

后期看好终端类、PON 与无线接入类公司——通信行业三季报综述

通信行业

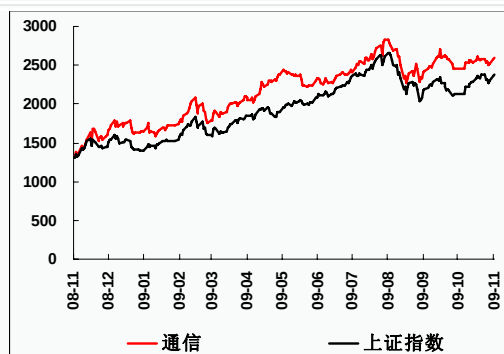
增持（维持）

报告日期：2009 年 11 月 05 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2627.87	7.21%
天相流通指数	3646.76	14.68%
上证指数	3128.54	12.56%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《寻求确定性增长 通信设备公司受青睐——09 年 3 季度基金重仓持有通信股情况分析》

2009 年 11 月 02 日

《下半年运营商资本开支环比或增四成，设备商将延续景气——通信行业半年报综述策略》

2009 年 09 月 03 日

《运营商投资结构调整，细分行业机会各异——2009 年通信行业中期投资策略》

2009 年 07 月 20 日

天相资讯科技组

联系人—孙秋波、郑常斌

021-58824282*868 sunqb@txsec.com

010-66045587 zhengcb@txsec.com

组长—刘晓冬

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 推荐终端（手机、智能卡等）、FTTx（与PON相关）、无线接入（与TD和CDMA相关）三类公司。
- 电信运营商业绩普遍下滑，但3G用户发展的预期，将推动电信运营商、智能卡、SP上市公司出现投资机会。

投资要点：

- **通信行业整体运行情况：**运营行业收入增速低位运行，但趋势向好，固定资本开支全年或超过3,500亿元。（1）移动通信业务竞争更加充分，资费价格不断下降，前三季度电信收入增速为3.3%，但是大趋势向好；（2）三大运营商大力发展3G业务，资本开支增长迅速，前三季度资本开支同比增长24.5%，4季度是收入确认的最重要季度，全年资本开支或超过3,500亿元。
- **3 季度业绩特点：**光通信业绩独领“风骚”。前三季度，光通信行业（尤其是光纤光缆业务）收入、净资产、净利润等三项规模指标和毛利率、净利率、净资产收益率等三项盈利指标同比增速大都遥遥领先于通信设备等其他子行业。
- **电信运营商：**三大因素（行业竞争加剧、金融危机的不利影响以及固话业务持续萎缩）导致电信运营商前三季度业绩较往年普遍下滑。展望第四季度，随着 3G 业务全面展开，3G 用户的争夺将日趋激烈，对运营商盈利水平构成不利影响。但预期 3G 用户将高速增长，为运营商 2010 年业绩带来有利影响，3G 的商用也将为 SP 上市公司带来发展良机。
- **通信设备制造商：**2010 年运营商固定资产开支或低于 2009 年，但是三大领域值得关注：（1）中国移动和中国电信扩容需求仍然存在，与 TD 和 CDMA 相关的无线扩容领域仍有机会。（2）三大运营商在光纤通信领域都有较大后期投资，尤其是与 FTTx 相关的有线接入领域；（3）运营商需求、换机潮和传统机向智能机的更替将引导终端行业走入上升通道。
- **投资策略：**（1）看好联通的3G用户发展和SP的行业发展前景，维持中国联通、北纬通信和拓维信息“增持”评级；（2）通信设备领域：重点推介中兴通讯、烽火通信、武汉凡谷、恒宝股份、三维通信和国脉科技。

正文目录

1. 通信行业整体运行状况	1
1.1 通信行业：运营收入增速低位运行，环比继续“回暖”	1
1.2 固定资产投资额度同比大幅提高，全年或超过 3,500 亿元	1
1.3 通信行业：上市公司业绩表现	3
2. 通信行业主要子行业以及相关上市公司策略分析	6
2.1.电信服务业运行状况	6
1. 三季度电信收入增速回升 移动和数据业务为增长动力	6
2. 前三季度运营商业绩黯淡	6
3. 四季度展望与投资策略	7
2.2 通信设备行业：3 大领域值得关注	8
1. 与 TD-SCDMA 和 CDMA2000 相关的无线领域：	8
2. 与光通信领域中与 FTTx 相关的有线接入领域最具投资价值	9
3. 3G 后业务：终端及智能卡行业：	10
3. 通信行业投资策略和重点上市公司分析	12
3.1 行业投资策略	12
3.2 上市公司分析	12

图表目录

图表 1 2009 年 6 月份电信收入仍在低位运行	1
图表 2 2009 年 9 月份电信累计固定资产投资增速大幅提高	2
图表 3 四季度是电信固定资产支出密集区	2
图表 4 有关四季度固定资产投资额的探讨	3
图表 5 通信行业重点研究的 22 家公司规模分析	4
图表 6 通信行业重点研究的 22 家公司盈利能力分析	5
图表 7 网络建设受益顺序	8
图表 8 中兴通讯（000063）所处国内无线业务 2010 年仍有好的发展前景	9
图表 9 光通信行业分析逻辑	10
图表 10 终端业务景气上升逻辑	11
图表 11 重点上市公司 EPS 预测和投资建议（截止到 2009 年 11 月 4 日）	12
图表 12 行业内重点上市公司简要评述	13

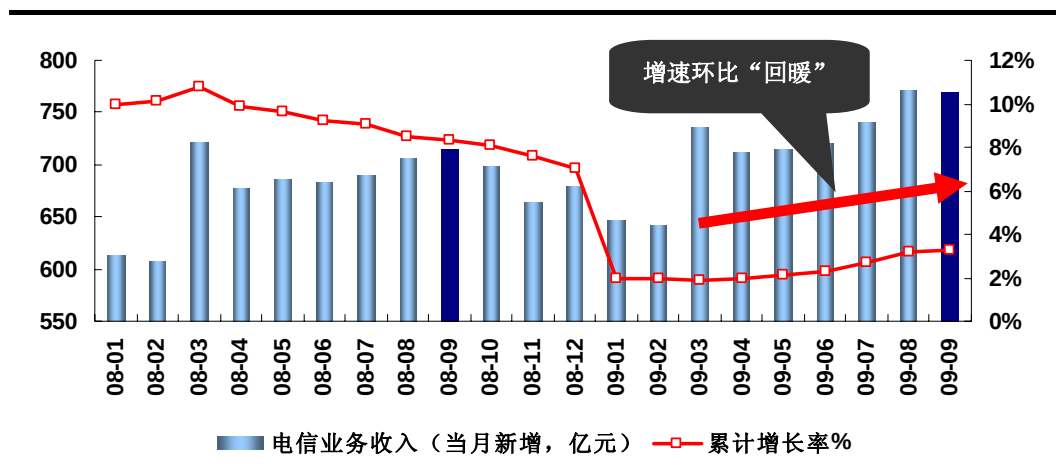
1. 通信行业整体运行状况

说明：根据统计局行业划分，通信行业主要包含在三级目录——电信及其他信息服务业（601）和通信设备制造业（402）两个科目下。其中电信及其他服务业包括固定电信服务、移动通信服务及其他电信服务三类。由于存在混合经营，企业层面主要分为电信运营商和增值服务提供商；通信设备制造业主要包括传输设备、交换设备、通信终端设备、移动通信及终端设备和其他设备五个大类，由于存在混合经营，企业层面又可以划分为通信系统设备制造、终端设备制造两块。本文在行业划分上，原则按照电信和通信设备制造两个大类进行分析。在上市公司分析中，将以天相行业分类来分析，具体样本主要是A股上市公司（提示：部分优质的通信类企业，如中国移动、中国电信、中国通信服务等没有在A股上市）。

1.1 通信行业：运营收入增速低位运行，环比继续“回暖”

2009年前三季度，累计实现电信业务收入6,451.2亿元，同比增长3.3%，慢于去年同期8.3%的增速，但增速为今年以来新高。主要原因：宏观经济回暖，业务量出现明显上涨，四季度宏观经济持续回暖，而且三大运营商均已开展3G业务，随着竞争的加剧，3G业务或称加速上行，估计四季度运营商收入将继续提高。

图表 1 2009 年 6 月份电信收入仍在低位运行



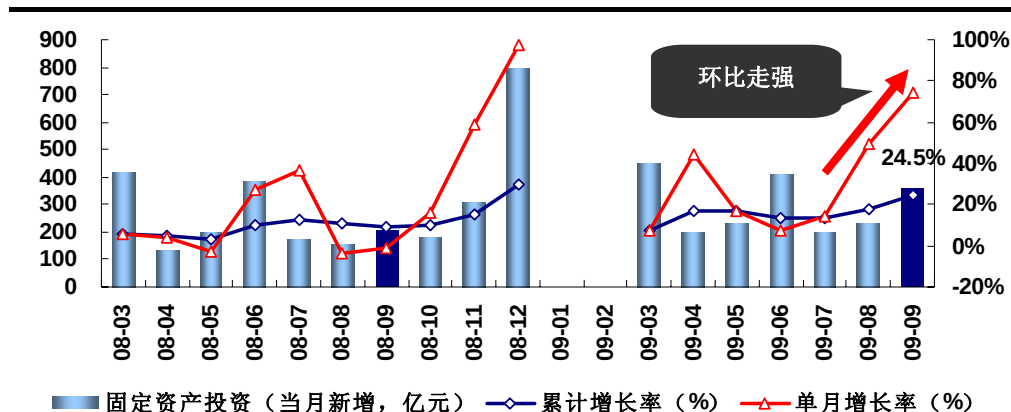
资料来源：工业与信息化部，天相投资顾问有限公司

1.2 固定资产投资额度同比大幅提高，全年或超过 3,500 亿元

1. 三季度电信固定资产投资大幅增加。2009年前9个月，累计完成电信固定资产投资2,078.5亿元，同比增长24.5%，高于去年同期9.25%的增速。其中，3季度完成固定资产投资787亿元，同比增长47.48%。主要原因：去年前三季度，受三大运营商刚刚开启资产重组影响，电信固定资产投资基数较低。



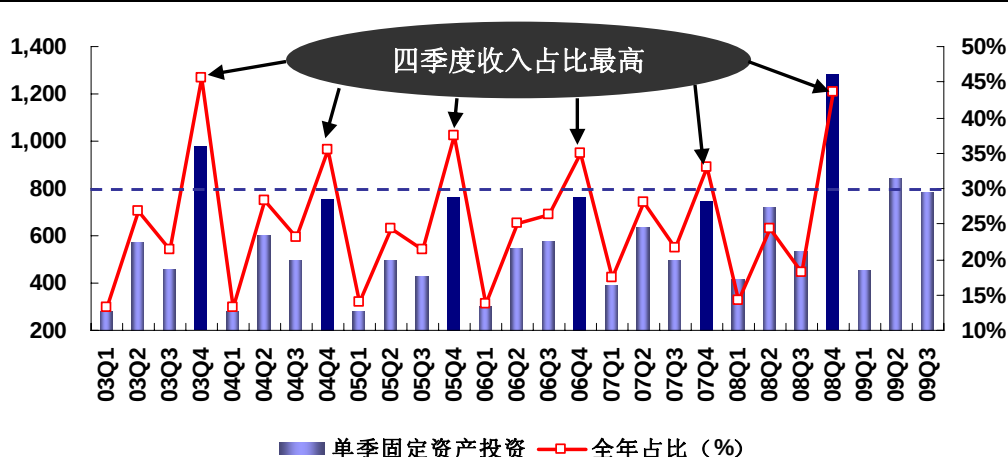
图表 2 2009 年 9 月份电信累计固定资产投资增速大幅提高



资料来源：工业与信息化部，天相投顾整理

2. 固定资产投资周期性特点——四季度占比一般较高。四季度往往是运营商年内的较多规划最终结算的时间，固定资产支出额度占比也是最高的。以2001年以来数据看，最低为31.5%，最高为52.6%，最近的2008年达到43.5%。

图表 3 四季度是电信固定资产支出密集区



资料来源：运营商年报，天相投顾整理

3. 今年四季度固定资产投资额推算：1,378-1,479亿元

样本选择根据：（1）这个比例有没有稳定性？三大运营商资本支出中除了无形资产之外大部分都是固定资产投资。（2）三大运营商资本开支是否有代表性？三大运营商（上市公司与集团）的固定资产投资居于主要地位。目前，国内电信固定资产投资中除了三大运营商（上市公司）投资外，还有：①运营商集团层面的投资。如中国移动集团层面对TD网络接入网部分投资，中国移动子公司中国铁通的资本开支，中国电信集团层面对CDMA2000无线网络投资，中国电信子公司中国卫通基础运营部分的投资。②部分大型企业如石化、电力等企业会有自己的专网投资等。

主要结论：假如三大运营商（上市公司层面）年度实际投资额与规划一致，那么我们根据2008年的比例测算，即94.4%，预计2009年这一比例为93%-95%，对应全年固定资产投资额为3,475-3,550亿元，四季度投资额为1,378-1,479亿元。

图表 4 有关四季度固定资产投资额的探讨

运营商资本支出关系	2008H1	2008(计划)	2008	2009H1	2009E
全国电信固定资产投资(亿元)	1,136.4		2,953.7	1,291.4	
YOY%				13.64%	
移动(0941.HK 亿元)	655.0	1,272.0	1,363.0	628.0	1,339.0
电信(0728.HK 亿元)	188.0	450.0	484.3	170.0	392.0
新联通(0762.HK 亿元)	148.4	505.5	704.9	372.5	1,100.0
其中: 联通GSM	73.1	164.9	329.5		
联通WCDMA	0.0	0.0	0.0	199.3	387.0
上市公司层面合计(亿元)	991.4	2,227.5	2,552.2	1,170.5	2,831.0
占电信固定资产投资比例%	87.2%		86.4%	90.6%	
中国移动集团					
中国电信集团			236.0		470.0
三大运营商合计			2,788.2		3,301.0
运营商资本支出占全国比例%			94.40%	→	93%—95%

中国移动集团层面主要投资 TD 接入网, 2009 年计划投资 558 亿元, 具体集团层面占多少, 无明确数据。

资料来源: 运营商年报, 工信部数据, 天相投顾整理

1.3 通信行业: 上市公司业绩表现

按照天相行业分类, 目前通信行业共有 41 家上市公司(相比 2009 年中期, 新增一家创业板公司——华星创业和一家中小板——辉煌科技)。09 年 1-9 月份上市公司共实现营业收入 1,872.87 亿元, 同比下降 12.05%; 营业利润 147.31 亿元, 同比下降 16.93%; 净利润 123.6 亿元, 同比下降 26.6%。行业上市公司总体毛利率 33.92%(中国联通未披露去年可比数据)。剔除中国联通(资产重组, 并对小灵通资产进行大量减值)后 40 家上市公司相关指标如下: 09 年 1-9 月份上市公司共实现营业收入 690.69 亿元, 同比增长 19.24%; 营业利润 28.94 亿元, 同比增长 56.58%; 归属母公司净利润 28.16 亿元, 同比增长 40.48%。行业上市公司总体毛利率 29.25%, 同比提高 2.87 个百分点。

我们这里选取天相重点研究的 22 家通信类公司为研究对象, 其中辉煌科技和华星创业为新上市厂商无 2008 年三季度数据, 我们选取 2008 年年度数据从营业规模和盈利能力两个角度进行考量。

1. 营业规模: 运营商、光通信、铁路通信类扩张较快

(1) 前三季度实现营业收入 1,765 亿元, 同比下降 10.79%, 如果不考虑资产重组, 同比增长 83.1%, 其中电信运营子行业由于中国联通收入同比增长 120.3%。剔除中国联通后, 行业实现营业收入 582.7 亿元, 同比增长 36.4%。系统设备厂商和无线网优设备类公司收入也实现了 40%以上增长。

(2) 行业净资产规模较去年同期增长 23.8%, 达 1,030 亿元, 铁路通信类厂商和光纤光缆类厂商资产规模增加最快, 分别同比增长 81.8%和 60.7%。主要原因: 铁路信号类主要是因为辉煌科技是新上市公司才进行融资。光纤光缆类厂商, 盈利大大增加, 光迅科技才完成 IPO, 中天科技实现定向增发。

(3) 行业实现净利润 122.38 亿元, 同比增长 33.8%, 剔除中国联通后为同比增

长 43%。其中光通信类行业表现尤为抢眼，净利润同比增幅高达 89.1%。随后是通信系统设备和无线网优覆盖子行业。

图表 5 通信行业重点研究的 22 家公司规模分析

序号	代码	简称	投资建议	收入（百万元）			净资产（百万元）			净利润（百万元）		
				20080930	20090930	YOY%	20080930	20090930	YOY%	20080930	20090930	YOY%
电信运营	600050	中国联通	增持	53,674	118,218	120.3%	57,142	71,064	24.4%	7,045	9,230	31.0%
	600804	鹏博士	中性	1,229	1,176	-4.4%	1,636	1,845	12.7%	131	178	35.7%
合计				54,904	119,394	117.5%	58,778	72,909	24.0%	7,176	9,408	31.1%
通信系统设备	000063	中兴通讯	买入	30,327	42,843	41.3%	13,314	15,363	15.4%	973	1,320	35.6%
	600498	烽火通信	增持	2,144	3,292	53.5%	2,391	3,130	30.9%	153	248	62.5%
	002194	武汉凡谷	增持	988	1,106	12.0%	1,744	1,861	6.7%	181	236	30.8%
合计				33,460	47,242	41.2%	17,448	20,354	16.7%	1,306	1,804	38.1%
光纤光缆/光电子器件	600487	亨通光电	买入	1,031	1,312	27.3%	1,104	1,231	11.5%	83	146	76.0%
	600522	中天科技	买入	2,119	2,562	20.9%	831	1,531	84.2%	118	273	132.1%
	002281	光迅科技	中性	515	582	12.9%	260	927	256.1%	72	85	17.5%
	002089	新海宜	增持	187	313	67.5%	351	403	14.9%	25	60	135.8%
合计				3,851	4,768	23.8%	2,546	4,092	60.7%	298	564	89.1%
SP	002261	拓维信息	增持	189	223	18.2%	514	591	15.1%	64	68	6.0%
	002148	北纬通信	增持	101	113	11.5%	359	382	6.4%	22	26	16.0%
合计				290	336	15.9%	873	974	11.5%	86	93	8.6%
终端/智能卡	600198	大唐电信	中性	1,732	2,181	25.9%	386	472	22.2%	33	68	103.5%
	002104	恒宝股份	增持	306	328	7.4%	448	508	13.3%	48	57	18.1%
	002017	东信和平	增持	626	549	-12.4%	467	499	7.0%	38	28	-26.7%
合计				2,664	3,058	14.8%	1,302	1,479	13.7%	120	153	27.9%
无线覆盖/网优	002115	三维通信	增持	255	494	93.2%	345	624	80.8%	38	61	62.8%
	002231	奥维通信	中性	69	98	42.1%	363	378	4.0%	3	8	164.0%
	002093	国脉科技	增持	360	433	20.1%	407	492	21.1%	76	80	5.1%
	300025	华星创业		69	98	40.9%	59	69	18.0%	6	16	161.8%
合计				754	1,122	48.8%	1,173	1,563	33.2%	123	165	34.5%
铁路通信	002296	辉煌科技	中性	63	70	11.3%	159	547	243.1%	17	18	2.2%
	002161	远望谷	中性	94	131	38.2%	380	434	14.1%	23	33	46.6%
合计				158	201	27.4%	540	981	81.8%	40	51	27.3%
其它	002151	北斗星通	中性	153	201	31.6%	273	293	7.3%	32	29	-11.5%
	600485	中创信测	中性	158	173	9.1%	322	389	21.1%	21	16	-25.5%
合计				96,392	176,496	83.1%	83,255	103,035	23.8%	9,149	12,238	33.8%
合计（不包含中国联通）				42,718	58,277	36.4%	26,113	31,970	22.4%	2,104	3,007	43.0%

资料来源：公司年报，天相投顾整理

2. 盈利能力：光纤光缆类公司独领“风骚”。

(1) **毛利率**：行业毛利率同比下降 2.16 个百分点，至 34.06%。在细分的 7 个子行业中只有光纤光缆为主的光通信行业毛利率实现增长，且大幅增加 6.56 个百分点，至 26.99%，其中光纤光缆类厂商上涨最为明显。

(2) **净利率**：同比下降 2.56 个百分点，至 6.93%。除了光通信行业 and 智能卡业务净利率出现明显上涨之外，在其他细分行业均为负增长，公司中有鹏博士和武汉凡谷出现了明显上涨。

(3) **净资产收益率**：同比增长 0.89 个百分点，至 11.88%。光通信和系统设备类厂商表现出色，分别增长 2.07 个百分点和 1.38 个百分点。

图表 6 通信行业重点研究的 22 家公司盈利能力分析

序号	代码	简称	投资建议	毛利率			净利率			净资产收益率		
				20080930	20090930	YOY%	20080930	20090930	YOY%	20080930	20090930	YOY%
电信运营	600050	中国联通	增持	39.42%	35.07%	-4.36%	13.13%	7.81%	-5.32%	12.33%	12.99%	0.66%
	600804	鹏博士	中性	24.96%	35.63%	10.67%	10.68%	15.15%	4.47%	8.02%	9.66%	1.63%
合计				39.10%	35.07%	-4.03%	13.07%	7.88%	-5.19%	12.21%	12.90%	0.70%
通信系统设备	000063	中兴通讯	买入	34.11%	32.94%	-1.17%	3.21%	3.08%	-0.13%	7.31%	8.59%	1.28%
	600498	烽火通信	增持	26.09%	26.09%	-0.01%	7.12%	7.53%	0.42%	6.38%	7.92%	1.54%
	002194	武汉凡谷	增持	29.36%	28.99%	-0.37%	18.28%	21.35%	3.07%	10.36%	12.69%	2.33%
合计				33.45%	32.37%	-1.09%	3.90%	3.82%	-0.09%	7.49%	8.86%	1.38%
光纤光缆/光电子器件	600487	亨通光电	买入	20.13%	26.37%	6.25%	8.05%	11.13%	3.08%	7.52%	11.87%	4.35%
	600522	中天科技	买入	16.61%	24.38%	7.77%	5.56%	10.67%	5.11%	14.17%	17.84%	3.68%
	002281	光迅科技	中性	29.29%	29.99%	0.70%	13.97%	14.53%	0.56%	27.65%	9.12%	-18.53%
	002089	新海宜	增持	41.08%	45.36%	4.27%	13.60%	19.15%	5.54%	7.24%	14.86%	7.62%
合计				20.43%	26.99%	6.56%	7.74%	11.82%	4.08%	11.71%	13.78%	2.07%
SP	002261	拓维信息	增持	60.50%	59.48%	-1.02%	33.72%	30.25%	-3.48%	12.40%	11.42%	-0.98%
	002148	北纬通信	增持	53.77%	54.56%	0.80%	21.82%	22.69%	0.87%	6.14%	6.69%	0.55%
合计				58.15%	57.83%	-0.32%	29.57%	27.71%	-1.86%	9.82%	9.56%	-0.26%
终端/智能卡	600198	大唐电信	中性	25.93%	22.65%	-3.28%	1.93%	3.12%	1.19%	8.67%	14.43%	5.77%
	002104	恒宝股份	增持	36.46%	36.10%	-0.37%	15.80%	17.39%	1.59%	10.78%	11.23%	0.46%
	002017	东信和平	增持	25.63%	24.20%	-1.43%	6.02%	5.04%	-0.98%	8.08%	5.54%	-2.54%
合计				27.07%	24.37%	-2.70%	4.49%	5.00%	0.51%	9.18%	10.33%	1.15%
无线覆盖/网优	002115	三维通信	增持	37.03%	34.33%	-2.70%	14.69%	12.38%	-2.31%	10.88%	9.80%	-1.08%
	002231	奥维通信	中性	28.09%	20.58%	-7.51%	4.62%	8.59%	3.97%	0.88%	2.23%	1.35%
	002093	国脉科技	增持	52.11%	48.78%	-3.33%	21.07%	18.43%	-2.63%	18.67%	16.20%	-2.47%
	300025	华星创业		42.17%	45.84%	3.67%	8.61%	15.99%	7.38%	10.16%	22.54%	12.38%
合计				43.89%	39.70%	-4.19%	16.26%	14.70%	-1.56%	10.45%	10.55%	0.10%
铁路通信	002296	辉煌科技	中性	49.98%	50.12%	0.14%	27.37%	25.12%	-2.25%	10.86%	3.23%	-7.63%
	002161	远望谷	中性	60.47%	60.01%	-0.46%	23.93%	25.38%	1.46%	5.94%	7.63%	1.69%
合计				56.26%	56.54%	0.28%	25.31%	25.29%	-0.02%	7.40%	5.18%	-2.22%
其它	002151	北斗星通	中性	43.67%	33.06%	-10.61%	21.21%	14.27%	-6.95%	11.90%	9.82%	-2.08%
	600485	中创信测	中性	52.33%	51.87%	-0.46%	13.37%	9.13%	-4.24%	6.59%	4.05%	-2.54%
合计				36.21%	34.06%	-2.16%	9.49%	6.93%	-2.56%	10.99%	11.88%	0.89%
合计（不包含中国联通）				32.18%	32.01%	-0.17%	4.92%	5.16%	0.24%	8.06%	9.41%	1.35%

数据来源：天相投资分析系统

2. 通信行业主要子行业以及相关上市公司策略分析

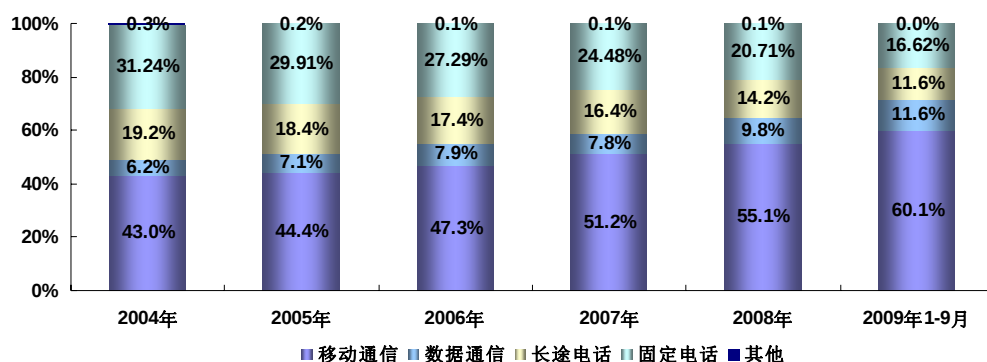
2.1. 电信服务业运行状况

1. 三季度电信收入增速回升 移动和数据业务为增长动力

2009年1-9月，我国累计实现电信营业收入6,451.2亿元，同比增长3.3%，但增速仍然继续低于同期GDP增速。

从电信收入结构来看，移动通信、数据通信收入比重继续提高，长途、固话业务收入占比持续下降。2009年1-9月，固定电话和长途电话收入占比分别下降4.09个百分点和2.67个百分点，至16.62%和11.6%；移动通信、数据通信在电信业务收入中的比重分别达到60.14%、11.63%，较2008年分别提高5.03个百分点和1.82个百分点，为电信业务收入增长的主要动力。移动和数据业务收入的增长主要动力来自于移动用户数和宽带用户数的持续增长。

图表2 移动和数据业务为电信营业收入的增长动力



数据来源：工信部、天相投顾

2. 前三季度运营业绩黯淡

图表5 三大电信运营商2009年前三季度业绩情况

亿元	营业收入			归属于上市公司股东净利润			EBITDA		
	2008	2007	08VS07	2008	2007	08VS07	2008	2007	08VS07
中国移动	4,123	3,570	15.5%	1,128	871	29.6%	2,165	1,940	11.6%
中国电信	1,848	1,776	4.0%	201	230	-12.8%	859	871	-1.3%
中国联通	1,480	1,492	-0.8%	143	152	-5.8%	669	716	-6.5%
合计	7,451	6,837	9.0%	1,472	1,253	17.5%	3,693	3,527	4.7%

亿元	营业收入			归属于上市公司股东净利润			EBITDA		
	1-3Q 09	1-3Q 08	09VS08	1-3Q 09	1-3Q 08	09VS08	1-3Q 09	1-3Q 08	09VS08
中国移动	3,270	3,001	8.9%	839	824	1.8%	1,677	1,590	5.5%
中国电信	1,547	1,342	15.3%	114	172	-33.9%	636	662	-3.9%
中国联通	1,182			31			478		
合计	5,999	4,343		984	996		2,791	2,251	

数据来源：公司公告、天相投顾

2009年前三季度，三大电信运营商业绩表现差强人意，合计实现营业收入5,999

亿元，归属于上市公司股东净利润 984 亿元，EBITDA 2,791 亿元。其中，中国电信净利润和 EBITDA 同比继续下降，且降幅逐步加大；中国移动虽然保持了增长，但增速大幅放缓，净利润增速首次跌破两位数。金融危机的不利影响、国内电信行业竞争加剧、国内移动电话普及率上升后用户增速放缓是各大运营商前三季度业绩表现较 2008 年显著下降的主要原因。

移动用户争夺激烈，中国电信份额大幅提升，中国联通表现平平。在新增移动用户数方面，在三大运营商中中国电信表现突出，市场份额大幅上升。电信重组后，C 网用户数从今年初开始增长，至 9 月份单月新增用户数占据 31.81% 的市场份额。中国联通在新增移动用户中的市场份额小幅下降。

图表 6 三大电信运营商用户增长情况（单位：百万户）

移动电话用户数	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09
中国移动	725.0	719.0	687.0	707.0	667.0	675.0	649.0	582.0	512.0	501.9	455.3	525.9	543.1
月净增用户数	725.0	719.0	687.0	707.0	667.0	675.0	649.0	582.0	512.0	501.9	455.3	525.9	543.1
月净增市场份额（%）	91.89%	93.03%	92.39%	95.10%	78.20%	66.90%	61.53%	65.90%	63.98%	60.83%	59.26%	64.56%	58.17%
中国电信	-62.6	-68.0	-43.0	-6.0	102.0	170.0	221.0	187.0	220.0	237.0	245.0	208.0	297.0
月净增用户数	-62.6	-68.0	-43.0	-6.0	102.0	170.0	221.0	187.0	220.0	237.0	245.0	208.0	297.0
月净增市场份额（%）	-7.93%	-8.80%	-5.78%	-0.81%	11.96%	16.85%	20.95%	21.18%	27.49%	28.72%	31.89%	25.53%	31.81%
中国联通	126.6	121.9	99.6	42.4	83.9	164.0	184.8	114.1	68.2	86.2	68.0	80.7	93.5
月净增用户数	126.6	121.9	99.6	42.4	83.9	164.0	184.8	114.1	68.2	86.2	68.0	80.7	93.5
月净增市场份额（%）	16.05%	15.77%	13.39%	5.70%	9.84%	16.25%	17.52%	12.92%	8.52%	10.45%	8.85%	9.91%	10.01%
运营商合计	789.0	772.9	743.6	743.4	852.9	1,009.0	1,054.8	883.1	800.2	825.1	768.3	814.6	933.6
固定电话用户数													
中国电信	-63.0	-109.0	-151.0	-202.0	-97.0	-155.0	-183.0	-190.0	-135.0	-139.0	-167.0	-152.0	-178.0
月净增用户数	-63.0	-109.0	-151.0	-202.0	-97.0	-155.0	-183.0	-190.0	-135.0	-139.0	-167.0	-152.0	-178.0
月净增市场份额（%）	57.27%	57.92%	49.83%	29.31%	88.58%	75.57%	113.88%	91.74%	82.37%	84.50%	83.46%	75.92%	77.80%
中国联通	-47.0	-79.2	-152.0	-487.1	-12.5	-50.1	22.3	-17.1	-28.9	-25.5	-33.1	-48.2	-50.8
月净增用户数	-47.0	-79.2	-152.0	-487.1	-12.5	-50.1	22.3	-17.1	-28.9	-25.5	-33.1	-48.2	-50.8
月净增市场份额（%）	42.73%	42.08%	50.17%	70.69%	11.42%	24.43%	-13.88%	8.26%	17.63%	15.50%	16.54%	24.08%	22.20%
运营商合计	-110.0	-188.2	-303.0	-689.1	-109.5	-205.1	-160.7	-207.1	-163.9	-164.5	-200.1	-200.2	-228.8
宽带用户数													
中国电信	73.0	70.0	69.0	70.0	76.0	87.0	87.0	72.0	75.0	81.0	82.0	69.0	89.0
月净增用户数	73.0	70.0	69.0	70.0	76.0	87.0	87.0	72.0	75.0	81.0	82.0	69.0	89.0
月净增市场份额（%）	54.48%	66.99%	74.68%	103.24%	43.91%	57.81%	48.41%	57.14%	49.05%	45.25%	50.18%	44.20%	50.60%
中国联通	61.0	34.5	23.4	-2.2	97.1	63.5	92.7	54.0	77.9	98.0	81.4	87.1	86.9
月净增用户数	61.0	34.5	23.4	-2.2	97.1	63.5	92.7	54.0	77.9	98.0	81.4	87.1	86.9
月净增市场份额（%）	45.52%	33.01%	25.32%	-3.24%	56.09%	42.19%	51.59%	42.86%	50.95%	54.75%	49.82%	55.80%	49.40%
运营商合计	134.0	104.5	92.4	67.8	173.1	150.5	179.7	126.0	152.9	179.0	163.4	156.1	175.9

数据来源：天相投顾

3. 四季度展望与投资策略

随着中国联通 3G 业务于 10 月 1 日起正式商用和 10 月 30 日起开始全面发售 iPhone 手机，国内 3G 商用全面展开，三大运营商间的用户争夺战也逐步升级。受竞争加剧、固话用户持续减少而移动用户增速放缓等多重因素影响，电信运营商全年业绩下滑已经基本确定。第四季度，在运营商全力发展 3G 用户的努力下，3G 用户数有望高速增长，将成为电信行业的主要看点。

中国联通（600050）全年业绩下滑难以避免，但目前股价对应 PB 不足 2 倍，我们认为较低的估值已充分反映了上述预期，而未来随着 3G 业务大规模展开，WCDMA 在产业链成熟度上的竞争优势将充分显现，公司在 3G 用户的发展上有望超过市场预

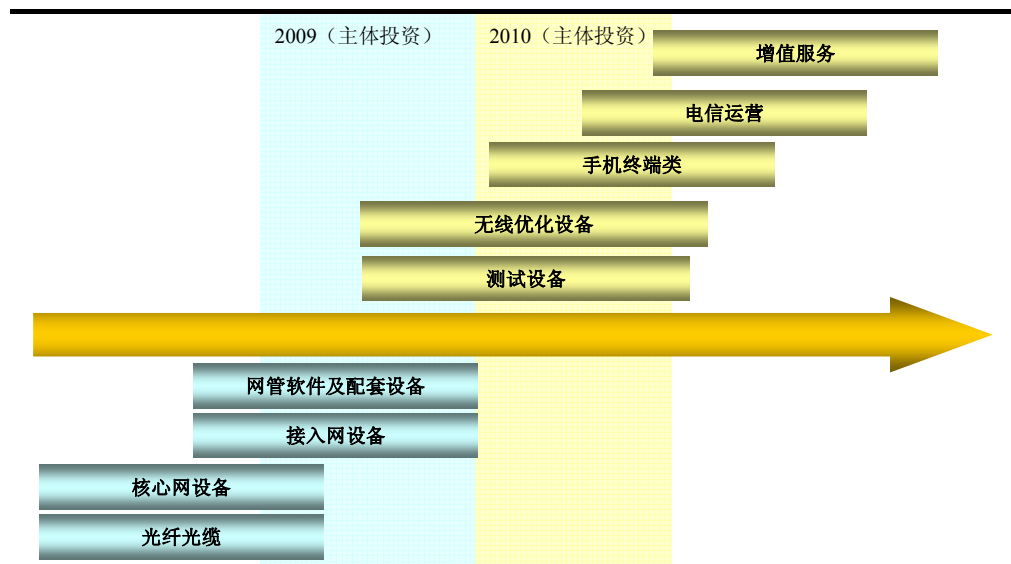
期，成为公司股价上涨的驱动因素，我们仍维持公司“增持”的投资评级。

3G 商用将为国内移动增值服务行业带来发展良机，我们继续看好增值服务上市公司的发展前景，维持拓维信息（002261）和北纬通信（002148）“增持”的投资评级。

2.2 通信设备行业：3 大领域值得关注

通信设备行业包括较多的细分子行业，如无线通信、光通信、数据通信、终端、运维、测试等。行业最主要驱动力来自于电信运营商资本开支，随着运营商网络建设运营而依次受益。就 A 股的上市公司而言，可以划分为主系统设备商，光通信设备商，智能卡设备商，运维、优化、覆盖、测试辅助类厂商等（如下表所示）。根据三大运营商网络建设进度，我们认为整体而言，2010 年难续 2009 年快速增长，但是在三个领域仍具有较好的投资价值。分别为：与 TD 和 CDMA 相关的无线扩容领域、与 FTTx 相关的有线接入领域、与后 3G 相关的智能卡。

图表 7 网络建设受益顺序



数据来源：天相投顾整理

1. 与 TD-SCDMA 和 CDMA2000 相关的无线领域：

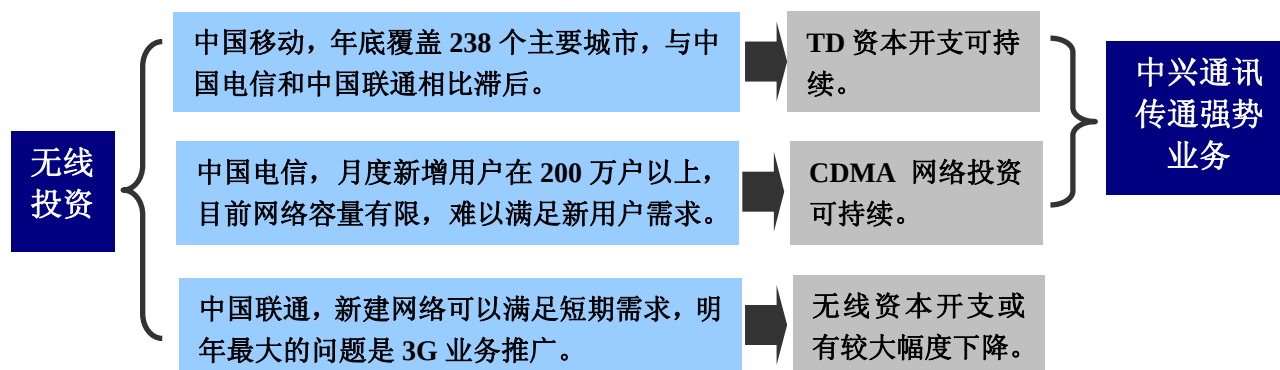
基本逻辑：

（1）中国移动 TD 体验相对较差，后期仍有较多的扩容需求，截至 2009 年底预计公司有 10 万 TD 基站，其中 2009 年新增 6 万左右，考虑到中移动计划 2010 年 TD 用户达到 3,000 万户（其中 TD 手机用户 2,000 万）的规划，我们预计 2010 年公司或有 6 万以上新增 TD 基站需求。

（2）中国电信，本身网络承载规模较小，尽管完成了全国覆盖，但是基站数量远远落后于移动和联通。目前用户单月增长维持在 200 万户以上，而且有更多的上网卡用户，网络扩容需求较强。

（3）中国联通今年基站投资较多，预计 2009 年底基站总数可能超过 30 万座，目前的用户增长并不多，2010 年新增基站数量小于 2009 年是大概率事件。

图表 8 中兴通讯（000063）所处国内无线业务 2010 年仍有好的发展前景



资料来源：天相投顾整理

上市公司层面：

中兴通讯在国内 3G 市场份额最多，尤其是在 TD 和 CDMA 领域优势最为明显，所以最为受益。武汉凡谷主要受益与华为及爱立信等厂商，预计明年中国联通新增投资相比较弱。

此外辅助行业也有较大的空间如三维通信在 RRU 领域具有较大的增量空间，计划产能有 2,000 台达到 10,000 台。

投资优先顺序：中兴通讯、三维通信、武汉凡谷。

2. 与光通信领域中与 FTTx 相关的有线接入领域最具投资价值

在 3 季度业绩中，光通信在业务规模和盈利能力上均独领“风骚”。在 2010 年增速或有下降，但是行业仍旧处于繁荣期。

基本逻辑：PON 市场空间最大。

（1）通信行业是典型的市场需求型行业，光通信也不例外。在电信应用层面，FTTx 具有较强的增长需求。

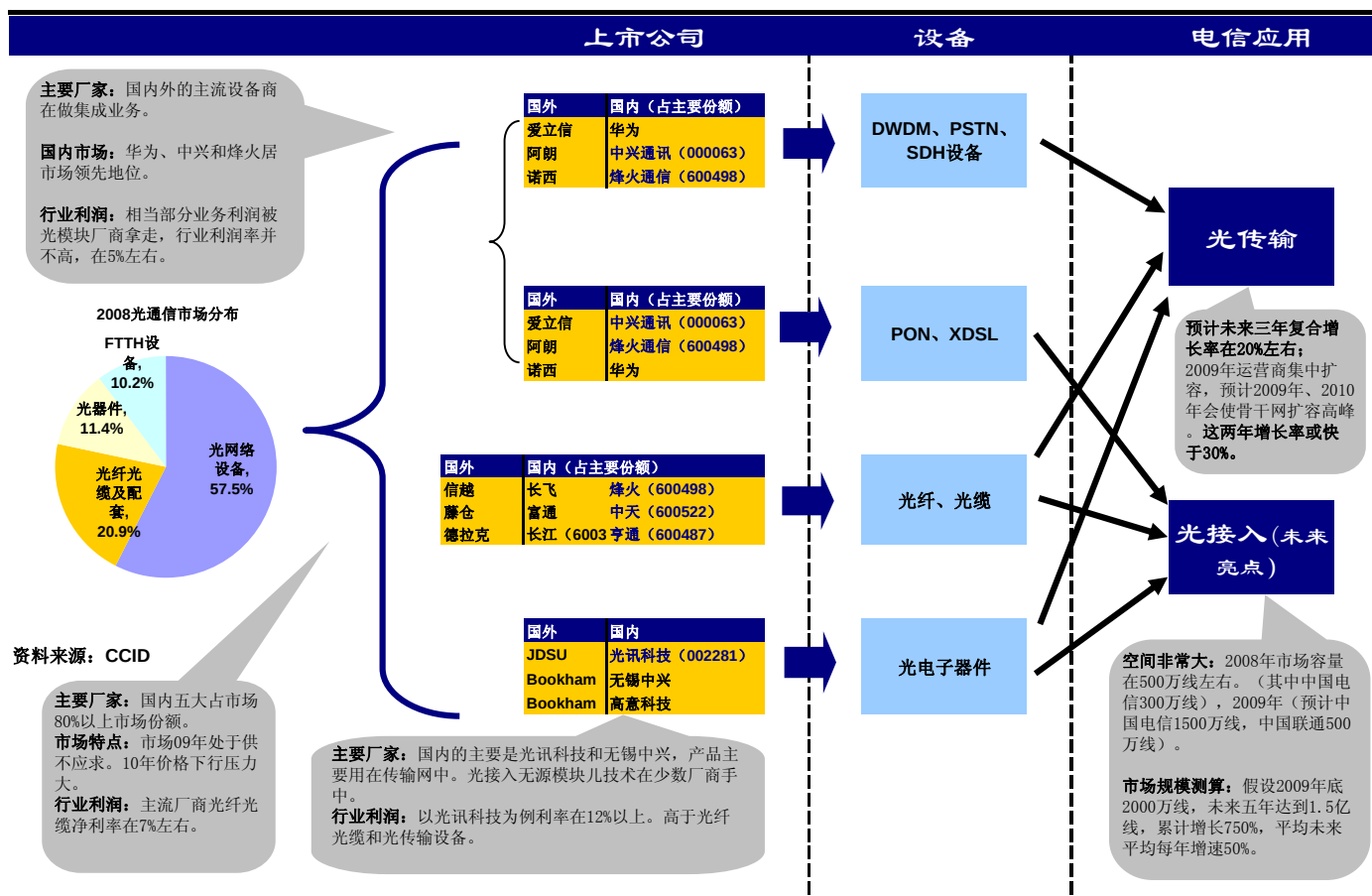
空间非常大：2008 年市场容量在 500 万线左右。（其中中国电信 300 万线），2009 年（预计中国电信 1500 万线，中国联通 500 万线）。市场增量很大，截至 2009 年 6 月底，国内网民数量 3.38 亿，市场渗透率达到 25.2%；截至 2009 年 7 月底，宽带用户 9,543 万户。而且同比增长 22.62%。预计未来五年可保持 15%以上平均增速，在 2014 年底实现用户数翻番，达到 2 亿户左右。FTTx 进展速度会快于宽带用户的增长速度。预计 2014 年底 75%用户可是实现光纤到户。

市场规模测算：假设 2009 年底 2000 万线，未来五年达到 1.5 亿线，累计增长 750%，平均未来平均每年增速 50%。

（2）与光接入直接相关的设备最主要的是 PON 设备，这部分在 FTTx 中占比最大，也最具发展空间。然后是光纤光缆、光电子器件。其中，光纤光缆行业 2009 年供不应求，随着 5 大厂商（长飞、亨通、富通、烽火、中天）扩产，10 年供过于求可能较大，光纤价格有下行压力。光电子器件具有一定的技术壁垒、市场壁垒和公关壁垒，在位企业有一定优势。

(3) 国内 PON 市场中兴、华为和烽火三足鼎立，在 A 股上市公司中，直接相关的是中兴通讯和烽火通信。

图表 9 光通信行业分析逻辑



资料来源：天相投顾整理

公司层面：烽火优于中兴。

(1) 烽火通信在技术层面和市场优势层面与中兴通讯相仿；

(2) 烽火业务更加专一，弹性更大。烽火通信收入的一半以上来自于光通信，尤其是 FTTx，而预计中兴通讯整个光通信收入占比在在 20%-25%。

(3) 烽火最大的劣势是通信产品面窄，在价格战面前空间小。

3. 3G 后业务：终端及智能卡行业：

基本逻辑：运营商层面和市场周期层面均对终端行业形成支撑。

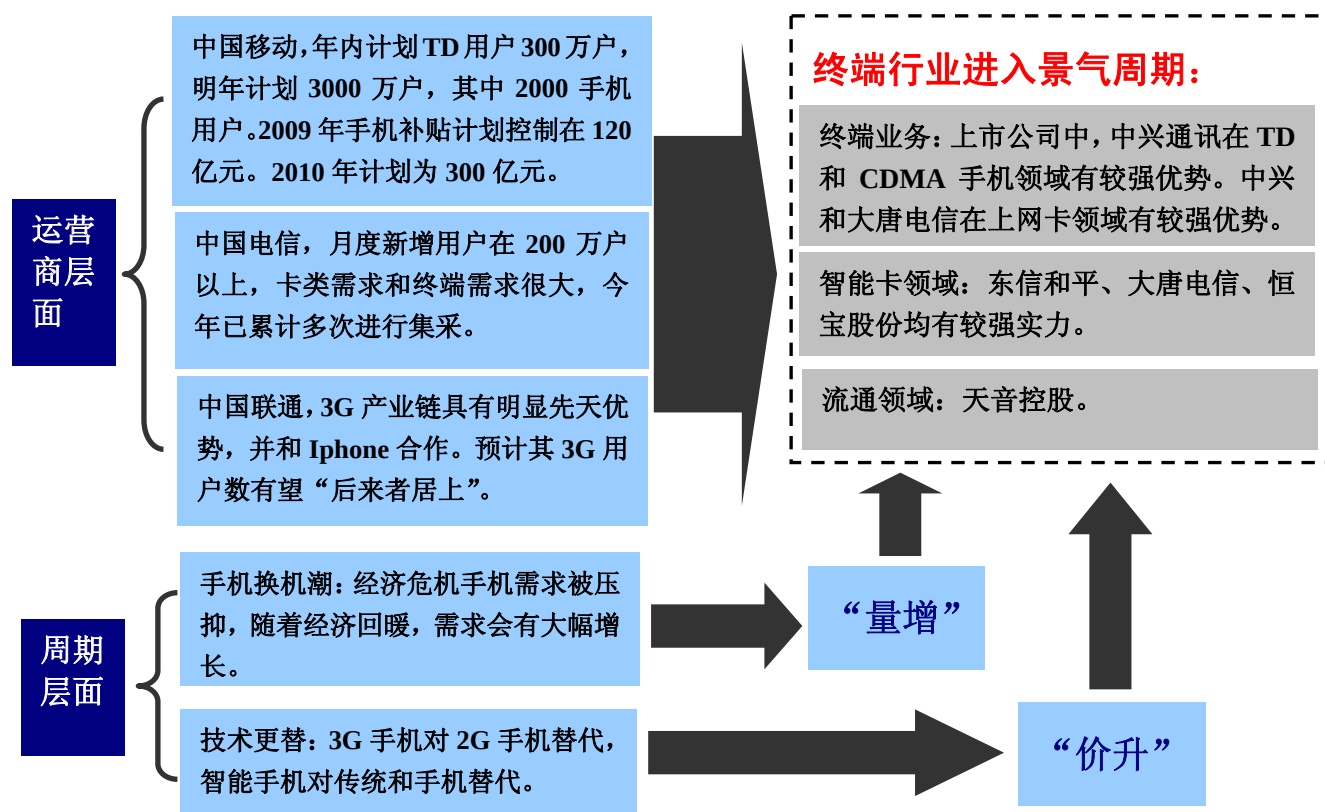
1. 运营商层面，为扩大 3G 领域的市场份额，三大运营商都采取了比较急进的措施。中国移动计划 2010 年对终端业务补贴 300 亿元。中国电信以进行多次招标，并有意与黑莓合作引进高端智能机，中国联通已经与明显机 Iphone 合作，联合推广 WCDMA 业务。2010 年 3G 手机需求将成倍增加。

2. 周期层面：宏观经济形势回暖，终端市场需求量已出现明显回暖。3G 手机对 2G 手机的替代，智能手机对传统手机的替代正在上演，手机均价将出现大幅上涨。

3. 由于上网卡更加消耗资源，智能手机的发展空间更大。

4. 3G 用户增加，3G 业务营业更加广泛，目前主流的 32k 和 64k 智能卡有较强的升级需求。

图表 10 终端业务景气上升逻辑



资料来源: 天相投顾整理

上市公司层面: 选取四家公司: 中兴通讯 (000063, 手机终端业务), 大唐电信 (600198, 涉足移动通信终端和微电子业务), 东信和平 (002017, 中国移动最主要的智能卡供应商之一)、恒宝股份 (002104, 中国电信和中国联通最主要的智能卡供应商之一)。

投资有限顺序: 恒宝股份, 东信和平, 中兴通讯, 大唐电信。原因: (1) 恒宝股份是中国电信和中国联通的主要供应商, 我们预计未来这两家运营商的移动市场份额将逐步增加, 公司收益最明显, 而东信和平主要向中国移动供货, 后续成长性欠佳; (2) 东信和平在 RF-SIM 卡领域有可能取得较大订单, 目前看世博会计划 7000 万人次流量, 如果需求在 200 万张相关 RF-SIM 卡, 每张 100 元, 也是 2 亿元的新的需求, 目前这类卡毛利率普遍在 30% 以上, 对于东信和平而言也是一个潜在亮点。(3) 大唐电信终端业务毛利率较低, 而且主要供应 TD 手机, 存在一定风险。中兴通讯目前主要是低端手机, 国内市场正在向智能手机延伸, 并已经推出多款智能机, 也取得了很好的效果, 公司手机业务进入“量价齐升”通道, 前景向好;

3. 通信行业投资策略和重点上市公司分析

3.1 行业投资策略

1. 2009年国内电信行业固定资产投资保持快速增长,设备制造业高速增长确定性高。行业层面:2010年继续看好①光接入行业,②光通信设备行业,③与TD无线通信接入和CDMA2000无线接入相关的设备行业,④3G终端及智能卡行业。公司层面:重点推荐中兴通讯(000063)、烽火通信(600498)、武汉凡谷(002194)、恒宝股份(002104)、三维通信(002115)和国脉科技(002093)。

2. 尽管中国联通(600050)09年业绩下滑难以避免,但目前股价对应PB不足2倍,我们认为较低的估值已充分反映了上述预期,未来公司在3G业务上的进展有望超过市场预期,成为公司股价上涨的驱动因素,仍维持公司“增持”的投资评级。

3. 继续看好后3G受益的SP上市公司,维持北纬通信(002261)、拓维信息(002261)“增持”的投资评级。

3.2 上市公司分析

图表 11 重点上市公司 EPS 预测和投资建议(截止到 2009 年 11 月 4 日)

子行业	代码	公司简称	股价 (元)	股本(亿 股)	净利润(百万元)				EPS				市盈率				投资建议
					2008	2009Q1- Q3	2009E	2010E	2008	2009Q1- Q3	2009E	2010E	2008	2009Q1- Q3	2009E	2010E	
电信运 营	600050	中国联通	6.48	211.97	19,741	3,095	3,943	4,182	0.93	0.15	0.19	0.20	7.0	44.4	34.8	32.8	增持
	600804	鹏博士	10.25	11.56	174	169	270	385	0.15	0.15	0.23	0.33	68.2	70.0	43.9	30.8	中性
通信系 统设备	000063	中兴通讯	38.30	18.31	1,660	1,192	2,442	3,221	0.91	0.65	1.33	1.76	42.2	58.8	28.7	21.8	买入
	600498	烽火通信	22.35	4.42	175	201	277	342	0.40	0.45	0.63	0.78	56.3	49.2	35.6	28.8	增持
	002194	武汉凡谷	18.54	5.56	329	236	387	452	0.59	0.42	0.70	0.81	31.3	43.6	26.6	22.8	增持
光纤光 缆/光 电子器 件	600487	亨通光电	26.19	1.66	106	124	175	236	0.64	0.74	1.05	1.42	40.9	35.2	24.8	18.4	买入
	600522	中天科技	24.12	3.21	146	236	328	393	0.46	0.74	1.02	1.23	53.0	32.8	23.6	19.7	买入
	002281	光迅科技	33.33	1.60	76	85	96	122	0.48	0.53	0.60	0.76	70.2	63.1	55.3	43.7	中性
	002089	新海宜	12.95	2.14	31	55	79	99	0.15	0.25	0.37	0.46	88.7	50.8	35.1	28.1	增持
SP	002261	拓维信息	31.95	1.12	78	66	91	114	0.70	0.59	0.81	1.02	45.6	54.3	39.3	31.3	增持
	002148	北纬通信	32.08	0.76	34	26	42	55	0.46	0.34	0.56	0.72	70.3	94.8	57.7	44.5	增持
终端/ 智能卡	600198	大唐电信	11.62	4.39	46	39	70	176	0.10	0.09	0.16	0.40	111.8	130.9	72.9	29.0	中性
	002104	恒宝股份	12.69	2.94	81	57	110	143	0.28	0.19	0.37	0.49	45.9	65.3	33.9	26.1	增持
	002017	东信和平	12.99	1.53	42	27	43	61	0.27	0.18	0.28	0.40	47.4	72.9	46.1	32.8	增持
无线覆 盖/网 优	002115	三维通信	20.00	1.34	57	45	82	110	0.42	0.34	0.61	0.82	47.4	59.3	32.8	24.4	增持
	002231	奥维通信	16.63	1.07	20	8	20	25	0.19	0.08	0.19	0.23	88.9	211.4	88.9	71.2	中性
	002093	国脉科技	14.90	2.67	77	73	113	153	0.29	0.27	0.42	0.57	51.3	54.6	35.1	26.0	增持
	300025	华星创业	37.22	0.40	17	16	24	31	0.44	0.39	0.60	0.78	85.4	94.8	61.7	47.9	中性
铁路通 信	002296	辉煌科技	43.75	0.62	44	18	58	79	0.71	0.29	0.95	1.29	61.7	152.0	46.3	33.9	中性
	002161	远望谷	22.78	2.57	55	34	70	80	0.21	0.13	0.27	0.31	106.2	172.2	83.5	72.9	中性
其它	002151	北斗星通	30.81	0.91	46	29	40	44	0.50	0.32	0.44	0.48	61.1	97.3	70.6	63.8	中性
	600485	中创信测	15.96	1.37	57	20	57	74	0.42	0.14	0.42	0.54	38.4	111.7	38.4	29.5	中性
加总/加权平均			22.54	12.82	22,991	5,801	8,721	10,458	0.44	0.34	0.55	0.72					

数据来源: 天相投资分析系统

注: 市盈率按照 2009 年 11 月 04 日股价计算得到



图表 12 行业内重点上市公司简要评述

所属行业	代码	名称	简要分析
电信运营	600050	中国联通	2009 年前三季度，受行业竞争加剧导致毛利率下降、费用显著增加，公司业绩出现较大幅度下降。展望第四季度，我们认为，公司 iPhone 或将带动 3G 用户发展超过市场预期。目前来看，iPhone 手机上市并没有带来市场一直预期中的热潮，我们认为主要原因是在开始阶段，公司为尽量吸引高端用户，为 iPhone 的预定设定了较高的门槛（较高的套餐价格和严格的预定式销售）。未来，公司将有可能逐步降低 iPhone 手机的进入门槛，经过社会渠道销售，若如此，预计将真正带来 iPhone 手机的销售热潮，带动公司 3G 用户发展超预期。 我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.19 元、0.20 元和 0.23 元。10 月 30 日收盘价 6.32 元对应市净率为 1.87 倍。从市净率角度看，公司估值已处于较低水平。我们认为当前市场已充分反映了对公司近两年业绩的悲观预期。我们认为公司目前股价具有较高的安全边际，为长期投资者进入提供了良好时机，维持公司“增持”投资评级。
通信设备	000063	中兴通讯	2009 年前三季度，得益于国内市场 3G 网络大规模投资和自身的竞争优势，公司收入取得 41.27% 快速增长，远快于国内 24.5% 固定资产投资增速。未来无线接入（TD 和 CDMA2000 网络扩容）、光通信、终端、海外市场回暖等四个方面将驱动公司业绩。1. 2010 年运营商整体资本开支或有所下降，但是公司占优势的 TD 无线接入和 CDMA 网络还有待扩容，相关资本开支还会持续增加。2. 运营商投资结构将有所调整，光通信领域尤其是 FTTx 市场，投资将大幅增加，而公司一直是国内 EPON 领域三大领军企业之一，将十分受益。3. 中国移动和中国电信网络发展面临终端不足瓶颈，后期手机补贴将大大增加，中兴通讯 TD 手机和 CDMA 手机在国内市场占有率一直居于第一梯队，将受益于行业需求的快速增长。4. 海外：增速有望大幅反弹。①宏观经济触底回暖迹象明显，预计 2009 年 3 季度后，欧美主要运营商将加大资本开支的规模；②公司可以在市场空间最大的 UMTS 领域取得突破，并且已在欧、美、日等地区取得突破，而且公司也将加大对西欧、北美市场的投资力度。 我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.33 元和 1.76 元，维持公司“买入”的投资评级。
通信设备	600198	大唐电信	公司主要从事微电子、接入线缆、终端产品、通信软件和通信行业应用及服务五大类业务。公司正筹划定向增发募集资金用于新型 3G 智能卡研发、银行 EMV 卡、TD-SCDMA 数据产品等项目。其中，银行 EMV 卡项目的盈利前景最为看好。主要理由如下：（1）国内 EMV 卡市场空间巨大：截至目前，国内银行卡 18.5 亿张，几乎全是磁条卡，未来都将迁移为 EMV 卡，即使按每张 EMV 卡 10 元计算，市场规模就将高达 185 亿元；（2）国际金融卡的犯罪形势迫使国内 EMV 卡迁移成为“势在必行、箭在弦上”的任务，我们预计，2010 年下半年国内就将逐步启动 EMV 卡迁移，2011 年以后市场规模将有望爆发性增长；（3）子公司大唐微电子是国内 EMV 卡的真正龙头：具有 EMV 卡芯片自主设计能力（芯片占 EMV 卡成本的 70% 左右），具备完全的知识产权，芯片产品获得 EMV 认证的进展至少领先国内竞争对手 1.5 年。一旦国内 EMV 卡大规模迁移启动，公司将最先受益，并有望随市场一起爆发性增长，从而推动公司业绩增长超出预期。此外，公司 3G 智能卡和终端业务将受益于国内 3G 大规模商用，未来前景看好。我们认为，目前公司经营已经走出了发展低谷期，即将迎来高速成长的时期。 按定向增发 1.4 亿股后总股本 5.8 亿股计算，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.12 元、0.30 元和 0.47 元。公司 10 月 28 日收盘价 11.51 元对应 2010 年动态市盈率为 38 倍，估值较高，维持“中性”投资评级。



通信设备	600498	烽火通信	2009 年三季度，运营商光通信和光接入等产品的采购明显加大，公司收入同比快速增长，规模效应逐步体现。同时，2008 年三季度基数低，使得公司第三季度业绩增速优于上半年。2009 年国内 FTTx 用户有望达到 2,000 万户，而 2008 年这个数字仅为 800 万户。公司在光传输设备和 EPON（目前主流的光接入技术）上具有技术先发优势和市场领先地位，我们预计该业务未来两年有望将保持 40%以上快速增长，随着规模效应的体现，业务毛利率可以保持在 30%左右水平。此外，公司与藤仓共同合作设立藤仓烽火光电材料公司，有利于提高烽火通信光纤光缆业务竞争力，增厚公司未来投资收益。 我们预计公司 2009 年-2011 年 EPS 为 0.63 元、0.78 和 0.94 元，以 10 月 28 日收盘价 21.55 元计算，对应动态市盈率为 34 倍、28 倍和 23 倍，维持“增持”的投资评级。
通信设备	002194	武汉凡谷	公司为国内基站射频器件的龙头，受国内电信市场需求推动明显，同时作为华为第一的射频器件供应商，将受益于华为在国内和国外电信设备市场上份额的不断增长；同时公司开始涉足天馈产品，进而继续向相关领域拓展，将增加未来成长空间。随着海外市场逐步回暖，公司明年业绩有望持续增长。 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.70 元、0.81 元和 0.92 元，10 月 21 日股价 17.63 元对应动态市盈率分别为 25 倍、22 倍和 19 倍，估值处于行业较低水平，维持“增持”评级。
光纤光缆	600487	亨通光电	公司前三季度毛利率大幅度提高，利润增速远远快于收入增速。主要原因是三大运营商的网络建设进度大大加快，基站建设等带动了光纤、光缆需求量大幅增加。公司一期预制棒项目已实现投产，有 30 吨年产能，公司计划 2009 年底完成所有资金投入，届时产能可以达到 100 吨左右，将有利于支撑公司光纤产品毛利率的稳定，同时有利于稳定公司预制棒供给。此外，公司仍在扩建拉丝塔，预计年底达到 12-14 座，产能达到 1,200 万芯公里。产能扩充会为公司带来规模效应，将摊薄成本，提高毛利率。公司定向增发方案已获股东大会通过，还有待证监会审核。如果顺利实施将对公司产生正面影响。 我们预计公司 2009 年-2010 年 EPS 为 1.05 元和 1.42 元，以 10 月 26 日收盘价 26.32 元计算，对应动态市盈率为 25 倍和 18.5 倍，维持“买入”评级。
光纤光缆	600522	中天科技	公司主要业务未来发展趋势判断：1. 通信缆业务毛利率明年较今年下半年或有下降。主要原因是光纤价格供需逐步平衡，且由于五大厂商产能快速扩充而出现供给过剩，光纤价格明年三四月份招标价格可能下降。2. 海缆业务有可能超预期增长。公司海缆业务近年增速较快，2007 年公司海缆产品收入 8,000 多万元，2008 年预计收入 2 亿元，同比增长 150%。3. 电力特种导线市场份额领先，成长前景广阔。公司电力导线产品分为普通电力导线和特种电力导线，普通电力导线的技术含量较低，毛利率只有 5%-7%，而特种电力导线如高强度铝合金导线、耐热铝合金导线等技术含量较高，存在行业进入壁垒，毛利率达到 30%。公司在特种电力导线领域具有技术优势，占据垄断地位。4. 光迅科技（002281）已经成功上市，公司持有 2,160 万股，占上市公司总股本的 13.5%，禁售期为 12 个月。这部分股权将为公司带来可观的投资收益。 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 1.02 元、1.23 元和 1.53 元，以 10 月 23 日收盘价 23.14 元计算，对应动态市盈率为 23 倍、19 倍和 15 倍，如果剔除公司持有光迅科技（002281）对应的市值，对应动态市盈率为 20.4 倍、16.9 倍和 13.6 倍，公司价值被大幅低估，上调公司投资评级至“买入”。
终端	002104	恒宝股份	公司未来有两大亮点：（1）公司已取得交行的少量 EMV 卡订单（主要是针对国内用户市场，并非用于出国的 EMV 卡），并参与了杭州的试点项目。如果 EMV 卡大规模启动（我们预测时点在 2010 年下半年），公司将面临巨大机遇；（2）3G 卡招标有所延后，公司相关业绩爆发



			或有推迟，目前公司的 3G 通信智能卡主要供应给中国电信，并在中国电信 3G 智能卡市场占据 40%以上的份额；而中国联通在 9 月 28 日正式商用后，智能卡的大规模招标会到 2010 年。我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.37 元和 0.49 元的盈利预测，以 10 月 20 日收盘价 10.54 元计算，对应动态市盈率为 28 倍和 22 倍，维持“增持”评级。
辅助设备	002115	三维通信	由于电信重组事件影响，公司去年三季度淡季更淡，而今年三大运营商建网规模和建网速度明显超出年初预测，前三季度固定资产投资规模更是同比增长 24.5%，上述因素推动，公司 3 季度收入剧增 153.9%，呈现淡季不淡的特点。截至 9 月底，公司应收账款高达 2.78 亿元，同比增长 104%，预计大部分应收账款将于 4 季度确认，四季度业绩增长也将十分明确。我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元和 0.97 元（以增发后总股本 1.34 亿股摊薄），维持“增持”评级。
电信服务	002093	国脉科技	公司前三季度业绩低于预期，但看好公司明后年公司两项主营业务的发展。公司所处行业电信网络集成业务发展具有广阔的前景。（1）IP 化是电信网络未来发展趋势，我们看好路由器市场前景。（2）公司主要是给詹博等高端路由器与网络存储厂商提供系统集成外包服务。其中与詹博关系最为密切，目前双方已建立了稳定战略伙伴关系。2. 公司电信网络技术服务主要分三个部分：电信设备系统维护、电信咨询业务与 OSS 业务。其中电信设备系统维护业务和电信咨询业务是主要业务，未来拓展的空间较大。公司一般作为独立的第三方为电信运营商提供系统运维与咨询，由于运营成本上低于设备商，维护技术实施水平上优于运营商，在电信运维产业链上有独特的优势。 我们预计公司 2009 -2011 年 EPS 分别为 0.37 元、0.52 元和 0.71 元，维持公司“中性”评级。
SP	002148	北纬通信	公司主要从事移动通信增值服务，向用户提供包括短信、彩信、彩铃、手机上网和手机游戏等数据产品。09 年前三季度，公司短信、彩信等传统增值业务总体表现平稳，彩铃和手机游戏等新业务推动了公司营收稳步增长，尤其是手机游戏的爆发性增长。手机游戏等新业务是公司未来成长点。目前，公司游戏业务收入已进入爆发性增长期：当前收入在 200 万元/月左右，预计到 2009 年年底、2010 年年初，月收入将增加到 300 万元，至 2010 年底有望达到 1000 万元/月。除手机游戏外，公司视频流媒体、位置服务等 3G 类创新业务正处于培育期，将成为公司 2011 年后的新成长点。 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.56 元，0.72 元和 0.92 元。尽管当前估值处于较高水平，但鉴于公司手机游戏极大的成长空间和爆发性增长前景，仍维持“增持”评级。
SP	002261	拓维信息	公司主要从事移动通信增值业务（包括传统类和以手机动漫为主的创新类两大类）和行业软件的开发与系统集成。第三季度，公司实现营业收入 8,859 万元，同比增长 30.5%。我们认为公司营收增速较快的主要原因：一方面是公司系统集成及软件业务收入在第三季度确认较多；另一方面是公司通过举办中国原创手机动漫大赛等活动，有效地提高了扩大用户群和行业地位，刺激了增值业务收入增长。展望未来，以手机动漫为主的创新类增值业务将推动公司快速成长。国内 3G 业务的大规模商业将为创新型增值业务创造超常规增长的良好环境。公司在创新类增值业务领域具有丰富的经验积累，尤其是在手机动漫领域处于行业领头羊位置，我们预计，在其推动下，公司创新类增值业务收入（包括手机动漫、SI 类和平台类）未来将有望超过 30%的速度增长。同时，预计公司系统集成业务将保持平稳发展。 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.81 元，1.02 元和 1.28 元。公司处于高速发展的移动互联网新兴行业，未来成长空间巨大，继续维持“增持”评级。

数据来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100