

通信行业 2009 年中期投资策略

2009 年 9 月 11 日

设备景气顶峰临近，运营有望触底回升

1. 上半年设备先扬后抑，运营涨幅有限

上半年，A 股振荡上行，反弹幅度接近 60%；通信设备在 5 月之前跑赢市场，之后则小幅走低，整体涨幅为 50.3%；中国联通则上涨了 34%，落后于大盘涨幅。

2. 通信设备业：行业景气顶峰临近

随着三大运营商的 3G 业务纷纷进入试商用，预示着行业投资的陡峭增长阶段接近尾声，2010 年行业投资增速放缓乃至回落将影响设备公司利润增长及估值水平。结合设备行业目前 09 年 26 倍，10 年 21 倍的估值，09 年下半年，我们预计通信设备行业涨幅将与大盘持平。

3. 电信运营：景气有望回升，联通崛起临近

下半年，电信运营行业景气有望触底回升，“3G+宽带”有望成就行业新一轮增长。中国联通在 3G 时代优势明显，并且已经开始显现在业务发展中。我们预计：随着下半年中国联通 WCDMA 正式大规模放号，市场将逐步上调联通 10、11 年的盈利预期。

4、下半年投资策略

通信设备业：维持“中性”的投资评级。我们预计下半年通信设备行业将“跑平”大盘。我们建议投资者将行业配置比重由“超配”逐步降至“标配”。在品种选择方面我们偏好光通信设备子行业龙头公司，预计此类公司有望获得超越行业平均的收益，

电信运营业：维持“增持”的投资评级。随着国内 3G 消费市场的启动、中国联通 WCDMA 业务的发展，公司自身对于未来盈利增长的信心也会逐步增强，国内资本市场也将逐步上调目前处于低位的谨慎预期。

5. 风险

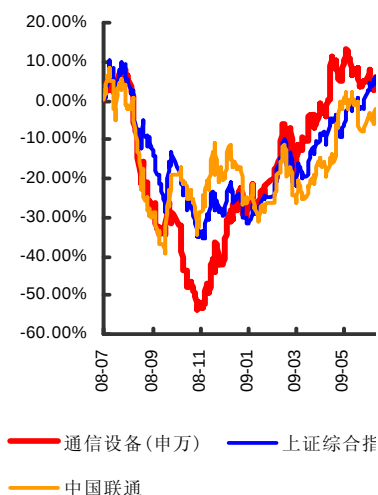
监管政策导致的电信投资方向调整和投资额度低于预期；运营商的非理性价格战。

细分行业评级

电信运营：增持

通信设备：中性

通信设备板块52周走势



资料来源：wind 资讯

研究员：程思琦

电 话：0411-39673224

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：chengsiqi@daton.com.cn

近期相关报告

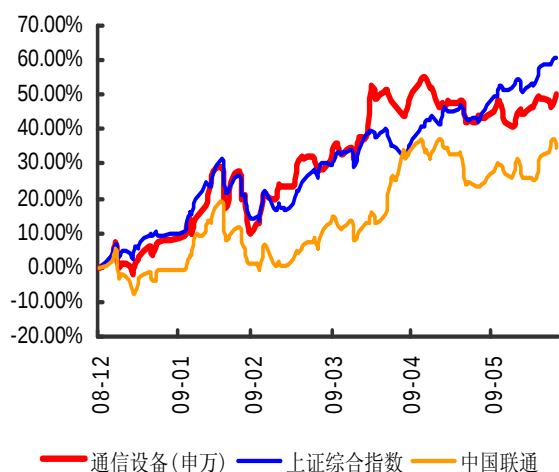
1、行业收入延续低迷，投资快速增长—通信行六月份投资策略

一、上半年通信板块市场表现：设备先扬后抑，运营涨幅有限

09年上半年（截止6月25日）在政策保驾护航和经济筑底回暖的背景下，A股振荡上行，反弹幅度接近60%。其中通信设备（申万）在5月之前跑赢市场，之后则小幅走低，整体涨幅为50.3%。09年上半年，电信运营（中国联通A股）则上涨了34%，落后于大盘涨幅，但在4月底走出了一波快速上攻行情。运营商前期精力主要集中在3G网络建设上，5月才逐步启动3G商用，3G对业绩的提升有待时日，因而上半年运营板块股价表现相应滞后。

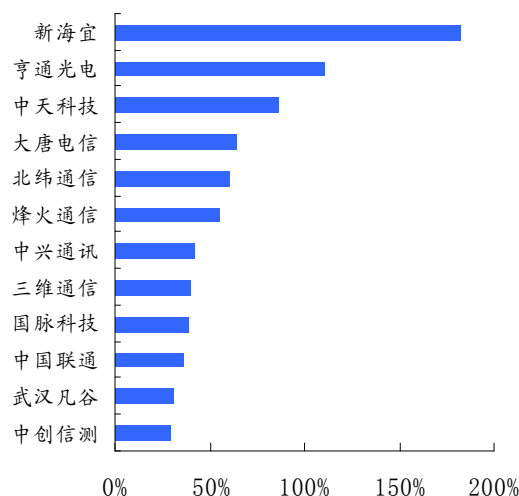
从我们覆盖的重点公司来看，新海宜（169%）、亨通光电（110%）、中天科技（86%）涨幅位居前三。这一方面反映了一季度市场对中小盘股的偏好；另一方面，随着国内3G投资的加速，包括主设备、光纤光缆等在内的设备厂商订单快速上升，业务充分受益，为股价上扬创造了实在的业绩支撑。

图1：上半年通信设备与大盘持平、电信运营落后



资料来源：Wind 大通证券研发中心

图2：上半年中小成长型设备公司涨幅居前



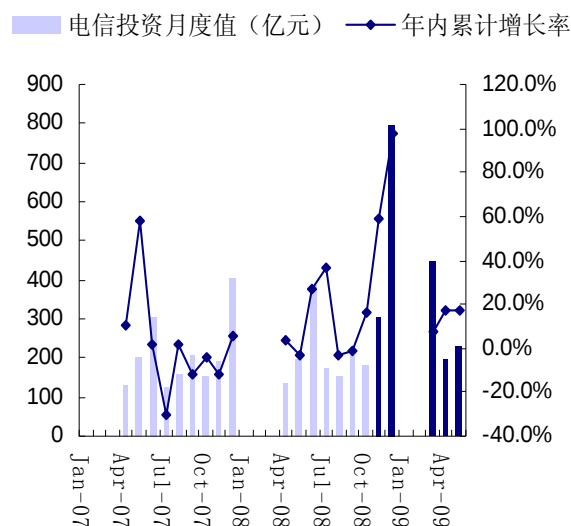
资料来源：大通证券研发中心

二、通信设备业：行业景气顶峰临近

（一）行业景气临近顶峰，但设备厂商平稳增长可期

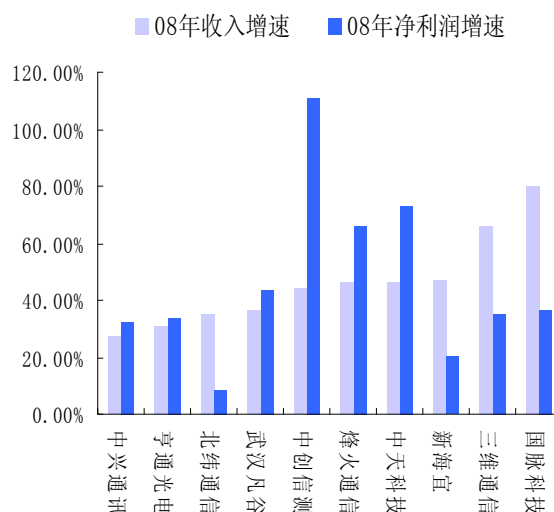
自08年电信重组、3G发牌以来，通信行业投资步入高速增长阶段。08年全年，行业投资同比增长29.6%，主要设备厂商收入利润均呈现出快速增长。但随着三大运营商的3G业务纷纷进入试商用，预示着行业投资的陡峭增长阶段接近尾声。2010年行业投资增速放缓乃至回落将影响设备公司利润增长及估值水平。

图 3：08 年下半年行业投资步入高增长阶段，全年增长 29.6%



资料来源：工信部 大通证券研发中心

图 4：2008 年设备厂商迎来景气高峰



资料来源：公司公告 大通证券研发中心

国内 3G 后续招标，2G 网络升级，仍将平滑投资、延续景气。在当前的 3G 招标中，国内厂商份额大增，渐成主流，为后续签单奠定了基础。在移动三期招标中，中兴、华为、大唐位列前三；在联通 WCDMA 首期招标中，国内厂商份额亦接近 60%。与此同时，电信重组后的全业务竞争使得运营商对网络质量更为重视，纷纷加大投入改善 2G 网络。联通计划在 09 年投入 237 亿元完善 2G 网络，移动亦计划对 2G 投入 321 亿元，其中 70% 将用于农村市场。

在海外市场，全球经济回暖，新兴市场扩容将成为设备厂商超预期增长的潜在驱动。目前，市场普遍对设备厂商海外业务持谨慎态度。我们则认为，尽管收入放缓，但出于网络升级扩容以支持数据业务的需要，全球运营商的资本开支一直较为稳定，约为每年 3000 亿美元。而据权威行业机构 Infoetics 预计，在经济企稳回升的预期下，09 年下半年全球电信资本开支将恢复增长，全年将在 08 年 2980 亿美元的历史高位上小幅回落 2.8%。

同时，3G 投资的热点地区将逐步转移至新兴市场国家。中兴华为对此耕耘已久，借助成本优势和出口信贷支持，有望大幅提升新兴市场份额。在危机冲击之下，传统厂商摩托罗拉、北电等纷纷陷入困境，中兴华为在 09 年一季度已挺进全球五强。危机将会成为中国厂商快速崛起的契机，中兴华为有望籍此提升行业座次。

09 年下半年，随着通信行业投资的顶峰阶段渐近尾声，设备行业景气程度将会有所回落。但国内投资的平稳增长、海外市场的日渐复苏、新兴市场的逐步崛起、竞争格局的重新调整将使得重点公司利

润有望继续增长（大致是 09 年 30%，10 年 20%）。结合设备行业目前 09 年 26 倍，10 年 21 倍的估值，09 年下半年，我们预计通信设备行业涨幅将与大盘持平。

（二）下半年看好的子行业的投资思路

下半年我们看好的子行业和相关公司如下，其中天科技、中兴通讯，投资者可以重点关注：

表 1:子行业投资思路

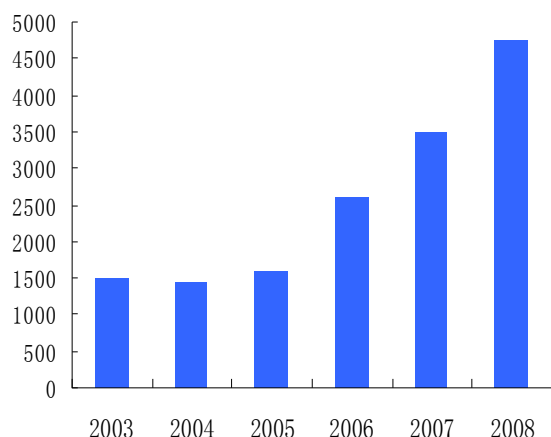
子行业	公司	投资思路
主系统设备商	中兴通讯	● 海外市场如能复苏，有望消除对公司估值的压制
光纤光缆设备商	中天科技	● 公司海底光缆下半年获得国际认证比较确定，一旦通过认证，产销量有望实现爆炸式增长 ● 中天持有光讯科技 18%的股权，光讯去年已经过会，IPO 重启后发行排名可能比较靠前，有望为中天科技带来 2.1~3.7 亿元左右的净资产增厚

资料来源：大通证券研发中心

光通信行业：景气上行刚刚开始

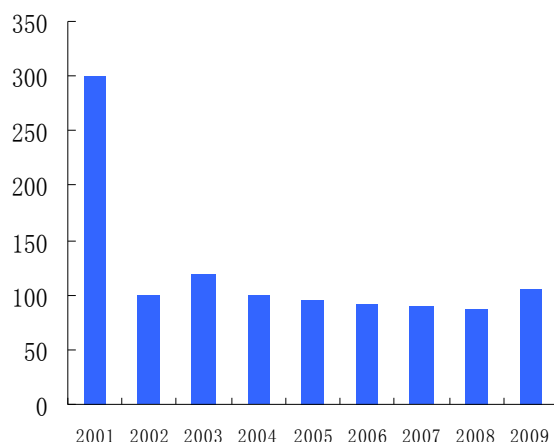
2009 年，在 3G 网络建设和 FTTx 放量增长的共同推动下，中国光通信市场延续了 2006 年以来的复苏势头，进入了快速发展的阶段。光纤光缆市场出现了供不应求的情况，光纤价格也首次止跌回升。

图 5：中国光纤市场需求（万芯公里）



资料来源：大通证券研发中心

图 6：中国 G652 光纤平均价格（元/芯公里）



资料来源：大通证券研发中心

2009 年，运营商传输网的开支进一步加大将继续推动对光纤光缆和光器件的需求。09 年下半年 3G 网络建设的深化对光通信市场仍具备持续的推动作用。

2008 年，中国 FTTx 用户已经突破 500 万户，我们预计，2009 年新增用户数可望突破 1000 万户。

在 3G 之后，FTTx 将在 2009 年迎来真正的快速发展时期。从 2008 年初的“1 号文”到 2009 年初的电子信息产业振兴规划，加快光纤宽带发展的各项政策已经为 FTTx 的快速发展做了足够的铺垫。

而随着技术的不断成熟，以及运营商对 FTTx 设备的集中采购，中国 FTTH 的建设成本已经有了大幅降低，目前 FTTH 每线成本可以降至 1800 元左右，FTTB+LAN 模式的每线成本已经降到 1000 元以下。成本的下降为 FTTx 的大规模商用创造了极为有力的条件。

对运营商来说，作为“移动+IP”全业务战略的重要组成部分，宽带是运营商发展的另一个重点，运营商不断增加的宽带投资也明确了这一点。

而在运营商网络部署基本完成，开始业务融合之后，为满足用户不断增长的带宽需求，宽带网络的光纤化是未来发展的必然方向。

2008 年，中国长途网的光纤化率已经超过 90%，在骨干网和城域网的光纤化基本完成的情况下，光接入——即 FTTx 将是光纤化下一步发展的重点。

三、电信运营：景气有望回升，联通崛起临近

（一）“3G+宽带”，将在未来十年引领行业新一轮增长

过去几年，我国电信运营行业年收入增长率在 10% 左右，增长动力主要是用户基数扩大及通话量的上升。在经济放缓、行业重组的背景下，运营商用户数量增长和语音业务发展遭遇瓶颈。2008 年下半年以来，行业收入逐渐下滑，09 年上半年更是持续在 2% 的低位徘徊。传统语音业务的用户渗透和业务普及已经处于高位，大规模持续增长的动力正在不断衰减。

未来十年“3G+宽带”将成为行业新的增长动力，行业增长模式将由“用户数量驱动”转为“承载业务驱动”。我们预计，未来 10 年行业收入有望实现 6% 的年均增速。

图 7：08 年起行业收入增速持续回落

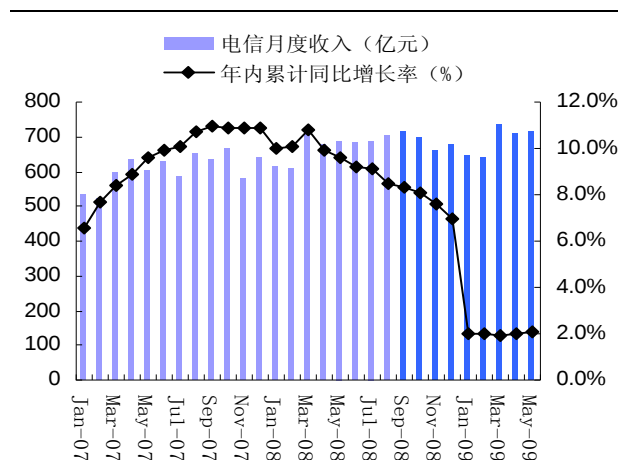
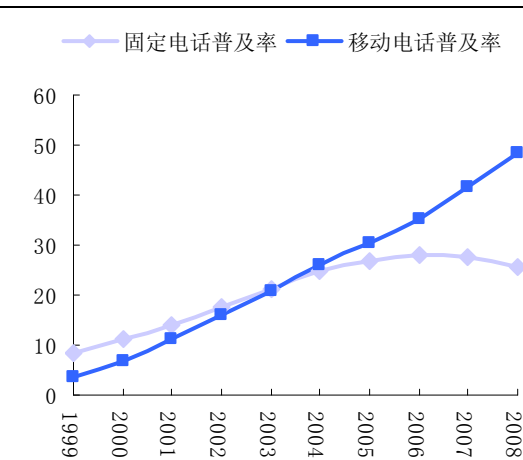


图 8：传统语音业务基本普及，用户边际贡献不断降低



资料来源：工信部 大通证券研发中心

资料来源：工信部 大通证券研发中心

实现从语音业务向数据业务的转型，是行业获得新一轮增长动力的关键所在，3G 无疑提供了这一转型契机。从国外运营商的经验来看，3G 的核心价值在于构建一个应用广泛的信息平台，实现产业链的延伸和盈利点的拓展。世界最成功的 3G 运营商日本 NTT 公司实施了 From “Communication” to “Lifestyle” 的战略，将手机娱乐、医疗服务、手机支付等业务培育成了规模可观的盈利来源。

在 5.17 电信日前后，三大运营商已经逐步启动了 3G 商用，国内 3G 市场放量增长在即。同国外运营商相比，中国 3G 发展具有明显的后发优势：包括更为成熟和廉价的系统设备、更为丰富的手机和上网本终端、更具应用前景的增值服务。此外，宽带的迅速普及亦为运营商提供了新的业务亮点。我们预计，3G 和宽带的快速发展将推动行业重新步入 6% 的增长轨道，这将为三大运营商利润的持续增长提供良好的行业环境。

（二）3G 竞争，产业链为王

我们认为，相比中国移动获得的 TD-SCDMA 制式和中国电信获得的 CDMA2000 制式，中国联通的 WCDMA 制式产业链要成熟和完善许多。

表 2：三种 3G 产业链比较

项目	TD-SCDMA	WCDMA	CDMA2000
设备产业链	3	5	4
终端产业链	2	5	3
可商用版本	3	5	5
建网成本	3	4	5
运营成本	4	5	4
业务支持能力	4	5	4
国际漫游能力	2	5	3
政府支持力度	5	3	3
总体评价	3.3	4.6	3.9

资料来源：大通证券研发中心

通过三种制式产业链的比较，我们不难发现，WCDMA 的优势非常明显，这也造就了全球 WCDMA 用户的迅猛增长，3G 用户占比总体逐年提升。

我们从最主要的三个角度进行探讨，分别是商用终端款式及其数量、网络的体验和业务开展方面。

1、WCDMA 终端相比有明显优势

截止到 2009 年一季度，全球 WCDMA 终端超过 2000 款，其中支持 HSDPA 的 1470 款，支持 HSUPA 的 260 款；CDMA EVDO 全球共有 646 款，并且绝大多数都是机卡合一；TD 终端预计有 100 款左右，除少数

全球知名厂商三星、LG 提供少量几款外，大多数为国内厂家提供。可以发现，无论是数量还是款式，WCDMA 终端都占据了绝对优势。

WCDMA 终端研发的阵营非常强大，不仅包括传统的手机制造商，诺基亚、三星、LG、索爱、摩托罗拉等，还包括 iPhone、Google、黑莓等。事实上，使用市面上流行的各种 3G 水货手机的消费者，无疑也是中国联通 3G 网络正式放号后的潜在的用户。

中国电信的 CDMA2000 终端数量很难与 WCDMA 抗衡。有以下三个原因：

- 1) 手机厂商每开发一款手机都是以规模获得利润，由于运营商阵营萎缩，全球用户数少，因此开发一款与 CDMA2000 类似的手机其出货量无法与 WCDMA 相比，使得手机厂商的积极性不高；
- 2) 高通公司收取高额专利费，使得终端成本提高，最终影响消费者采购；
- 3) 除了中国以外的国家和地区，CDMA2000 的手机都是机卡一体的，厂商为中国消费者单独开发机卡分离的终端也影响了销量。

2、WCDMA 技术优势明显，未来的网络体验更好

由于话音业务已经在 2G 时代就能很好解决，因此用户对三大运营商未来 3G 网络的体验，主要是在数据业务和上网速度的感受。此外，我们认为 CDMA2000 和 TD-SCDMA 存在的明显不足：

- 1) CDMA2000 不支持可视电话；向 LTE 的演进刚刚确定，但进度已经落后。
- 2) TD-SCDMA 由于国际上尚无商用，无法支持漫游；未来 GSM 网络逐渐退出历史舞台，TD/GSM 双模也无法在国际漫游；技术成熟度较差，仍无法达到 WCDMA/CDMA 水平。根据实际测试结果，现网中移动 TD 的切换成功率低于 2G 的 GSM 网络。

易观国际研究发现，可视电话领先于高速移动宽带和高清晰语音，成为用户最受欢迎的增值业务，三者受欢迎度分别为 68.6%、49.5%和 40.2%。我们认为可视电话功能的缺失将使相当一部分 CDMA 用户流向联通和移动，而 TD 较差的体验感则会使流向联通的用户比例增加。

WCDMA 相比其他两种制式，全球商用网络数量更多，而且主要的设备厂商都参与了其中的建设。因此，全球丰富的网络规划和网络优化的经验可以帮助联通更好地建设一张精品网络。

目前国内设备商华为、中兴通讯都在竭尽全力地帮助联通建设 WCDMA 网络。对于华为和中兴通讯，通过帮助联通建设好 WCDMA 网络，以便在未来的网络扩容中继续扩大份额，同时也是证明自身 WCDMA 实力最好的机会。

3、WCDMA 的业务开展更便捷

3G 可能带来的 ARPU 值提高主要源自增值业务比重加大。我们认为，中国联通 WCDMA 业务的开展更具有便捷性，对用户吸引力更大。

运营商对业务移植的先发优势是占领市场份额至关重要的环节。联通可直接移植热门业务，并据此快速占领新生的 3G 市场。

TD 手机芯片成熟度远落后 WCDMA，虽然基本功能实现没有问题，但是我们认为在稳定性上仍有较大差距，这将影响业务的应用和移植。事实上，我们认为，WCDMA 相比其他两种制式还有许多环节方面有优势，一是开放性，产业链上无论是芯片、终端、设备、运营等各环节参与的公司较多；二是标准提出较早，并且不断规划后续版本的演进。我们将三种产业链作了比较。

中国联通只要认真吸取 2G 时代建设 G 网和 C 网络的经验及教训，从建设 WCDMA 精品网的角度出发，利用半年左右的试商用，整合网络、终端、上网本、业务、市场等多个环节，未来在 3G 的发展上完全可以后来者居上。

（三）中国联通：决战3G，发力宽带

中国联通 WCDMA 网络当前阶段尚未完善，因此主要采用发展友好用户进行试用，并没有大张旗鼓进行 3G 用户放号。

WCDMA 当前建网优化为主，未来有望超出市场预期

当前，我们认为中国联通主要工作重点是：

1) 迅速完成 WCDMA 在全国 284 个城市的建设及网络优化，我们判断 5 月 17 日半年后的 11 月 17 日全国同时正式放号，争取做到一鸣惊人；

2) 利用半年的试商用期，理顺 WCDMA 手机、上网本、上网卡的营销途径和渠道，确保将来最重要的终端环节能够经受考验；

3) 迅速整合 3G 业务平台，引进国外成功的 3G 业务。中国联通的 WCDMA 网络建设，在启动时间上落后中移动 TD、中电信 CDMA2000，当前如果在网络覆盖尚不完善、业务尚未到位的情况下仓促迎战，结果非常可能毁掉品牌，这对于想利用 WCDMA 打翻身仗的联通而言显然得不偿失。

我们认为当前中联通对发展 WCDMA 用户非常慎重，这是对 WCDMA 极其重视的结果。我们在前文已经分析了 WCDMA 在技术、终端、漫游等方面的绝对领先优势，我们有理由相信中国联通在经过充分的准备之后，会做到后来居上，最终在 3G 竞争中胜出。

需要指出的是，中联通在试商用期间，不补贴终端，不支持原 2G 号段平滑过渡到 3G，该策略如果在正式商用后，对发展用户不利；但是我们相信，随着 WCDMA 网络正式商用，这种策略存在改变的可能性。

宽带增长进入加速期，两年后收入有望超过固话

在固网电话被移动电话替代（FMS）的趋势下，中联通的固话用户数将持续减少，在这种情况下，

宽带成为中联通稳定固网收入的重要力量。我们预测 2011 年中联通宽带收入有望超过固话收入。

盈利预测

我们认为随着中联通 WCDMA 网络大规模放号以及宽带用户快速增长,未来中联通业绩将走出前期徘徊不前的局面,2010 年、2011 年每股收益分别为 0.22、0.30 元,维持对中国联通“增持”评级。

催化剂: 商用网进程加速,越来越多的 WCDMA 品牌手机进入市场等。

四、下半年投资策略

通信设备业: 维持“中性”的投资评级。我们预计下半年通信设备行业将“跑平”大盘。我们建议投资者将行业配置比重由“超配”逐步降至“标配”。在品种选择方面我们偏好光通信子行业龙头公司,预计此类公司有望获得超越行业平均的收益,

电信运营业: 维持“增持”的投资评级。随着国内 3G 消费市场的启动、中国联通 WCDMA 业务的发展,公司自身对于未来盈利增长的信心也会逐步增强,国内资本市场也将逐步上调目前处于低位的谨慎预期。

五、重点公司分析

1、中天科技: 维持“增持”评级

公司是国内光电缆品种最齐全的专业企业、国家级重点高新技术企业,主营光纤通信和电力传输。公司在国内率先建成海底光缆完整生产线,拥有海底光缆制造的核心技术。

(1) 中天科技持股 18%的武汉光讯(发行摊薄后 13.5%),去年已经过会,我们判断 IPO 重启后发行排名可能比较靠前,有望为中天科技带来 2.1-3.7 亿元左右的净资产增厚,对公司股价短期形成刺激。

(2) 市场广为关注的海缆国际认证,尽管进程较慢,但获得认证已经比较确定,质量检测实验接近尾声,只是认证流程还需要一定时间。但这段期间内,公司仍有望联合中国联通、中国电信参与“亚太三号”海底光缆中国段的招投标。

而从基本面来看,公司 2 季度截至目前经营较好。其中电力缆产销两旺,08 年电力缆子公司上海铝线厂产量 2 万吨,而今年单月产销量达到 6000 吨左右,全年有望实现出货超过 7 万吨;光纤缆也采用 09 年签订的新价格,这一价格由于供应紧张的原因,在年底之前变数不大。总体来看,我们认为,公司上半年收入有望维持较快增长,毛利率有可能继续上升,实现接近翻倍的预增;而全年业绩也有一定上调空间。

(3) 我们预测公司 09-10 年的每股收益分别为 0.69 元、0.84 元。对应目前股价,09-10 年市盈率分别为 26.3、21.6 倍,在通信设备板块中估值优势明显,我们维持对公司“增持”的投资评级。

2、中兴通讯: 维持“增持”评级

作为国内通信设备和 TD 产业的龙头公司，目前中兴在国内 3G 已经招标的项目中，累计市场第一：其中中国电信 C 网获得 45% 的份额，WCDMA 获得 21% 的份额；TD 获得 36% 的份额，整体上说公司在国内 3G 平均市场份额为 29%，位居第一。

（1）我们对于中兴 09 年业绩的总体观点是：国内业务 09 年为 3G 收益高峰，海外业务减速但仍将保持稳健增长。

国内业务：在 2009 年为 3G 投资收益高峰期，2010-2011 年将小幅下降但仍处于景气高峰。我们 09 年~11 年电信投资分别为 4070 亿元、3400 亿元、3030 亿元，增幅分别为 38%、-16%、-11%；中兴 2009 年~2011 年国内业务收入增速分别为 56%、-10%、-4%。

海外业务在 2009 年将因全球通讯设备市场容量温和下降而出现难以避免的减速，但在整个金融体系塌陷的全球背景下，健康的中国金融体系的扶持、部分国际设备商的持续退出将有利于中兴进一步提升全球份额，我们认为中兴海外业务的总体发展态势将体现为减速、稳健、持续增长。我们预计 2009 年后中兴海外收入增速亦将由 2007 年、2008 年的 95%、34% 放缓至约 10%~15% 左右。

（2）综合判断，我们给予中兴 2009-2010 年 EPS 预测分别为 1.67 元、2.00 元，09 年、10 年市盈率分别是 21.8 倍、18.3 倍，估值在通信设备板块具有一定优势，维持“增持”的评级。

六、风险：

监管政策导致的电信投资方向调整和投资额度低于预期；运营商的非理性价格战。