

# 设备商业绩兑现，把握两条投资主线

## 通信行业 2009 年半年报综述及投资策略

通信行业

评级：推荐（维持）

跟踪报告

2009 年 9 月 8 日 星期二

### TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

### 行业及重点跟踪公司评级

| 子行业  | 行业<br>评级 | 上市公司 | 公司<br>评级 |
|------|----------|------|----------|
| 电信运营 | 中性       | 中国联通 | 中性       |
| 系统设备 | 推荐       | 中兴通讯 | 买入       |
|      | 推荐       | 武汉凡谷 | 买入       |
| 光通信  | 推荐       | 烽火通信 | 买入       |
|      | 推荐       | 光迅科技 | -        |
|      | 推荐       | 亨通光电 | 买入       |
|      | 推荐       | 中天科技 | 买入       |
| 网络优化 | 推荐       | 三维通信 | 增持       |
|      | 推荐       | 奥维通信 | 中性       |
| 网管软件 | 推荐       | 亿阳信通 | 增持       |
| 增值服务 | 推荐       | 北纬通信 | 增持       |
|      | 推荐       | 拓维信息 | 增持       |
| IC 卡 | 中性       | 大唐电信 | 中性       |
|      | 中性       | 东信和平 | 中性       |
|      | 中性       | 恒宝股份 | 中性       |
| 运营维护 | 中性       | 国脉科技 | 中性       |
| 测试设备 | 中性       | 中创信测 | 中性       |
| 手机终端 | 回避       |      | 减持       |

### 投资要点

#### □ 上半年行业回顾

- ✓ 09 年上半年我国实现电信业务收入 4,170 亿元，同比增长 2.3%。单月电信业务收入规模自 5 月份起扩大，一直持续到 7 月份，为今年以来的最大涨幅，主要原因是由于资费降幅在 7 月份有所收窄。09 年上半年我国完成电信固定资产投资 1,291 亿元，同比增长 13.7%，7 月份投资额达到 198 亿元，同比增长 14%，重新出现加快迹象。
- ✓ 移动电话用户增长二季度开始回落，7 月份仅新增用户 745 万户，环比回落加速。预计 8 月份的数据也不乐观，9 月份有望转好。09 年上半年我国共流失 1,088 万户固定电话用户，流失规模较去年同期扩大 19.2%，主要是小灵通用户转网速度加快。宽带用户数保持强劲增长态势，上半年新增用户 1,005 万户，同比增长 5.4%，累计用户达 9,348 万户，同比增长 22.3%，新增用户仍以 xDSL 用户为主，占比达 80%。

#### □ 半年报综述

- ✓ 上半年运营商营运指标及利润指标均出现了不同程度的下滑。三大运营商 EBITDA 率分别出现不同程度的下滑，主要是由于销售费用的增加以及网络运营成本的上升。
- ✓ 设备商业绩兑现，同比均有较大幅度的增长，利润率指标提升或持平的厂商居多，3G 投入效应开始出现，通信设备行业景气周期依然持续。

#### □ 行业估值及投资策略

- ✓ 目前通信板块 09 年动态 PE 为 33.6 倍，系统设备及相关、光通信、网络优化三个子行业具有估值优势，09 年下半年有望跑赢大盘。另外，网管软件、测试设备厂商的市盈率也在较低水平，也建议投资者积极关注。
- ✓ 短期内后 3G 品种业绩无法兑现，造成了高处不胜寒的现象，估值压力较大，但运营商中国联通仍存在交易性机会。回顾 09 年上半年，国内 3G 投入带动了设备商业绩大幅增长，中报以及未来 3 季报、年报都将得到兑现，设备商业绩再次超出预期的可能性降低。我们不妨把视野拓宽，重新剖析行业纵向和横向变化，把握这两条投资主线，进而挖掘仍有超预期可能的通信设备类上市公司。
- ✓ 第一条主线：海外市场复苏。Infonetics Research 预测 09 年下半年全球电信 CAPEX 将反弹，依据出口依存度和客户依存度，我们明确了投资标的：①长期复苏品种：中兴通讯，出口依存度高达 60.6%，客户结构分散，复苏较为缓慢。②短期复苏品种：武汉凡谷、光迅科技，出口收入占比较大，客户较为集中，复苏步伐可能超过预期。
- ✓ 第二条主线：投资结构与节奏变化。3G 带宽提高，对相应设备投入力度加大，光通信设备、网络优化、网管软件位列其中，而目前运营商的投入又重点集中于“测试、网优、网管”部分，其中投入占比最大的是网管软件，其次是网络优化，最小的是测试设备，09 年下半年这些子行业的业绩有望超预期，对应上市公司分别为亿阳信通、三维通信、中创信测。

## 目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 1. 上半年行业回顾.....                                   | 3  |
| 1.1 收入及投资 .....                                   | 3  |
| 1.2 用户数据 .....                                    | 4  |
| 1.3 设备产量 .....                                    | 5  |
| 2. 半年报综述.....                                     | 7  |
| 3. 行业估值及投资策略.....                                 | 10 |
| 4. 重点上市公司中报分析.....                                | 12 |
| 4.1 中国联通 (600050): ARPU 值降幅收窄 iPhone 引入得到证实 ..... | 12 |
| 4.2 中兴通讯 (000063): 区域互补优势增添成长动力 .....             | 13 |
| 4.3 武汉凡谷 (002194): 延续平稳增长态势, 驱动力微变 .....          | 15 |
| 4.4 烽火通信 (600498): 投资收益减少降低净利润增速 .....            | 16 |
| 4.5 亨通光电 (600487): 中期业绩符合预期 .....                 | 17 |
| 4.6 中天科技 (600522): 外延扩张与内生增长的惟妙结合 .....           | 18 |
| 4.7 三维通信 (002115): 营收持续快速增长 .....                 | 19 |
| 4.8 东信和平 (002017): 低谷未过, 业绩反转点日益临近 .....          | 20 |
| 4.9 恒宝股份 (002104): 半年业绩平淡, 经营环境未改善 .....          | 21 |
| 4.10 北纬通信 (002148): 经营状况出现波动, 长期成长趋势不改 .....      | 22 |
| 4.11 拓维信息 (002261): 产品结构改善, 设立公司投主业 .....         | 23 |
| 4.12 国脉科技 (002093): 收入增速放缓, 期待 3G 网络铺设进程加快 ..     | 24 |
| 4.13 北斗星通 (002151): 海洋渔业业务贡献营业收入增长 .....          | 24 |

## 图形目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1. 我国电信业务单月收入.....           | 3  |
| 图 2. 我国电信固定资产单月投资额.....        | 3  |
| 图 3. 移动电话用户单月净增数.....          | 4  |
| 图 4. 我国固定电话用户单月增加数.....        | 4  |
| 图 5. 我国宽带用户单月增加数.....          | 5  |
| 图 6. 我国移动通信基站设备单月产量.....       | 5  |
| 图 7. 我国程控交换机单月产量.....          | 6  |
| 图 8. 我国手机单月产量.....             | 6  |
| 图 9. 各子行业受益的时间序列及 3G 投入比例..... | 11 |

## 表格目录

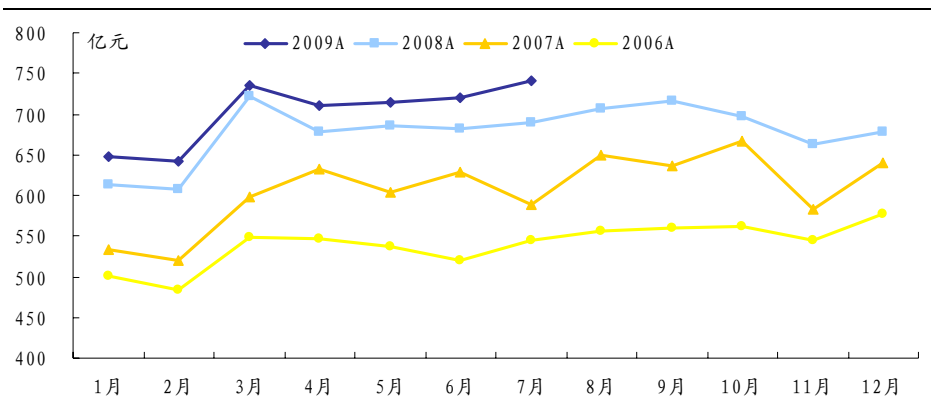
|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 1. 运营商主要财务数据对比.....      | 7  |
| 表 2. 通信子行业及上市公司半年业绩对比..... | 9  |
| 表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平.....   | 10 |
| 表 4. 上市公司出口依存度及客户依存度.....  | 11 |

## 1. 上半年行业回顾

### 1.1 收入及投资

09年上半年,我国实现电信业务收入4,170亿元,同比增长2.3%,其中电信主营业务收入4,056亿元,同比增长2.3%。单月电信业务收入规模自5月份起扩大,一直持续到7月份,7月份单月实现电信业务收入740亿元,同比增长7.3%,为今年以来的最大涨幅,收入增长态势有所恢复,我们分析主要原因是由于资费降幅在7月份有所收窄。

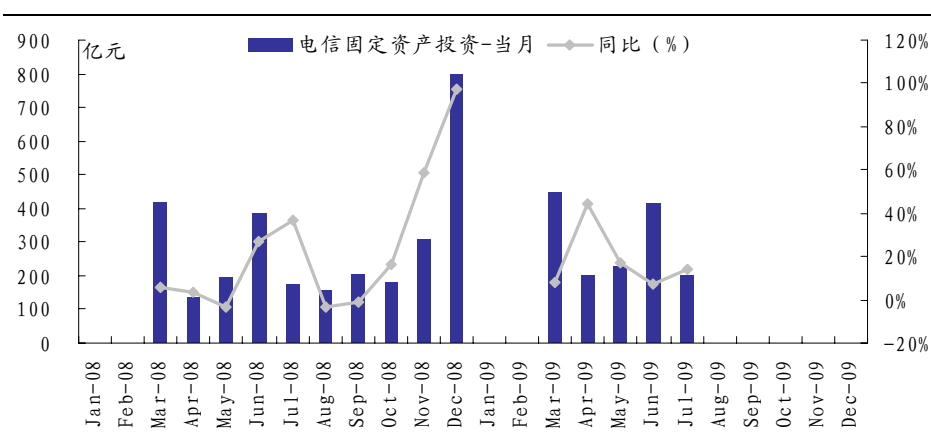
图 1.我国电信业务单月收入



资料来源: 东海证券研究所, 工信部

09年上半年,我国完成电信固定资产投资1,291亿元,同比增长13.7%。4,5月份单月投资额规模增速较大,主要是由于去年同期基数较小,6月份的投资有所放缓,但7月份投资额达到198亿元,同比增长14%,又开始出现加快迹象。

图 2.我国电信固定资产单月投资额

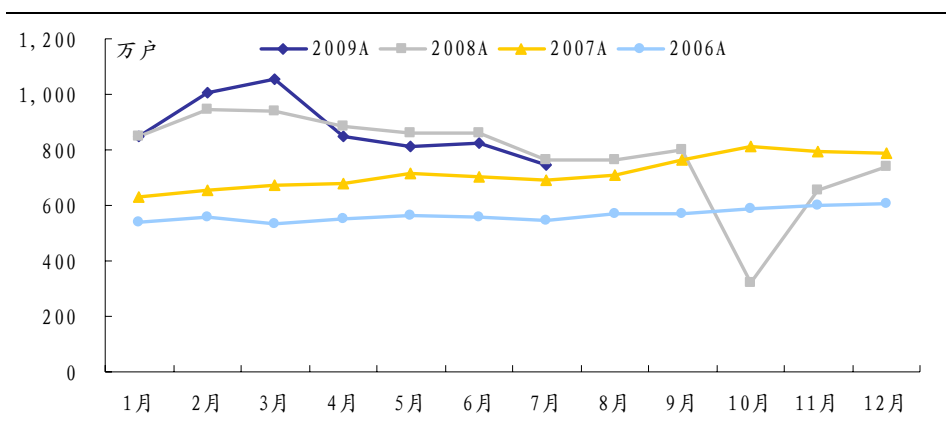


资料来源: 东海证券研究所, 工信部

## 1.2 用户数据

09年上半年我国新增移动电话用户 5,396 万户，同比增长 0.9%，总用户达 6.95 亿户，同比增长 15.7%。一季度表现季节现象明显，增长速度高于 08 年，二季度开始回落，7 月份新增用户仅 745 万户，同比减少 2.2%，环比减少 9.7%，回落幅度较大，但总用户超过了 7 亿户大关。我们预计 8 月份的数据也并不乐观，9 月份有望转好。

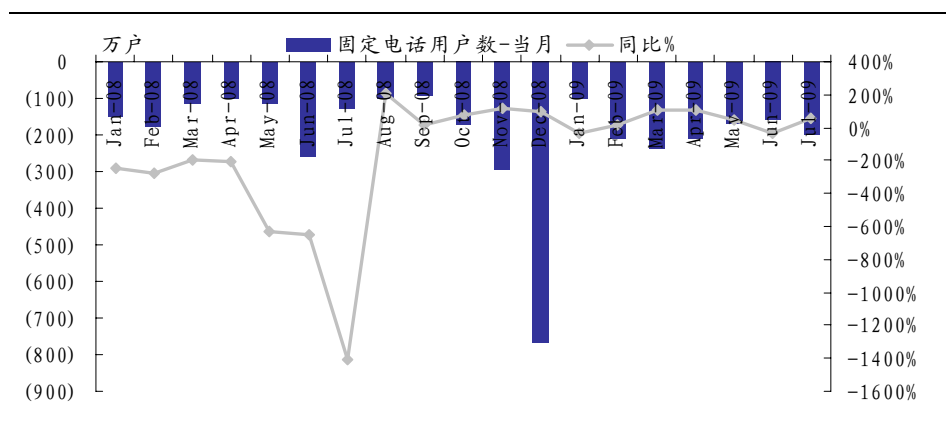
图 3. 移动电话用户单月净增数



资料来源：东海证券研究所，工信部

09年上半年我国共流失 1,088 万户固定电话用户，流失规模较去年同期扩大 19.2%，其中约 91% 为小灵通用户，这主要是由于小灵通用户转网速度加快。进入 7 月份，流失速度并没有放缓，7 月份共流失 198 万户。

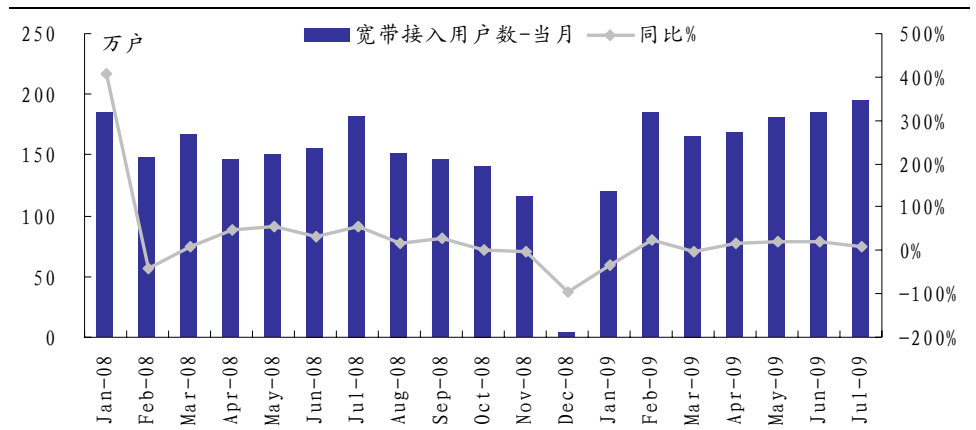
图 4. 我国固定电话用户单月增加数



资料来源：东海证券研究所，工信部

宽带用户数保持了强劲增长态势，上半年共新增用户 1,005 万户，同比增长 5.4%，累计用户达 9,348 万户，同比增长 22.3%，新增用户仍以 xDSL 用户为主，80% 来自于 xDSL。

图 5. 我国宽带用户单月增加数

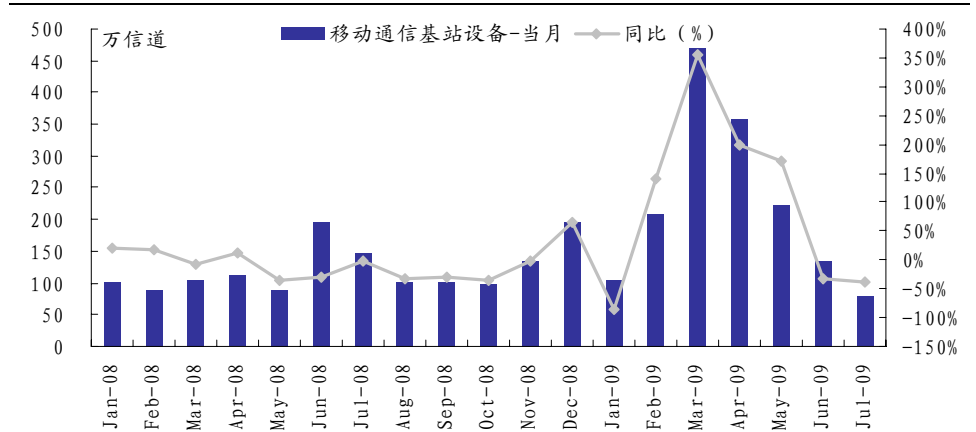


资料来源：东海证券研究所，工信部

### 1.3 设备产量

09 年上半年生产移动通信基站 2,153 万信道，同比增长 193.7%，其中 2-5 月份的增长速度较快，6 月份起开始回落，7 月份生产基站 79.6 万信道，同比减少 38.1%。我们认为 3G 建设规模有望在下半年得到延续，同时海外市场也有望逐步回暖，基站设备产量将同步恢复。

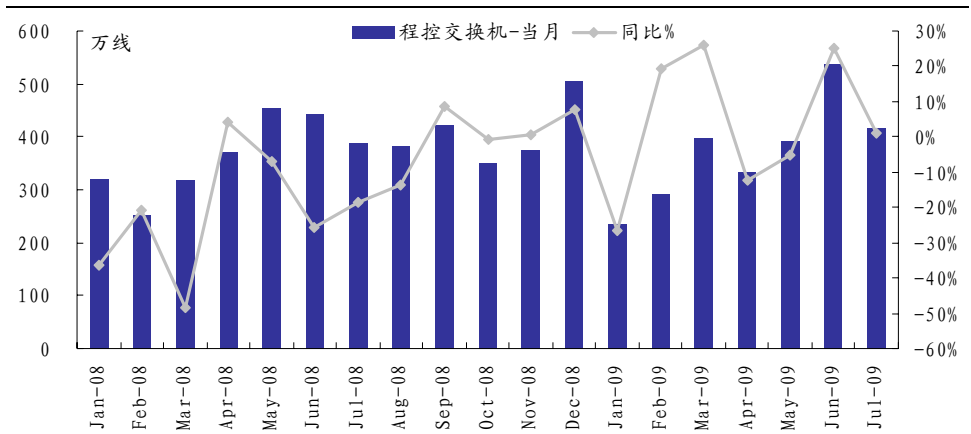
图 6. 我国移动通信基站设备单月产量



资料来源：东海证券研究所，国家统计局

上半年程控交换机产量为 2,187 万线，同比增长 4.4%，虽然固话用户数萎缩，但流失占比较大的为小灵通用户，并非城市和农村的固话用户。非小灵通固话萎缩的速度正在放缓，因此程控交换机的产量也略有回升，我们预计交换机产量未来将保持相对稳定。

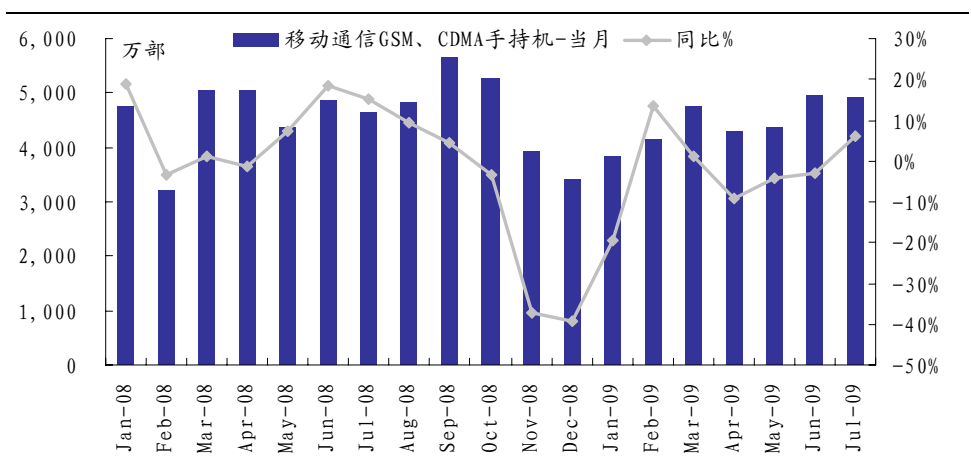
图 7. 我国程控交换机单月产量



资料来源：东海证券研究所，国家统计局

上半年我国手机产量为 2.67 亿部，同比减少 5.1%，减少幅度较年初有所放缓。7 月份手机产量再次回升，达到 4,914 万部，同比增长 6%。由于我国是手机出口大国，手机出口量约占总产量的 80%，而经济危机导致全球手机需求放缓，而恢复则将需要经历一个长期过程，目前底部已经基本形成，上升态势确定性在逐步增强。

图 8. 我国手机单月产量



资料来源：东海证券研究所，国家统计局

## 2. 半年报综述

上半年三大运营商合计实现营业收入 3,917.9 亿元, 同比增长 7%; EBITDA 为 1,825 亿元, 同比下降 1%; 净利润 703 亿元, 同比下降 9.3%。运营商运营指标及利润指标均出现了不同程度的下滑, 中国移动 EBITDA 率同比下降 1.5 个百分点, 下滑幅度最小, 下降原因主要是市场推广销售费用增加; 中国电信、中国联通分别同比下降 7.3、5.9 个百分点, 出现较大降幅, 也主要是由于销售费用的增加以及网络运营成本的上升。

表 1. 运营商主要财务数据对比

| 营业收入    | 1-2Q2009 | 1-2Q2008 | 同比%    | 2Q2009  | 2Q2008  | 同比%    |
|---------|----------|----------|--------|---------|---------|--------|
| 中国移动    | 2,129.1  | 1,954.6  | 8.9%   | 1,116.4 | 1,027.5 | 8.7%   |
| 中国电信    | 1,025.5  | 893.5    | 14.8%  | 516.7   | 450.8   | 14.6%  |
| 中国联通    | 763.2    | 814.6    | -6.3%  | 384.0   |         |        |
| 合计      | 3,917.9  | 3,662.7  | 7.0%   |         |         |        |
| EBITDA  | 1-2Q2009 | 1-2Q2008 | 同比%    | 2Q2009  | 2Q2008  | 同比%    |
| 中国移动    | 1,099.4  | 1,039.6  | 5.8%   | 565.6   | 543.9   | 4.0%   |
| 中国电信    | 433.4    | 442.7    | -2.1%  | 211.4   | 212.0   | -0.3%  |
| 中国联通    | 319.7    | 388.9    | -17.8% | 157.7   |         |        |
| 合计      | 1,852.5  | 1,871.1  | -1.0%  |         |         |        |
| EBITDA率 | 1-2Q2009 | 1-2Q2008 | 同比%    | 2Q2009  | 2Q2008  | 同比%    |
| 中国移动    | 51.6%    | 53.2%    | -1.5%  | 50.7%   | 52.9%   | -2.3%  |
| 中国电信    | 42.3%    | 49.5%    | -7.3%  | 40.9%   | 47.0%   | -6.1%  |
| 中国联通    | 41.9%    | 47.7%    | -5.9%  | 41.1%   |         |        |
| 合计      | 47.3%    | 51.1%    | -3.8%  |         |         |        |
| 净利润     | 1-2Q2009 | 1-2Q2008 | 同比%    | 2Q2009  | 2Q2008  | 同比%    |
| 中国移动    | 553.3    | 545.5    | 1.4%   | 301.3   | 306.0   | -1.5%  |
| 中国电信    | 84.1     | 116.1    | -27.5% | 37.1    | 51.4    | -27.7% |
| 中国联通    | 66.2     | 114.3    | -42.1% | 30.5    |         |        |
| 合计      | 703.6    | 775.9    | -9.3%  |         |         |        |

资料来源: 东海证券研究所 (注: 以上数据均为港股数据)

### 电信运营: 中性

正面: ①宽带用户保持强劲增长。②流失固话用户中非小灵通用户流失速度减缓。③增值业务收入保持高速增长。

负面: ①综合运营商固话业务收入受小灵通用户转网的影响下滑过快。②电信运营行业竞争加剧, 运营商销售支出增加。③全业务时代的来临, 3G 网络铺开, 运营支撑成本上升。

### 系统设备及相关: 推荐

正面: ①受益国内 3G 建设, 基站设备发货量增长较快。②全球移动市场 3G 化比例正逐步提高, 经济危机导致国际竞争对手实力受损, 国内厂商突破成熟市场、重塑市场格局机遇来临。③海外运营商紧缩开支, 设备采购更加倾向于性价比高的国内产品。

负面：①国内 3G 市场刚刚起步，“圈地运动”导致系统设备单价降幅过大，降低短期盈利水平。②上半年出口受阻，海外收入增长大幅放缓。③研发费用的增加快于收入的增长，费用压力凸显。

#### 光通信：推荐

正面：①受益国内 3G 建设，光传输设备、光纤光缆、光元器件发货量增长较快。②FTTx 建设规模正逐步扩大，光接入设备有望呈现高速增长态势。③产品短期内出现供不应求的局面，光纤光缆价格上升，利润率大幅提升。④原材料价格维持在低位，成本可控。

负面：①09 年 3G 基站铺设进入高峰，2010 年投入维持高位，但 09 年的高基数将影响 10 年的同比增幅。②光纤光缆价格 2010 年存在下滑的可能，进一步影响收入增速。③FTTx 相关设备价格可能出现持续下滑的局面。

#### 网络优化：推荐

正面：①运营商 3G 网络覆盖率特别是室内覆盖率较低，相应的运营支出以及 CAPEX 增长逐步增加。②行业整合推进，市场份额向优势企业集中。③优势企业向上游扩张，提高成本控制率。

负面：①受到运营商压制，价格下降导致毛利率下滑。②运营商回款周期长，对厂商现金流产生压力。③优化设备存在被微基站、光纤拉远、WiFi 技术等替代的可能。

#### 通信卡：中性

正面：①运营商 08 年下半年去库存完成后，09 年的采购量有所恢复。②高毛利率的 3G USIM 卡采购量增加将带动整体毛利率的提升。

负面：①通信 IC 卡采购价格持续下滑。②运营商招标引入新的厂商参与，导致竞争有所加剧。③ 3G USIM 卡功能并不完善，有待进一步改进。

#### 增值服务：推荐

正面：①行业监控有所放宽，回暖趋势较为确定。② 3G 提供良机，借助带宽优势，用户体验增强，爆发式增长存在可能。

负面：① 09 年传统业务增长大幅放缓，而创新业务对业绩的贡献有限，整体业绩难以表现。②新业务利润丰厚，而易模仿性可能导致新竞争者参与市场，利润率下降。

表 2. 通信子行业及上市公司半年业绩对比

| 公司简称    | 代码        | 营业收入    |        | 营业利润   |         |       |        | 净利润    |        |       |       |
|---------|-----------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
|         |           | 1H2009  | 同比%    | 1H2009 | 同比%     | 营业利润率 | 同比变化   | 1H2009 | 同比%    | 净利润率  | 同比变化  |
| 电信运营    |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 中国联通    | 600050.SH | 78,492  | -6.2%  | 8,255  | -39.8%  | 10.5% | -5.9%  | 2,185  | -57.2% | 2.8%  | -3.3% |
| 系统设备及相关 |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 中兴通讯    | 000063.SZ | 27,708  | 40.4%  | 634    | 36.9%   | 2.3%  | -0.1%  | 783    | 40.5%  | 2.8%  | 0.0%  |
| 武汉凡谷    | 002194.SZ | 704     | 19.8%  | 160    | 14.0%   | 22.7% | -1.1%  | 135    | 20.7%  | 19.2% | 0.1%  |
| 合计      |           | 28,412  | 39.8%  | 794    | 31.6%   | 2.8%  | -0.2%  | 919    | 37.2%  | 3.2%  | -0.1% |
| 光通信     |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 烽火通信    | 600498.SH | 1,949   | 47.8%  | 144    | 41.3%   | 7.4%  | -0.3%  | 142    | 35.0%  | 7.3%  | -0.7% |
| 亨通光电    | 600487.SH | 756     | 32.3%  | 91     | 99.0%   | 12.0% | 4.0%   | 67     | 103.4% | 8.8%  | 3.1%  |
| 中天科技    | 600522.SH | 1,833   | 30.3%  | 224    | 96.7%   | 12.2% | 4.1%   | 155    | 88.9%  | 8.5%  | 2.6%  |
| 光迅科技    | 002281.SZ | 382     | 5.7%   | 58     | 0.7%    | 15.1% | -0.7%  | 51     | 24.1%  | 13.4% | 2.0%  |
| 合计      |           | 4,920   | 34.5%  | 516    | 62.1%   | 10.5% | 1.8%   | 415    | 58.8%  | 8.4%  | 1.3%  |
| 网络优化    |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 三维通信    | 002115.SZ | 296     | 66.7%  | 33     | 45.1%   | 11.3% | -1.7%  | 30     | 31.4%  | 10.3% | -2.8% |
| 奥维通信    | 002231.SZ | 58      | 28.3%  | 4      | 49.2%   | 6.5%  | 0.9%   | 5      | 4.2%   | 8.7%  | -2.0% |
| 合计      |           | 355     | 58.9%  | 37     | 45.5%   | 10.5% | -1.0%  | 35     | 26.7%  | 10.0% | -2.5% |
| 通信卡     |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 东信和平    | 002017.SZ | 370     | -17.9% | 26     | 11.2%   | 7.1%  | 1.9%   | 22     | -14.2% | 5.8%  | 0.3%  |
| 恒宝股份    | 002104.SZ | 223     | 4.1%   | 40     | -6.9%   | 18.1% | -2.1%  | 37     | 5.1%   | 16.8% | 0.2%  |
| 合计      |           | 593     | -10.8% | 66     | -0.6%   | 11.2% | 1.2%   | 59     | -2.9%  | 9.9%  | 0.8%  |
| 增值服务    |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 北纬通信    | 002148.SZ | 71      | 8.7%   | 20     | -0.9%   | 27.7% | -2.7%  | 18     | 12.1%  | 25.8% | 0.8%  |
| 拓维信息    | 002261.SZ | 135     | 11.3%  | 50     | 7.7%    | 36.8% | -1.2%  | 42     | 1.7%   | 31.1% | -2.9% |
| 合计      |           | 205     | 10.4%  | 69     | 5.1%    | 33.7% | -1.7%  | 60     | 4.6%   | 29.3% | -1.6% |
| 其他      |           |         |        |        |         |       |        |        |        |       |       |
| 亿阳信通    | 600289.SH | 454     | 32.2%  | 60     | 43.3%   | 13.1% | 1.0%   | 54     | 36.2%  | 11.9% | 0.4%  |
| 中创信测    | 600485.SH | 104     | 11.0%  | (4)    | -192.8% | -3.9% | -8.5%  | 9      | -26.6% | 8.3%  | -4.3% |
| 国脉科技    | 002093.SZ | 322     | 24.1%  | 66     | -6.5%   | 20.4% | -6.7%  | 57     | 12.8%  | 17.6% | -1.8% |
| 北斗星通    | 002151.SZ | 147     | 40.6%  | 25     | -12.0%  | 16.9% | -10.1% | 23     | 2.5%   | 15.4% | -5.7% |
| 合计      |           | 1,027   | 28.2%  | 146    | 1.2%    | 14.2% | -3.8%  | 142    | 14.7%  | 13.8% | -1.6% |
| 通信板块合计  |           | 114,005 | 4.1%   | 9,883  | -33.9%  | 8.7%  | -5.0%  | 3,816  | -39.5% | 3.3%  | -2.4% |

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

### 3. 行业估值及投资策略

目前通信板块 09 年动态 PE 为 33.6 倍，其中电信运营商 32.2 倍，系统设备及相关 24.5 倍，光通信 29.7 倍（剔除光迅科技后为 25.5 倍），网络优化 41.5 倍（主要是由于奥维通信业绩低，而三维通信仅为 26.5 倍），通信卡 30.4 倍，增值服务 43.1 倍。从估值水平上看系统设备及相关、光通信、网络优化三个子行业具有估值优势，09 年下半年有望跑赢大盘。另外，网管软件、测试设备厂商的市盈率也在较低水平，也建议投资者积极关注。

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

| 公司简称    | 代码        | 投资<br>评级 | 总市值<br>(亿元) | 流通市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 每股收益 |      |      | 市盈率   |       |       | CAGR   | PEG  | 最新<br>市净率 |
|---------|-----------|----------|-------------|--------------|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|------|-----------|
|         |           |          |             |              |           | 08A  | 09E  | 10E  | 08A   | 09E   | 10E   | 08/10年 | 09E  |           |
| 电信运营    |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 中国联通    | 600050.SH | 中性       | 1,377.8     | 1,377.8      | 6.50      | 0.93 | 0.20 | 0.23 | 7.0x  | 32.2x | 28.3x | -4.7%  | NA   | 2.0x      |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 7.0x  | 32.2x | 28.3x |        |      | 2.0x      |
| 系统设备及相关 |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 中兴通讯    | 000063.SZ | 买入       | 667.0       | 534.4        | 36.42     | 0.91 | 1.36 | 1.72 | 40.2x | 26.7x | 21.2x | 36.0%  | 0.7x | 4.5x      |
| 武汉凡谷    | 002194.SZ | 买入       | 90.1        | 22.8         | 16.20     | 0.59 | 0.73 | 0.89 | 27.4x | 22.2x | 18.2x | 29.2%  | 0.8x | 4.7x      |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 33.8x | 24.5x | 19.7x |        |      | 4.6x      |
| 光通信     |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 烽火通信    | 600498.SH | 买入       | 86.8        | 42.3         | 21.18     | 0.43 | 0.62 | 0.79 | 49.5x | 33.9x | 26.8x | 45.3%  | 0.7x | 3.4x      |
| 亨通光电    | 600487.SH | 买入       | 36.3        | 36.3         | 21.86     | 0.64 | 0.98 | 1.17 | 34.1x | 22.3x | 18.7x | 34.5%  | 0.6x | 3.1x      |
| 中天科技    | 600522.SH | 买入       | 62.1        | 52.4         | 19.36     | 0.46 | 0.95 | 1.11 | 42.5x | 20.3x | 17.5x | 61.6%  | 0.3x | 4.3x      |
| 光迅科技    | 002281.SZ | -        | 43.2        | 8.6          | 26.98     | 0.48 | 0.64 | 0.80 | 56.8x | 42.1x | 33.6x | 23.7%  | 1.8x | 16.6x     |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 45.7x | 29.7x | 24.1x |        |      | 6.8x      |
| 网络优化    |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 三维通信    | 002115.SZ | 增持       | 21.9        | 10.2         | 18.29     | 0.47 | 0.69 | 0.85 | 38.8x | 26.5x | 21.4x | 34.7%  | 0.8x | 5.8x      |
| 奥维通信    | 002231.SZ | 中性       | 13.1        | 3.3          | 12.25     | 0.19 | 0.22 | 0.24 | 65.5x | 56.4x | 52.1x | -10.4% | NA   | 3.5x      |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 52.2x | 41.5x | 36.8x |        |      | 4.6x      |
| 通信卡     |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 东信和平    | 002017.SZ | 中性       | 14.9        | 14.7         | 9.72      | 0.27 | 0.32 | 0.42 | 35.5x | 30.5x | 23.3x | 16.2%  | 1.9x | 3.0x      |
| 恒宝股份    | 002104.SZ | 中性       | 26.3        | 13.9         | 8.94      | 0.28 | 0.30 | 0.35 | 32.4x | 30.2x | 25.9x | 18.3%  | 1.7x | 5.4x      |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 33.9x | 30.4x | 24.6x |        |      | 4.2x      |
| 增值服务    |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 北纬通信    | 002148.SZ | 增持       | 20.3        | 12.1         | 26.90     | 0.46 | 0.54 | 0.69 | 59.0x | 49.6x | 39.2x | 17.6%  | 2.8x | 5.4x      |
| 拓维信息    | 002261.SZ | 增持       | 32.6        | 16.7         | 29.16     | 0.70 | 0.80 | 0.99 | 41.6x | 36.6x | 29.6x | 20.3%  | 1.8x | 5.7x      |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 50.3x | 43.1x | 34.4x |        |      | 5.6x      |
| 其他      |           |          |             |              |           |      |      |      |       |       |       |        |      |           |
| 亿阳信通    | 600289.SH | 增持       | 47.0        | 47.0         | 13.34     | 0.21 | 0.53 | 0.71 | 63.7x | 25.4x | 18.8x | 25.9%  | 1.0x | 3.4x      |
| 中创信测    | 600485.SH | 中性       | 19.2        | 19.2         | 14.04     | 0.42 | 0.54 | 0.68 | 33.8x | 26.2x | 20.6x | 51.3%  | 0.5x | 5.1x      |
| 国脉科技    | 002093.SZ | 中性       | 36.5        | 10.3         | 13.68     | 0.29 | 0.39 | 0.58 | 47.1x | 34.7x | 23.4x | 41.1%  | 0.8x | 7.7x      |
| 北斗星通    | 002151.SZ | 中性       | 26.3        | 6.6          | 28.90     | 0.50 | 0.53 | 0.68 | 57.3x | 54.3x | 42.6x | 17.9%  | 3.0x | 8.8x      |
| 平均值     |           |          |             |              |           |      |      |      | 50.5x | 35.1x | 26.4x |        |      | 6.2x      |
| 通信板块均值  |           |          |             |              |           |      |      |      | 41.9x | 33.6x | 27.3x |        |      | 5.3x      |

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

回顾 09 年上半年，国内 3G 投入带动了设备商业绩大幅增长，中报以及未来 3 季报、年报中都将得到兑现，设备商业绩再次超出预期的可能性降低，而后 3G 品种短期内业绩无法兑现，造成了高处不胜寒的现象，估值压力较大。我们不妨把视野拓宽，重新剖析行业纵向和横向变化，把握这两条投资主线，进而挖掘仍有超预期可能的上市公司。

#### 第一条主线：海外市场复苏

根据 Infonetics Research 的报告，基于“如果运营商不对其满负荷运转的网络进行投资扩容的话，用户将有倒向竞争对手的危险。”的假设，预计

09年下半年全球电信 CAPEX 将反弹，但全年仍将同比下降 2.8%，2010 年将平坦增长，2011 年开始进入新一轮的投资增长周期。国内设备商受益国内 3G 建设确定高，但多数企业出口依存度并不高，而海外电信设备市场有望在年底出现反弹，也使我们进一步明确了投资标的：①长期复苏品种：中兴通讯，出口依存度高达 60.6%，客户结构分散，复苏较为缓慢。②短期复苏品种：武汉凡谷、光迅科技，出口收入占比较大，客户较为集中，复苏步伐可能超过预期。

表 4. 上市公司出口依存度及客户依存度

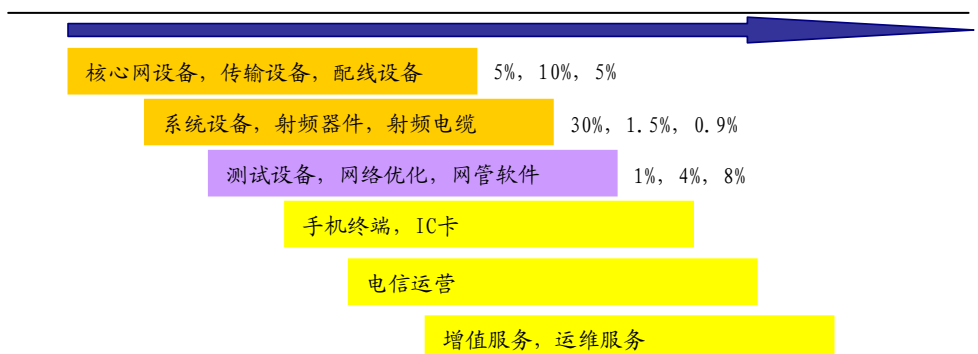
| 项目           | 中兴通讯  | 武汉凡谷   | 烽火通信   | 亨通光电   | 中天科技  | 光迅科技  | 亿阳信通  | 三维通信   |
|--------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 08年出口收入比重    | 60.6% | 22.9%  | 7.3%   | 6.6%   | 8.8%  | 36.7% | -     | 4.6%   |
| 08年前5名客户收入比重 | 17.2% | 94.6%  | 13.0%  | 12.9%  | 8.4%  | 57.8% | 23.8% | 37.3%  |
| 09年中期海外收入增速  | 0.7%  | -54.5% | -29.4% | -76.5% | 29.1% | -     | -     | -16.1% |

资料来源：东海证券研究所

## 第二条主线：投资结构与节奏变化

3G 带宽提高，对相应设备投入力度加大：①光通信设备：光传输、光纤光缆、光电器件需求加大；②网络优化：3G 覆盖率低，网优设备需要持续的长期投入；③网管：业务增多，给网管软件提出更高的要求，种类也增多。目前运营商的投入集中于“紫色”部分，建议重点关注，投入占比最大的是网管软件，其次是网络优化，最小的是测试设备，09 年下半年这些子行业的业绩有望超预期，对应上市公司分别为亿阳信通、三维通信、中创信测。

图 9. 各子行业受益的时间序列及 3G 投入比例



资料来源：东海证券研究所

## 4. 重点上市公司中报分析

### 4.1 中国联通（600050）：ARPU 值降幅收窄 iPhone 引入得到证实

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 784.92 亿元，同比减少 6.2%；营业利润 82.55 亿元，同比减少 39.8%；持续业务（扣除 CDMA）净利润 65.15 亿元，同比减少 42.1%；归属母公司所有者的净利润 21.85 亿元，同比减少 57.2%；每股收益 0.103 元，业绩略低于预期，主要是由于固网收入低于预期。其中二季度公司实现营业收入 394.93 亿元，环比增长 1.3%，积极信号开始出现；归属母公司所有者的净利润 10.15 亿元，环比减少 13.2%，每股收益 0.048 元。

固网业务拖累收入增长。上半年公司实现通信服务收入 766.1 亿元，同比减少 4.2%，其中移动业务收入 350.7 亿元，同比增长 6.2%；固网业务收入 414 亿元，同比减少 11.4%，剔除初装费后同比减少 9.8%。固网业务中，固话及小灵通收入 215.7 亿元，同比减少 17.2%，成为拖累收入增长的根本因素，宽带收入 120.9 亿元，同比增长 10.3%。

移动业务 ARPU 降幅收窄，只待用户数据走高。1-6 月移动业务 ARPU 值为 41.7 元，同比下降 4.3%，而较 1-3 月 ARPU 值提高 0.4 元，第二季度 ARPU 值降幅继续收窄。移动语音收入约 250 亿元，同比增长 2.7%，而 08 年全年语音收入仅与 07 年持平，可以看到 09 年上半年移动语音收入开始恢复增长；移动增值服务收入 94 亿元，同比增长 17.1%，增速小于 08 年全年 20% 的增速，略有放缓，占移动服务收入比重已达 26.8%，同比提高 2.5 个百分点，增值服务依然是驱动移动业务增长的主要因素。上半年新增 GSM 用户 701.2 万户，月均增加 116.8 万户，与 08 年上半年的 117.2 万户基本持平，但 5 月份开始新增用户大幅放缓，对业绩有所拖累，并且已持续到 3 季度。我们认为公司销售力度还未开始加大，预计 9 月份 3G 规模放号后，运营数据有望走出低谷，届时移动收入增长恢复速度有望加快。

固话及小灵通用户持续流失，宽带 ARPU 值下降。由于移动替代效应及小灵通转网的因素，上半年公司流失 111.8 万固话用户，低于去年同期的 231 万户，流失速度放慢，固话 ARPU 值 32 元，较去年全年减少 2.8 元。宽带用户增长保持强劲态势，半年新增 483 万户，大于去年同期的 359 万户，但由于积极的营销策略导致宽带 ARPU 值同比下降 13.5% 至 60.2 元。

营业利润降幅大于收入降幅，系成本费用上升降低利润率所致。公司营业利润率 10.5%，同比降低 5.9 个百分点。营业成本同比上升 1.3%，主要是由于：①网络及基站规模扩大，运营及支撑成本同比增长 27.6% 至 110 亿元。②新增联通运营公司租赁南方固定电信网络费用 9.07 亿元。期间费用率 20.9%，同比上升 1.2 个百分点，主要是由于“沃”品牌的推出，宣传费用增

加。

归属母公司权益比例恢复正常。09 年上半年公司归属母公司权益比例为 33.54%，已恢复到正常水平，而去年同期为 42.9%，主要是由于红筹公司吸收合并网通带来影响，若剔除这部分，公司归属母公司的净利润增速将于营业利润增速基本持平。

3G 计划商用规模扩大，引入 iPhone 得到证实。5 月 17 日公司试商用城市数为 56 个，目前已经扩大到 268 个，而由于建设成本降低，公司 3G 网络将在年内覆盖 335 个，较年初计划增加 51 个。半年报中，公司首次公开确认引入 iPhone 事实，证实 8 月 28 日公司已与苹果公司签订三年的 iPhone 手机销售协议，并将在第 4 季度推出，同时由于我国政策法规的限制，联通并不与苹果公司进行收入分成，从长期看保证了联通收益，对联通十分有利。由于与苹果的合作细节仍未公布，很难计算出对公司业绩的影响，但我们会密切跟踪。

由于公司与西班牙电信签订了相互投资协议，联通 A 股间接持有红筹公司股份比例由 33.59%下降至 32.64%，我们继续下调中报点评给出的 2009-2011 年每股收益 0.208 元、0.237 元、0.295 元的盈利预测，调整后每股收益分别为 0.202 元，0.23 元，0.287 元，对应动态市盈率分别为 32x、28x、23x，估值水平合理，维持对公司“中性”的投资评级，我们认为 9 月份中国联通的 3G 规模放号与 10 月份运营数据走出低谷将成为刺激股价上涨的动力，而后的刺激力度更强，提示大家关注交易性机会。

#### 4.2 中兴通讯 (000063): 区域互补优势增添成长动力

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 277.07 亿元，同比增长 40.4%；营业利润 6.33 亿元，同比增长 36.9%；归属母公司所有者的净利润 7.83 亿元，同比增加 40.5%；摊薄每股收益 0.43 元。其中二季度实现营业收入 160.37 亿元，同比增长 44.7%；归属母公司所有者的净利润 7.05 亿元，同比增长 41.9%，摊薄每股收益 0.38 元。

区域互补加快业绩增速。以往公司业绩的驱动力主要来自海外市场，海外收入近 3 年复合增长率达到了 51.6%，而国内收入增速只有 8%，09 年状况发生了改变。由于全球经济下滑，各国运营商削减资本开支，同时部分原有项目进展缓慢，导致上半年公司海外收入仅同比增长 0.7%至 127.6 亿元，其中非洲区域收入同比减少 34.9%，降幅最大，主要是由于去年同期埃塞俄比亚订单的收入确认，基数较高，亚洲、其他区域收入分别同比增长 14.2%、19.7%。与此形成鲜明对比，公司国内收入受到 3G 网络建设的带动，同比大幅增长了 111.7%，收入规模达到 149.5 亿元，收入占比同比提高 18.2 个百分点至 54%，中国联通及中国电信的 3G 招标起到了重要作用，受此影响公司二季营收增速

恢复到 44.7%，为 08 年二季度以来的最好水平。我们认为在国内 3G 投入的大背景下，公司国内收入有望保持快速增长态势。二季度公司海外签单额有所恢复，为下半年海外收入抬头奠定基础，另外国开行及进出口银行为公司提供总计 250 亿美元的授信额度，给予公司庞大的资金支持，也增加了海外收入恢复增长的确定性。

产业线齐全，再现互补优势。公司产品线几乎覆盖了 2G 到 3G 的接入网、传输网、核心网以及手机、数据卡终端等所有产品，齐全的产品线再次体现出公司的互补优势。从分产品看，报告期公司运营商网络收入为 187.97 亿元，同比增长 46.2%，我们分析海外无线系统设备收入同比下滑，但国内无线系统设备和光通信设备的增长加快，确保了运营商网络的快速增长。根据 Ovum 的统计，09 年二季度中兴通讯光网络收入同比增长 62%，高于华为 21% 的增速，全球市场份额提升为增长来源。终端收入 55.76 亿元，同比增长 29.8%，国内 3G 数据卡以及 CDMA 手机成为了主要增长动力，另外突破欧洲、北美以及日本的高端市场后，公司 3G 手机发货量也快速增长，我们预计终端产品收入仍会保持 30-35% 的增长速度。电信软件系统、服务及其他类产品收入同比增长 29.2%，收入规模达 33.35 亿元，保持平稳增长。

综合毛利率略有下滑。报告期公司综合毛利率为 32.1%，同比下滑 1.5 个百分点。运营商网络产品毛利率同比下滑 2.6 个百分点至 33.9%，其中无线通信系统设备毛利率同比下滑约 2 个百分点，有线交换及接入产品毛利率略有提高，光通信及数字通信产品毛利率略有下滑。终端产品毛利率 27%，同比略提升 0.6 个百分点，主要是由于高毛利率的 3G 及智能手机收入占比进一步提升。电信软件系统、服务及其他类产品毛利率基本稳定，同比略下滑 0.95 个百分点至 30%。

规模效应突出，全年有望维持。期间费用率 27.1%，同比降低 2.2 个百分点，其中销售费用率 11.5%，同比下降 1.8 个百分点，管理费用率 4.9%，同比下降 0.8 个百分点，规模效应显现；研发费用率 9.4%，同比上升 1.1 个百分点，原因是公司根据订单的增长加大研发投入所致；财务费用率 1.3%，同比下降 0.7 个百分点，主要是由于非美元货币的币值回升，公司汇兑净收益增加 1.29 亿元。预计公司全年费用控制在常态范围，规模效应将持续，期间费用率呈现下降态势。

资产减值损失增加，经营性现金流量净额改善。资产减值损失同比增加 2.46 亿元，其中坏账损失增加 1.73 亿元，存货跌价损失增加 7,351 万元，主要是报告期公司计提坏账准备增加，但未来仍有转回的可能。经营性现金流量净额为 -11.75 亿元，较去年同期的 -31.51 亿元大幅改善。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 1.36 元、1.72 元、2.05 元，对

应动态市盈率分别为 24x、19x、16x，远低于通信板块 2009 年 29x、2010 年 24x 的动态市盈率，估值优势显著。公司在国内 3G 系统设备市场综合份额排名第一，无疑是 3G 投入的最大受益者，预计投入高峰将持续到 2010 年，系统设备收入增长趋势不改，而 3G 终端市场也有望随着 3G 业务的推广而呈现爆发式的增长，公司也将从中受益；海外市场逐步回暖，公司全球市场份额存在进一步提升可能，海外收入增长势头将加快恢复。鉴于公司成长确定、防御性突出，我们重申对公司“买入”的投资评级。

#### 4.3 武汉凡谷（002194）：延续平稳增长态势，驱动力微变

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 7.04 亿元，同比增长 19.8%；营业利润 1.59 亿元，同比增长 14%；归属母公司所有者的净利润 1.35 亿元，同比增加 20.7%；扣除非经常性损益后的净利润 1.34 亿元，同比增长 30.2%；每股收益 0.24 元。其中二季度实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 0.1%；归属母公司所有者的净利润 6,402 万元，同比减少 2.6%，每股收益 0.12 元。半年度利润分配预案为每 10 股派 2.50 元。公司预计 09 年 1-9 月归属母公司所有者的净利润同比增长幅度小于 30%。

营收延续平稳增长态势，略有放缓。1-6 月公司营收平稳增长，同比增长 19.8%，但低于去年同期 29.9% 的增速，主要原因是一方面是由于公司二季度收入确认较少，第二季度营业收入仅同比微增 0.1%，另一方面是射频器件竞争激烈，产品价格每年都有所下降，而今年无线系统设备降价幅度超过预期，降幅传导至上游器件子行业，进而影响公司营业收入快速增长。国内收入同比增长 58.2%，收入规模达 6.18 亿元，3G 拉动是主要原因，海外收入受金融危机影响同比减少 56.4%，但收入占比仅为 11.9%，不改变整体增长态势。另外上半年公司前 5 名客户销售额占收入的比重已同比下降 6.7 个百分点至 86.4%，多元化的客户结构降低了过于集中的风险。

综合毛利率同比下滑 2.1 个百分点至 26.9%。我们分析因素主要有：①低毛利率的双工器收入占比提升，同比提高 9.7 个百分点，而该产品毛利率只有 27.8%，低于去年 28.7% 的综合毛利率。②射频子系统毛利率同比大幅下降 10.5 个百分点至 20.6%，主要是由于设备商对无源器件的采购增加，而缩小了有源的射频子系统采购规模，报告期内公司子系统收入同比减少 38.3%，收入占比同比大幅下降 20.9 个百分点至 22%，致使规模效应缺失，子系统毛利率也因此同比下滑 10.5 个百分点至 20.6%。③海外收入萎缩，而去年同期海外业务毛利率高出国内业务近 10 个百分点。我们认为随着国内市场无线系统设备圈地完成以及海外市场的逐步回暖，公司下半年毛利率有望趋于稳定。

营业外收入降低利润水平，但税收优惠对业绩提升更为显著。由于计入当期的政府补助及购置国产设备抵免税额的减少，致使公司非经常净收益同

比减少 89%，若扣除非经常损益，公司净利润将同比增长 30%。去年同期在获得高新认证之前公司暂按 25% 的税率缴纳所得税，而 08 年底获得认定后，公司所得税率下降至 15%。报告期内公司实际所得税率同比下降 7.5 个百分点至 16%，这是保持净利润增速与收入增速同步的最大因素。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.73 元、0.89 元、1.06 元，对应动态市盈率分别为 20x、17x、14x，低于通信行业 09 年 32x 的平均 PE，与下游厂商中兴通讯 09 年 27 倍的动态 PE 相比，公司股价也存在一定价值偏离，因此重申对公司“买入”的投资评级。

#### 4.4 烽火通信（600498）：投资收益减少降低净利润增速

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 19.49 亿元，同比增长 47.8%；营业利润 1.43 亿元，同比增长 41.3%；净利润 1.42 亿元，同比增长 35%，每股收益 0.35 元。其中二季度实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 58%；净利润 1.01 亿元，同比增长 35.1%，每股收益 0.25 元。

广发基金现金红利减少。公司持有广发基金 16.67% 股权，09 年上半年公司收到广发基金现金红利 3,000 万元（占净利润的 21%），同比减少 25%，主要是由于 08 年资本市场处于低谷，广发利润减少所致。若不考虑广发基金现金分红减少，公司净利润将同比增长 43%，与收入增速基本持平。

国内 3G 带动光网络设备需求增长加快，海外市场萎缩。09 年上半年我国对 3G 建设投入已达 800 亿元，占全年投资总额的 55%。受益 3G 规模投资，公司二季度收入增长加快，单季同比增长 58%，环比提高 24 个百分点。1-6 月细分产品收入中，通信系统设备收入 11.01 亿元，同比增长 71%，主要是由于运营商对骨干网扩容力度加大，光网络设备需求大幅增长，但由于运营商对宽带建设略有忽视，光接入设备收入增长可能放缓；光纤及线缆收入 6.43 亿元，同比增长 40.4%，主要是光纤光缆需求也受到 3G 建设刺激，短期内供不应求，量价双升，而公司占据行业 14% 的市场份额，随之受益。海外市场需求萎缩，公司海外收入同比减少 29%，但由于收入规模仅占总收入的 3.6%，影响甚小。

综合毛利率同比略微提升 1.62 个百分点。报告期公司综合毛利率 27.7%，同比提高 1.6 个百分点。其中出货量快速增长促使通信系统设备毛利率同比提高 1.5 个百分点至 28.2%；光纤集采价格提高，公司光纤线缆毛利率同比提高 3.4 个百分点至 21.5%。我们预计 09 年公司毛利率继续提升的可能性大，但由于光纤光缆供需将趋于平衡，以及光网络设备特别是毛利率稳定的 SDH、ASON 设备需求减弱，2010 年存在下降的风险。

期间费用率与去年同期基本持平。09 年上半年公司期间费用率 19.8%，同比略微上升 0.6 个百分点，其中销售费用率同比下降 1.3 个百分点，管理

费用率同比上升 0.2 个百分点，财务费用率同比上升 1.7 个百分点，主要是由于人民币汇率稳定，汇兑收益大幅减少所致。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.62 元、0.79 元、0.99 元，对应动态市盈率分别为 32x、25x、20x，估值水平与行业均值基本持平，但考虑到未来 FTTH 对公司的积极影响，产品需求存在爆发式增长的可能，以及股权激励对公司骨干员工积极性的提高，将促进公司业绩平稳快速增长，我们维持对公司“买入”的投资评级。

#### 4.5 亨通光电 (600487): 中期业绩符合预期

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 7.56 亿元，同比增长 32.3%；营业利润 9,064 万元，同比增长 99%；归属母公司所有者的净利润 6,688 万元，同比增加 103.4%；摊薄每股收益 0.40 元，业绩符合公司前期预告。其中二季度实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 38.1%；归属母公司所有者的净利润 4,971 万元，同比增长 121.5%，摊薄每股收益 0.30 元。

光纤光缆需求旺盛。09 年光纤光缆需求旺盛，市场需求量同比增长 38%，同时行业产能吃紧，产品供不应求，几大厂商在运营商招标中纷纷提价 10%-15%，在量价齐升的状况下，公司光纤光缆收入同比增长 31.6%，收入规模达到 7.45 亿元，其中光纤收入同比增长 59.7%，光缆收入同比增长约 30%。预计 09 年全年光纤光缆供需失衡状况不会改善，2010 年供需趋于平衡，2011 年可能出现供大于求的局面，因此我们研判公司 2009、2010 年的成长确定性高。

提价带动综合毛利率同比提高 5.9 个百分点至 26.4%。在光缆成本中 45% 来自光纤，光纤成本中 65% 来自预制棒，尽管 09 年上半年由于日元升值，预制棒价格上涨约 10%，但在光纤光缆提价 10%-15% 情况下，光纤光缆毛利率仍有 6 个百分点左右的同比提升幅度，符合我们的判断。预计 26% 综合毛利率水平将维持到 2010 年一季度，而随着公司预制棒项目的达产，即使光纤光缆价格略有回落，公司也有望保持高毛利率。目前公司预制棒项目正加速推进，预计年内可实现 100 吨的产能，届时一体化的产业链优势将促使公司光纤毛利率提升 3 个百分点左右。

规模效应未呈现。公司期间费用增速高于收入增速，致使期间费用率同比上升 1.6 个百分点至 13.2%。其中销售费用率同比上升 0.7 个百分点，主要是由于业务量的上升（订单量同比增长 60%）带来的运费单价上涨；管理费用率同比上升 1.2 个百分点，主要是由于研发投入以及业务规模扩大带来的员工薪酬增加；财务费用率同比下降 0.4 个百分点至 1.1%。

目前公司非公开发行注入资产议案已经通过股东大会的审议，并上报证监会审核，虽具有一定不确定的，但我们预计公司通过审核的可能性较大。

不考虑注入资产对业绩的增厚，预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.98 元、1.17 元、1.36 元，对应动态市盈率分别为 21x、18x、15x，估值水平偏低。若考虑注入的电力缆资产，我们预计公司 09 年备考的 EPS 将为 1.13-1.18 元，增厚 09 年 EPS 0.15 元-0.20 元，对应 09 年动态市盈率仅为 17x-18x，估值优势更为显著，因此我们维持对公司“买入”的投资评级。

#### 4.6 中天科技（600522）：外延扩张与内生增长的惟妙结合

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 18.32 亿元，同比增长 30.3%；营业利润 2.23 亿元，同比增长 96.7%；归属母公司所有者的净利润 1.55 亿元，同比增长 88.9%；摊薄每股收益 0.48 元，业绩符合我们的预期。其中二季度公司实现营业收入 11.31 亿元，同比增长 28.1%；归属母公司所有者的净利润 9,883 万元，同比增长 81.8%，每股收益 0.31 元。

通信、电力产品齐发力，房产销售额超预期。①通信缆收入为 6.7 亿元，同比增长 18.6%，其中光纤光缆受益于行业供不应求，量价齐升，实现收入 5.23 亿元，同比增长 50.1%，符合我们的预期；由于去年 OPGW 销量基数较大，09 年需求有所减少，导致产品收入规模为 1.46 亿元，同比减少 32.3%。②电力缆收入 8.64 亿元，同比增长 36.3%，其中射频电缆受益于国内 3G 基站建设，收入达 2.78 亿元，同比增长 51.4%；导线、海缆及其他产品收入为 5.86 亿元，同比增长 30.2%，我们测算公司电力导线销量同比增长 100%左右，但由于 09 年铝价较 08 年出现大幅回落导致收入增速小于销量增幅。③房产销售额 2.67 亿元，同比增长 45.4%，主要受益于房地产行业回暖，商品房销售情况良好，同时售价较 08 年也有所上升。

三项业务毛利率同时提升带动综合毛利率同比大幅提高 6.4 个百分点至 23.2%。①通信缆毛利率 26.8%，同比提升 5 个百分点，主要是由于光纤光缆产品供不应求，集采价格同比提高约 10-15%所致，预计这一毛利率有望延续至 2010 年 1 季度。②电力缆毛利率 19.8%，同比提升 7 个百分点，略超出我们的预期，一方面是由于高毛利率的特种导线收入比重提高，另一方面公司在铝价低位时购入大量原材料，降低了成本。③房产毛利率 24.6%，同比提高 9.7 个百分点，主要是由于商品房价格上涨所致。09 年上半年公司综合毛利率达到峰值，预计下半年仍会持续，2010 年开始逐步回落。

期间费用率 10.1%，同比上升 2.4 个百分点。销售费用率 7%，同比上升 2.6 个百分点，主要是由于公司为扩大市场份额而增加市场投入所致；管理费用率 2.3%，与去年基本持平；财务费用率 0.8%，同比降低 0.5 个百分点，主要是由于利息支出减少。

维持公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.95 元、1.11 元、1.42 元的盈利预测，对应动态市盈率分别为 22x、19x、15x，目前通信板块 09 年动态市

盈率为 33 倍，光通信板块为 26 倍，公司估值优势显著。公司受益 3G 及电网投资的双重驱动，借此良机实现了外延扩张与内生增长的惟妙结合，成长步伐日趋稳健，同时 UJ 认证公司将在近期获得，海缆业务有望在 2010 年取得突破，另外参股的光迅科技已成功上市，将增加公司长期的投资价值，因此我们重申对公司“买入”的投资评级。

#### 4.7 三维通信 (002115): 营收持续快速增长

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 2.96 亿元，同比增长 66.7%；营业利润 3,339 万元，同比增长 45.1%；归属母公司所有者的净利润 3,040 万元，同比增加 31.4%；每股收益 0.25 元。其中二季度实现营业收入 1.62 亿元，同比增长 71%；归属母公司所有者的净利润 1,530 万元，同比增加 32%，每股收益 0.13 元。公司预计 09 年 1-9 月归属母公司所有者的净利润同比增长幅度为 20%-50%。

毛利率持续下滑，但降幅小于竞争对手。营业收入增幅高于净利润增幅的主要原因是由于公司综合毛利率下滑，上半年综合毛利率为 34.2%，同比下滑 2.1 个百分点，其中无线网络优化设备及解决方案业务毛利率同比下降 1.7 个百分点至 32.2%，微波无源器件同比下降 8.6 个百分点至 42.6%。综合毛利率除 1Q2009 外，近几个季度均出现不同程度的下滑，这主要是运营商集采方式导致产品价格下降。公司一体化的产业链优势提高了公司成本控制率，毛利率同比下降幅度小于另一家 A 股上市企业奥维通信的 7.1 个百分点降幅。

营业收入保持快速增长。尽管集采价格下降，但公司营收却实现了快速增长，同比增长 67%，略高于行业增速，与龙头京信通信、深圳国人增速基本持平。08 年底起公司抓住了运营商重组完毕以及 3G 启动等机遇，同时中国电信、中国联通对网络质量重视程度加强，对直放站以及其他优化设备的采购力度加大，因此公司订单饱满，处于满产状态。我们认为随着 3G 基站覆盖率的不断上升，运营商对 3G 室内覆盖优化设备采购额在总投资中的比重将稳步提升，公司有望因此受益。

期间费用率同比下降 0.6 个百分点至 21%。报告期内公司未能实现规模效应，期间费用增速与收入增速持平，销售费用率 9.4%，同比下降 0.1 个百分点，我们分析公司扩大销售网络是主要原因，预计今年不会进入回收期，销售费用增长趋势仍会持续；管理费用率 10.4%，同比下降 0.8 个百分点；由于利息支出增加，公司财务费用率同比上升 0.4 个百分点至 1.2%。

未来专网及 3G 网络优化项目将锦上添花。2009、2010 年我国无线网络优化市场投资额都将在 100 亿元以上，是 2G 时代的 2 倍。借机良机，公司努力在 3-4 年内将市场份额提升至前 3 位，7-8 年内成为全球 10 大无线覆盖厂商之一。公司在扩大 3G 优化设备产能的同时，正积极渗透铁路 GSM-R 专网覆盖

及移动数字电视优化设备市场，并先后取得部分项目标的，这将为公司业绩锦上添花。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.69 元、0.85 元、1.08 元，对应动态市盈率分别为 24x、19x、15x，PEG 为 0.74 倍，估值水平低于 32x 的通信行业均值。公司最大的风险在于议价能力相对较弱，在运营商招标中处于弱势地位，但我们认为 09 年毛利率由于价格因素大幅下降的可能性较小，因此首次给予公司“增持”的投资评级。

#### 4.8 东信和平 (002017): 低谷未过，业绩反转点日益临近

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 3.7 亿元，同比减少 17.9%；营业利润 2,611 万元，同比增长 11.2%；归属母公司所有者的净利润 2,154 万元，同比减少 14.2%；每股收益 0.14 元。其中二季度实现营业收入 1.91 亿元，同比减少 31%；归属母公司所有者的净利润 1,169 万元，同比减少 21%，每股收益 0.08 元。公司预计 09 年 1-9 月净利润同比增减变化幅度不超过 30%。

低谷未过，业绩反转点日益临近。公司营业收入未能实现正增长，增速连续 4 个季度低迷，09 年第二季度更是同比下滑 31%。收入占比 77% 的 SIM 卡收入同比减少 15.6%，一方面虽然国内运营商去库存接近尾声，但采购量仅略有恢复，同时竞争加剧导致产品单价下降，致使国内收入出现负增长，另一方面出口受经济危机影响，公司海外收入同比减少 29.8%，高于国内收入减少幅度。由于去年第 3 季度基数低，我们预计今年 3 季度 SIM 卡收入降幅将收窄甚至有望出现正增长，年底随着运营商 3G 网络建设接近尾声，侧重点将向销售倾斜，公司业绩也将进入加速好转期。

寒冬添暖意，金融卡、社保卡业务表现出色。相比 SIM 产品的逊色，公司金融卡、社保卡业务表现突出，收入分别同比增长 70.4%、264.2%，银行 IC 卡以及社保卡小规模招标启动成为重要驱动因素。目前公司金融卡、社保卡收入占比仅为 5%，短期内的快速增长还难以对公司业绩起到支撑作用。从产品前景上看，我们认为金融卡的成长空间更加宽广，但目前 EMV 迁移仍处在小规模推进阶段，规模推广尚需时日，根据行业专家的观点，预计将在 2011 年全面开启 EMV 迁移。

保证研发投入，汇兑损失减少。报告期公司期间费用率 17.6%，同比降低 1.1 个百分点，海外运费减少及佣金调整使销售费用率同比降低 0.8 个百分点；管理费用率同比上升 0.4 个百分点，主要是公司为保证研发投入，在收入负增长的情况下研发费用却同比增加 0.6% 至 1,666 万元，研发费用率同比上升 0.8 个百分点至 4.5%；财务费用率同比降低 0.7 个百分点，主要是由于美元汇率走势稳定，公司汇兑损失大幅减少所致。

营业外收入减少进一步降低利润。1-6 月公司营业外收入同比减少 552 万

元，系确认的增值税退税和政府补助的大幅减少所致，若不考虑这部分的影响，公司净利润可达 2,588 万元，同比增长 3.1%。

目前公司孟加拉国项目已建成投产，印度公司也开始运营，本地化的生产可更加切合当地运营商要求，同时降低成本及销售费用。预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.32 元、0.42 元、0.58 元，对应动态市盈率分别为 36x、28x、20x，估值水平合理。我们认为由于运营竞争激烈，中国移动作为公司第一大客户，净增用户数正逐步走低，对 SIM 卡需求下降，而 TD-SCDMA 用户增长并不明朗，3G USIM 卡未进入规模采购阶段，因为我们给予公司“中性”的投资评级。

#### 4.9 恒宝股份 (002104): 半年业绩平淡，经营环境未改善

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 2.23 亿元，同比增长 4.1%；营业利润 4,034 万元，同比减少 6.9%；归属母公司所有者的净利润 3,744 万元，同比增加 5.1%，扣除非经常性损益后归属母公司所有者净利润同比增长 20%；每股收益 0.13 元。其中二季度实现营业收入 1.27 亿元，同比减少 0.1%；归属母公司所有者的净利润 2,287 万元，同比增加 1.9%，每股收益 0.08 元。公司预计 09 年 1-9 月净利润同比增长幅度不超过 30%。

上半年公司各业务经营平淡，核心产品磁条卡、SIM 卡表现欠佳。报告期公司营业收入仅实现微幅增长，其中银行磁条卡收入 6,378 万元，同比增长 17.9%，继续保持平稳增长；由于联通集采价格下降，SIM 卡收入同比减少-9.4%至 6,123 万元；金融 IC 卡、模块封装收入分别同比增长 73.8%、49.3%，收入规模达到 1,564 万元、3,603 万元，成为增长亮点。

全年综合毛利率下降已成定局。上半年公司综合毛利率 35.7%，同比下降 0.6 个百分点。磁条卡毛利率 54.8%，同比下降 0.6 个百分点，我们分析是由于引入竞争，行业壁垒被打破，磁条卡价格开始出现下降，而今年原材料价格也有所下降，保证了毛利率的稳定，但未来下降风险加大。通信密码卡毛利率 50.2%，与同期持平。SIM 卡毛利率 17.1%，同比下降 3.8 个百分点，中国联通集采以价格为主的思路并未改变，另外中国电信引入了新竞标者，也导致通信卡价格下降，这些都促成公司 SIM 卡毛利率的下滑。从全年情况看，去年下半年 SIM 卡出货量大幅减少，导致高毛利率的磁条卡产品收入占比提高，公司综合毛利率达到了 39.3%，创近 3 年的新高，但 09 年低毛利率的 SIM 卡产品收入规模将恢复，预计这将导致公司全年综合毛利率同比下降 3 个百分点左右。

出售恒银金融科技，管理费用大幅下降。期间费用率 15.7%，同比上升 1.8 个百分点。销售费用弹性小，加之公司加强对新产品的开拓力度，导致销售费用增速高于收入增速，费用率同比上升 1.4 个百分点。公司出售了为进

军 ATM 行业而设立的恒银金融科技，恒银金融不再进入报表范围，公司管理费用同比下降 4.1%，费用率同比下降 0.7 个百分点。

营业外收入同比减少影响利润水平。1-6 月公司营业外收入同比减少 39.3%，系尚未收到增值税返还所致。若剔除这部分影响，公司净利润将同比增长 8.6%，略高于披露 5.1% 的增速。

公司业务结构正在逐步改善，金融 IC 卡收入占比逐步上升，3G USIM 卡出货量也有望在年底大幅增长，但由于主要业绩支撑磁条卡以及 2G SIM 卡经营环境未得到改善，公司短期内的盈利水平还无法超预期表现。预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.30 元、0.35 元、0.39 元，我们首次给予公司“中性”的投资评级。

#### 4.10 北纬通信 (002148): 经营状况出现波动，长期成长趋势不改

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 7,052 万元，同比增长 8.7%；营业利润 1,956 万元，同比减少 0.9%；归属母公司所有者的净利润 1,822 万元，同比增加 12.1%，扣除非经常性损益后的净利润为 1,822 万元，同比增长 26.2%；摊薄每股收益 0.24 元。第二季度实现营业收入 3,384 万元，同比减少 9.8%；归属母公司所有者的净利润 996 万元，同比增长 7.4%，摊薄每股收益 0.13 元。公司预计 2009 年 1-9 月份归属母公司所有者的净利润同比增长幅度小于 30%。

经营状况出现波动，长期成长趋势不改。09 年二季度公司营业收入同比减少 9.8%，是自 07 年 4 季度以来的首次负增长，公司经营出现波动。上半年收入占比为 46%、36% 的短信、彩铃业务收入分别同比增长 3.5%、27%，增长速度均明显放缓。自 08 年下半年开始公司向游戏业务拓展，成立了无线互联网事业部，投资杭州掌盟软件，09 年起该业务开始盈利，上半年公司手机游戏收入为 484 万元，同比增长 793%，但由于收入规模小，我们预计 2010 年才能明显增厚公司业绩。从长期看，公司有望借助 3G 良机实现跨越式发展，转型期间的阵痛不会改变公司成长趋势。

期间费用率上升，所得税费降低。由于营业收入增长放缓，未能体现规模效应，导致报告期内期间费用率同比上升 3.2 个百分点至 28%，其中销售费用率同比下降 3 个百分点至 10.9%；管理费用率同比上升 5.1 个百分点至 18.2%，主要是去年同期基数低，公司冲减部分管理费用所致；财务费用率同比上升 1.1 个百分点，是由于利率降低导致利息收入下降。实际所得税率为 6.8%，同比下降 10.4 个百分点，是由于去年同期国家高新技术企业认证政策调整，公司暂按 25% 的税率缴纳税费，09 年重新认定后，公司按 15% 的税率缴纳。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.54 元、0.63 元、0.76 元，对应动态市盈率分别为 48x、41x、34x，估值水平偏高，但考虑公司正发展新业

务，业绩存在爆发式增长的预期，我们仍维持对公司“增持”的投资评级。

#### 4.11 拓维信息（002261）：产品结构改善，设立公司投主业

2009年1-6月公司实现营业收入1.35亿元，同比增长11.3%；营业利润4,955万元，同比增长7.7%；净利润4,194万元，同比增长1.7%，扣除非经常性损益后净利润4,032万元，同比增长27.5%；每股收益0.38元。其中二季度实现营业收入7,750万元，同比增长16%；净利润2,450万元，同比减少5.2%，每股收益0.22元。公司预计09年1-9月净利润同比增幅小于30%。

政府补助、营业外收益减少导致净利润增速下降。报告期内公司计入政府补助及营业外收益共计190万元，而去年同期为1,001万元，同比减少81%，导致净利润同比增速仅为1.7%，扣除非经常性损益后，同比增速为27.5%。

行业逐步回暖，公司收入增长恢复。无线增值服务行业在经历06、07年2年的调整期后逐步回暖，公司收入连续3个季度出现同比正增长，09年第2季度收入增长率恢复到16%。1-6月公司实现无线增值服务收入（收入占比87%）为1.17亿元，同比增长25.8%，而其中创新类增值业务收入6,454万元，同比增长29.8%，快于传统类收入增速8.7个百分点，手机动漫依然是增长亮点，贡献近半创新类增值业务收入。另外，公司前5名客户销售收入占比同比上升6.5个百分点至96.8%，客户集中风险有所扩大。

产品结构改善带动综合毛利率同比提升1.3个百分点。09年上半年公司调整了系统集成销售及软件业务结构，加大了技术服务的投入，技术服务收入占比大幅增加，促使系统集成销售及软件业务毛利率同比提高23.2个百分点；无线增值服务毛利率同比下降3.7个百分点至61.4%，也较08年全年下降1.1个百分点，基本保持稳定。

期间费用率同比上升2.2个百分点。09年上半年公司期间费用率23.8%，同比上升2.2个百分点，其中销售费用率同比上升1.8个百分点，主要是由于公司为拓展业务，人员增加以及市场销售费用增加所致；管理费用率同比上升5.2个百分点，系公司增设机构所致；财务费用率同比下降4.7个百分点，主要为募集资金存入银行，利息收入大幅增加所致。

拟设立公司投资移动互联网行业。继北纬通信出资3,000万元设立移动互联网投资公司后，公司拟以自用资金设立投资公司，注册资本5,000万元。子公司为把握3G机遇，将致力于收购兼并潜力公司，与公司现有业务形成产业链互补优势，做强主业。从长期看，这无疑将会增强公司核心竞争力，2010、2011年的成长步伐有望进一步加快。

预计公司2009-2011年每股收益分别为0.80元、0.99元、1.26元，对应动态市盈率分别为40x、32x、25x，估值水平已趋于合理。考虑到增值服务行业正逐步复苏以及3G业务规模启动可能带动公司创新类业务快速增长，

2010 年、2011 年业绩存在超出预期的可能性，我们给予公司“增持”的投资评级。

#### 4.12 国脉科技 (002093): 收入增速放缓, 期待 3G 网络铺设进程加快

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 3.22 亿元, 同比增长 24.1%; 营业利润 6,568 万元, 同比减少 6.5%; 归属母公司所有者的净利润 5,666 万元, 同比增加 12.8%; 每股收益 0.21 元。其中二季度实现营业收入 1.73 亿元, 同比增长 26%; 归属母公司所有者的净利润 2,634 万元, 同比增加 24.9%, 每股收益 0.10 元。公司预计 09 年 1-9 月净利润同比增长幅度为 10%-30%。

网络技术服务收入增速放缓。公司网络集成收入未能延续增长势头, 上半年同比仅增长 9.2%, 主要原因是公司降低自有网络集成产品收入所致; 技术服务收入 1.65 亿元, 同比增长 42.8%, 增速较去年全年 97.5% 的增速有所放缓, 我们分析主要是由于运营商 3G 网络覆盖未全部完成, 未进入维护阶段所致, 我们预计这一状况有望在年底逐步改善。

外购服务导致毛利率同比下滑。上半年公司综合毛利率 46.3%, 同比下降 6.1 个百分点。网络集成毛利率 15.8%, 同比下降 5.1 个百分点, 主要是公司自有集成产品收入占比下降, 代理产品比重上升所致; 技术服务毛利率 75.1%, 同比下降 16.2 个百分点, 主要原因是公司为快速进入重点市场, 在人员紧张的情况下采用了外购部分服务的策略, 因此成本上升。

期间费用率同比上升 2 个百分点。研发费用约占管理费用的 50%, 公司研发投入加大导致管理费用率同比上升 3.1 个百分点至 16.7%。财务费用率 0.9%, 同比上升 0.2 个百分点, 主要是由于公司汇兑收益减少所致。

网络运营维护行业前景广阔。预计到今年年底, 中国移动、中国电信、中国联通将分别在 238 个城市、334 个城市、500 个城市开通 3G 业务, 届时运营商的工作重点将转移至市场营销方面, 减少自身对网络维护的工作量, 外包服务比例将继续扩大。在 3G 覆盖重点的华东地区, 公司具有灵活、高品质的第三方服务特点, 有望抢占前期市场份额, 为今后的发展奠定基础。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.39 元、0.58 元、0.80 元, 对应动态市盈率分别为 39x、27x、20x, 估值水平合理, 我们首次给予公司“中性”的投资评级。

#### 4.13 北斗星通 (002151): 海洋渔业业务贡献营业收入增长

2009 年 1-6 月公司实现营业收入 1.46 亿元, 同比增长 40.6%; 营业利润 2,473 万元, 同比减少 12%; 归属母公司所有者的净利润 2,263 万元, 同比增加 2.5%; 每股收益 0.25 元。其中二季度实现营业收入 6,697 万元, 同比增长

0.3%; 归属母公司所有者的净利润 1,300 万元, 同比减少 6.6%, 每股收益 0.14 元。半年度利润分配预案为每 10 股派 1.50 元。公司预计 09 年 1-9 月归属母公司所有者的净利润同比减少幅度为 0%-30%。

海洋渔业业务贡献营业收入增长。报告期内公司营收增长动力完全来自于新增的海洋渔业业务, 贡献收入 4,823 万元。传统业务测绘产品应用及港口业务由于受到经济低迷的影响, 收入规模与去年同期基本持平, 分别为 6,310 万元、1,263 万元, 仅分别同比增长 1.3%、2.8%。我们预计随着我国经济的企稳回升, 传统业务有望触底反弹, 在年底恢复到平稳增长水平, 海洋渔业则随着推广范围的逐步扩大, 将呈现加速增长态势。

综合毛利率同比大幅下滑 11.4 个百分点。毛利率的大幅下滑主要是由于低毛利率的海洋渔业业务开始贡献收入所致, 目前海洋渔业业务毛利率仅为 13.1%, 远低于 32.8% 的综合毛利率。另外, 我们注意到测绘及高精度产品应用业务毛利率同比下滑 6.6 个百分点至 39.1%, 我们分析一方面是由于今年美元汇率稳定, 公司采购板卡成本较去年有所上升, 另一方面的原因则是测绘产品应用业务中低毛利率的硬件设备收入占比提高。目前海洋渔业项目正处于加速期, 该业务的低毛利率将使公司未来综合毛利率出现一定程度的下降。

期间费用增速低于收入增速, 营业外收入同比增长 158% 至 189 万元。公司期间费用增速低于收入增速, 致使期间费用率同比下降 1.1 个百分点至 13.9%。其中销售费用率同比下降 0.9 个百分点, 管理费用率同比下降 1 个百分点, 财务费用率同比上升 0.8 个百分点, 主要是由于报告期公司利息收入减少所致。营业外收入的大幅增长主要是公司收到 NOVATEL 市场宣传基金宣传费用返还同比大幅增长所致。

公司股权激励草案修正稿已通过董事会通过, 尚需股东大会审议, 草案中股票期权行权条件之一是相对于 07 年扣除非经常性损益后的净利润, 09 年净利润增速不低于 40%, 2010 年不低于 60%, 2011 年不低于 80%。我们认为股权激励将有效激发公司管理层及骨干员工积极性, 同时在国家“十一五”规划明确提出加强卫星导航产业建设的背景下, 公司有望在未来几年实现强劲发展态势, 建议投资者长期关注公司“业绩与主题”的双重投资机会。

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.53 元、0.68 元、0.85 元, 对应动态市盈率分别为 57x、44x、35x, 即使考虑公司是唯一一家专注于导航产业的上市公司, 具有稀缺性, 目前估值水平也略显偏高, 因此暂时给予公司“中性”的投资评级。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级分析师, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

**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、免责声明**

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**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 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122