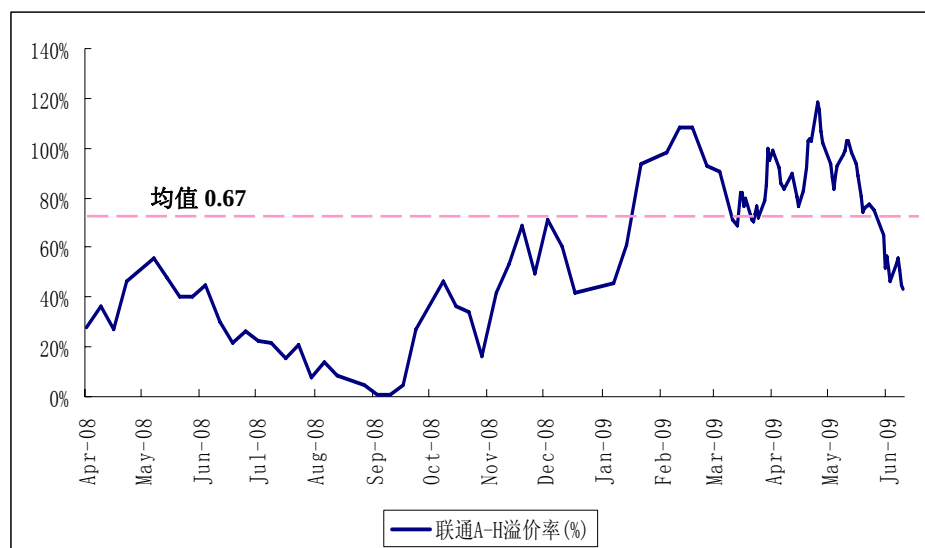
达50%水平。联通已于5月17日电信日开始55城市的试商用放号。W网二期229城市中兴、华为的建设率达72%和46%，到货率较高，为二期顺利建网提供了保证。

● 近期，联通放号进程有所调整，预计将提前。联通预计年底前全国284城市正式批量放号，因竞争战略调整，预计广东联通会提前到7月中旬批量放号，以应对电信C网和移动TD的竞争。而北京联通将于9月1日开始186号段放号。

● W网建网提速将带动3G放号提速，该提前放号预期对公司产生积极正面影响。另外，因为广东是通信大省，对全国的放号预期也有示范效应。预计今后一段时间放号预期逐渐强烈，可以积极关注该事件驱动的投资机会。

● 关于引入iPhone事件。近日消息称联通引入iPhone可能暂时搁浅，我们的看法是，这对公司短期负面但长期基本面利好，因为苹果要求推行的移动商城和收入分成模式对联通短期是利好，但长期削弱联通对产业链的掌控。公司目前积极筹备推出Uphone以应对。因此，结合提前放号刺激，在iPhone负面消息放大的情形下，反而提供逢低介入机会。

图表 9：联通 A-H 溢价率 44%（自重组以来均值 67%，标准差 0.31）



来源：爱建证券研究部整理

● 我们预计，联通在经历09年和10年3G建网和3G用户发展后，其WCDMA产业链优势将逐步显现，11年估值水平在PE18倍左右。尤其是其WCDMA产业链优势一旦建立，创新的资费方案、成熟的业务模式和终端将使得其3G用户增长可能超预期。因此，从长线视角看，目前联通A股估值具有较大吸引力。

目前看，联通A-H溢价率在44%左右，低于重组以来历史均值67%的溢价率水平。短期内同样具有事件驱动的交易性机会。

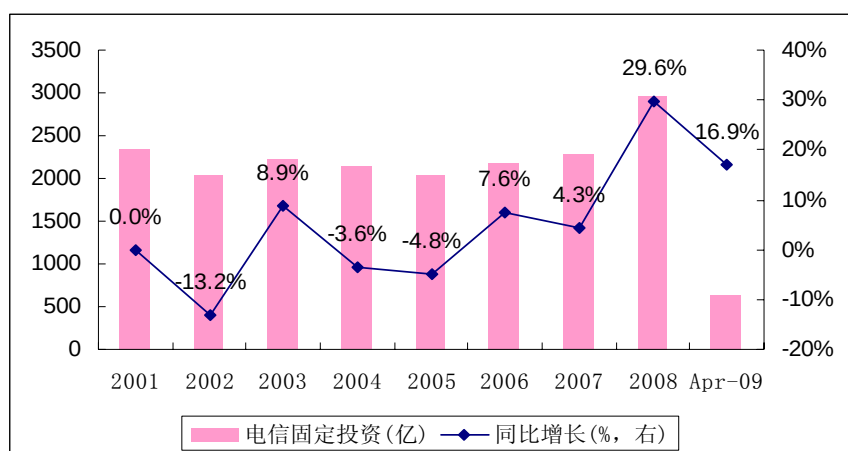
二、通信设备和服务行业：确定性成长可期

■ 运营商投资驱动下的确定性成长

● 随着08年电信重组正式展开，电信业投资加快，到08年12月份，国内电信固定资产投资全年达2953.7亿元，同比增速为29.6%。09年4月电信投资累计达647亿元，同比增长16.9%。电信投资明显加快，对通信设备与服务行业带来诸多机会（尤其是09年）。

● 对设备商来说，运营商建网回款通常滞后6-12个月，电信设备商通常要求有较高的流动性储备。我们预计，08年底和09年H1开始的大规模电信投资在设备商09年中报、Q3季报和年报中将逐步体现，并对其业绩确定性成长形成支撑。

图表 10: 09-Apr 电信投资增速 16.9%

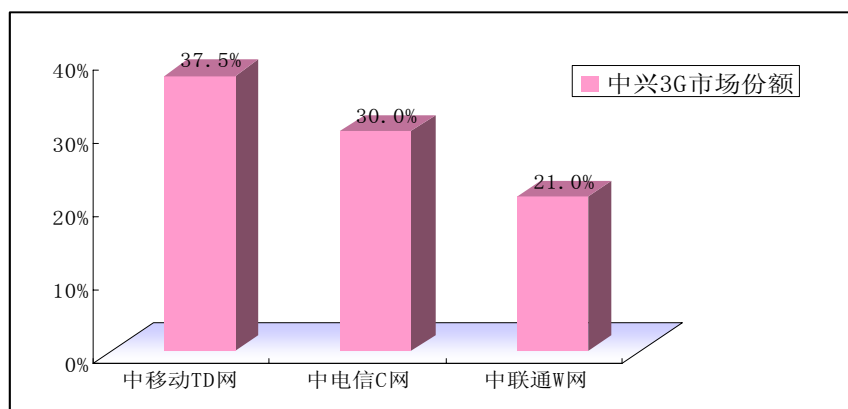


来源：工信部，爱建证券研究部整理

● 据悉，近日备受关注的中国移动TD三期设备招标的评分结果已出炉，中兴、华为、大唐位居前三名，获得较大市场份额。综合前三期招标，中兴份额第一。预计中移动TD将有第四期招标，可能延续前期货份额，对中兴形成持续利好预期。

● 目前看，中兴在国内3G市场份额综合第一。在中移动TD份额37%，中电信C网份额30%，中国联通W网份额21%左右。

图表 11: 中兴 3G 市场份额

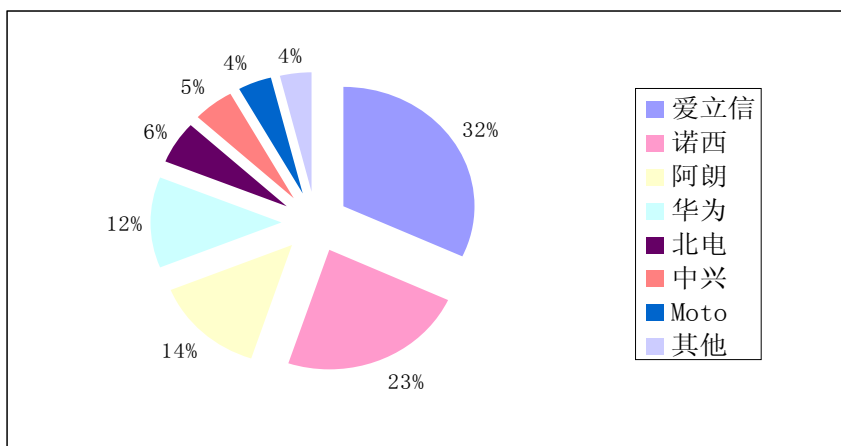


来源：爱建证券研究部整理

■ 份额替代效应带来新机会

- 在技术进步驱动的行业变革中，具备研发优势的企业通常份额替代中能获得先发优势，不断扩大自身市场份额。面临国际金融危机，国际不少设备商经营面临困境或出现倒退，市场份额下降。
- 对国内优势设备商来说，是一次提升国际市场份额的机会。尤其是国内3G建设中，本土设备商具有很强的份额替代优势。截至目前，国内3G网络建设国内厂商份额近75%。据统计，在全球电信设备商市场份额中，08年华为份额达12%，中兴通讯5%，市场份额已在快速提升。随着新兴市场电信投资加快，未来这一趋势仍将延续。

图表 12：08 年全球电信设备商市场份额

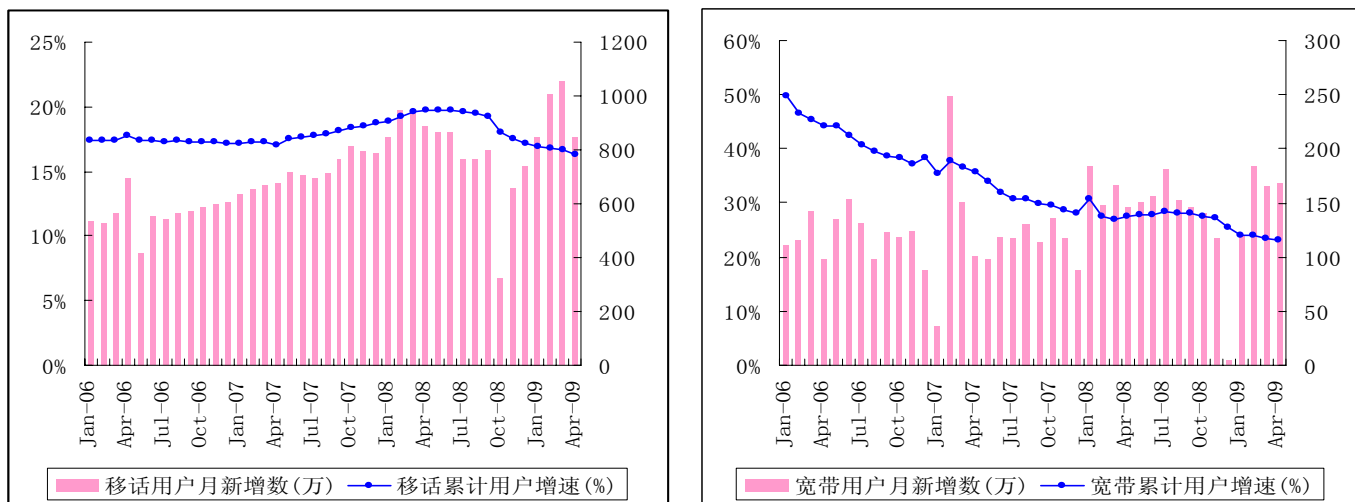


来源：爱建证券研究部整理

■ 移话和宽带市场依旧保持高增长

- 从用户增速看，国内移话和宽带市场累计用户增速仍达到16%和23%，保持较高增速。这仍是国内电信市场持续增长的两个主要驱动力。

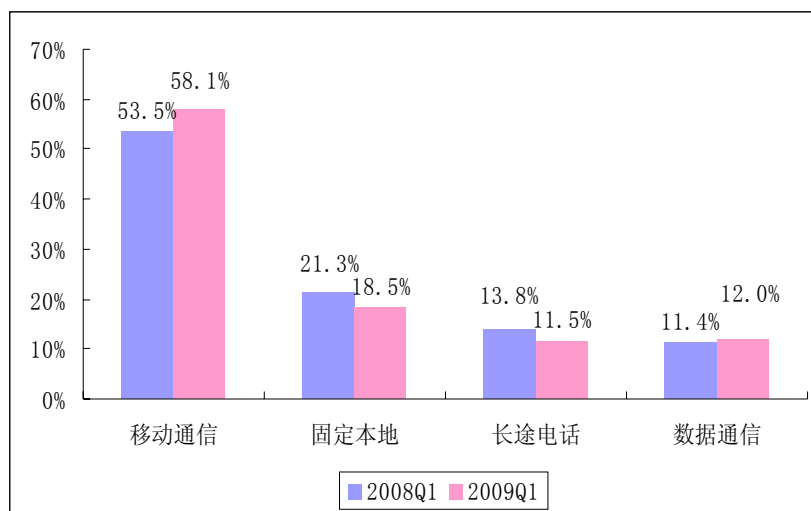
图表 13：移话累计用户增速 16%，宽带累计用户增速 23.2%



来源：工信部，爱建证券研究部整理

- 从电信业务收入增速看，移动和数据通信保持增长且收入占比上升。2009年Q1，移动通信收入和数据通信收入比上年同期分别增长10.4%和7.7%，在电信主营业务总收入中所占的比重比上年同期分别上升了4.6和0.6个百分点。
- 而长途电话业务收入和固定本地电话业务收入比上年同期分别减少15.3%和12.0%，在电信主营业务总收入中所占的比重比上年同期分别下降了2.8和2.3个百分点。

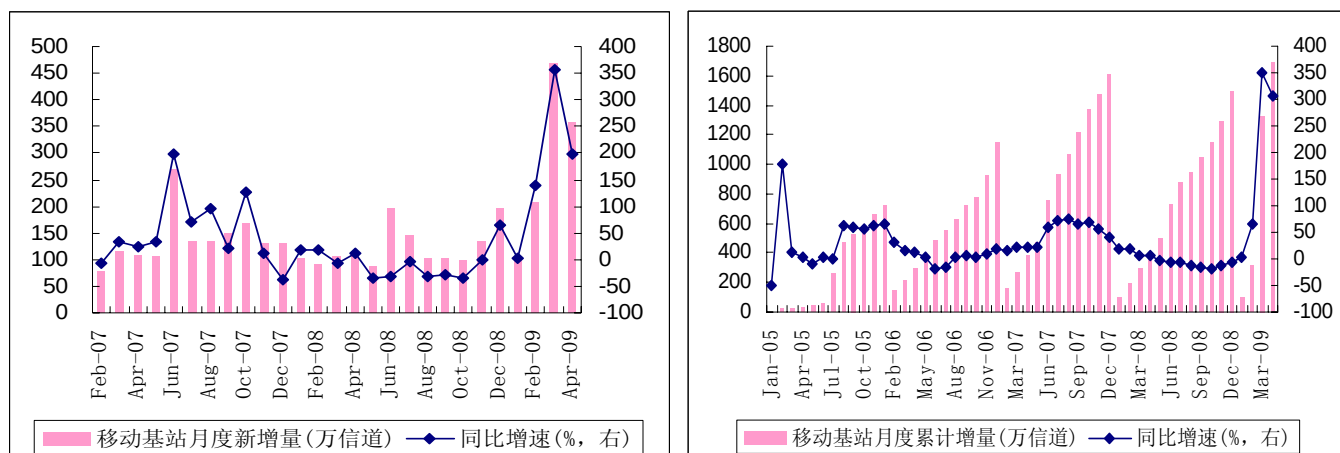
图表 14：09Q1 电信收入构成中，移动和数据通信占比持续上升



来源：工信部，爱建证券研究部整理

- 移话和宽带用户的高增长，以及移动通信业务和数据通信业务的持续增长带动移动通信基站需求上升。09年前4个月，移动通信基站月均新增284万信道（高于08年月均120万信道水平），同比月均增长170%以上。
- 3G建网高峰期对移动基站形成明显需求，对国内基站和网络覆盖优化相关设备商如武汉凡谷、三维通信等形成实质利好。

图表 15：09 年移动通信基站月度新增量明显加速，4 月份移动基站累计增量已超 07、08 全年水平

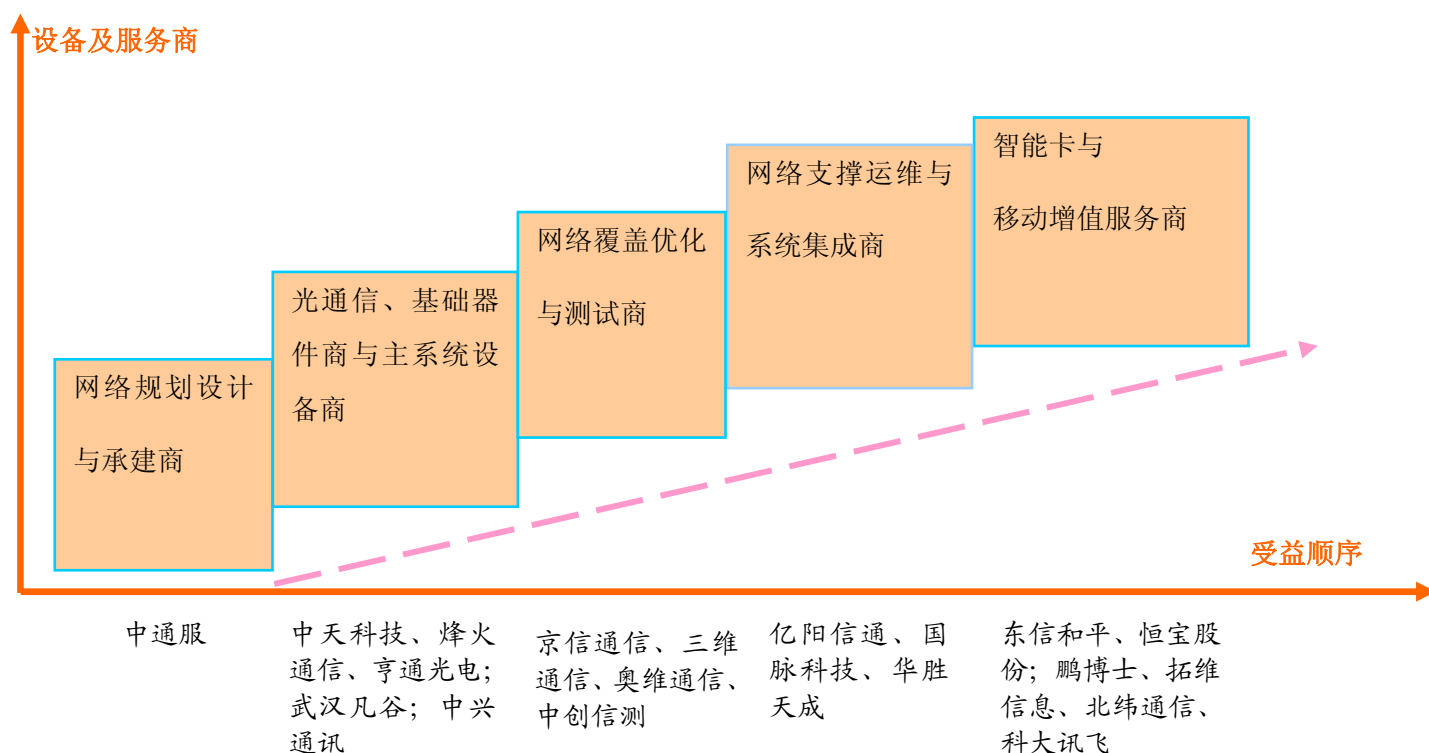


来源：工信部，爱建证券研究部整理

■ 产业链的投资时序与机会

- 从电信重组以来，我们一直坚持从产业链的视角寻找投资机会。因为电信重组后电信投资拉动将给产业链带来新机会，但受益时序不同。
- 最先受益的是产业链中的无线网和传输网，涵盖主设备商、基站和光通信等厂商；其次是核心网，涵盖网管系统、网络测试、网优覆盖厂商；接着是网络运维服务商、移动终端、智能卡、增值服务商；然后是电信运营商。不过，这一时序并不截然分开，有些招投标会同时展开。
- 各子行业上市公司在产业链中的受益时序，大致顺序可分为：（1）网络规划设计与承建商：中通服；（2）光通信、基础器件商与主系统设备商：中天科技、烽火通信、亨通光电，武汉凡谷，中兴通讯；（3）网络覆盖优化与测试商：京信通信、三维通信、奥维通信，中创信测；（4）网络支撑运维与系统集成商：亿阳信通、国脉科技、华胜天成；（5）智能卡与移动增值服务商：东信和平、恒宝股份，大唐电信；鹏博士、拓维信息、北纬通信。（6）运营商：中移动、中国联通、中电信。
- 布局Q3季报和年报，关注产业链时序后端的智能卡公司恒宝股份、东信和平和增值服务拓维信息、北纬通信。

图表 16：电信投资中通信设备及服务商受益顺序（投资时序图）



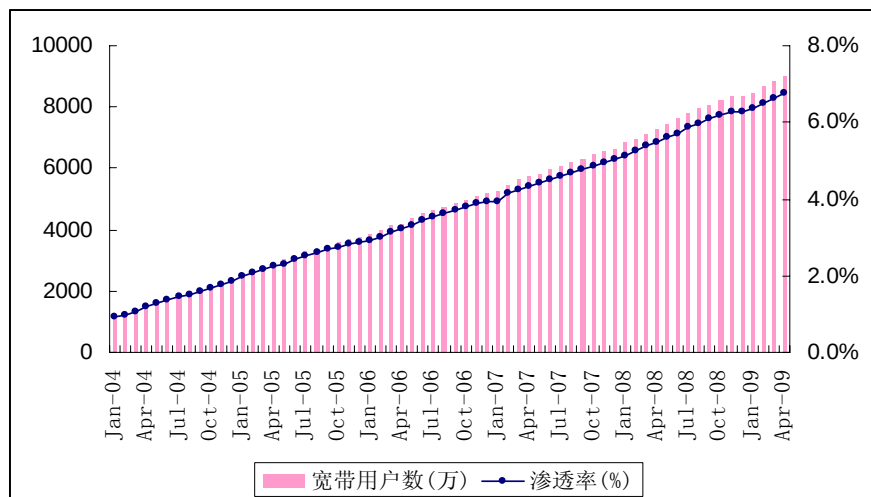
来源：爱建证券研究部整理

三、光通信：受益运营商移动宽带化战略

■ 宽带市场渗透率存在持续提升空间

- 目前，国内宽带市场主要由中电信和中联通运营，据工信部统计，目前它们宽带用户市场规模合计为8900万户左右，国内宽带市场渗透率为6.7%左右。
- 从亚太市场光通信普及率看，韩国为44%，香港28%，日本27%，台湾12%，国内光通信市场渗透率提升空间仍巨大。

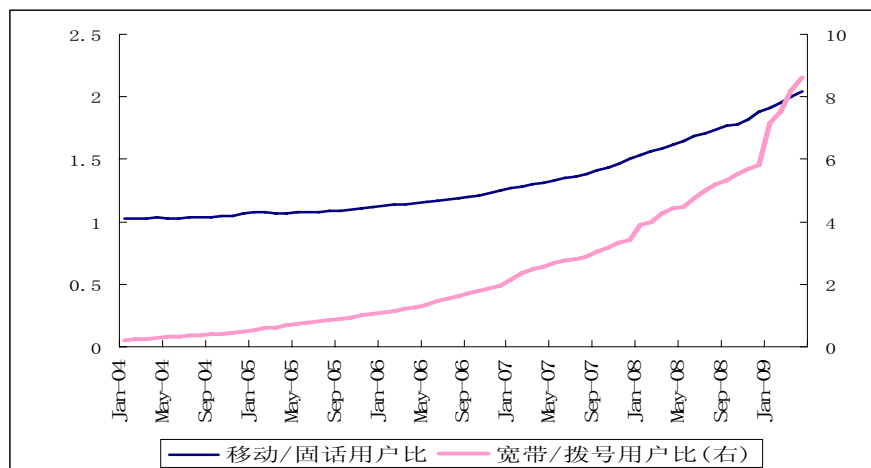
图表 17：国内宽带用户渗透率 6.7%，提升空间巨大



来源：公司公告，爱建证券研究部

- 在国内宽带市场渗透率上升的同时，宽带上网对拨号上网的替代效应显著。目前，宽带/拨号用户比为8.62，宽带用户增长为光通信行业主要驱动力。

图表 18：宽带/拨号用户比 8.62，移动/固话用户比 2.04

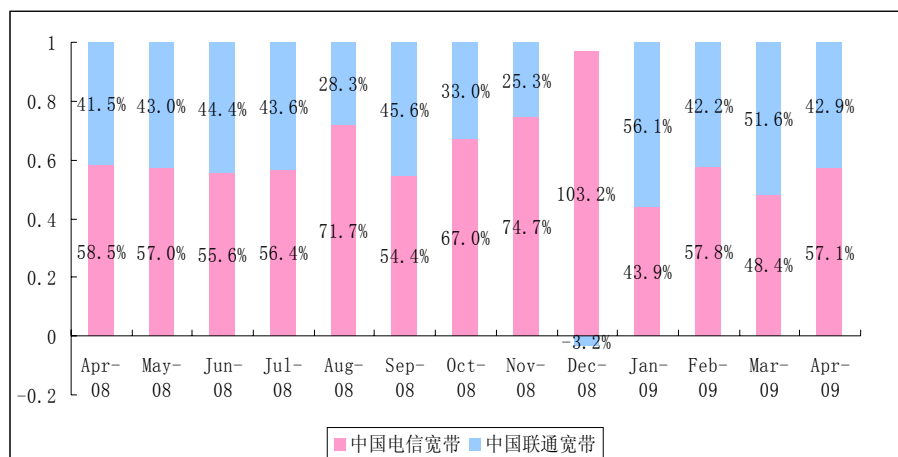


来源：爱建证券研究部整理

我们认为，未来几年光通信行业主要推动力来自两方面：运营商移动宽带化推动，及政府的城市光网络计划推动。例如，近期联通启动1100万线大规模EPON招标。

- 在宽带用户市场，中国电信4月份新增用户72万户，环比略降，同比增长10.8%，累计用户4749万户；同期中国联通新增用户54万户，同比增长16.9%，累计3315万户，联通新增用户市场份额为42.9%。我们认为，国内宽带市场渗透率仍处于较低水平，仅6.7%左右，随着FTTH推进仍将保持较快增长。

图表 19: 宽带月度新增用户市场份额

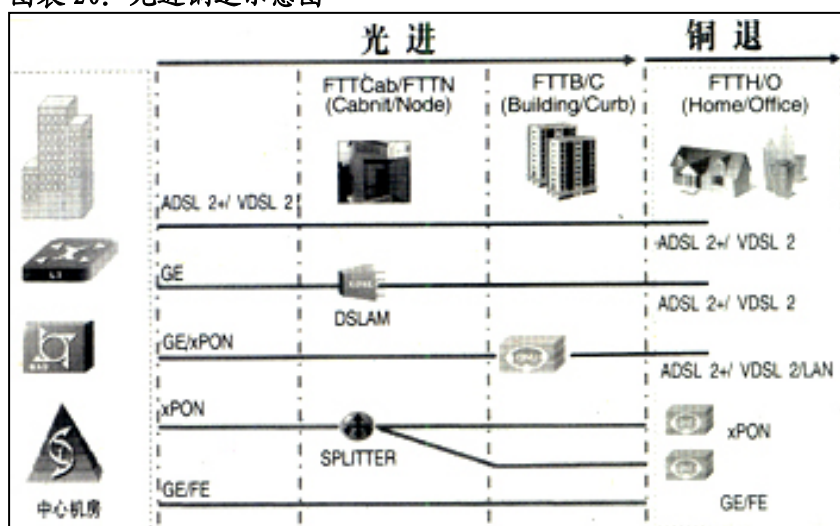


来源：公司公告，爱建证券研究部

■ 光进铜退推动 FTTX 发展

- 这几年随着FTTx技术的成熟和规模应用，FTTx的成本不断下降，据统计，2008年FTTB+LAN的建设成本（包括设备、线路、施工等）已经下降到了1000元人民币/线，与当前ADSL的建设成本相当，而FTTH的建设成本已降至2300元人民币/线。

图表 20: 光进铜退示意图



来源：C114，爱建证券研究部整理

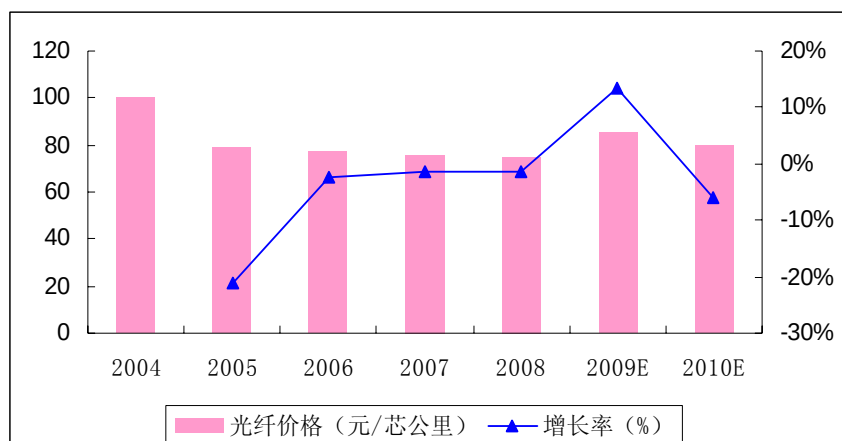
■ 光纤需求上升推动光纤价格上行

- 由于新的下一代移动互联网建设是未来行业发展趋势，高速移动通信及数据传输技术的发展将对光通信行业需求起拉动作用。预计未来2年国内光纤需求

量将维持20%以上的速度的增长。

- 08年国内光纤产能4500万芯公里左右，目前09年需求在5500万芯公里左右，缺口1000万芯公里。面对行业需求上升，国内主要光通信公司计划09年产能扩张约1000万芯公里左右，以满足行业实际增长需求。但目前看，国内光纤产能短期难以满足实际需求，推升光纤价格上涨，预计涨幅10%左右，达80-85元。

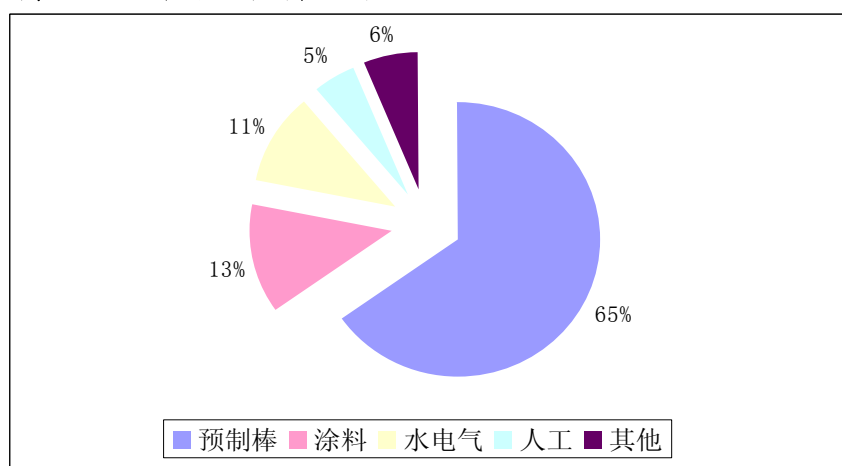
图表 21: 光纤价格预测



来源：爱建证券研究部整理

- 在光纤制造成本中，65%是光纤预制棒。2007年，国内进口预制棒995吨，国产预制棒290吨（占22.5%）。近两年，国内光纤预制棒75%-80%来自进口，主要进口国是日本。因此，预制棒价格受汇率因素和供需状况的影响，价格也有所上升，预计升幅在5%-10%左右。综合来看，光纤价格涨幅在覆盖成本涨幅后可提升毛利率15%以上。

图表 22: 光纤制造的成本结构



来源：爱建证券研究部整理

图表 23: 光纤价格变化提升其毛利率的敏感性分析

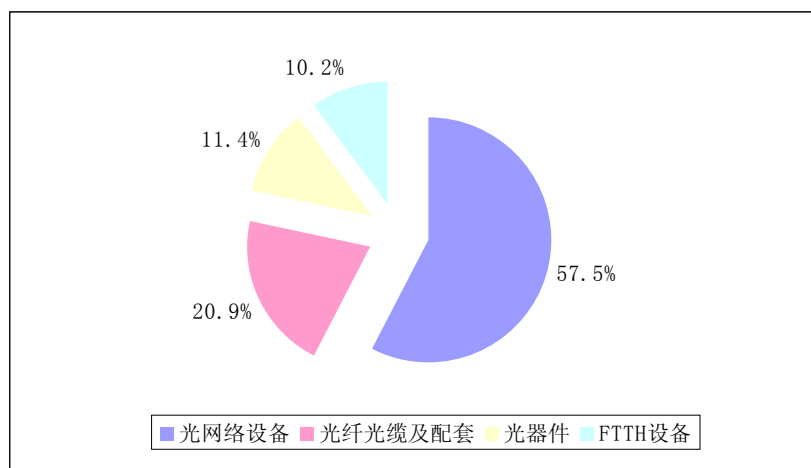
毛利率变化		预制棒价格变化						
		-5.0%	0.0%	5.0%	7.0%	10.0%	12.0%	15.0%
光纤价格变化	-5.0%	-8.4%	-24.0%	-39.6%	-45.8%	-55.1%	-61.4%	-70.7%
	0.0%	14.8%	0.0%	-14.8%	-20.7%	-29.6%	-35.5%	-44.4%
	5.0%	35.8%	21.7%	7.6%	2.0%	-6.5%	-12.1%	-20.6%
	7.0%	43.6%	29.8%	16.0%	10.4%	2.1%	-3.4%	-11.7%
	10.0%	54.9%	41.4%	28.0%	22.6%	14.5%	9.1%	1.0%
	12.0%	62.0%	48.8%	35.6%	30.3%	22.4%	17.1%	9.2%
	15.0%	72.3%	59.4%	46.5%	41.4%	33.7%	28.5%	20.8%

来源: 爱建证券研究部整理

■ 光通信子行业投资机会

- 目前, 国内光通信行业各子业务市场规模比例中, 光网络设备规模占比 57.5% 为最大, 其次是光纤光缆业务占比 20.9%, 光器件站 11.4%, FTTH 设备占比 10.2% 左右。重点关注光网络设备和光纤光缆子行业公司未来机会。

图表 24: 国内光通信行业各子业务市场规模比例



来源: 爱建证券研究部整理

- 随着“光进铜退”及光纤到户的推进, 光通信行业迎来诸多新机会。可以重点关注其中的优势企业如: 成长性明确的特缆供应商中天科技、向上游产业链延伸并进军电力电缆的亨通光电、产品线齐全的光网络系统设备商烽火通信。

四、行业估值水平比较分析

- 目前通信行业整体估值水平相对合理, 09 年 PE28 倍, PB4.1 倍左右, 较高的 PB 水平是因为行业整体盈利能力提升的结果。目前 A 股市场估值 PE25 倍、PB3.1 倍左右, 已进入合理估值区间。
- 在细分子行业中, 主设备商中兴通讯估值水平最低; 其次是光通信子行业估值较行业整体具有吸引力, 如亨通、中天、烽火; 产业链时序后端的运维服务、增值服务子行业估值水平整体较高, 智能卡子行业估值相对合理。

五、重点公司推荐

■ 中兴通讯

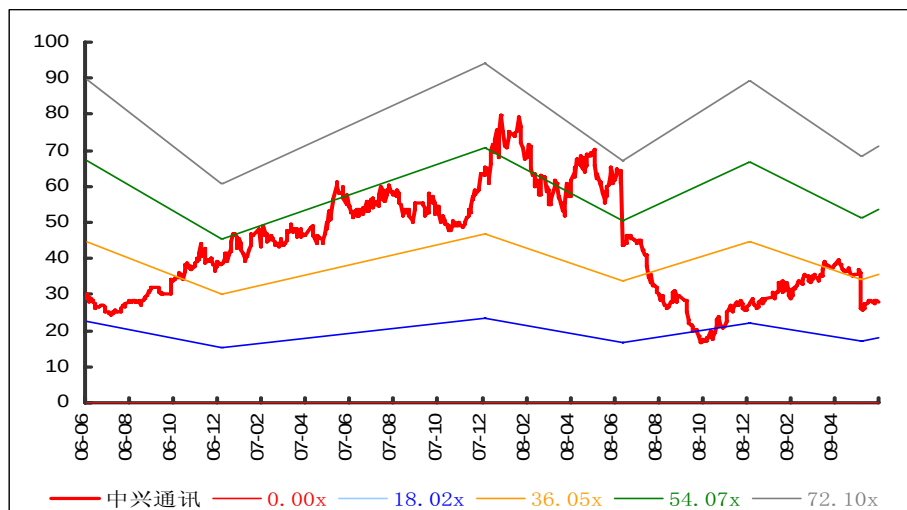
受运营商投资拉动，业绩成长确定性较高。重组后三大运营商08Q4开始加大投资力度，08全年电信投资增长29.6%。预计09年电信投资增速依旧高达25%，公司在国内电信设备市场综合实力居前，在中移动T网、中电信C网和中联通W网目前份额大37.5%、30%和21%左右，份额和实力相对均衡稳健。随着电信投资收入的逐渐确认，09年和10年业绩确定性成长可期待，或超预期。

受益国际份额替代。本轮金融危机给欧美一些国际设备商带来较大冲击，而国内设备商以成本和研发优势快速崛起。目前，在全球电信设备商市场份额中，国内主设备商份额得到明显提升，08年华为份额达12%，中兴通讯5%。随着欧美运营商投资逐渐恢复，以及新兴市场电信投资加快，未来国内主设备商份额提升这一趋势仍将延续。

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有：1）三大运营商后续招标中标；2）国际市场恢复增长，份额提升；3）09H2业绩超预期。

估值与建议。随着运营商资本支出加大，通信设备行业景气周期将持续，预计公司未来2年仍将保持30%左右复合增长，2009年~2010年EPS为1.30元和1.58元左右，估值较低。考虑到公司的行业龙头地位、较确定的成长性且相对较低的估值，给予“强烈推荐”评级，按照09年26倍PE估值，中期目标价34元。

图表 25：中兴通讯历史股价与 PE-Band 图



来源：Wind，爱建证券研究部整理

■ 中天科技

特缆龙头企业。公司主业分布于光纤光缆、射频电缆和电力电缆等领域，尽管公司所处行业竞争较激烈，但公司近几年脱颖而出成为国内特种线缆的龙头厂商，尤其在海底光电缆、电力特种光缆及特种导线方面优势明显。公司同

时受益于 3G 和电网大规模建设。公司 08 年营收增长 46.5%，盈利增长 73.2%，09Q1 营收增长 33.9%，盈利增长 103%，保持较快的盈利增速。

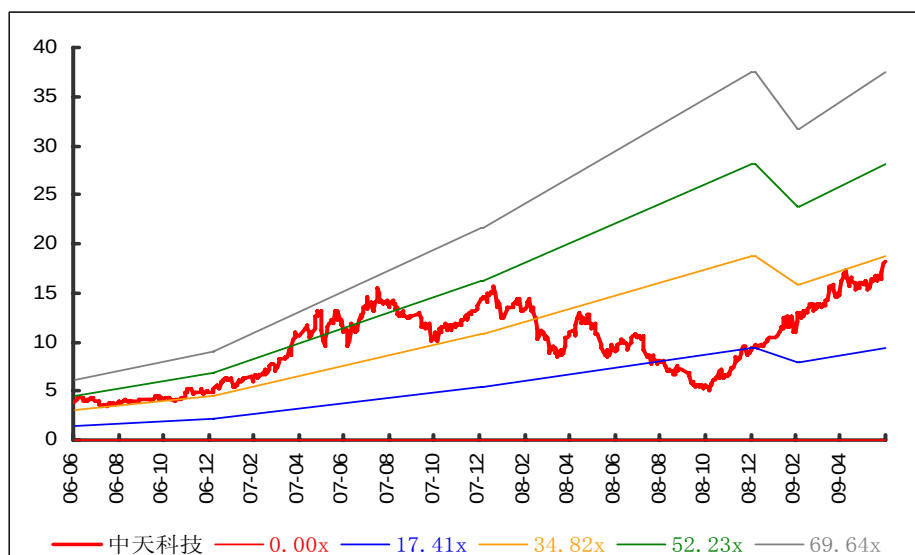
“通信缆+电力缆”双轮驱动促确定性成长。公司通信缆和电力缆是主要收入来源，08 年分别同比增长 32.2%和 67.5%，其中通信缆业务占比 43.7%，电力缆占 47.5%，且电力缆业务占比提升 6 个百分点。因受电信投资拉动，光纤光缆行业出现供不应求局面，价格恢复上升，通信缆业务毛利率升至 23.12%，而国家电网建设拉动电力缆需求，该业务毛利率达 15.51%。

海缆业务成新亮点。受海岛经济开发、特殊行业需求增长影响，中天海缆将成为公司未来的重要利润增长点。公司深海光缆已经在 UJ 国际认证中，09H1 前后可能出结果，通过后公司可能与国际海缆企业合作开拓国际国内海缆市场。高毛利率的海缆业务将成为新的增长动力。

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有：1) 电力缆和光纤光缆的后续项目中标；2) 海缆通过 UJ 国际认证；3) 市场转暖后参股的武汉光讯 IPO 上市；4) 09H1 业绩超预期。

估值与建议。预计公司 09 年~10 年 EPS 为 0.68 元和 0.85 元左右，估值具有吸引力，考虑到其确定性成长及业绩超预期可能，给予“强烈推荐”评级，中期目标价 21 元。

图表 26：中天科技历史股价与 PE-Band 图



来源：Wind，爱建证券研究部整理

■ 亨通光电

光纤市场领先地位。公司光纤光缆市场份额稳居国内第二，市场份额在 17% 左右（市场份额排名第一的是非上市公司“长飞光纤”）。公司光纤光缆产能在 550 万芯公里左右并扩产。公司有优秀的运营管理能力和费用控制能力，且集团公

司旗下资产质量良好。

向上游产业链延伸，预制棒项目提升盈利能力。公司2006年通过定向增发4000万股，募集资金3.12亿用于建设年产100吨预制棒项目，以完善产业链，为公司扩张打下基础。09年一期30吨进入试生产，年内将完成二期100吨（相当于340万芯公里左右光纤）的预制棒项目，且在2010年扩产至200吨。2010年起，该项目将降低光纤产品的采购成本，提高公司光纤产品的毛利率和盈利能力。

收购集团力缆，拓展盈利能力。公司非公开增发4200万股收购集团线缆100%股权和力缆75%股权。通过本次交易，公司的主业将由原来的以光棒、光纤、光缆产业链为主，拓展至电力电缆、通信电缆及各种特种线缆领域。业务价值链的延伸有助于降低市场周期性波动对公司业务产生的影响，并通过寻求新的利润增长点。本次收购将拓展公司盈利空间并增强盈利能力（详见4月20日报告《非公开增发收购集团线缆和力缆业务，提升综合竞争实力》）。

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有：1）预制棒项目顺利推进；2）整合电力电缆业务顺利；3）光纤需求强劲、价格上涨等。

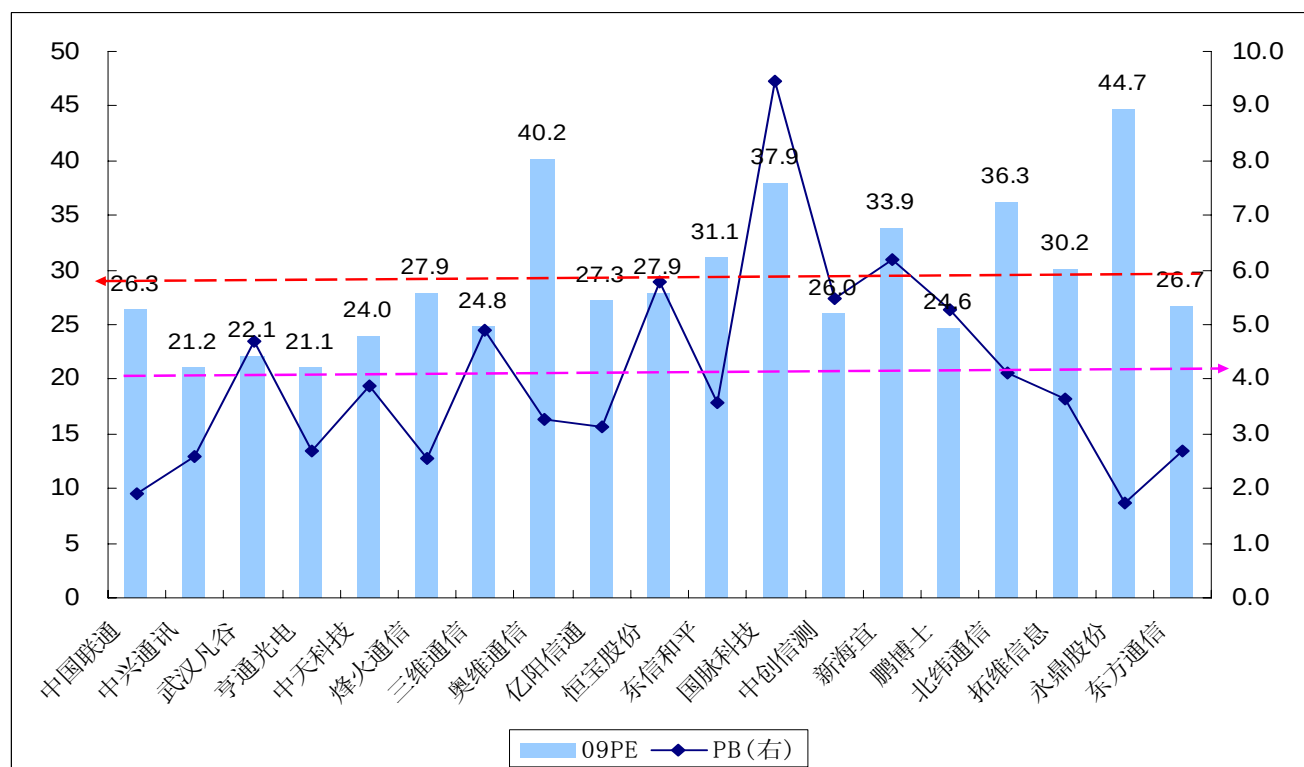
估值与建议。基于收购资产盈利能力较好，我们预计本次资产收购后上市公司未来两年盈利增速在30%左右。预计09年~10年EPS为0.89元、1.06元左右，估值较低，具有吸引力。给予公司“推荐”评级，中期目标价23元。

图表 27：亨通光电历史股价与 PE-Band 图



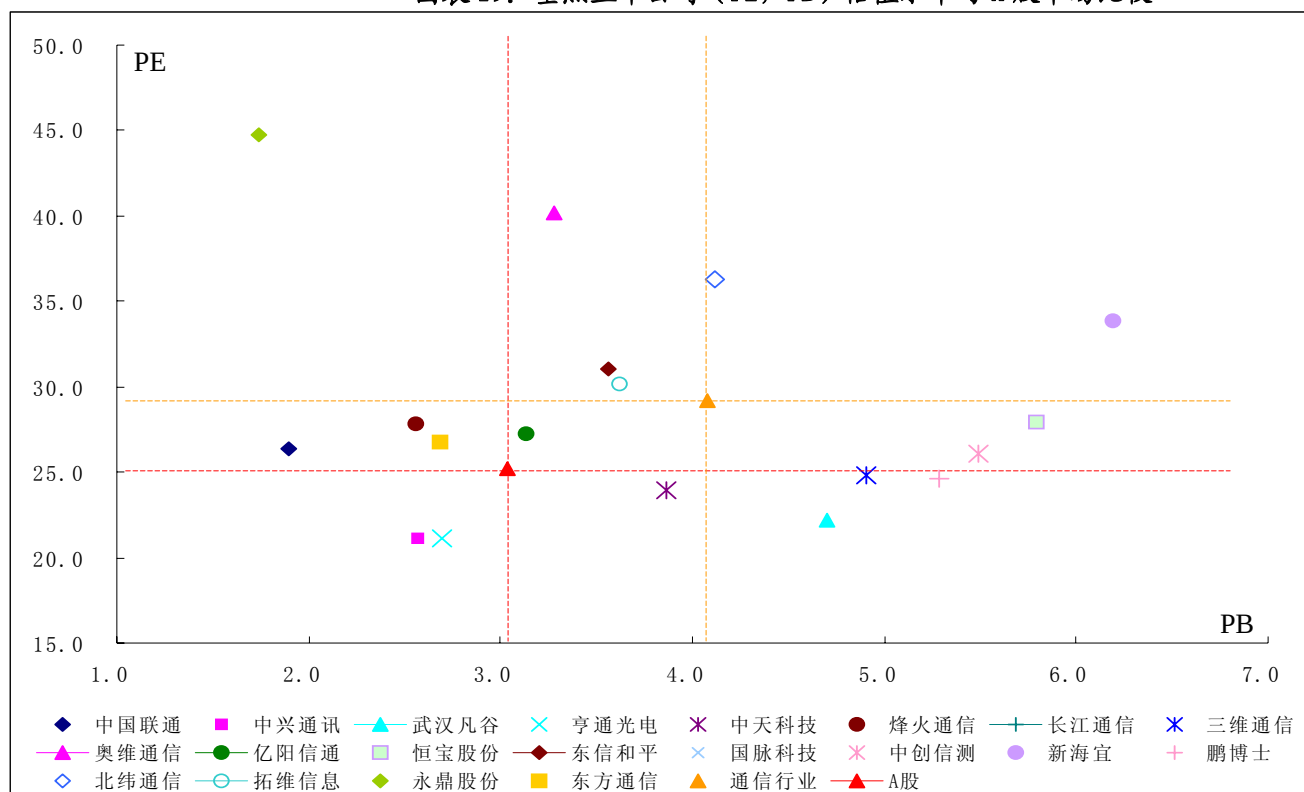
来源：Wind，爱建证券研究部整理

图表 28: 重点上市公司 (PE, PB) 估值水平及通信行业均值



来源: 爱建证券研究部整理

图表 29: 重点上市公司 (PE, PB) 估值水平与 A 股市场比较



来源: 爱建证券研究部整理

图表 30: 通信行业上市公司盈利预测表

(单位: 元)

股票	代码	股价 20090612	08 年 EPS	09E 年 EPS	10E 年 EPS	08 年 PE	09E 年 PE	10E 年 PE	PB	主营业务
中国联通	600050	6.32	0.930	0.240	0.260	6.8	26.3	24.3	1.9	通信运营
中兴通讯	000063	27.51	0.950	1.300	1.580	29.0	21.2	17.4	2.6	主系统设备
武汉凡谷	002194	16.61	0.590	0.750	0.920	28.2	22.1	18.1	4.7	射频器件
亨通光电	600487	18.79	0.640	0.890	1.060	29.4	21.1	17.7	2.7	光纤光缆
中天科技	600522	16.29	0.455	0.680	0.850	35.8	24.0	19.2	3.9	光缆特缆
烽火通信	600498	15.60	0.427	0.560	0.690	36.5	27.9	22.6	2.6	光网络设备
三维通信	002115	15.63	0.471	0.630	0.780	33.2	24.8	20.0	4.9	网优覆盖
亿阳信通	600289	12.55	0.210	0.460	0.590	59.8	27.3	21.3	3.1	网管系统
恒宝股份	002104	9.76	0.276	0.350	0.450	35.4	27.9	21.7	5.8	智能卡
东信和平	002017	11.18	0.274	0.360	0.450	40.8	31.1	24.8	3.6	智能卡
国脉科技	002093	15.90	0.290	0.420	0.570	54.8	37.9	27.9	9.4	集成运维
中创信测	600485	14.58	0.415	0.560	0.790	35.1	26.0	18.5	5.5	网络测试
新海宜	002089	10.85	0.150	0.320	0.460	72.3	33.9	23.6	6.2	网络配线
鹏博士	600804	8.13	0.150	0.330	0.430	54.2	24.6	18.9	5.3	增值服务
北纬通信	002148	20.69	0.460	0.570	0.760	45.0	36.3	27.2	4.1	增值服务
拓维信息	002261	25.03	0.700	0.830	1.020	35.8	30.2	24.5	3.6	增值服务
均值		15.34	0.377	0.480	0.604	40.8	29.2	22.3	4.1	

来源: 爱建证券研究部整理 (按最新总股本)

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。