

2009-09-04

通信设备

维持

增持

# 3G 助力中国通信产业链全面崛起

- ◇ 报告起因：行业深度研究
- ◇ 潜在催化因素：3G 在中国和新兴市场应用加快

## ◆通信制造业整体受益于国家竞争优势，维持“增持”投资评级

迈克尔·波特认为一国产业竞争优势源于：生产要素，需求条件，相关产业，企业战略、结构和竞争对手，政府，机会六要素综合的结果。我们选取的 12 家具有典型代表的通信制造公司过去两年盈利复合增长 45%，今年上半年同比继续达到 35.3%。通过波特钻石模型研究发现，中国通信制造业在部分企业全球率先突破的情况下，未来必将全面崛起，3G 建设带来的机会将加快这一进程，今后三年还有望取得 20% 以上的复合增长。

## ◆主设备厂商率先突破，重塑通信格局版图

以华为技术、中兴通讯为代表的主设备厂商，在残酷的竞争环境中由弱变强，不断增强企业综合竞争力，未来三年有望双双跻身全球前三强。随着全球市场份额的不断提升以及盈利能力整体增强，中兴通讯 09-11 年业绩复合增长有望超过 30%。

## ◆光通信、光纤光缆、配套及器件厂商未雨绸缪，抓住机会实现高增长

国内 3G 网络建设的加快，宽带建设的提速，为光通信设备和光纤光缆厂商提供了难得的发展机遇，烽火通信、亨通光电、中天科技有望持续受益。

作为配线领域少有的业内龙头，新海宜将受益行业需求持续景气。以武汉凡谷为代表的器件厂商不断构成本领先优势，全球市场份额持续提升，长期来看，我们认为武汉凡谷在全球将超过 30% 的市场份额。

## ◆网管软件、网优厂商不断换位思考，为客户挖潜增效

在电信运营竞争日趋激烈，用户 ARPU 值持续下滑的背景下，以亿阳信通、中创信测为代表的软件类厂商，或通过为运营支撑系统保驾护航，或不断为运营商分析最终用户的消费使用行为等方式，帮运营商客户挖潜增效。

以国脉科技、三维通信为代表的网络维护/网优厂商，积极开拓新市场新应用，有望在未来成长壮大。

## ◆增值服务优质厂商业绩未来有望呈现爆发性的非线性增长

北纬通信、拓维信息作为增值业务提供商的典型代表，在 3G 即将大规模商用之际，积极部署新业务，拓展新产品，未来爆发式增长可期。

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 股价<br>9月4日 | EPS(元) |      |      | 投资评级 |
|----------|----------|------------|--------|------|------|------|
|          |          |            | 08A    | 09E  | 10E  |      |
| 000063   | 中兴通讯     | 35.66      | 0.91   | 1.38 | 1.81 | 买入   |
| 600498   | 烽火通信     | 20.88      | 0.43   | 0.75 | 0.92 | 增持   |
| 600522   | 中天科技     | 19.39      | 0.46   | 1.00 | 1.20 | 增持   |
| 600487   | 亨通光电     | 21.35      | 0.64   | 1.01 | 1.21 | 增持   |
| 002089   | 新海宜      | 10.57      | 0.15   | 0.33 | 0.45 | 增持   |
| 002194   | 武汉凡谷     | 15.8       | 0.59   | 0.70 | 0.83 | 买入   |
| 600289   | 亿阳信通     | 13.2       | 0.21   | 0.65 | 0.59 | 增持   |
| 600485   | 中创信测     | 14.36      | 0.42   | 0.57 | 0.58 | 买入   |
| 002093   | 国脉科技     | 13.66      | 0.29   | 0.38 | 0.47 | 增持   |
| 002115   | 三维通信     | 18.1       | 0.47   | 0.62 | 0.77 | 增持   |
| 002148   | 北纬通信     | 25.15      | 0.46   | 0.52 | 0.58 | 增持   |
| 002261   | 拓维信息     | 27.85      | 0.70   | 0.83 | 1.03 | 增持   |

分析师：

周励谦

021-22169999\*9175

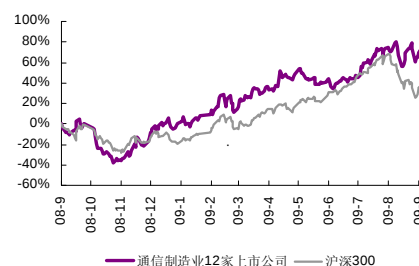
[zhouliqian@ebsecn.com](mailto:zhouliqian@ebsecn.com)

吴华晶

021-22169999\*9040

[wuhj@ebsecn.com](mailto:wuhj@ebsecn.com)

行业与沪深 300 指数对比图



相关报告：

行业增长确定，估值优势明显

..... 2009-08-12

中国 3G，冬日暖阳

..... 2009-01-07

## 目 录

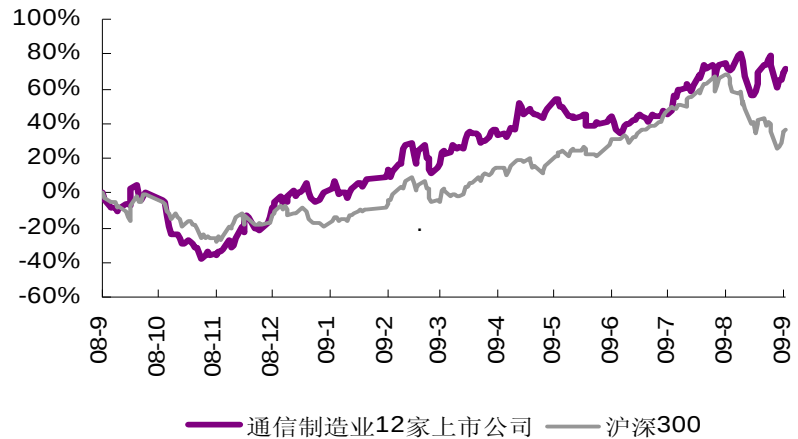
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 通信制造业整体竞争力不断增强.....               | 3  |
| 用钻石体系看通信制造业未来竞争优势.....            | 4  |
| 生产要素——丰富的工程师资源和强大的中国资金.....       | 4  |
| 需求条件——庞大的国内电信市场.....              | 5  |
| 相关产业——数以千亿的产业链形成良性循环.....         | 5  |
| 企业战略、结构和竞争对手——通信企业成长中获得提升.....    | 5  |
| 政府——国家出台各项政策和专项资金予以不懈支持.....      | 6  |
| 机会——国内通信厂家把握 3G 历史机遇.....         | 6  |
| 通信制造业未来三年盈利复合增长 20%以上.....        | 7  |
| 全球电信业投资未来有望企稳回升.....              | 7  |
| 国内三大运营商投资不会出现明显下滑.....            | 7  |
| 中兴通讯：国内外皆具亮点，未来有望跻身前三.....        | 8  |
| 烽火通信：光通信大发展带来快速增长.....            | 9  |
| 中天科技：线缆产品全线开花.....                | 11 |
| 亨通光电：行业前景看好，公司看点频频.....           | 12 |
| 新海宜：受益光通信发展，行业需求持续景气.....         | 14 |
| 武汉凡谷：产业转移背景下即将腾飞的射频器件龙头.....      | 16 |
| 亿阳信通：网管领域领军人物，朝 SP 转型有望带来高成长..... | 18 |
| 中创信测：测试行业“春天”来临.....              | 19 |
| 国脉科技：运维外包是趋势，重点看公司省外拓展.....       | 21 |
| 三维通信：网优产品需求旺盛，新产品及新服务拓展未来空间.....  | 22 |
| 北纬通信：抢滩手机游戏领域，等待 3G 规模应用来临.....   | 23 |
| 拓维信息：手机动漫前景值得期待.....              | 24 |

## 通信制造业整体竞争力不断增强

过去的一年，通信制造业的股价走势跑赢大盘指数，我们此次选取跟踪的 12 家上市公司总的走势也是明显领先大盘。

**图 1：国内 12 家代表性上市公司一年来跑赢大盘**

国内 12 家上市公司组合指数与沪深 300 比较

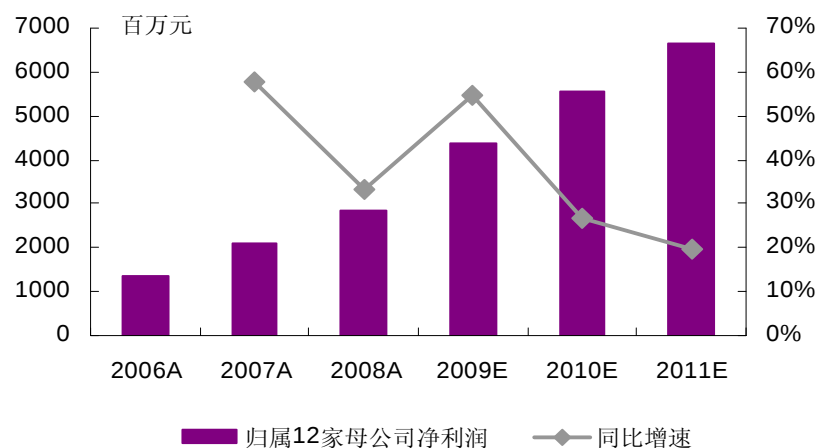


资料来源：Wind、光大证券研究所

自上世纪 90 年代以来，中国通信制造业一直处于快速发展过程中。产业规模从小到大，技术水平从落后到先进，产品从单一到全系列，市场从国内到国际，服务从优秀到世界一流，以华为技术和中兴通讯等为代表的公司从默默无闻到成为全球知名品牌，中国通信制造业的进步成长赢得了全世界的赞许和认可。

**图 2：国内 12 家代表性上市公司盈利保持快速增长**

国内 12 家上市公司净利润总和及增长预测



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

按照工信部统计的数据，从 2005 年到 2008 年，国内通信设备制造业销售产值从 6,132 亿发展到 8,460 亿，三年复合增长达到 11.3%，显

示出国内通信制造业整体规模及实力水平仍在不断增强。进入09年以来，运营商3G投资加大更是带动了相关设备制造商的快速增长。

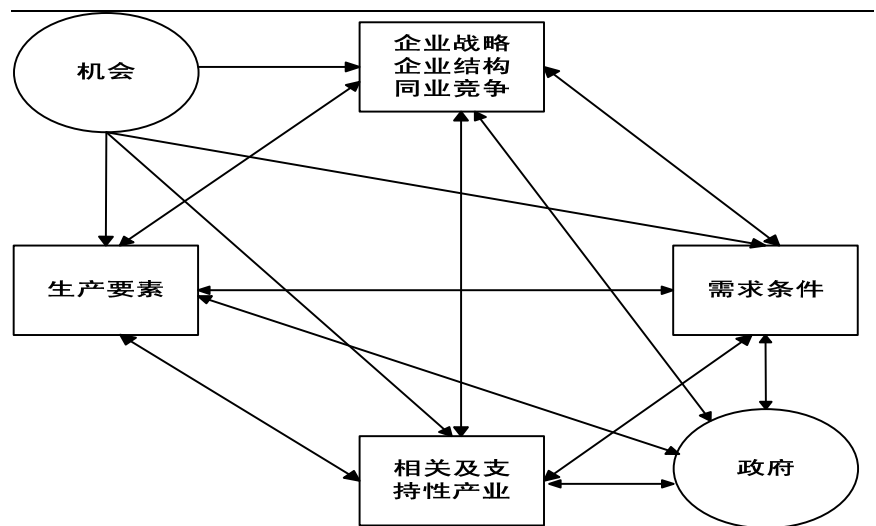
国内具有代表性的上市公司的盈利能力更是远超过了行业平均水平。从2006年到2008年，12家企业合计净利润复合增长达到45.0%。根据我们对2009-2011的盈利预测，未来三年盈利复合增长依然有32.9%。

## 用钻石体系看通信制造业未来竞争优势

迈克尔·波特的国家竞争优势理论从多层次和多角度分析一个国家赢得某些产业竞争优势的原因，其核心是“钻石体系”理论。波特认为，一个产业在某一国家产生优势地位源于：1) 生产要素，2) 需求条件，3) 相关产业，4) 企业战略、结构和竞争对手，5) 政府，6) 机会六要素综合的结果。

**图3：完整的钻石体系模型**

钻石体系的六个要素



资料来源：迈克尔·波特《国家竞争优势》、光大证券研究所

我们试图用波特的“钻石体系”理论来理解中国通信制造业截至目前所取得的成功因素，更是希望通过该理论向前展望未来通信制造业是否继续能够保持过去发展的势头，提升到一个新的高度。

### 生产要素——丰富的工程师资源和强大的中国资金

生产要素是一个国家在特定产业竞争中有关生产方面的表现，如人工素质或基础设施的良莠不齐。

从生产要素看，最主要的低成本高素质人力资源需求在国内能够得到较好的满足。中国拥有相对廉价的大量软硬件技术工程师，以中兴通讯为例，研发人员的平均工资只有爱立信的1/6—1/5。特别是近几年来，

我国高等教育发展迅速，受过高等教育的年轻工程师的数量连年大幅增长，这对通信制造这样高附加值的技术和资本密集型产业发展尤为有利。

海外市场扩张所需的资本也由于国家的各类融资渠道支持而变得相对容易，未来在全球经济危机的背景下，这一因素随着国家综合竞争力的上升愈发具有相对优势。

## 需求条件——庞大的国内电信市场

需求条件是本国市场对该项产业所提供产品或服务的需求如何。

从需求条件看，中国这个全球最大的单一电信市场刚好符合了这一条件。中国的电信业投资，在过去几年每年都占到了全球电信设备投资的 20% 左右，这为国内通信制造业的大发展提供了一个极为关键的条件。

正是如此庞大的市场需求，不仅仅能够解决国内通信制造企业的生存问题，还培养出具备开拓国际市场能力的跨国大型通信制造企业，如华为技术、中兴通讯。

## 相关产业——数以千亿的产业链形成良性循环

相关产业和支持产业的表现指的是这些产业的相关产业和上游产业是否具有竞争力。

中国通信制造业在产业集群方面，可以说目前的集群优势和协同效应相比过去已经大大改善和提高。

珠三角及长三角经济区域的电子及机械制造的产业集群效应，为中兴通讯和华为技术取得持续的产业链优势提供强大支撑。以深圳、广州为中心，方圆 100 公里内几乎可以获得大部分的上游配套厂商，协同效应非常显著。而下游集成厂商的快速发展，也促进了上游配套厂商的更加完善，产业集群效应形成自我强化正循环，数以千亿规模的产业链呈快速发展趋势。

## 企业战略、结构和竞争对手——通信企业成长中获得提升

企业战略、结构和竞争对手指的是企业在一个国家的基础、组织和管理形态，以及国内市场竞争对手的表现。

在具备国际竞争优势的部分中国制造业公司中，许多公司对企业战略的制定也是格外重视。

例如中兴通讯，就分别在知识产权、人力资源、成本领先、差异化、质量、国际化、品牌和物流等八个方面提出了自己的战略。正因为中兴通讯坚决贯彻和实施了成本领先战略，使得公司在低成本尝试方面屡试不爽。波特的国家竞争理论中，还特别强调竞争对手的表现。中兴的竞争对手华为公司，总部就是在同一座城市不远的地方。业内就有评价说，如果没有华为公司，中兴通讯不可能保持着活力。正是因为两家公司都被对方确立为一个追赶或努力摆脱的标杆，才使得两家公司有如此让业界感到震撼的发展速度。

## 政府——国家出台各项政策和专项资金予以不懈支持

波特认为，政府需要做的是通过影响波特钻石模型中四大要素来提升产业的竞争力。

在我国国内，政府一直对电信业的发展非常重视，出台了许多相关的政策支持通信制造业作为高科技来发展。政府高层充分意识到发达的信息化工业对制造工业将起到“加速器”的作用，因此强力推动工业化和信息化融合以促使整体制造业水平继续走上一个台阶。国家在部委改革时，设置“工业和信息化部”的举措就是极有力的证明。

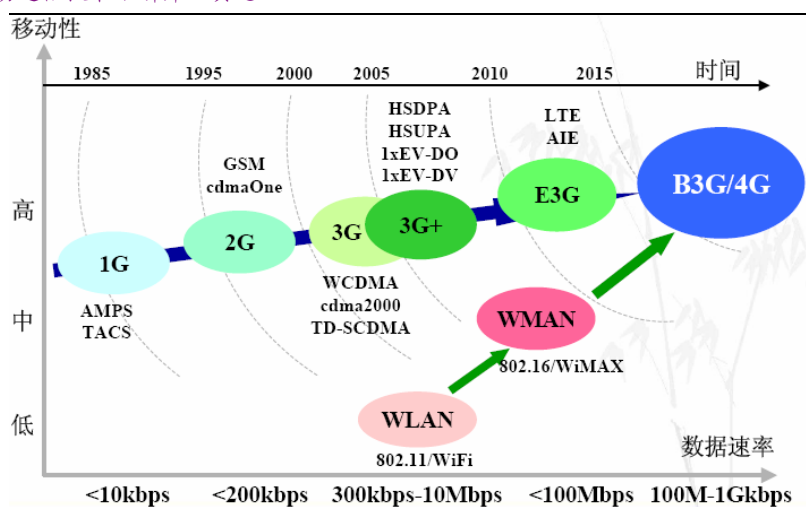
政府出台多项政策支持通信产业发展，高度重视自主创新，通过财政、税收、政府采购等一系列配套政策希望做大做强通信制造业。特别是对国内唯一具有自主技术专利的 TD-SCDMA 标准，国家更是进行大力扶持，力争让 TD “后来居上”。

## 机会——国内通信厂家把握 3G 历史机遇

波特认为，机会具备偶然性，可以影响四大要素发生变化。机会是双向的，它往往在新的竞争者获得优势的同时，使原有的竞争者优势丧失，只有能满足新需求的厂商才能有发展机遇。

**图 4：移动通信发展趋势图**

移动通信技术不断升级演进



资料来源：信息产业部电信研究院

通信技术的不断演进，使得行业竞争出现优胜劣汰。以移动通信为例，从移动通信的技术发展来看，几乎每十年就有一次革命性的突破。第一代模拟移动通信（1G）的发展成就了摩托罗拉公司，当时的“大哥大”几乎就是摩托罗拉和移动通信的代名词。随着第二代数字移动通信（2G）的兴起，北欧的爱立信和诺基亚公司迅速崛起，不到十年时间，就超过了摩托罗拉公司。由于移动通信市场的“跑马圈地”效应，如果没有第三代移动通信（3G）给予的机会，使得原有的传统设备更新，国

内厂商中兴通讯和華為技术在2G 市场将很难赶超海外的设备制造商。

展望未来，钻石理论中的四个核心要素有望形成自我强化正循环，进一步巩固我国通信制造业在全球的竞争优势。未来通信产业的竞争将在更高层面上开展，我们预测国内通信厂商将从完全的技术跟随者向共同领导者角色转变。

## 通信制造业未来三年盈利复合增长 20%以上

### 全球电信业投资未来有望企稳回升

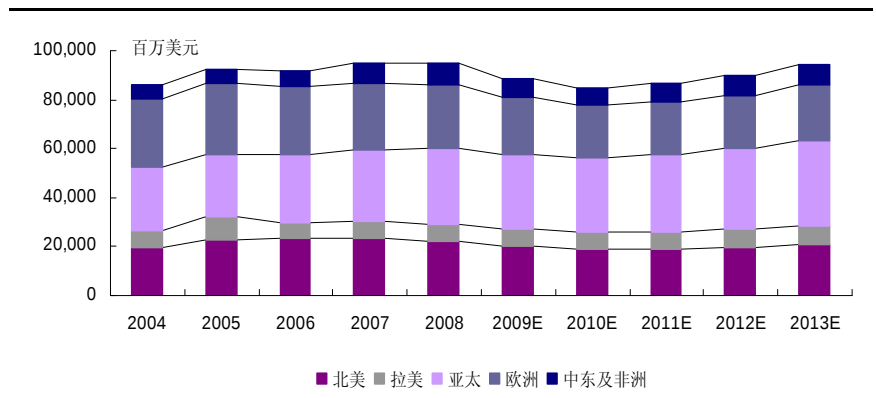
08 年以来，受金融危机影响，全球电信运营商投资开支缩减，网络建设速度延缓。

但是据国际权威机构 Gartner 预测，10 年全球电信投资增速到达底部后，未来可望重新恢复正增长，且到 2013 年增速可以恢复到 10% 左右。華為技术更是对未来行业整体给出了乐观的预测，華為公司预计未来五年，电信基础设备投资复合增速在 5% 以上，而电信设备相关服务的复合增速在 7% 左右。

我们认为，全球电信投资增速未来有望企稳回升，基于以下三点：1) 目前全球电信普及率还较低，还有上升空间，运营商网络建设投资需求未来可以持续；2) 用户增长、技术革新带来带宽需求不断增长，目前全球宽带普及率亦处于较低水平，未来提升空间巨大；3) 通信行业作为关系国计民生的行业，向来是各国 GDP 增长的重要推手，未来各国要实现较快增长，需要加大对电信的投资力度。

**图 5：全球电信业投资有望企稳回升**

历年全球电信业投资情况及未来预测



资料来源：Gartner、光大证券研究所

### 国内三大运营商投资不会出现明显下滑

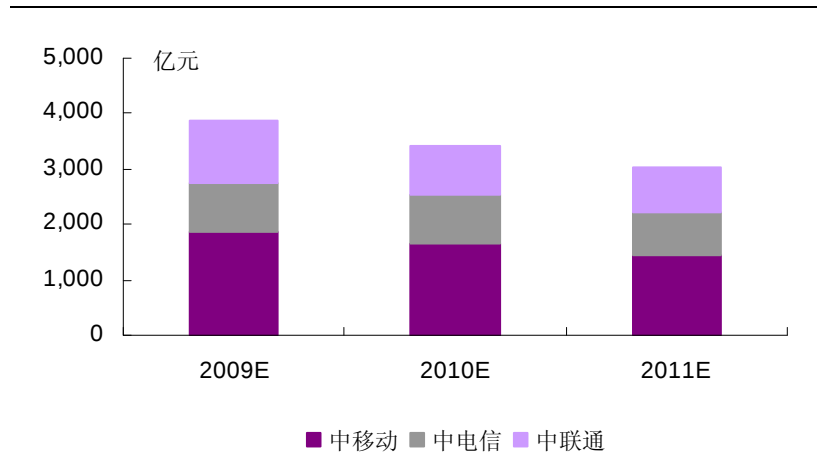
09 年是国内 3G 建网的高峰时期，带动了国内通信产业链上各个环节需求全面爆发。

对于未来三年电信投资情况，我们认为，目前网络只是实现了初步覆盖，未来随着 3G 网络从一线城市、二线城市、区县级城市延伸部署，网络投资需求还是可以持续的。另一方面，随着用户规模的不断扩大及数据

应用的不断推广，运营商存在不断扩容需求，投资力度不会马上放缓。09、10、11 三年我们预计国内三大运营商总投资均维持在 3000 亿以上。

**图 6：国内三大运营商投资未来不会出现明显下滑**

国内三大运营商未来三年电信投资预计



资料来源：光大证券研究所

### 中兴通讯：国内外皆具亮点，未来有望跻身前三

中兴通讯抓住国内 3G 建设及金融危机对海外老牌设备制造商打击严重的契机，步入了一个全新的发展阶段，呈现以 3G 设备为代表的无线产品、以光通信为代表的有线产品和以 3G 手机为代表的终端产品实力全面提升，业务健康稳健、全面发展的大好局面。

从国内来看，公司在三种 3G 标准的无线设备上都有很好的市场份额，3G 在国内综合市场占有率排名第一，这必将带动公司配套的传输、数据、电源以及业务等产品的进入。尤其是公司与中国移动的合作，未来有望进一步增强。

未来两年，运营商会将全力投入到 3G 网络的进一步优化和扩容上，以中国联通为例进行测算，其 WCDMA 网络若要同时满足容量和覆盖的双重要求，系统配置总体还需要增加 2 倍以上，因此我们认为 2010 年运营商对于 3G 设备及配套的投资不会下降。中兴通讯在市场份额和区域已经大致确定的情况下，无线产品价格不会出现大幅下降，而毛利率有望得到提高。

从海外来看，我们认为，中兴主设备产品，如 WCDMA、GSM 等产品在跨国运营商突破已是为时不远，随着这些主流运营商的进入，公司在海外的收入有望成倍增长。我们推断最终全球设备制造商的格局是，市场最终以爱立信、华为、中兴三家为主。爱立信由于专注于无线产品市场，未来的市场份额与国内的华为、中兴一起还有提升的可能，但诺西与阿朗由于产品竞争力不强，价格上也没有华为、中兴有吸引力，份额不断萎缩，只是萎缩的程度快慢而已。

手机终端方面，中兴通过与各国运营商建立起来的多年合作关系，采用深度定制方式切入市场，业务处于快速发展期。国外市场上不仅在新兴地区大获全胜，而且逐渐进入欧美等成熟市场。国内市场上，中兴三种 3G 制式的手机均有较好市场前景。在电信 CDMA 手机招标及移动 TD 手机招标中，中兴都获得了不错的成绩，优势地位可以保持，未来两年 3G 手机可能会成为公司业绩超预期的机会点。

表 1：中兴通讯盈利预测表

| 亿元       | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入     | 348    | 443    | 580    | 728    | 885    |
| 增速       | 49.8%  | 27.4%  | 30.9%  | 25.6%  | 21.4%  |
| 营业毛利     | 118    | 148    | 194    | 242    | 292    |
| 毛利率      | 33.9%  | 33.4%  | 33.5%  | 33.3%  | 33.0%  |
| 归属母公司净利润 | 12.5   | 16.6   | 25     | 33     | 40     |
| 销售净利率    | 3.6%   | 3.7%   | 4.4%   | 4.5%   | 4.5%   |
| 净利润增长率   | 63.3%  | 32.6%  | 52.3%  | 31.0%  | 21.5%  |
| 每股收益     | 0.72   | 0.95   | 1.38   | 1.81   | 2.20   |
| ROE      | 11.26% | 12.59% | 16.33% | 18.60% | 19.51% |
| PE       | 49.73  | 37.51  | 25.81  | 19.71  | 16.22  |

资料来源：光大证券研究所

## 烽火通信：光通信大发展带来快速增长

烽火背靠武汉邮科院，产品线覆盖光网络设备、光接入设备、光纤光缆和数据网络安全产品等，具有一定的研发优势。

### 光传输网络未来面临大量增量需求

考虑到国内 3G 大规模建设刚刚起步，未来大规模的 3G 无线基站都需要配置相应的传输设备，这本身就是一个很大的增量。另外，3G 跟 2G 相比，数据业务的传送明显增加，3G 网络中大量的流媒体业务和高速宽带业务的冲击，将使得传输网在基站侧引发的容量需求倍增。这种带宽增长在 3G 应用初期需求不大，但随着用户数和数据应用量不断增多，必将引发运营商不断增加传输设备投资。

### PON 产品未来将呈爆发性增长

从宽带接入方面，当前高带宽的数据、媒体、语音混合业务对带宽的需求在不断提高，用户的需求推动运营商加快 PON 产品的部署。我国宽带市场还蕴藏着巨大的发展潜力，仅 2009 年国内的 FTTx 建设有望突破 2000 万线大关。公司在主流 EPON 产品上有很强的技术积累，在近期招标中获得了较大市场份额，拟定向增发募投项目中亦将大大增加 EPON 产品的自供能力。应该说，未来公司 PON 产品将有很好的发展前景。

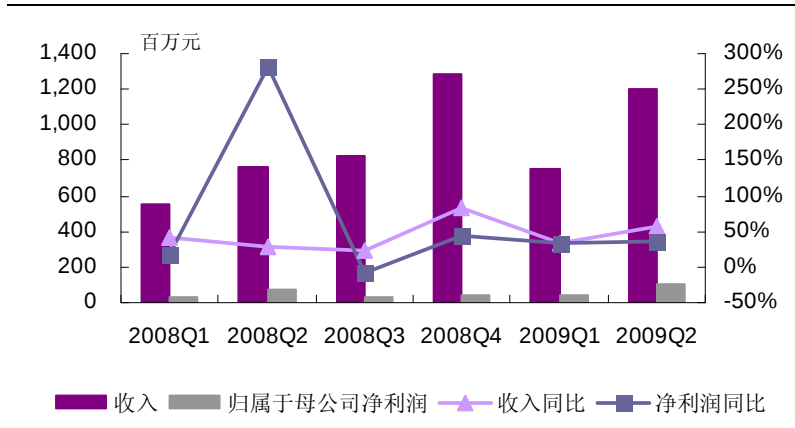
### 光纤光缆业务

光纤光缆方面，公司亦拥有很强的生产能力，是国内仅次于长飞的第二大光纤光缆厂商。09 年受益行业需求爆发，公司产品亦享受量价齐

升的局面。公司近期公告拟与滕仓合资成立公司进行光纤预制棒的开发和生产，虽然公司仅持有 40% 股权，控制权在日方，对光纤生产成本的大幅下降没有太大帮助，但是公司可就此分享上游预制棒产业带来的高收益，亦可获得稳定的原材料供给来源。

**图 7：烽火近期盈利保持快速增长**

烽火近期收入、利润表现情况



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

### 盈利预测

受益行业需求增长，未来三年公司主营光传输网络产品、光接入产品高增长将可维持；毛利率方面，09 年受光纤光缆毛利率高企影响整体毛利率水平将会提升，未来还是呈缓慢下降趋势。预计 09、10、11 年公司 EPS 为 0.75 元、0.92 元、1.02 元。给予公司 09 年 30 倍 PE，“增持”评级。

**表 2：烽火通信盈利预测表**

| 百万元      | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 2347.1 | 3426.96 | 4665.90 | 5823.80 | 6875.83 |
| 增速       | 22.1%  | 46.0%   | 36.15%  | 24.82%  | 18.06%  |
| 营业毛利     | 718.5  | 953.39  | 1371.36 | 1680.62 | 1891.73 |
| 毛利率      | 30.6%  | 27.82%  | 29.39%  | 28.86%  | 27.51%  |
| 归属母公司净利润 | 105.7  | 175.27  | 309.35  | 376.39  | 418.75  |
| 销售净利率    | 4.5%   | 5.1%    | 6.6%    | 6.5%    | 6.1%    |
| 净利润增长率   | 103.8% | 65.8%   | 76.5%   | 21.7%   | 11.3%   |
| 每股收益     | 0.26   | 0.43    | 0.75    | 0.92    | 1.02    |
| ROE      | 5.99%  | 8.42%   | 12.64%  | 13.88%  | 13.94%  |
| PE       | 81.00  | 48.84   | 27.67   | 22.74   | 20.44   |

资料来源：光大证券研究所

## 中天科技：线缆产品全线开花

### 线缆产品全线受益需求爆发

中天科技拥有电力、通信线缆齐全的产品线。09 年线缆产品受益行业需求爆发全线开花。

#### 电力线缆

电力线缆受益国内城市电网改造和农村电网建设的加大，市场需求增长迅速。09 年中报公司电力线缆部分获得了 36.3% 的增速。此外，特种导线产品适合国家力推的“两型三新”思路，在未来电网建设中应用比例将增加。公司在特种导线上竞争优势明显，在近年国网特种导线集中招标中均获得了较高的市场份额，且特种导线毛利率一般较普通导线高近 5-10 个点，使公司电力缆产品在收入规模增长及盈利能力方面均有保证。

#### 通信线缆

通信线缆方面，受益国内 3G 建设进程的加快及带宽需求的增长，公司光纤、光缆及射频电缆等通信产品获得了历史上的又一次大发展。再加上光纤招标价格 09 年超预期上升，毛利率改善明显，这部分为公司业绩贡献了较多的利润。未来光纤光缆行业中短期受益于国内 3G 建设刺激，长期得益于带宽需求的持续增长的趋势不会改变。且我们认为行业再次出现 2000 年互联网泡沫时期光纤产能严重供过于求局面的可能性不大，未来毛利率应呈温和下降趋势。

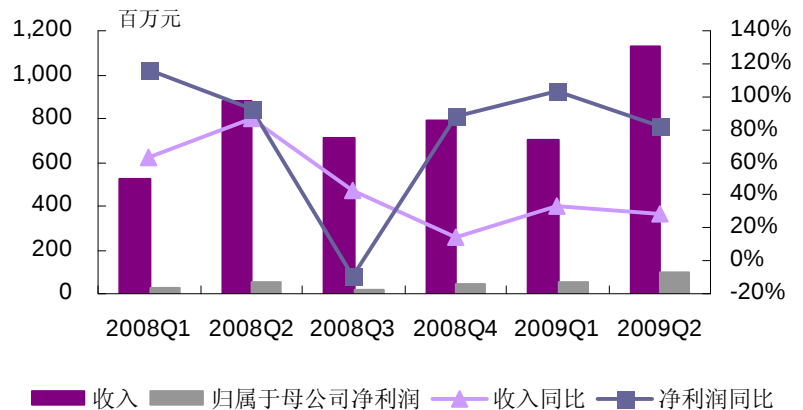
#### 海缆业务

海缆业务方面，随着此前铺设的海缆网络面临更换需要及近年来互联网流量暴增带来的海缆网络新增投资需求，全球海缆铺设将迎来高峰。中天是国内为数不多拥有码头资源和高等级海缆生产技术能力的厂商之一，海缆产品已经通过国内认证、国际 UJ 认证，将有助于公司获得国际海缆中国段招标。且海缆产品毛利率远高于普通光、电缆产品，对公司盈利能力提升有很大帮助。

公司刚刚完成了 5000 万股的定向增发，募集资金 4.16 亿元，募投项目大棒拉丝技改、光电复合海缆技改等目前进展顺利，未来公司盈利能力将进一步获得保证。

图 8：中天线缆类产品全线开花，业绩快速增长

中天近期收入、利润表现情况



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

## 盈利预测

公司 09 年业绩爆发增长确定，10 年后线缆相关投资快速放缓机率不大，业绩稳定增长有望保持，预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 1.00 元、1.20 元、1.37 元。当前股价 19.39 元，对应 09 年动态 PE 仅为 19 倍，估值提升空间明显，给予“增持”评级。

表 3：中天科技盈利预测表

| 百万元      | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 1988.4 | 2912.12 | 4148.89 | 5099.08 | 5963.19 |
| 增速       |        | 71.1%   | 46.45%  | 42.47%  | 22.90%  |
| 营业毛利     | 343.5  | 562.76  | 1029.87 | 1207.11 | 1353.49 |
| 毛利率      | 17.3%  | 19.32%  | 24.82%  | 23.67%  | 22.70%  |
| 归属母公司净利润 | 84.3   | 146.01  | 319.81  | 384.60  | 440.16  |
| 销售净利率    | 4.2%   | 5.0%    | 7.7%    | 7.5%    | 7.4%    |
| 净利润增长率   |        | 113.4%  | 73.2%   | 119.0%  | 20.3%   |
| 每股收益     | 0.31   | 0.54    | 1.00    | 1.20    | 1.37    |
| ROE      | 11.93% | 16.87%  | 26.53%  | 24.19%  | 21.68%  |
| PE       | 62.28  | 35.96   | 19.45   | 16.17   | 14.13   |

资料来源：光大证券研究所

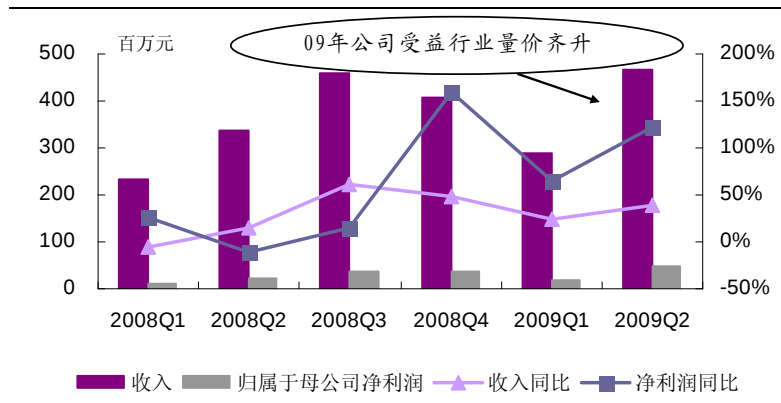
## 亨通光电：行业前景看好，公司看点频频

## 09 年中期公司业绩随行业需求井喷享受高增长

光纤光缆行业受益于 3G 建设启动和带宽需求增长 09 年出现超预期快速增长，亨通作为业内前三的上市公司，充分享受了行业的高增速。09 年中期公司营业收入实现了 32.3% 的快速增长。另外，需求井喷引起的供不应求使光纤价格由 08 年招标的 74 元/芯公里跃升至 86 元/芯公里，对毛利率提升明显，由去年同期的 20.8% 上升至 27%，这大大提升了公司的盈利能力。使公司净利润享受了高达 103.4% 的高增速。

**图 9：亨通近期业绩受益行业需求爆发性增长**

亨通近期收入、利润表现情况



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

**行业 2010 年将继续保持供需两旺**

从行业整体角度分析，光纤光缆行业中短期受益于国内 3G 建设刺激，长期得益于带宽需求的持续增长的趋势不会改变。我们认为，行业供需两旺的局面应可在 2010 年得以维持。

**公司三大关注点可望进一步提升业绩**

从公司层面来看，亨通近期拥有诸多看点：1、母公司亨通集团计划将相关线缆类资产注入，虽然注入的通信线缆与电力电缆两块资产总体毛利率水平都要低于上市公司，但线缆资产整合产生的协同效应值得期待，另外也将有助于公司分散产品过于单一的风险。2、光纤预制棒项目一期 30 吨已于 09 年一季度开始试生产，公司计划 09 年底完成所有投资，若项目进展顺利，将有利于稳定公司未来毛利率水平，对业绩将有进一步支撑。3、公司近期公告拟投资建设高压海底复合缆项目，项目预计投入较大，但鉴于海缆产品毛利率要远高于普通光、电缆，此次投资亦值得关注。

**盈利预测**

如果不考虑资产注入对未来业绩的影响，公司光纤光缆业务未来三年增速预计可达到 30%、20%、15%；毛利率水平 09 年可以提升到近 27%，之后呈下降趋势。预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 1.01 元、1.21 元、1.37 元。如果考虑资产注入，按照公司公告草案中对注入亨通通信线缆、亨通电力线缆资产的盈利预测，对应摊薄后可能股本 09、10 年 EPS 则为 1.12 元、1.34 元。按照当前股价 21.35 元，未考虑资产注入对应 09 年动态 PE 为 21 倍，资产注入增厚业绩后动态 PE 更低，整体估值偏低，给予“增持”评级。

表 4：亨通光电盈利预测表

| 百万元                        | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入                       | 1100.3 | 1437.66 | 1868.96 | 2242.75 | 2579.16 |
| 增速                         | 1.0%   | 30.7%   | 30.00%  | 20.00%  | 15.00%  |
| 营业毛利                       | 243.2  | 320.9   | 500.88  | 589.84  | 657.69  |
| 毛利率                        | 22.1%  | 20.3%   | 26.80%  | 26.30%  | 25.50%  |
| 归属母公司净利润                   | 79.7   | 106.49  | 167.16  | 227.81  | 252.38  |
| 销售净利率                      | 7.2%   | 7.4%    | 8.9%    | 8.9%    | 8.8%    |
| 净利润增长率                     | 32.8%  | 33.7%   | 57.0%   | 19.8%   | 13.8%   |
| 每股收益                       | 0.58   | 0.64    | 1.01    | 1.21    | 1.50    |
| ROE                        | 7.42%  | 9.34%   | 13.19%  | 14.12%  | 14.32%  |
| PE                         | 36.62  | 33.31   | 21.22   | 17.71   | 15.57   |
| 考虑资产注入                     |        |         |         |         |         |
| 亨通线缆 100%、亨<br>通力缆 75%利润增厚 |        |         | 64.72   | 75.80   |         |
| 资产注入后股本                    |        |         | 206.37  | 206.37  |         |
| 每股收益                       |        |         | 1.12    | 1.34    |         |
| PE                         |        |         | 19      | 15.96   |         |

资料来源：光大证券研究所

## 新海宜：受益光通信发展，行业需求持续景气

新海宜处于网络配线设备行业，主要为运营商提供通信网络配线系统及软件外包业务。

### 配线行业长期景气可以维持

运营商重组之后，全业务竞争的格局使运营商将更加强调网络质量，对配线设备的需求将明显增大；3G 业务的开展进一步使得运营商关注焦点转向数据通信、光通信等领域，数字配线架、光纤配线架及光纤优化管理系统的需求较原来 2G 时代亦将明显提高。长期来看，国内光通信产业大发展将成为相关配线产品持续需求动力。网络光纤化已成为通信行业的发展趋势，目前骨干网、城域网光纤铺设已基本完成，下一步重点将在接入网 FTTx 的建设。我国光纤入户的普及率目前还处于起步阶段，发展潜力很大。各运营商目前都将发展高速宽带网络作为战略方向，仅 2009 年国内的 FTTx 建设有望突破 2000 万线大关。在此背景下，将刺激光纤配线、优化管理系统等系列产品的市场需求。

### 公司将能在行业集中趋势中胜出

目前由于专注配线业务的业内龙头较少，产能相对分散，而运营商对产品进行集采的趋势将使市场份额向少数优势厂商集中。新海宜拥有较大的产能规模、齐全的产品门类，可为运营商及时供货，与其建立了长期合作关系，未来将能在行业集中趋势中胜出。

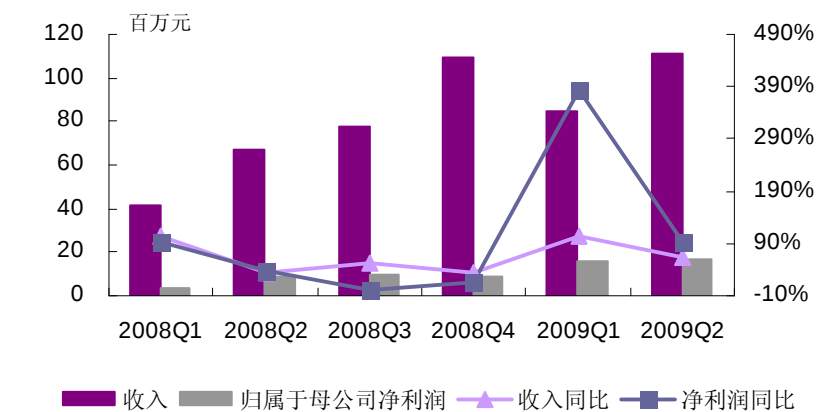
### 软件外包领域：外包、直销并举，为增长开辟新的空间

此外，公司通过收购深圳易思博成功进入软件外包领域，成为公司着力发展的另一主业。这一多元化战略实施，在培育新利润增长点的同时亦降低了对单一配线行业景气周期的依赖，起到了分散风险的作用。易思博目前主要还是为华为提供软件外包服务，华为自身业务发展近年处于鼎盛时期，易思博可间接受益。另外，公司亦计划未来加大对运营商直销力度，以逐渐降低对华为的依附，外包与直销并举的战略转型有助于提升软件业务的盈利能力，并为其增长开辟新的空间。

公司在稳健发展主业同时，还不断切入新的业务领域。目前，网络视频监控系统和下一代互联网内容与流量控制系统已经逐步培育成熟，有望成为新的业绩增长支点。

**图 10：新海宜近期受益行业景气，业绩大幅增长**

新海宜近期收入、利润表现情况



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

### 盈利预测

我们预测，09 年得益于配线和软件业务的大幅增长，以及网络监测系统等新品的初步创收，公司 09 年收入增速可以达到 70%，10、11 年如果增发项目顺利实施，公司 25%以上增长可期。配线毛利率方面 09 年达到高峰，而后毛利率呈下降趋势，整体毛利率亦保持小幅下降趋势。预计 09、10、11 年公司 EPS 为 0.33 元、0.45 元和 0.58 元，对应 09 年动态 PE 为 33 倍。考虑到公司未来业绩“高弹性”特点，给予“增持”评级。

表 5：新海宜盈利预测表

| 百万元      | 2007A  | 2008A  | 2009E   | 2010E  | 2011E  |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 主营收入     | 201    | 296    | 503     | 654    | 817    |
| 增速       | 28.63% | 46.91% | 70.00%  | 30.00% | 25.00% |
| 营业毛利     | 78     | 124    | 216     | 278    | 343    |
| 毛利率      | 38.90% | 41.91% | 43.00%  | 42.50% | 42.00% |
| 归属母公司净利润 | 26     | 31     | 70      | 96     | 125    |
| 销售净利率    | 12.90% | 10.56% | 13.88%  | 14.72% | 15.25% |
| 净利润增长率   | 3.21%  | 20.25% | 123.50% | 37.80% | 29.50% |
| 每股收益     | 0.31   | 0.2    | 0.33    | 0.45   | 0.58   |
| ROE      | 7.60%  | 8.70%  | 16.50%  | 12.70% | 14.90% |
| PE       | 34.48  | 53.45  | 32.78   | 23.79  | 18.37  |

资料来源：光大证券研究所

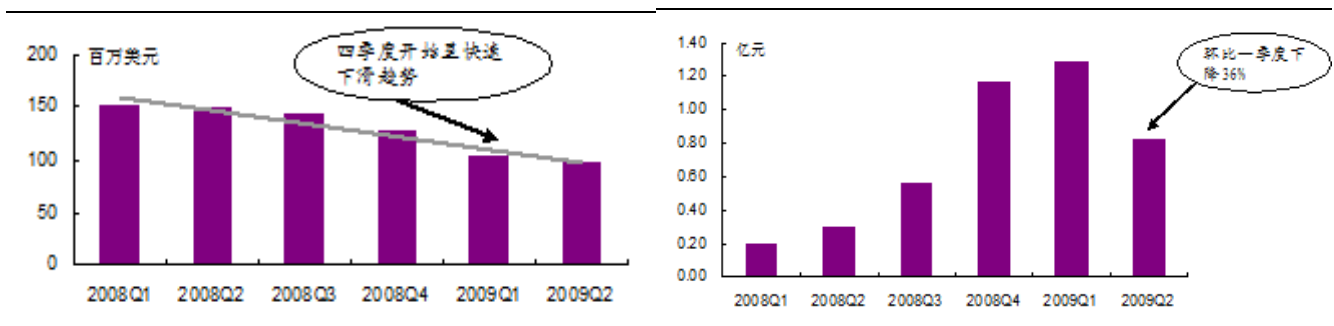
## 武汉凡谷：产业转移背景下即将腾飞的射频器件龙头

### 行业整体受海外需求端下滑影响显著，公司业绩表现已经出众

08 年四季度以来金融危机导致海外运营商削减资本开支，进而影响上游射频器件行业需求的情况开始出现。从全球第一的射频器件供应商 Powerwave 近期发布的财报来看，其基站子系统部分的收入 08 年四季度开始出现下滑，09 年上半年较去年同期下降了 30% 以上。凡谷国内竞争对手国人通信以往主要业务在网络优化领域，进军射频器件行业的时间不长，09 年上半年其主营网优产品取得了不俗的成绩，但射频器件产品受需求端下滑影响也比较显著，09 年二季度产品收入环比下滑了 36%，毛利率据管理层在业绩说明会上透露仅为 18.1%，大大低于凡谷 26.9% 的水平。在行业整体需求放缓的大背景下，凡谷 09 年上半年实现业绩 20% 的增长实属不易。这一方面有国内 3G 建设开展对公司国内销售持续增长的支撑因素，另一方面公司自身在运营成本、费用的控制能力出众亦有很大贡献。

图 11：射频器件行业整体受国外需求端下滑影响显现

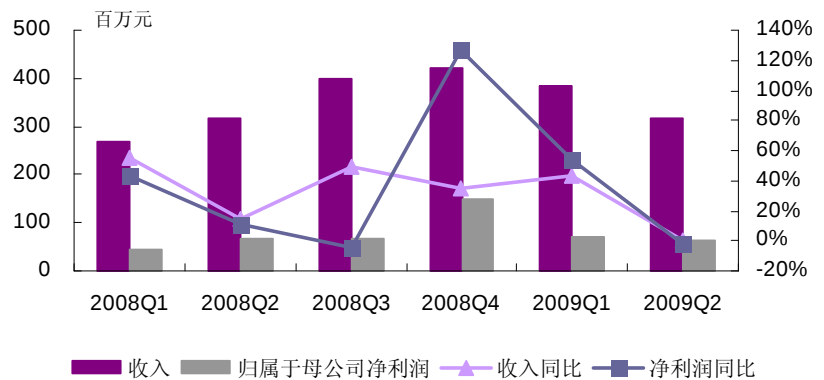
Powerwave 基站子系统分部近期收入表现（左）；国人通信射频器件分部近期收入表现（右）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

**图 12：凡谷在行业中表现已经出众**

凡谷近期收入、利润表现情况



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

**长期优势竞争地位不改，有望成行业最终胜出者**

我们认为，公司凭借其一体化生产的成本优势、快速的市场响应能力、高质稳定的批量供货能力已经获得了国内外众多设备厂商的认可，上半年又获爱立信全球合格供货商资质认定可以证明。凡谷未来将充分受益于全球制造业向中国转移的大趋势，华为、中兴在国际市场攻城略地亦将助公司的市场份额获得突破，进一步提升到 30% 以上，而 08 年还只有 12% 左右。随着行业需求整体转暖，公司将获得超越行业的业绩增速，可望成为市场竞争中最终胜利者。

**盈利预测**

我们根据以下几个关键假设对公司未来盈利情况进行预测：

- 1) 09 年下半年随着海外经济复苏，公司国外产品销售情况可望回暖，再加上国内射频器件行业景气依旧，公司凭借自身实力可实现全球市场份额提升，预计未来三年公司收入增速为 28%、22.91%、20.33%。
- 2) 虽然下游运营商集采压价仍是趋势，公司对成本的控制能力优秀，未来三年毛利率水平呈缓慢下降趋势。
- 3) 未来三年期间费用率仍能维持总体非常低的水平。

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.70、0.83、0.99 元，鉴于公司股价近期下跌较多，中长期估值优势显现。我们认为股价的下跌提供给了中长期投资者“买入”的机会，给予公司 09 年 25 倍动态 PE，对应目标价为 17.50 元。

表 6：武汉凡谷盈利预测表

| 百万元      | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 1032.07 | 1409.41 | 1804.07 | 2217.35 | 2668.12 |
| 增速       | 26.2%   | 36.6%   | 28.00%  | 22.91%  | 20.33%  |
| 营业毛利     | 307.87  | 408.56  | 500.19  | 603.77  | 714.78  |
| 毛利率      | 29.8%   | 29.0%   | 27.7%   | 27.2%   | 26.8%   |
| 归属母公司净利润 | 229.04  | 329.09  | 386.72  | 463.13  | 549.66  |
| 销售净利率    | 22.2%   | 23.3%   | 21.4%   | 20.9%   | 20.6%   |
| 净利润增长率   | 45.7%   | 43.7%   | 17.5%   | 19.8%   | 18.7%   |
| 每股收益     | 1.07    | 0.77    | 0.70    | 0.83    | 0.99    |
| ROE      | 13.5%   | 17.4%   | 17.9%   | 18.6%   | 19.1%   |
| PE       | 14.75   | 20.53   | 22.71   | 18.96   | 15.98   |

资料来源：光大证券研究所

## 亿阳信通：网管领域领军人物，朝 SP 转型有望带来高成长

### 网管建设受益运营商竞争加剧及 3G 进程，公司长期处于优势竞争地位

网管系统方面，一方面，电信重组完成后，中电信、中联通会逐渐加大对网管建设的重视力度，另一方面，随着 3G 建设步伐加快，3G 网管系统招标亦相继启动，为网管市场打开发展空间。公司已经对适合 3G 的网管系统进行提前布局，相信凭借其丰富的经营经验、显著的在位优势、与运营商建立的稳固关系将能充分受益。

### ITS 业务受益国家 4 万亿基建，公司届时签单将能保证

智能交通业务方面，随着国家 4 万亿基础设施建设相关的高速公路土建基本完工，高速机电业务订单将增加，公司在该领域亦拥有传统竞争优势，届时签单将能保证。

### 朝 SP 方向转型，未来高成长性可期

作为“四轮驱动”战略之一，公司一直将大力发展增值业务作为工作重点，在 09 年中期财报中，公司提出在做好 3G 技术提供商同时做好 3G 传媒提供商，前期已经开展 MAS 系统、手机钱包等业务，近期又与贵州电信合作打造“旅游综合信息服务”项目并组建团队进行手机游戏开发。虽然目前对增值业务的开拓仍处于摸索阶段，但是我们看好 3G 增值业务未来前景，有望成为公司新的利润增长点。

### 处置三桥改善公司形象，有利主业发展

针对市场热议的公司关联购买长三桥事件，近期公司亦做出拟溢价将其剥离出售的决定，虽然还未经股东会最后批准，但我们认为，该计划通过的概率很大。如果成功，公司不仅能获得 8100 万元的一次性投资收益，还能在减少财务费用、摊销费用上大大受益，另外也可改善公司形象，使其更能专注于主业的发展。

### 盈利预测

公司 08 年由于雪灾、地震及奥运封网等因素，原有项目实施及验收延缓，大大影响了当年业绩。09 年随着合同的逐步确认，上半年获得了

30%以上的增长。基于上述判断，公司未来三年可获得 50%左右的复合增速。假设出售长三桥资产所获投资收益在 09 年一次性确认，预计 09、10、11 年 EPS 为 0.65 元、0.59 元和 0.71 元。鉴于公司未来可望获得的高成长性，给予“增持”评级。

**表 7：亿阳信通盈利预测表**

| 百万元      | 2007A | 2008A  | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 895.6 | 853.8  | 1048.31 | 1277.16 | 1505.75 |
| 增速       | 0.5%  | -4.7%  | 22.78%  | 21.83%  | 17.90%  |
| 营业毛利     | 419.5 | 429.2  | 556.17  | 662.02  | 761.92  |
| 毛利率      | 46.8% | 50.3%  | 53.05%  | 51.84%  | 50.60%  |
| 归属母公司净利润 | 125.1 | 73.7   | 228.65  | 208.23  | 250.52  |
| 销售净利率    | 14.0% | 8.6%   | 21.8%   | 16.3%   | 16.6%   |
| 净利润增长率   | 46.7% | -41.1% | 210.1%  | -8.9%   | 20.3%   |
| 每股收益     | 0.43  | 0.21   | 0.65    | 0.59    | 0.71    |
| ROE      | 9.54% | 5.26%  | 14.78%  | 12.30%  | 13.41%  |
| PE       | 30.95 | 63.00  | 20.32   | 22.31   | 18.55   |

资料来源：光大证券研究所

## 中创信测：测试行业“春天”来临

### 系统类产品建网初期投资需求大增，公司竞争优势明显

监控系统和设备的景气周期比基础网络可能略晚 2 到 3 个季度，但是有望持续更长的时间。09、10 年是 3G 建网的高峰时期，运营商需要对原有的监测网络进行升级或重建以兼容 3G 系统，相关投资力度大大加强，后期功能升级、扩容阶段也需要不断对网络进行维护，能够保证产品市场需求的持续性。监测领域具有较高的技术门槛，且市场规模相对较小，目前行业竞争格局较为稳定，中创与中兴平分秋色，各占 40% 市场份额，公司凭借其在 TD 实验网中积累的运营经验，优势地位将能延续。

### 仪表类产品随网络部署延伸需求可以延续，有望获超越系统类产品增速

测试仪表方面，09 年作为网络大规模部署元年，运营商对仪器仪表的需求增长最为旺盛。后续随网络从一线城市、二线城市、区县城市延伸部署，10、11 年仪器仪表的需求还会逐步增长。与国外竞争对手安捷伦、泰科相比，中创具有本地化优势，主要服务运营商客户，在该市场的市占率达 30% 以上。且公司是 TD 联盟成员，在 TD 仪表产品方面具有天然的技术领先优势，另外，公司近期还对仪表类产品销售体制进行改革，加大了国外产品代理销售力度，预计仪表类产品总体增速将超过系统类产品增速。

### 抓住监测领域新生需求，发展前景看好

此外，随着运营商重组后竞争的加剧，监测领域催生了新的市场需

求。除了对网络质量进行检测外，还可以通过对采集的用户数据进行分析，帮助运营商掌握各类移动数据业务的使用情况，为其业务推广提供决策依据。09 年中创与亿阳信通、伟博趋势咨询合资成立北京博新创亿科技有限公司，为运营商数据业务及市场推广提供支撑，我们看好合资公司发展前景。

公司股权激励已于 08 年底实施，虽然产生费用对业绩造成一定影响，但行权要求 08-10 年净利润增速不低于 30%，未来业绩增长有保障。

### 盈利预测

公司 09 年一季度由于运营商收入确认延迟方面原因，业绩受到较大影响，但二季度这种情况已有好转，公司测试类产品未来应用需求可以延续，且公司在该领域竞争优势突出，预计未来三年收入可保证 20%以上增长，毛利率水平呈稳步下滑趋势。公司 09、10、11 年 EPS 预计为 0.57 元、0.76 元、0.96 元，复合增速在 30%以上，给予 09 年 30 倍 PE，给予“买入”评级。

表 8：中创信测盈利预测表

| 百万元      | 2007A | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入     | 194.5 | 279.97 | 370.88 | 467.73 | 562.72 |
| 增速       | 4.0%  | 43.96% | 32.47% | 26.11% | 20.31% |
| 营业毛利     | 112.7 | 142.47 | 183.50 | 222.86 | 260.11 |
| 毛利率      | 57.9% | 50.89% | 49.48% | 47.65% | 46.22% |
| 归属母公司净利润 | 26.9  | 56.73  | 78.50  | 104.05 | 131.83 |
| 销售净利率    | 13.8% | 20.3%  | 21.2%  | 22.2%  | 23.4%  |
| 净利润增长率   | 80.0% | 110.6% | 38.4%  | 32.5%  | 26.7%  |
| 每股收益     | 0.20  | 0.42   | 0.57   | 0.76   | 0.96   |
| ROE      | 9.01% | 15.78% | 17.76% | 18.90% | 19.20% |
| PE       | 72.85 | 34.59  | 24.99  | 18.86  | 14.88  |

资料来源：光大证券研究所

## 国脉科技：运维外包是趋势，重点看公司省外拓展

### 第三方运维外包领域在“后 3G”时代面临发展机遇

第三方电信运维服务外包领域在运营商全业务竞争时代面临发展机遇。随着运营商之间竞争的进一步加剧以及行业分工细化，使其更有动力将电信网络技术服务业务外包出去，以求降低运营成本。而相对于主要竞争对手设备制造商来说，第三方服务提供商拥有显著成本优势，可以为多种厂商、多种设备提供维护服务，人员复用使得维护成本大幅降低。相对于运营商下属相关公司来说，第三方服务提供商将提供更加中立的服务，不会受到运营商过多的牵制。

### 公司省外拓展力度不断加大

国脉在保证传统优势地区—福建地区运维业务的稳定增长同时不断加大对外省业务的拓展力度。目前的开拓策略是先通过黑龙江国脉设计咨询业务、Juniper 代维业务渗透到全国，然后再拓展当地运营商设备代维市场。

### 看好 Juniper 产品集成代维业务未来发展

另外，我们看好公司 Juniper 集成代理维护业务的发展。随着 3G 网络的建设、Internet 网络技术升级、数据网络扩容，对 Juniper 产品的需求将持续旺盛，公司集成代理业务有望保持 40% 以上的快速增长；同时公司也负责 Juniper 产品的维护，由于现有基数较小，未来增速将会较快。

### 盈利预测

公司如若能够顺利打开省外市场，未来将享有 30% 左右的收入增速。毛利率方面，系统集成类产品受制于 Juniper，毛利率只能维持在 10% 以上的低位，运维服务方面可以享受 75% 以上的高毛利。期间费用率方面，公司前期拓展业务力度较大，费用率较高，后期随着业务规模的发展，费用率会逐渐下降。预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.38 元、0.47 元、0.56 元，公司前期股价下跌较多，给予“增持”评级。

表 9：国脉科技盈利预测表

| 百万元       | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入      | 286.5  | 516.5  | 693.8  | 902.0  | 1087.3 |
| 增速        | 34.1%  | 80.3%  | 34.3%  | 30.0%  | 20.5%  |
| 营业毛利      | 134.9  | 257.0  | 335.5  | 427.1  | 508.4  |
| 毛利率       | 47.1%  | 49.8%  | 48.4%  | 47.4%  | 46.8%  |
| 归属于母公司净利润 | 55.5   | 77.5   | 102.5  | 126.5  | 150.6  |
| 销售净利率     | 19.4%  | 15.0%  | 14.8%  | 14.0%  | 13.9%  |
| 净利润增长率    | 75.6%  | 39.6%  | 32.3%  | 23.4%  | 19.1%  |
| 每股收益      | 0.21   | 0.29   | 0.38   | 0.47   | 0.56   |
| ROE       | 15.49% | 18.47% | 20.37% | 20.84% | 20.62% |
| PE        | 65.73  | 47.08  | 35.57  | 28.83  | 24.22  |

资料来源：光大证券研究所

### 三维通信：网优产品需求旺盛，新产品及服务拓展未来空间

#### 运营商投资建设高峰带来对网优产品的旺盛需求

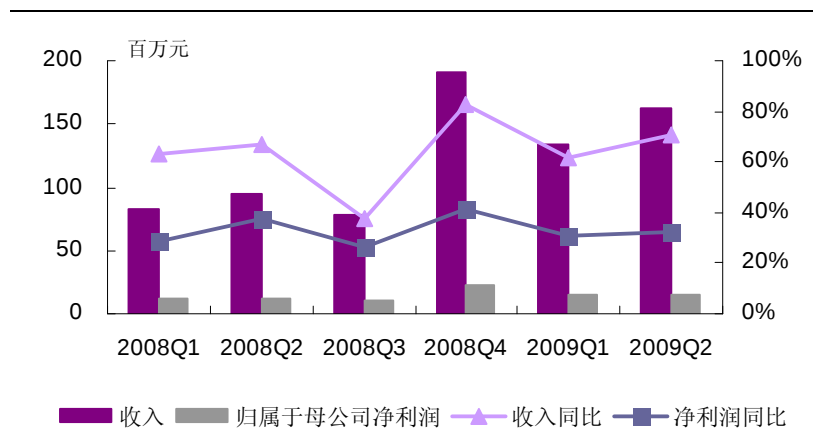
网优设备在无线网络建设初期及扩容期间均需使用，运营商重组后竞争格局的改变与 3G 建设进程的加快均对无线网优市场的发展构成利好。一方面，中电信、中国联通现有网络覆盖跟中移动尚有差距，要在全业务竞争时代胜出，完善各自网络，改善用户体验是非常重要的；另一方面，3G 建设的开展对网优设备产生大量新增需求。未来 3G 业务中将产生更多的数据业务，且更多发生在室内，这就需要比 2G 更高的覆盖密度来完善用户体验。

#### 公司加大对 3G RRU 投放力度，并积极拓展新的产品和网优服务市场

三维传统的网优产品如直放站产品 09 年受益于电信、联通对 2G 网络优化的需求，订单饱满，增长比较确定。之后 3G 网络覆盖中，尤其是 TD-SCDMA、WCDMA 中 RRU 新品将得到广泛应用，对传统直放站产品可能会带来冲击。但公司近年加大了对 RRU 的研发生产力度，另外公司还在 GSM-R、广播电视相关无线产品上投入了很大力度，同时还获得了中兴通讯网络优化项目，这些有望保证公司业绩未来稳定增长。

图 13：三维网优产品业务需求旺盛

三维近期收入、利润表现情况



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

#### 盈利预测

公司网优覆盖产品及微波无源器件产品均受到下游运营商集采压价影响，未来毛利率将呈逐步下滑趋势。将使公司利润增速略慢于收入增速。预计 09、10、11 年 EPS 分别为 0.62 元、0.77 元、0.91 元。基于公开增发催化剂刺激，我们给予“增持”评级。

表 10：三维通信盈利预测表

| 百万元      | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入     | 268.1  | 445.8  | 700.9  | 901.5  | 1096.8 |
| 增速       | 27.6%  | 66.3%  | 57.2%  | 28.6%  | 21.7%  |
| 营业毛利     | 103.2  | 162.4  | 240.1  | 292.5  | 340.0  |
| 毛利率      | 38.5%  | 36.4%  | 34.3%  | 32.4%  | 31.0%  |
| 归属母公司净利润 | 41.9   | 56.5   | 74.92  | 92.69  | 109.10 |
| 销售净利率    | 15.6%  | 12.7%  | 10.7%  | 10.3%  | 9.9%   |
| 净利润增长率   | 38.3%  | 34.9%  | 32.5%  | 23.7%  | 17.7%  |
| 每股收益     | 0.52   | 0.47   | 0.62   | 0.77   | 0.91   |
| ROE      | 12.84% | 15.40% | 17.59% | 18.44% | 18.37% |
| PE       | 34.55  | 38.42  | 28.99  | 23.43  | 19.91  |

资料来源：光大证券研究所

## 北纬通信：抢滩手机游戏领域，等待 3G 规模应用来临

### 增值业务在“后 3G”时代迎来无限“商机”

国内无线增值业务收入增速明显快于整体移动业务增速，占比逐年升高。结合国内外运营商的经验，数据业务的高 ARPU 缓解了整体 ARPU 值下降的趋势，增值业务已经日益成为各大运营商利润的主要来源。

步入全业务竞争时代以后，运营商之间的竞争更为激烈，增值业务无疑成为争夺的焦点。而运营商未来更多的将是扮演产业链整合的领导者角色，对 SP 厂商将会提供较 2G 时代更为宽松的运营环境以及加强合作，支持 SP 厂商获得更大的发展空间。另外，3G 时代的到来亦为增值业务 SP 厂商提供了“施展拳脚”的机会。3G 为更多的增值应用提供技术支持，使手机视频、手机游戏、手机动漫等业务获得了可大力拓展的空间。尽管目前 3G 仍处于培育期，但随着 3G 核心网络和基站建设完成及终端用户规模实现突破性增长，3G 增值业务将迎来无限“商机”。

### 抢滩手机游戏领域，看好公司未来发展潜力

北纬以技术储备丰富和营销能力突出著称，前期主要依靠短信、彩铃、彩信等传统增值业务的大力拓展，近期公司加大了对 3G 业务的投入，特别在手机游戏领域通过收购兼并、组建自己的研发团队等方式做了重点部署。09 年上半年的财报已经显示其手机游戏等新业务获得了爆发性的增长。基于我们对增值服务行业未来发展前景看好及北纬自身不俗的实力、清晰的战略思路把握，我们看好公司未来发展潜力。

### 盈利预测

公司增值业务随着 3G 规模应用的到来收入增速有望加快，未来三年收入增速为 18.92%、24.48%、16.27%。毛利率方面将维持在 50%以上的高位。预计公司 09、10、11 年 EPS 为 0.52 元、0.58 元、0.69 元，目前股价 25.15 元，对应 09 年动态 PE 为 48 倍，在通信行业中估值较高，但基

于增值业务未来良好的发展前景，我们仍给予公司“增持”评级。

**表 11：北纬通信盈利预测表**

| 百万元      | 2007A | 2008A | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入     | 107.1 | 145.1 | 172.50 | 214.73 | 249.68 |
| 增速       | -5.9% | 35.4% | 18.92% | 24.48% | 16.27% |
| 营业毛利     | 64.1  | 76.1  | 93.15  | 115.95 | 134.83 |
| 毛利率      | 59.8% | 52.5% | 54.00% | 54.00% | 54.00% |
| 归属母公司净利润 | 31.9  | 34.5  | 39.50  | 43.93  | 51.82  |
| 销售净利率    | 29.8% | 23.8% | 22.9%  | 20.5%  | 20.8%  |
| 净利润增长率   | 1.3%  | 8.1%  | 14.5%  | 11.2%  | 18.0%  |
| 每股收益     | 0.63  | 0.46  | 0.52   | 0.58   | 0.69   |
| ROE      | 9.18% | 9.28% | 9.89%  | 10.21% | 11.11% |
| PE       | 39.74 | 55.12 | 48.14  | 43.28  | 36.69  |

资料来源：光大证券研究所

## 拓维信息：手机动漫前景值得期待

### 特有的 SP+CP 模式

拓维由电信软件开发起家，成功实现了向无线增值服务商转型。其中手机动漫业务是公司最具特色亦处于国内领先地位的战略业务。公司与普通增值服务商不同，采用 SP+CP 模式，拥有较好的“内容资源”是其最大看点。公司依托湖南动漫产业集群的资源优势，通过三类渠道获取内容：1、创建自己的专业动漫创作团队，2、与国内动漫企业和动漫作者合作购买其作品在手机媒体上的运营权，3、利用各类原创手机动漫大赛网罗动漫人才和创意题材。

### 看好手机动漫产品前景

3G 时代的到来为无线增值服务商提供了前所未有的发展机会，带宽和终端技术性能的提升将极大丰富和改善现有数据业务的用户体验。且国内运营商重组后，之间的竞争更加激烈，运营商更多的是需要与 SP 厂商加强合作，双方竞合关系有望改善。结合国外 3G 开展经验，手机动漫作为公司创新类增值业务将在 3G 时代获得巨大发展空间。再加上公司同时拥有丰富的动漫内容资源，在与移动运营商合作分成的谈判中可以占据更加有利的位置。手机动漫业务将是公司实现规模利润快速增长的核心驱动。此外，公司还致力于移动电子商务平台建设及手机游戏、手机视频等 3G 增值业务新品的开发。特别是手机游戏亦可借助动漫游戏大赛这一平台开发产品、发展客户，我们看好公司未来发展前景。

### 盈利预测

我们看好公司手机动漫等创新类增值业务未来发展前景，预计未来三年公司收入增速呈逐年增长态势，毛利率则可基本保持稳定，09、10、11 年 EPS 分别为 0.83 元、1.03 元、1.33 元，对应 09 年动态 PE33 倍，考虑其未来的高成长性，给予“增持”评级。

表 12：拓维信息盈利预测表

| 百万元      | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入     | 233    | 263    | 310    | 391    | 508    |
| 增速       | 42.94% | 12.88% | 18.00% | 26.00% | 30.00% |
| 营业毛利     | 135    | 148    | 178    | 224    | 290    |
| 毛利率      | 57.68% | 56.42% | 57.50% | 57.30% | 57.00% |
| 归属母公司净利润 | 63.11  | 78.36  | 93     | 116    | 149    |
| 销售净利率    | 27.09% | 29.79% | 30.05% | 29.57% | 29.34% |
| 净利润增长率   | 26.22% | 24.16% | 19.02% | 23.89% | 29.30% |
| 每股收益     | 1.06   | 1.15   | 0.83   | 1.03   | 1.33   |
| ROE      | 38.40% | 14.70% | 15.00% | 16.20% | 17.80% |
| PE       | 26.27  | 24.22  | 33.39  | 26.93  | 20.88  |

资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 股价<br>9月4日 | EPS(元) |      |      | P/E(x) |       |       | 投资评级 |
|----------|----------|------------|--------|------|------|--------|-------|-------|------|
|          |          |            | 08A    | 09E  | 10E  | 08A    | 09E   | 10E   |      |
| 000063   | 中兴通讯     | 35.66      | 0.91   | 1.38 | 1.81 | 39.19  | 25.84 | 19.70 | 买入   |
| 600498   | 烽火通信     | 20.88      | 0.43   | 0.75 | 0.92 | 48.56  | 27.84 | 22.70 | 增持   |
| 600522   | 中天科技     | 19.39      | 0.46   | 1.00 | 1.20 | 42.15  | 19.39 | 16.16 | 增持   |
| 600487   | 亨通光电     | 21.35      | 0.64   | 1.01 | 1.21 | 33.36  | 21.14 | 17.64 | 增持   |
| 002089   | 新海宜      | 10.57      | 0.15   | 0.33 | 0.45 | 70.47  | 32.03 | 23.49 | 增持   |
| 002194   | 武汉凡谷     | 15.8       | 0.59   | 0.70 | 0.83 | 26.78  | 22.57 | 19.04 | 买入   |
| 600289   | 亿阳信通     | 13.2       | 0.21   | 0.65 | 0.59 | 62.86  | 20.31 | 22.37 | 增持   |
| 600485   | 中创信测     | 14.36      | 0.42   | 0.57 | 0.58 | 34.19  | 25.19 | 24.76 | 买入   |
| 002093   | 国脉科技     | 13.66      | 0.29   | 0.38 | 0.47 | 47.10  | 35.95 | 29.06 | 增持   |
| 002115   | 三维通信     | 18.10      | 0.47   | 0.62 | 0.77 | 38.51  | 29.19 | 23.51 | 增持   |
| 002148   | 北纬通信     | 25.15      | 0.46   | 0.52 | 0.58 | 54.67  | 48.37 | 43.36 | 增持   |
| 002261   | 拓维信息     | 27.85      | 0.70   | 0.83 | 1.03 | 39.79  | 33.55 | 27.04 | 增持   |

资料来源：光大证券研究所

## 分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999 起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001 年至 2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年加入光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008 年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

吴华晶，上海财经大学，数量经济学硕士，会计学学士，CFA 三级。2008 年加盟光大证券研究所，现主要协助电信服务和通信设备制造行业的研究。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组 | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件              |
|------|-----|-------------------|-------------|-------------------|
| 北京   |     |                   |             |                   |
|      | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebscn.com    |
|      | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebscn.com  |
|      | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebscn.com  |
|      | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebscn.com |
| 上海   |     |                   |             |                   |
|      | 戴茂戎 | 021-22169999-9086 | 13585757755 | daimr@ebscn.com   |
|      | 王莉本 | 021-22169999-9083 | 13641659577 | wanglb@ebscn.com  |
|      | 杨日昕 | 021-22169999-9082 | 13817003122 | yangrx@ebscn.com  |
| 深圳   |     |                   |             |                   |
|      | 王汗青 | 0755-83024403     | 13501136670 | wanghq@ebscn.com  |
|      | 黎晓宇 | 0755-83024434     | 13823771340 | lixyl@ebscn.com   |
|      | 黄鹂华 | 0755-83024396     | 13802266623 | huanglh@ebscn.com |
| 专题   |     |                   |             |                   |
| QFII |     |                   |             |                   |
|      | 濮维娜 | 021-62152373      | 13301619955 | puwn@ebscn.com    |
|      | 陶奕  | 021-62152393      | 13788947019 | taoyi@ebscn.com   |
|      | 满国强 | 021-62152393      | 15821755866 | mangq@ebscn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。