

通信行业

上半年看设备商，下半年看运营商 ——2010 年通信行业投资策略

本报告导读： ➢ 电信收入逐步回升，通信设备行业景气持续
➢ 移动互联网将伴随 3G 快速成长，空间巨大

投资要点：

- **电信收入低速增长，逐步回升中。**2009 年 1-10 月份，电信主营业务收入累计完成 6989.1 亿元，比上年同期增长 3.4%，逐月上升。我们预计 10 年全年电信收入逐步恢复增长，增长率逐步向 GDP 增速靠拢，未来 2 年复合增长 6% 以上。移动和宽带用户的成长仍是行业增长的驱动力。
- **通信设备行业景气持续。**大规模电信投资驱动通信设备行业业绩确定性成长，设备行业处于景气周期。电信设备商收入确认通常有 3-6 个月的滞后期，在 09 年下半年电信投资继续加大的形势下，将对 09 年下半年和 10 年上半年设备商的业绩形成支撑。因此，我们继续看好通信设备上的景气延续。
- **FTTx 带来接入网增长机会。**宽带渗透率 7.5% 左右，宽带接入速度在 2M~4M/秒左右，仍有巨大上升空间。我们预计，10 年开始，在移动宽带化和 FTTx 规模建设下，将推动接入网建设快速上升。
- **移动互联网将伴随 3G 快速成长，空间巨大。**3G 网络建设、移动宽带化推进和 3G 业务推广将是移动互联网快速发展的驱动力。未来几年，基于 3G 的手机移动互联网业务将快速发展，推动移动增值服务市场快速增长。预计 2011 年国内移动增值服务市场规模超过 2000 亿元，未来 3 年国内市场复合增长 22.5% 左右。
- **行业估值。**从动态估值看，09 年动态 PE34.5 倍，10 年动态 PE28 倍，基本处于合理区间。高额的电信投资使得 10 年行业盈利增长仍然相对乐观，尤其是 10 年上半年值得期待，通信设备及服务行业将保持较高的溢价率水平。
- **重点关注个股。**关注低估值且确定性成长的设备商中兴通讯、武汉凡谷，光通信公司烽火通信、亨通光电等。关注网优覆盖公司三维通信，增值服务商拓维信息及基本面反转的大唐电信。10 年下半年，重点关注受益于 3G 用户增长驱动的中国联通。同时，关注受益于飞信用户快速增长驱动的新股神州泰岳。

请务必阅读正文之后的重要声明



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

行业评级

(维持)

通信运营业

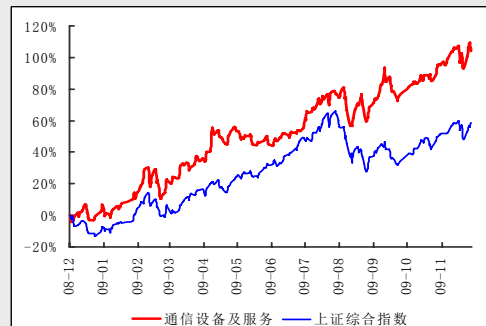
中性

通信设备及服务业

强于大市

行业表现

2009.12.11



通信设备	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.5	41.3	108.5
相对表现 (%)	5.4	24.9	52.5

资料来源：Wind，爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	公司评级	09EPS	10EPS	11EPS
中兴通讯	强烈推荐	1.37	1.77	2.20
武汉凡谷	强烈推荐	0.71	0.91	1.15
大唐电信	推荐	0.13	0.27	0.35
烽火通信	推荐	0.65	0.85	1.05
三维通信	推荐	0.62	0.83	0.99
拓维信息	推荐	0.82	1.05	1.37

资料来源：爱建证券研究部

万阳松 张欣

行业研究员

电话

021-32229888*3501

邮箱

wanyangsong@ajzq.com

相关报告

《3G 产业链后端投资机会逐步来临——2009 年 4 季度通信行业投资策略》
2009. 09. 15

《3G 移动宽带化驱动下的新投资机会——2009 年下半年通信投资策略》
2009. 06. 15

《关注通信设备及服务商的确定性成长——2009 年 2 季度通信行业投资策略报告》
2009. 03. 16

内容目录

一、设备商确定性成长，运营商等待盈利拐点.....	4
■ 电信收入低速增长，逐步回升中.....	4
■ 电信投资快速增长，联通 10H2 度过盈利拐点.....	5
■ 通信设备行业景气持续	6
二、移动宽带化带来细分行业新机会	8
■ 光通信：FTTx带来接入网增长机会.....	8
■ 3G推动智能卡和智能终端成长.....	9
■ 移动互联网：伴随 3G快速成长，空间巨大.....	11
■ 网优覆盖行业的机会	12
■ 产业链投资时序	13
三、行业估值水平比较分析.....	14
■ 绝对估值分析	14
■ 相对估值分析	16
■ 子行业及个股估值水平	17
四、重点公司推荐.....	18
■ 中兴通讯	18
■ 亨通光电	18
■ 武汉凡谷	19
■ 大唐电信	20

图表目录

图表 1：09Q3 国内电信收入增速 3.3%，缓慢回升中.....	4
图表 2：oct-09 电信业务收入构成比例.....	4
图表 3：移话、宽带总用户持续增长，固话加快流失.....	5
图表 4：09-oct电信投资增速 25.6%，逐月上升.....	5
图表 5：电信综合价格水平趋降	6
图表 6：通信设备行业处于盈利上升周期.....	7
图表 7：信息设备行业景气指数快速回升.....	7
图表 8：09 年 1-10 月宽带用户月均增长率 23.1%.....	8
图表 9：宽带/拨号用户比 11.28，移动/固话用户比 2.27.....	8
图表 10：国内通信网络光纤光缆连接行业快速增长.....	9
图表 11：通信卡市场发卡量增长	9

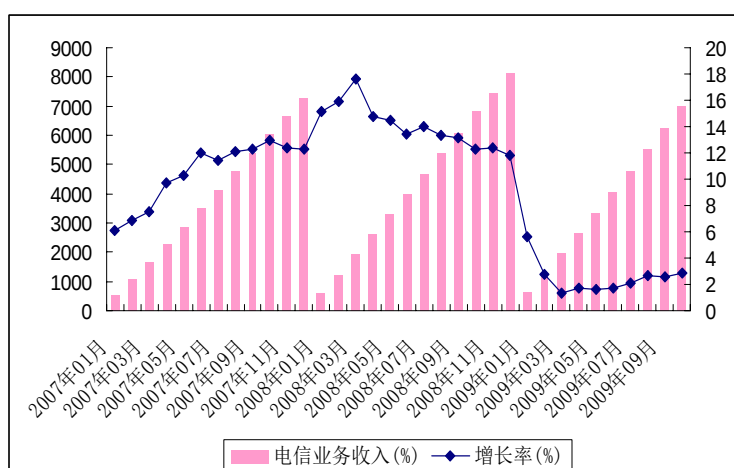
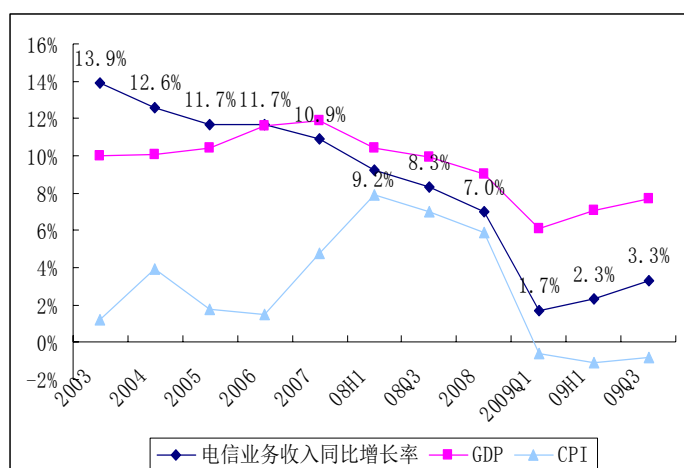
图表 12: 3G用户渗透率预测	10
图表 13: 银行卡发卡量及增速	10
图表 14: EMV迁移比例预测	11
图表 15: 全球智能手机快速增长	11
图表 16: 国内移动增值服务市场快速成长.....	12
图表 17: 手机游戏市场规模及增速.....	12
图表 18: 国内网优覆盖市场规模及增速.....	13
图表 19: 电信投资中通信设备及服务商受益顺序（投资时序图）	14
图表 20: 通信设备行业绝对估值PE水平.....	15
图表 21: 通信设备行业绝对估值PB水平.....	15
图表 22: 通信设备行业ROE水平持续上升.....	16
图表 23: 通信行业估值水平与A股估值溢价率比较.....	16
图表 24: 成长型公司盈利增速与涨幅表现对比.....	17
图表 25: 公司历史股价与PE-Band图.....	18
图表 26: 公司历史股价与PE-Band图.....	19
图表 27: 公司历史股价与PE-Band图.....	20
图表 28: 重点上市公司（PE，PB）估值水平及通信行业均值.....	22
图表 29: 年初至今通信行业上市公司涨跌幅比较.....	22

一、设备商确定性成长，运营商等待盈利拐点

■ 电信收入低速增长，逐步回升中

- 2009年1-10月份，全国电信业务总量累计完成21083.5亿元，比上年同期增长13.7%；电信营业收入累计完成7202.8亿元，同比增长3.6%，其中的电信主营业务收入累计完成6989.1亿元，比上年同期增长3.4%，逐月上升。
- 电信重组后，国内电信运营行业增长速度阶段性放缓，09Q3电信收入增速3.3%继续低于国内GDP增速7.7%的水平。CPI即将由负转正，10年通胀预期逐步上升，国内经济企稳回升态势确立。我们预计10年全年电信收入逐步恢复增长，增长率逐步向GDP增速靠拢，未来2年复合增长6%以上。

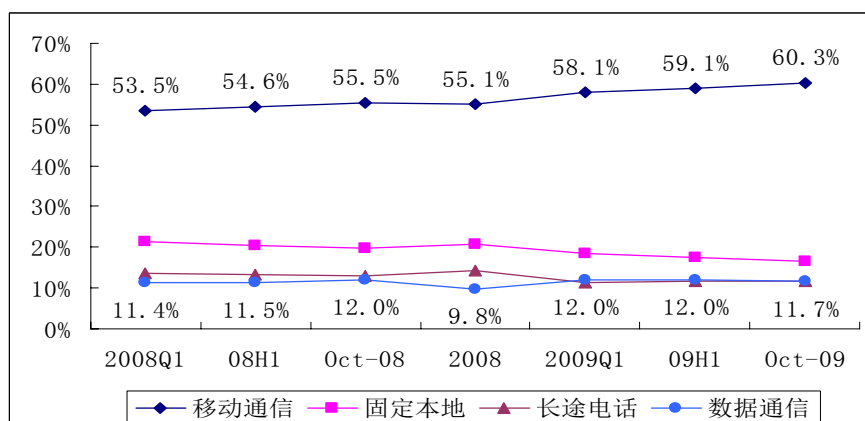
图表 1：09Q3 国内电信收入增速 3.3%，缓慢回升中



来源：爱建证券研究部整理

- 电信收入构成中，移动通信保持快速增长。2009年1-10月份，移动通信收入和数据通信收入比上年同期分别增长12.4%和0.5%，在电信收入占比中分别为60.3%和11.7%。而长途电话业务收入和固定本地电话业务收入比上年同期分别减少6.9%和13.1%，在电信主营业务收入总收入中所占的比重比上年同期分别下降了1.29和3.15个百分点。

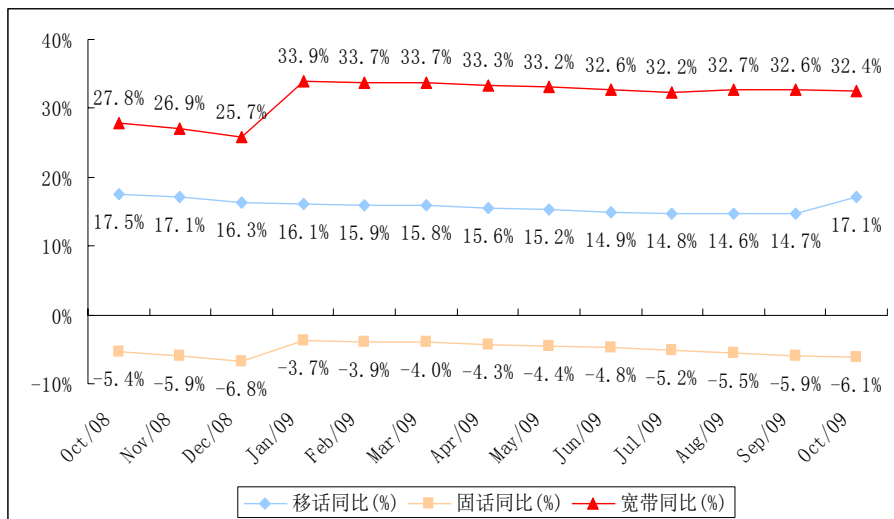
图表 2：oct-09 电信业务收入构成比例



来源：爱建证券研究部整理

- 09年1-10月份,全国移动电话用户累计净增8829.2万户,达到72953.7万户,其中10月份全国移动电话用户净增969.9万户。1-10月份,全国累计净增电话用户6931.0万户,总数达到105091.4万户。宽带用户近亿户,固话用户继续流失。我们认为,移动用户和宽带用户将继续保持增势。

图表 3: 移话、宽带总用户持续增长, 固话加快流失

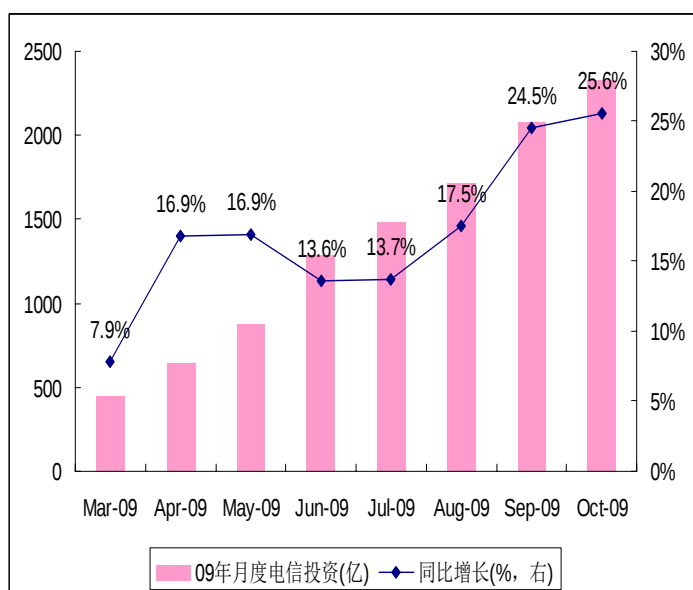
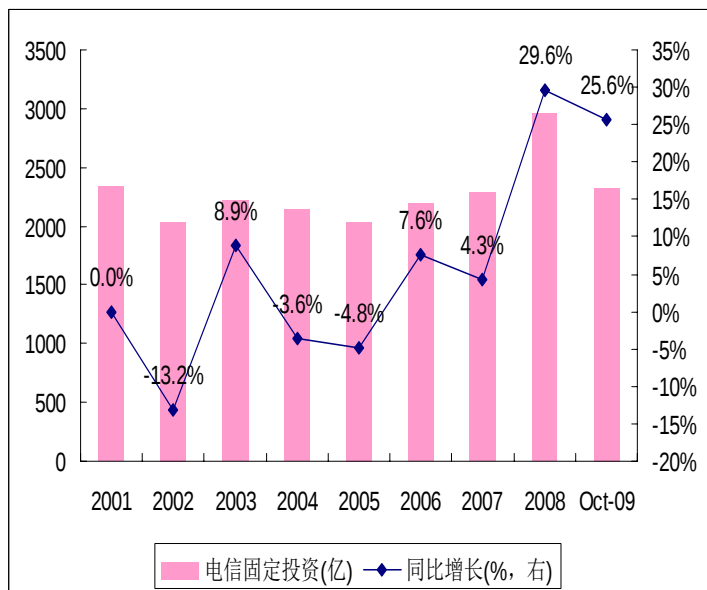


来源: 爱建证券研究部整理

■ 电信投资快速增长, 联通 10H2 度过盈利拐点

- 09年以来,尤其是09年下半年,国内电信投资增速明显加快。09年10月份,国内电信投资额已达2324.2亿元,同比增长25.6%。08年国内完成电信投资2953.7亿元,同比增长29.6%。在高基数的背景下,09年的投资高增长对通信设备行业09年全年业绩形成支撑。

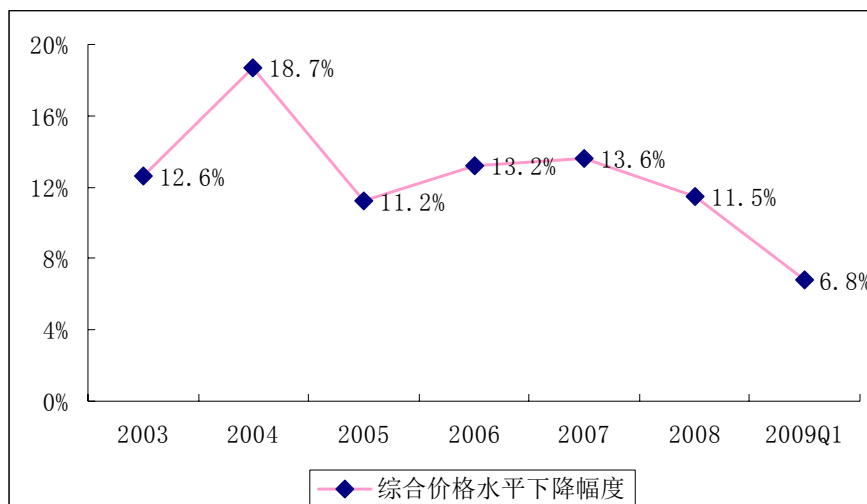
图表 4: 09-oct 电信投资增速 25.6%, 逐月上升



来源: 爱建证券研究部整理

- 过去5年来,随着国内移动电话渗透率的不断提升和业务量增长,国内电信资费价格水平同样保持持续下降。09年一季度,电信资费综合价格水平仍保持下降6.8%,降幅略收窄。
- 三大运营商目前已经通过多种套餐形式,推动移动电话实行单向资费。电信资费价格水平预计仍将保持下降趋势。目前,移动电话渗透率已经升至55%的水平,电信资费下降难以刺激话务量大幅上升,因此对运营商业绩形成一定压力。运营商加大数据业务和3G新业务的推广是未来保持收入增长之道。

图表 5: 电信综合价格水平趋降



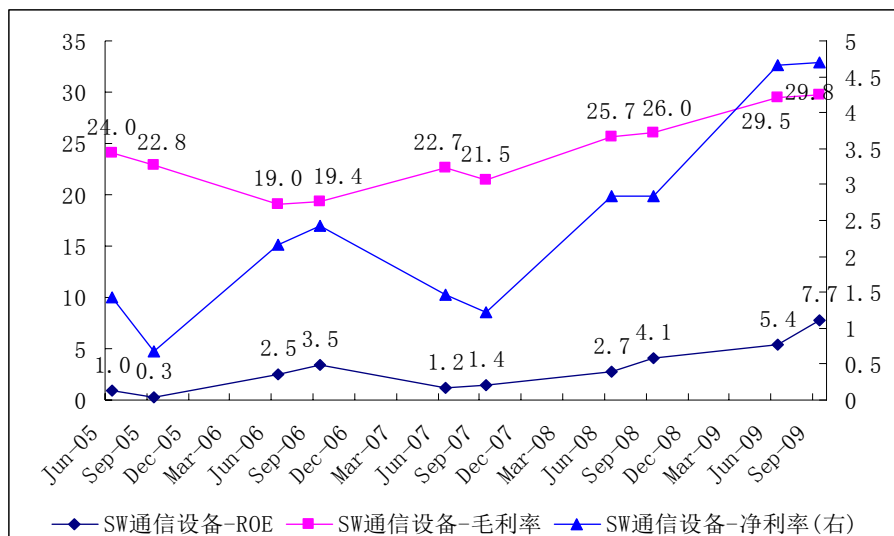
来源: 爱建证券研究部整理

- 09年运营商大规模投资,将加大10年固定资产折旧费用。按照联通目前的投资规模,预计10年3G新增折旧50亿元左右,根据其目前的EBITDA率41%的水平,如果每月发展100-150万户3G用户,其ARPU平均100元左右,预计到10年4季度实现新业务的盈亏平衡,3G业务度过盈利拐点。因此,明年下半年是逐步布局运营商的时机。从目前联通A股的估值及年内较低的涨幅看,当前股价具有吸引力,中长线投资者可逢低逐步介入,等待10年联通3G用户快速增长——这将是联通未来股价表现的催化因素。

■ 通信设备行业景气持续

- 大规模电信投资驱动通信设备行业业绩确定性成长,设备行业处于景气周期。按申万通信设备行业数据统计,09Q3通信设备行业销售毛利率29.8%,高于去年同期26%的水平。销售净利润率4.69%,高于去年同期2.83%的水平。而ROE水平达到7.7%,高于08Q3的4.1%的水平。从盈利指标数据的趋势看,09年通信设备行业保持景气上升周期,盈利能力显著提升。

图表 6: 通信设备行业处于盈利上升周期

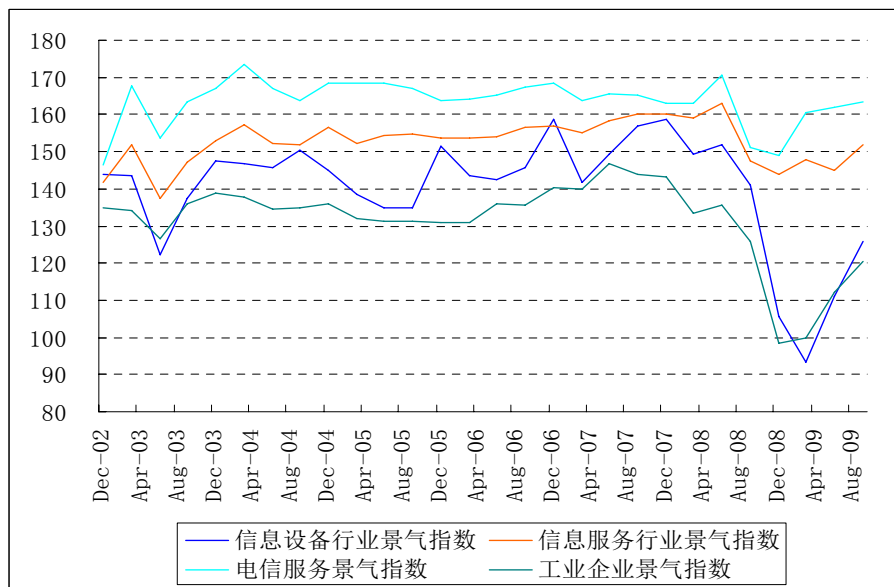


来源: 爱建证券研究部整理

● 因电信设备商收入确认通常有3-6个月的滞后期,在09年下半年电信投资继续加大的形势下,无疑将对09年下半年和10年上半年设备商的业绩形成支撑。因此,我们继续看好通信设备上的景气延续。

● 在全球金融危机的影响下,整个信息设备行业景气指数08年下滑,到09年二季度开始触底回升。09年三季度信息设备行业景气指数回升至125.9,已经高于工业企业景气指数120.5的水平。我们认为10年该景气指数仍处于回升通道。

图表 7: 信息设备行业景气指数快速回升



来源: 爱建证券研究部整理

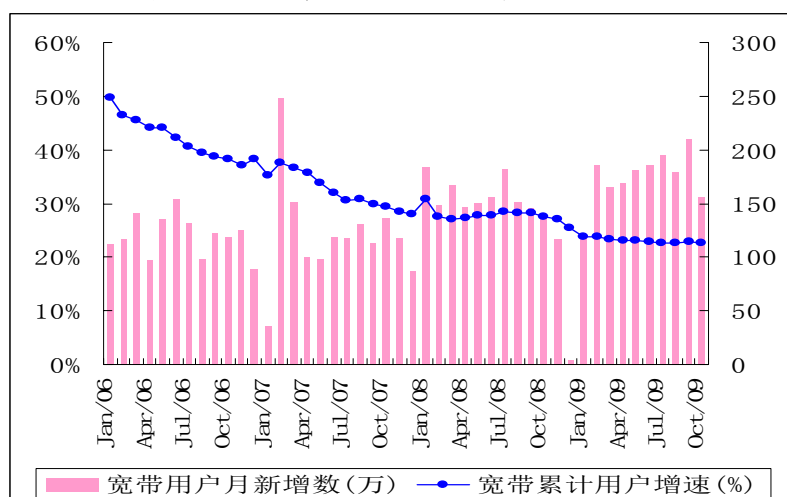
二、移动宽带化带来细分行业新机会

■ 光通信：FTTx 带来接入网增长机会

● 目前，基础电信企业的互联网用户进一步趋向宽带化。1-10月份，全国基础电信企业净增互联网宽带接入用户1800.8万户，达到10088.7万户，而互联网拨号用户减少了333.7万户。

● 从宽带用户增长看，09年10月宽带用户月新增156万户，增长率22.7%，前10个月平均月新增宽带用户174.6万户，平均增长率高达23.1%，保持快速增长。

图表 8：09 年 1-10 月宽带用户月均增长率 23.1%

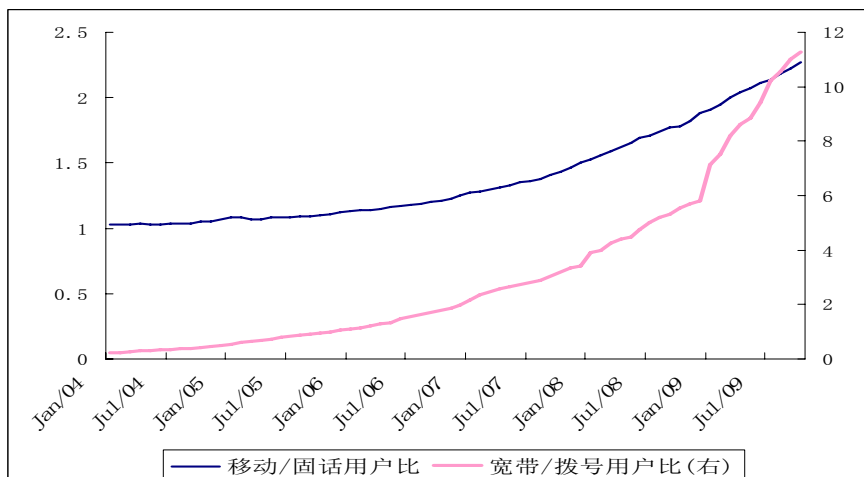


来源：爱建证券研究部整理

● 目前，虽然国内宽带用户近亿户，但宽带渗透率仍然只有7.5%左右，离发达市场差距较大，仍有巨大的上升空间。宽带对拨号的替代效应持续，宽带/拨号用户比升至11.28。

● 另外，从宽带接入速度看，国内仍在2M~4M/秒左右，离发达市场70M/秒以上的接入速度相差巨大。09年国内三大运营商在PON领域的投入加大，预示着宽带提速和光接入市场的快速发展机会来临。

图表 9：宽带/拨号用户比 11.28，移动/固话用户比 2.27

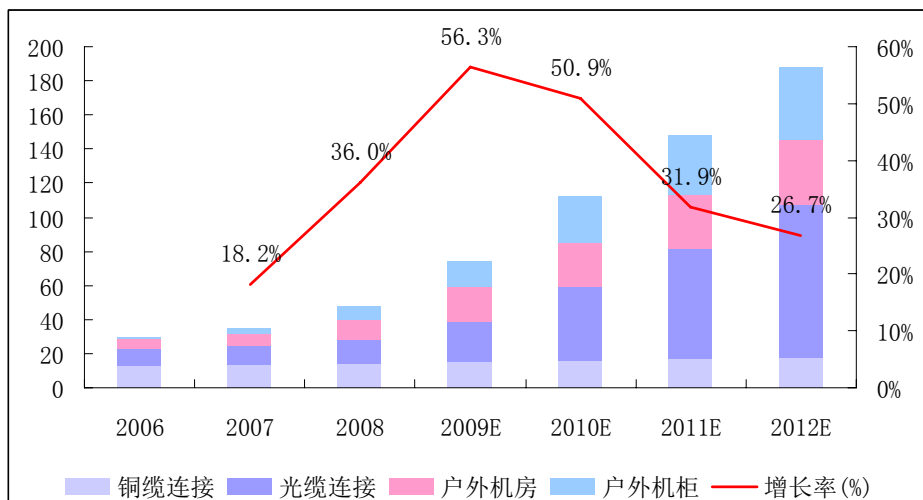


来源：爱建证券研究部整理

● 我们预计，10年光传输网建设平稳增长，而10年开始，在移动宽带化和FTTx规模建设下，将推动接入网建设快速上升。这将给光网络设备商，光接入和配线连接、光器件商带来新机会。

● 随着3G的加快发展，宽带网络的建设和FTTH的规模启动，我国通信网络物理连接设备行业将保持快速增长。据汉鼎咨询预测，到2012年，仅铜缆配线、光缆配线、户外机房和户外机柜等产品的市场需求规模就将达到188亿元，年复合增长率超过35%。其中的光纤光缆连接行业发展最迅速。

图表 10：国内通信网络光纤光缆连接行业快速增长

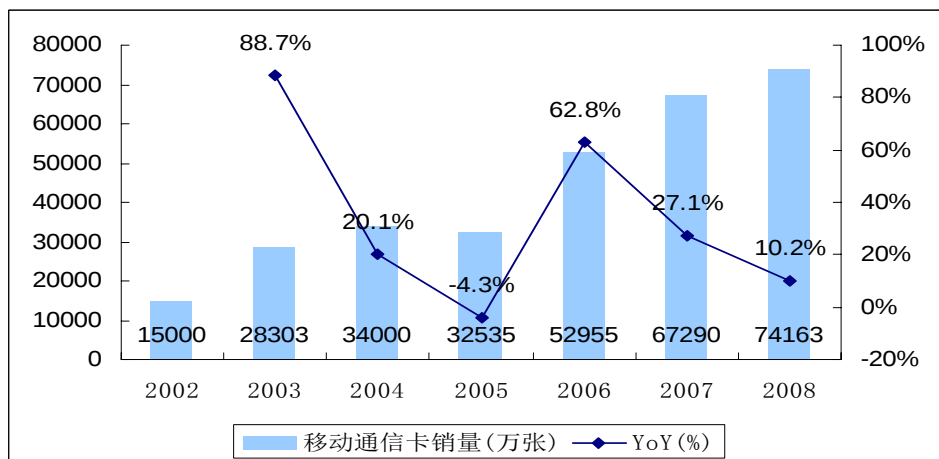


来源：爱建证券研究部整理

■ 3G 推动智能卡和智能终端成长

● 通信卡市场保持快速增长。移动通信行业近年的快速发展推动用户快速增长，带动通信卡市场增长迅速。2006-2008年通信卡行业复合增长30%以上。2008年通信卡销量近7.5亿张。未来几年预计通信卡销量过8亿张。

图表 11：通信卡市场发卡量增长

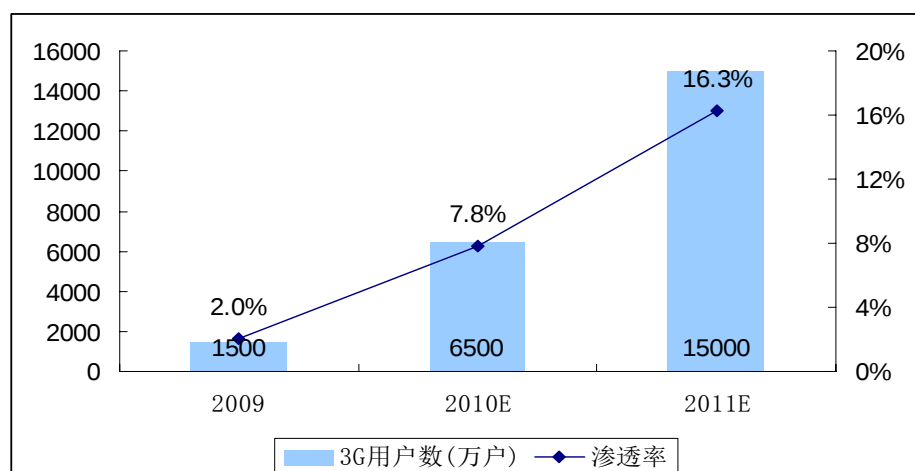


来源：爱建证券研究部

● 3G通信卡为未来智能卡行业增长新动力。电信重组后，三大运营商09年处于3G推广初期，预计未来3年国内3G用户市场启动。我们预计2009-2011年国内

3G用户渗透率从2%上升到15%左右。3G通信卡销售价格较2G高2-3倍，毛利率较高。未来市场前景广阔。

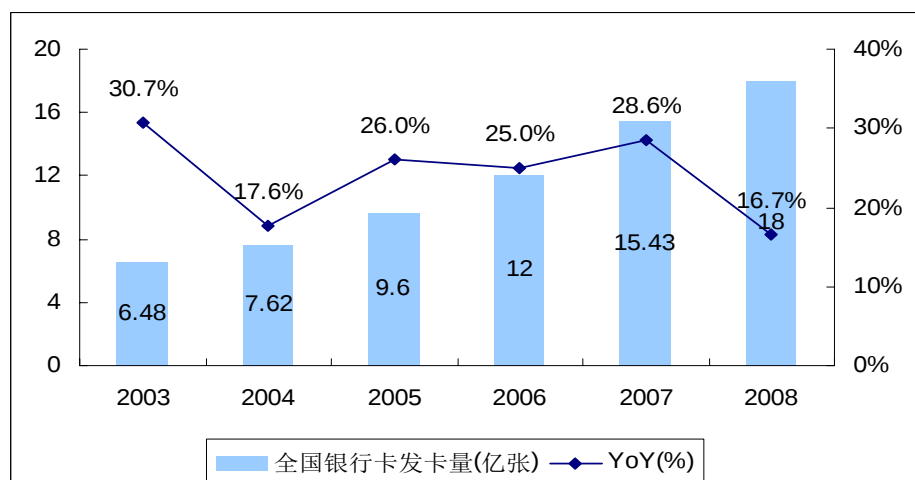
图表 12: 3G 用户渗透率预测



来源：爱建证券研究部

● **银行卡发卡量及增速。**国内银行卡发卡量保持快速增长，近三年发卡量增速20%以上。2008年存量银行卡发卡量达到18亿张。预计未来几年仍保持10%以上行业增速。市场空间广阔。

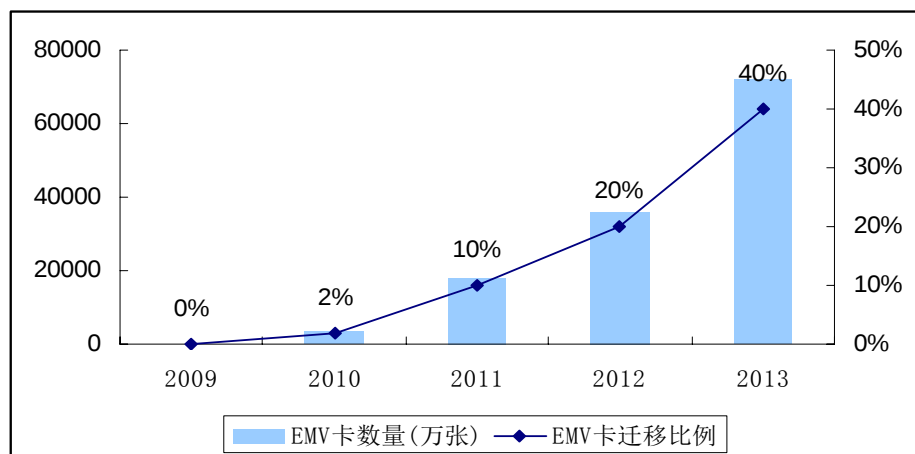
图表 13: 银行卡发卡量及增速



来源：爱建证券研究部

● **银行卡EMV迁移分析预测。**预计未来5年，国内银行卡逐步启动EMV迁移，预计到2011年EMV卡1.8亿张，迁移率10%左右，随后进一步加快。EMV卡的售价及毛利率均高于现在的银行IC卡，预计EMV迁移将会启动金融卡广阔的增长空间。

图表 14: EMV 迁移比例预测



来源：爱建证券研究部

- 3G市场的发展推动智能手机行业快速增长。预计09年全球手机销量10.8亿部，其中智能手机1.8亿部，增长16.7%。而在全球最大的手机市场中国，2008年手机总增长量只有6%到7%，智能手机这个细分市场却取得了20%的增长。根据计世资讯预计，国内智能手机市场的增长在2009年会达到30%，2012年智能手机的市场份额将占国内手机市场的40%。

图表 15: 全球智能手机快速增长

	2007	2008	2009E
全球手机销量	11.5	11.9	10.8
YoY		3.48%	-9.24%
其中：智能手机		1.55	1.8
YoY			16.13%
占比		13.0%	16.7%

来源：IDC，爱建证券研究部整理

- 中移动力推TD智能终端。作为国内最大的电信运营商，中国移动力推TD智能终端以期取得3G市场的领先优势。TD智能终端包括TD智能手机、TD数据卡、TD家庭信息终端和TD电子阅读终端等。这对致力于TD终端研发制造的国内通信设备商带来巨大商机。这当中，大唐电信于09年已完成非公开增发，将募集资金中4.6亿元投向新型3G智能卡、TD-SCDMA数据融合产品产业化项目。公司已推出全球首款TD阅读终端AirPaper50T，成为中移动3G阅读业务的重要合作伙伴。公司有望借助TD领域的优势实现基本面的反转。

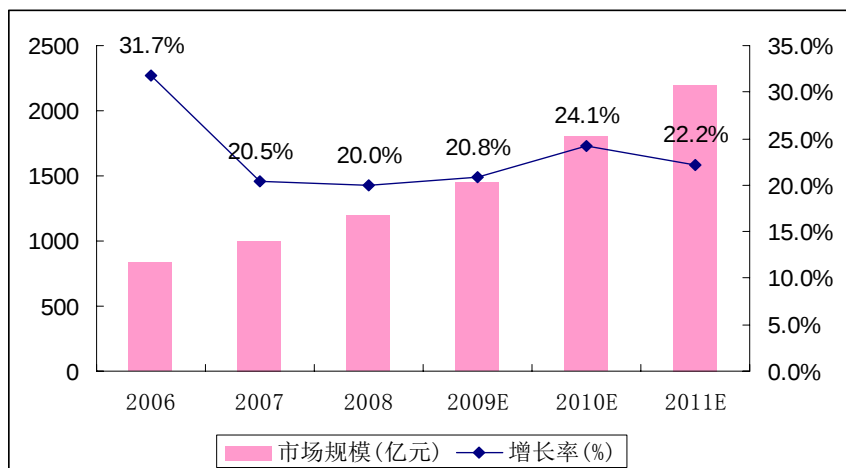
■ 移动互联网：伴随 3G 快速成长，空间巨大

- 根据CNNIC报告数据显示，截至2009年9月底，中国手机上网用户约1.85亿户左右；相比6月底1.55亿户左右的手机网民规模，短短的3个月时间，中国手机网民的数量增长了将近3000万，规模呈现出快速增长的态势。
- 国内规模超过7亿户的手机用户是手机网民增长的基础，3G网络建设、移动宽带化推进和3G业务推广将是移动互联网快速发展的驱动力。未来几年，基于

3G的手机移动互联网业务将快速发展，推动移动增值服务市场快速增长，比如手机支付，手机音乐，手机游戏及动漫，手机视频及流媒体，手机位置服务等。

- 从市场规模看，预计2011年国内移动增值服务市场规模超过2000亿元，未来3年国内市场复合增长22.5%左右。

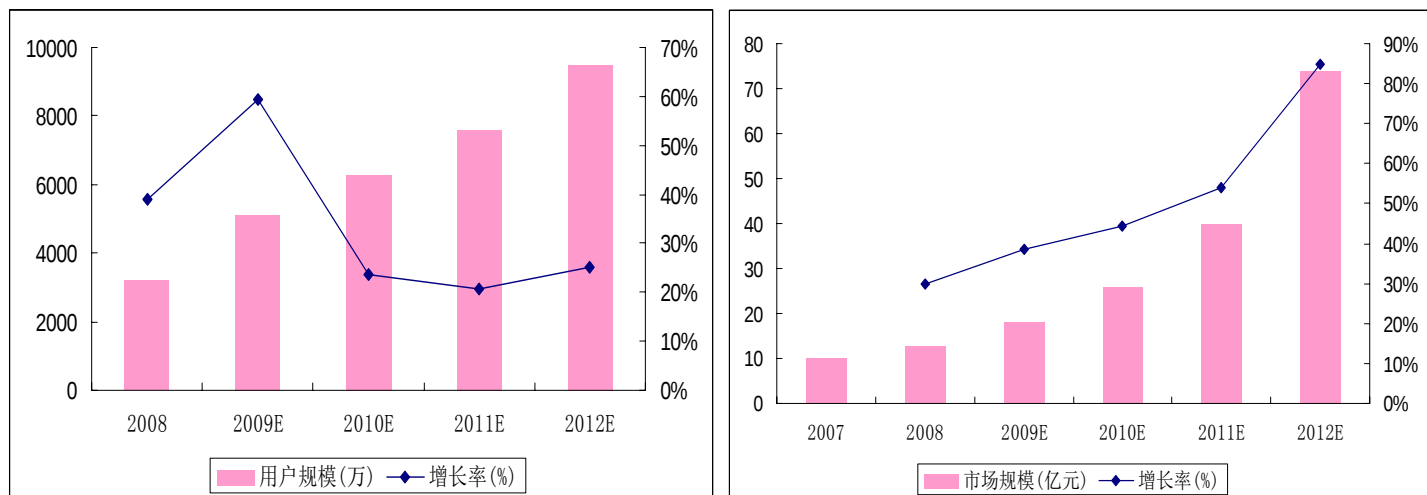
图表 16：国内移动增值服务市场快速增长



来源：爱建证券研究部整理

- 根据市场咨询机构预测，未来3年国内手机游戏用户复合增长23%以上，2012年手机游戏用户规模近1亿户。而手机游戏市场规模更是加速发展，预计到2012年国内手机游戏市场规模达到75亿元左右。这对国内从事手机游戏及其平台的移动增值服务商来说是巨大的机会。

图表 17：手机游戏市场规模及增速



来源：艾瑞咨询，爱建证券研究部整理

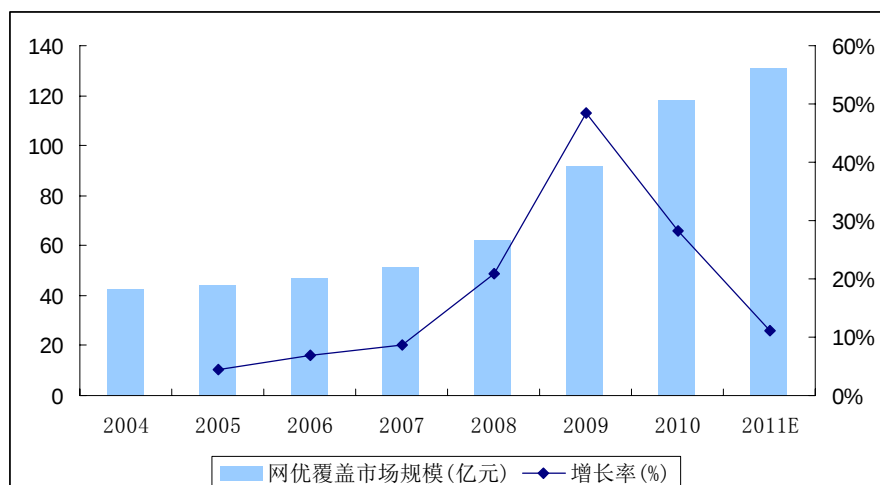
■ 网优覆盖行业的机会

- 3G移动通信网络建设中，网络优化覆盖处于产业链中后端，从3G建网开始3年内都将是网络优化覆盖建设的快速时期。由于3G制式的网络其频段较高，穿透距离相对2G要短，穿透率差，因此对网络覆盖率和覆盖的密度要求更高。此

外，3G业务的60-70%以上都发生在室内空间，因此对室内网优覆盖拉动显著。

- 根据业内预测，随着3G网络建设和3G业务的发展，预计2009-2011年的3年中，国内网优覆盖行业市场规模复合增长29%以上，2011年网优覆盖行业的市场规模将达到130亿元左右，这将对国内从事网优覆盖行业的公司带来新机会。

图表 18： 国内网优覆盖市场规模及增速

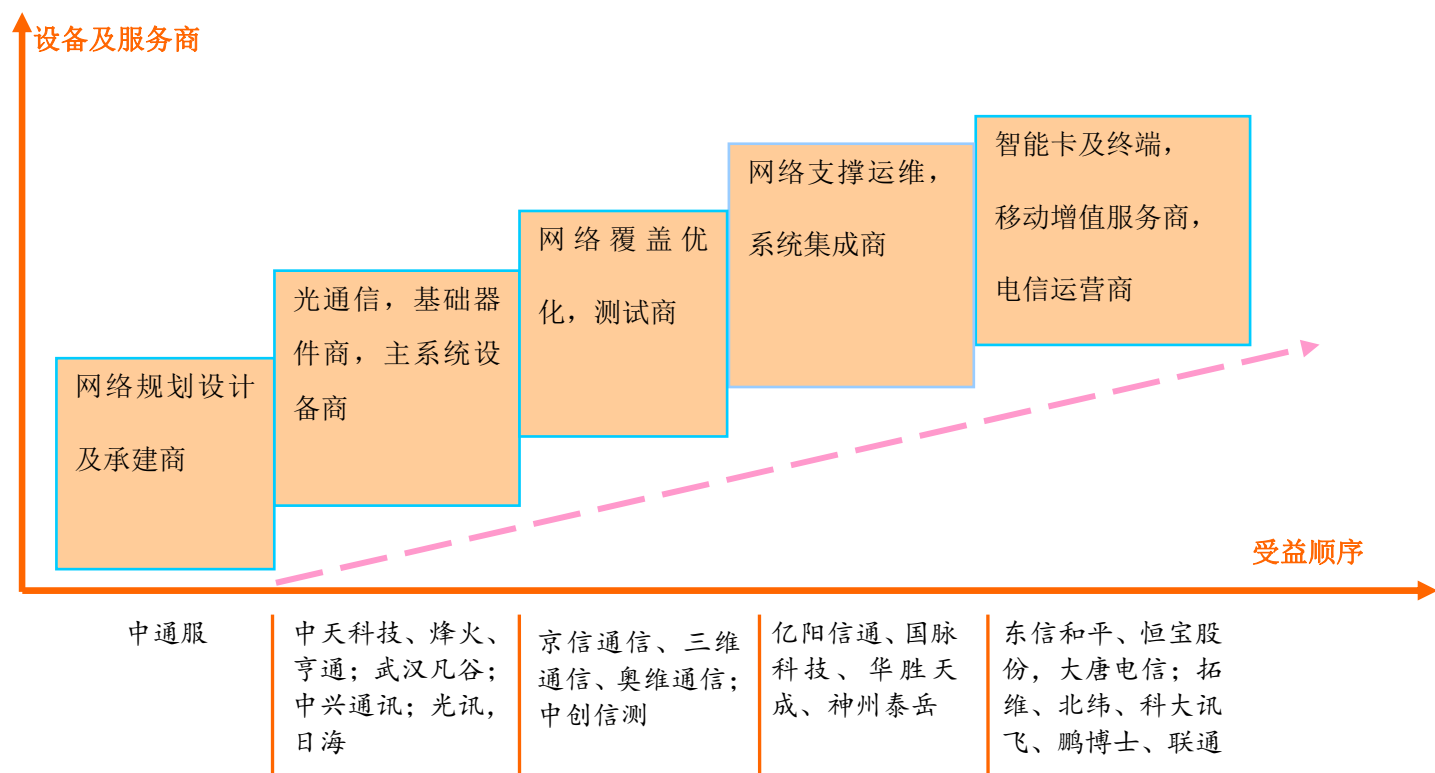


来源：爱建证券研究部整理

■ 产业链投资时序

- 各子行业上市公司在产业链中的受益时序，大致顺序可分为：(1) 网络规划设计与承建商：中通服；(2) 光通信、基础器件商与主系统设备商：中天科技、烽火通信、亨通光电，武汉凡谷，中兴通讯，光讯科技、日海通讯；(3) 网络覆盖优化与测试商：京信通信、三维通信、奥维通信，中创信测；(4) 网络支撑、运维与系统集成商：亿阳信通、国脉科技、华胜天成、神州泰岳；(5) 智能卡与移动增值服务商：东信和平、恒宝股份，大唐电信；拓维信息、北纬通信、科大讯飞。(6) 运营商：中国联通、中电信、中移动。
- 布局09年年报，10年上半年可继续关注确定性成长的光通信行业重点公司亨通光电、中天科技及烽火通信和主设备商中兴通讯。
- 重点关注产业链时序中后端的网优覆盖公司三维通信，运营支撑和管理厂商亿阳信通、神州泰岳。适当关注智能卡公司恒宝股份、东信和平、大唐电信和增值服务拓维信息、北纬通信，但目前估值相对较高，估值压力下降后可继续关注，其中的大唐电信有望借助TD领域优势实现基本面反转，重点关注（详细分析参考20090728《大唐电信：非公开增发方案获批，基本面改善中》）。
- 关注国际业务收入占比较高的公司，如中兴通讯、武汉凡谷、东信和平、以及新股光讯科技。随着国际经济体的经济企稳回升，海外收入恢复增长有望推动业绩表现。

图表 19：电信投资中通信设备及服务商受益顺序（投资时序图）



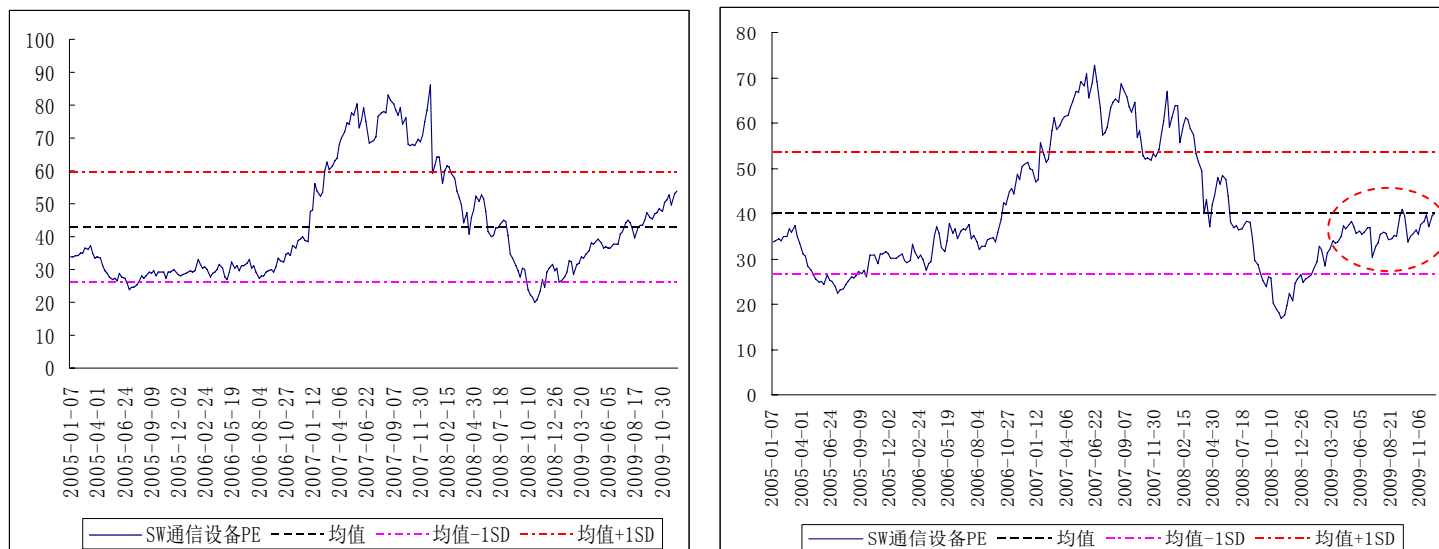
来源：爱建证券研究部整理

三、行业估值水平比较分析

■ 绝对估值分析

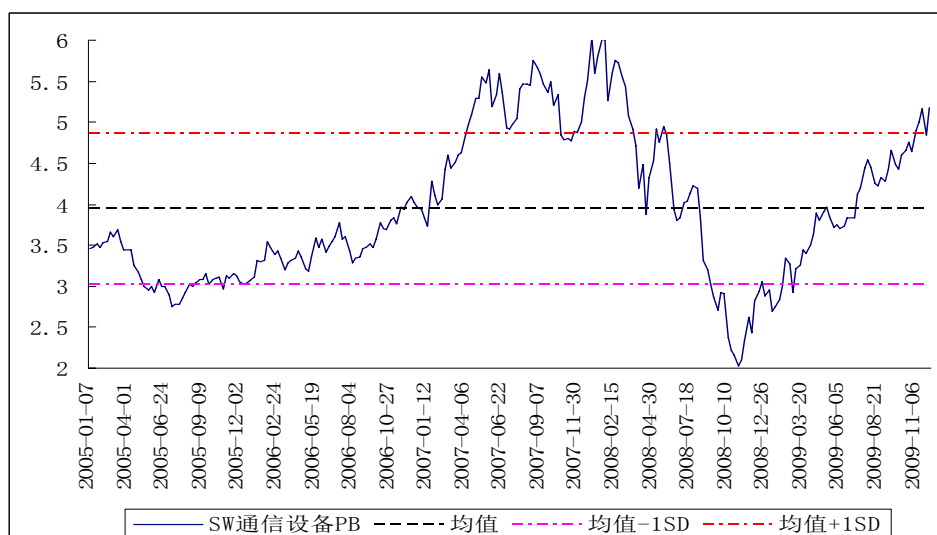
● 申万通信设备行业绝对估值水平：按照最近年度数据（即08年度末数据，前图）计算的静态估值来看，09年PE53.7倍，过去5年行业平均PE42.8倍，当前静态估值高于历史均值；按照TTM数据（后图）计算的静态估值来看，09年PE40倍，PB5.2倍，过去5年行业平均PE40.1倍，平均PB3.9倍，该静态PE估值水平与历史均值相当，处于合理水平。这表明09年前三季度通信设备行业盈利保持快速增长有效降低了行业PE估值水平，行业成长性是影响本行业估值水平的重要因素。从动态估值看，09年动态PE34.5倍，10年动态PE28倍，基本处于合理区间。目前，按TTM计算，整个A股市场PE26.8倍、PB4倍左右（过去5年全部A股平均PE24.3倍，平均PB4.5倍）

图表 20: 通信设备行业绝对估值 PE 水平



来源: 爱建证券研究部整理

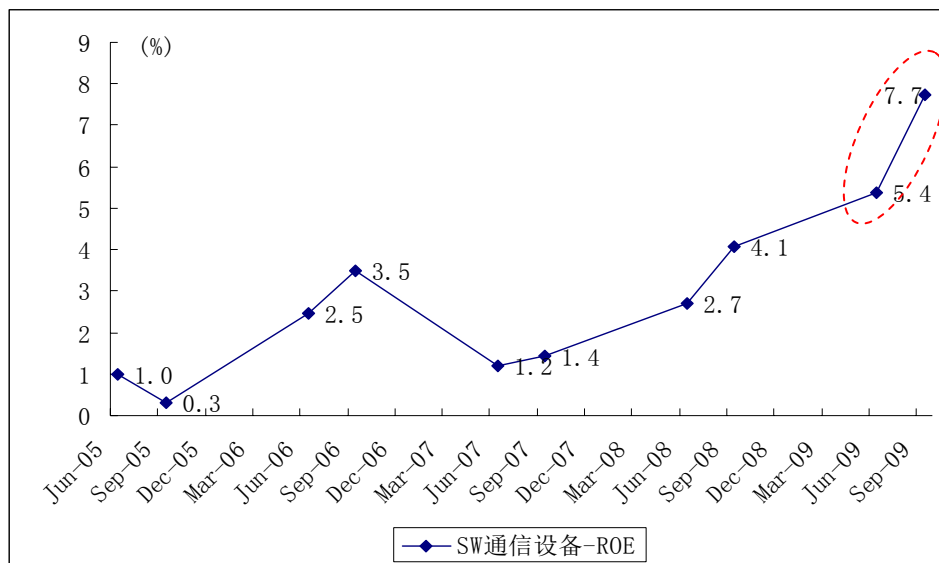
图表 21: 通信设备行业绝对估值 PB 水平



来源: 爱建证券研究部整理

● 从PB估值水平看, 目前通信行业保持较高的PB水平, 这是因为行业整体盈利能力提升的结果 ($PB=PE \times ROE$)。09年开始的电信投资显著提升了通信设备行业上市公司的盈利能力, 使得行业整体ROE水平上升, 从而推动PB上市。从图中可以看出, 通信设备行业08年三季度ROE为4.1%, 而09年ROE升至7.7%的水平, 表明09年行业ROE水平较历史水平显著上升。我们预计, 未来两年电信投资增速下降的同时电信投资额仍会处于较高的水平, 行业仍将保持较高的景气度, 使得ROE处于较高水平。

图表 22: 通信设备行业 ROE 水平持续上升

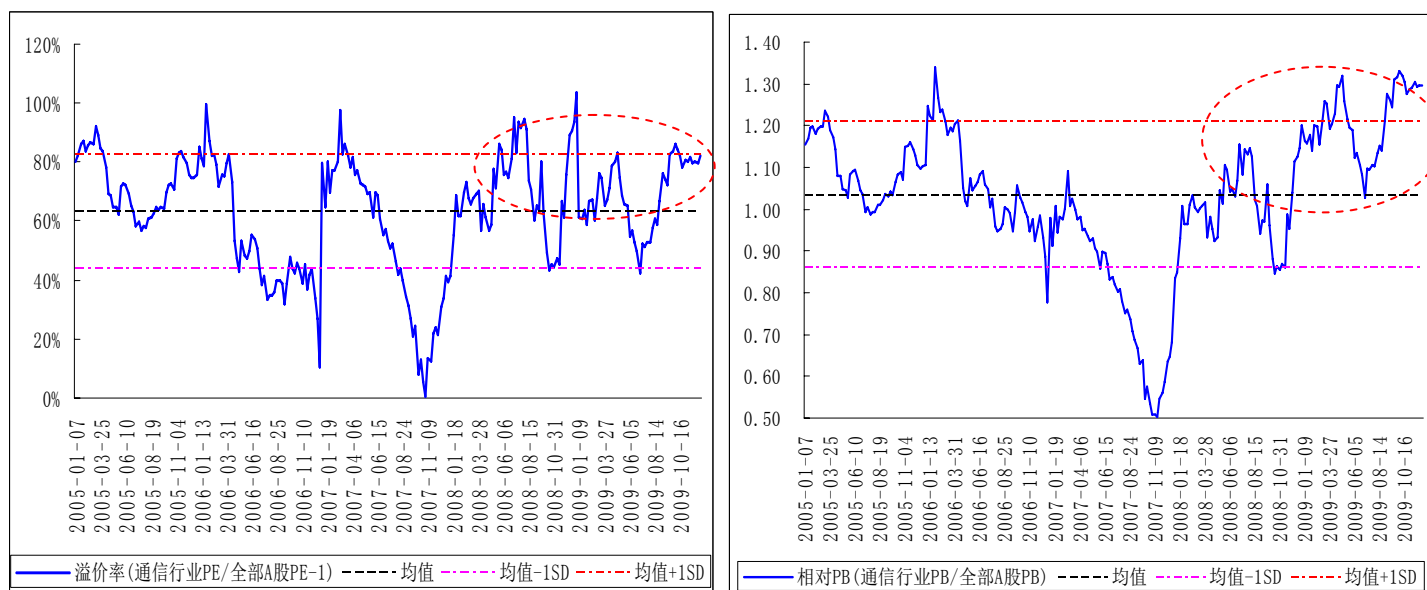


来源: 爱建证券研究部整理

■ 相对估值分析

● 按照最近年度数据计算的静态估值来看, 通信设备行业对全部A股的PE溢价率为82.3%, 高于历史均值63.2%的水平约一个标准差, PB溢价率水平129.5%, 高于历史均值103%一个标准差以上, 延续重组以来较高的溢价率水平。我们认为, 09年通信设备行业盈利增速相对于A股市场保持较快增长, 高额的电信投资使得10年行业盈利增长仍然相对乐观, 尤其是10年上半年值得期待, 通信设备及服务行业将保持较高的溢价率水平。

图表 23: 通信行业估值水平与 A 股估值溢价率比较

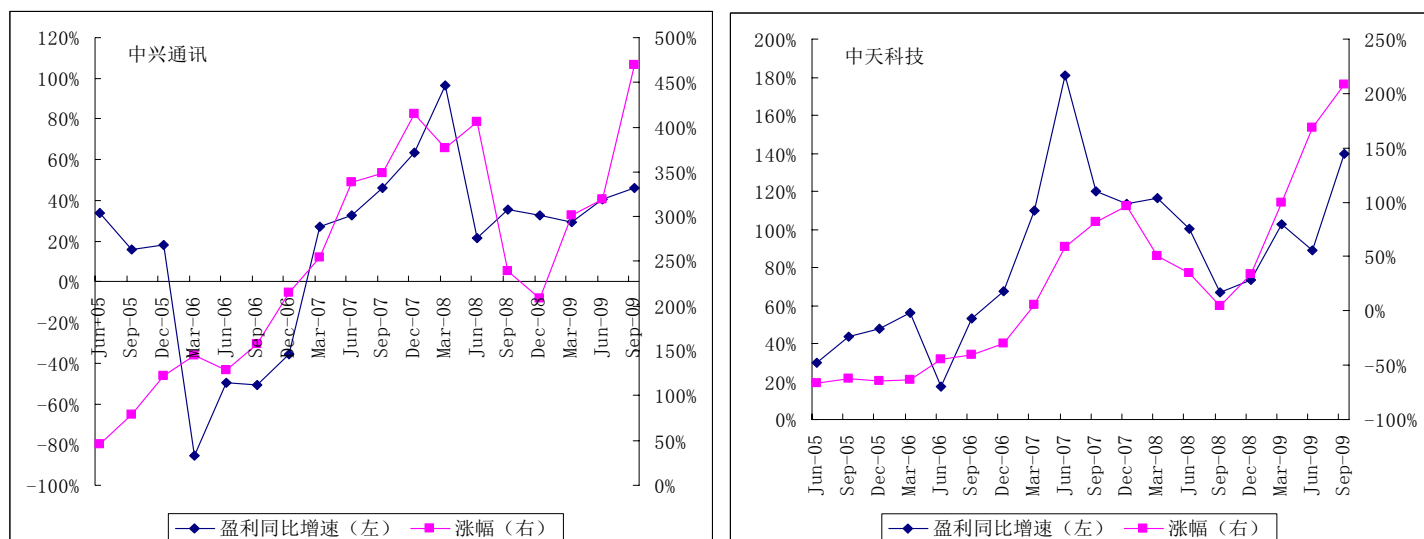


来源: 爱建证券研究部整理

● 通信行业具有成长性驱动的特征, 公司盈利高增长将推动股价表现, 使得

溢价率能保持较高水平。从09年通信行业策略报告中我们重点推荐的中兴通讯和中天科技的盈利增速与市场表现的关系看，随着公司盈利增速的上升，股价涨幅呈现扩大趋势，且基本同步，反之亦然。这表明行业内公司具有盈利成长性驱动特征。这其中的成长性溢价，可能是行业估值溢价的来源。

图表 24：成长型公司盈利增速与涨幅表现对比



来源：爱建证券研究部整理

■ 子行业及个股估值水平

- 从10年动态估值看，在细分子行业中，特缆龙头中天科技和基站设备器件商武汉凡谷PE最低仅21倍，PE水平低于行业均值的包括主设备商中兴通讯，光通信子行业亨通光电，网优厂商三维通信，网管厂商亿阳信通，测试商中创信测。光通信子行业因其较确定的成长性和较低的估值仍是建议重点关注的品种。出口复苏推动下，中兴通讯和武汉凡谷的国际业务业绩弹性将上升。产业链中后端的网优网管厂商将有望受益于电信投资结构向中后端倾斜。
- 估值接近行业均值的有，光网络设备商烽火通信、配线商新海宜、运营商中国联通、运维外包服务商国脉科技。经过09年4季度物联网等概念炒作，产业链时序后端的智能卡厂商（恒宝股份、东信和平）、增值服务（北纬通信、拓维信息）子行业估值水平整体较高。
- 上市新股中，我们中长线重点关注的光讯科技、神州泰岳、日海通讯等新股短期估值较高，在估值压力消化后可重点关注。其中，神州泰岳成长性较快，成长空间亦较大，在创业板中其估值较低，可重点关注，预计12月30日以后开放非移动用户邮箱注册飞信服务，将打开飞信成长新空间。

四、重点公司推荐

■ 中兴通讯

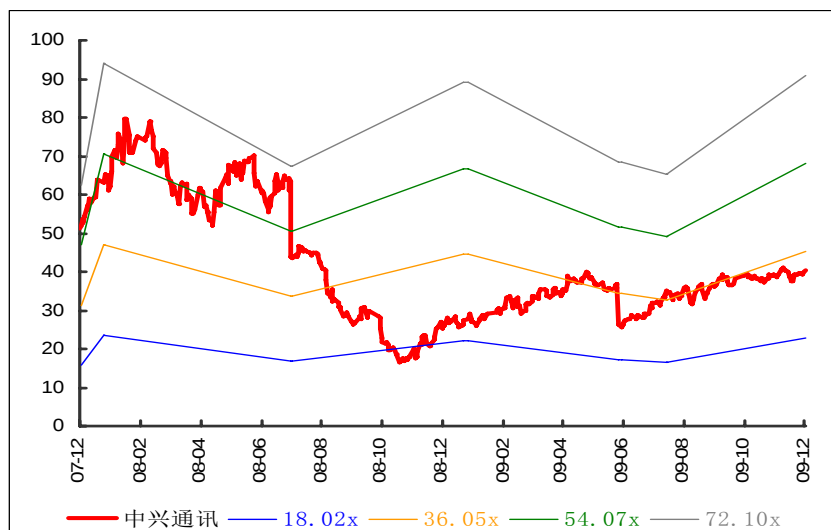
受运营商投资拉动，业绩成长确定性较高。重组后三大运营商08Q4开始加大投资力度，09年10月累计电信投资增长25.6%。公司在国内电信设备市场综合实力居前，在中移动T网、中电信C网和中联通W网目前份额大37.5%、30%和21%左右，份额和实力相对均衡稳健。随着电信投资收入的逐渐确认，09年业绩确定性成长可期待，或超预期，10年保持较快增长。

受益国际份额替代。本轮金融危机给欧美一些国际设备商带来较大冲击，而国内设备商以成本和研发优势快速崛起。目前，在全球电信设备商市场份额中，国内主设备商份额得到明显提升，09H1年华为份额超过15%，中兴通讯超过5%。随着欧美运营商投资逐渐恢复，以及新兴市场电信投资加快，未来国内主设备商份额提升这一趋势仍将延续。

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有：1) 三大运营商后续招标中标；2) 国际市场恢复增长，份额提升；3) Q4业绩确认高峰期，使得10H1业绩超预期。

估值与建议。随着运营商资本支出加大，通信设备行业景气周期将持续，预计公司未来2年仍将保持30%左右复合增长，2009年~2010年EPS为1.37元和1.77元左右，估值较低。考虑到公司的行业龙头地位、较确定的成长性且相对较低的估值，给予“强烈推荐”评级。

图表 25：公司历史股价与 PE-Band 图



来源：Wind，爱建证券研究部整理

■ 亨通光电

光纤市场领先地位。公司光纤光缆市场份额稳居国内第二，市场份额在17%左右（市场份额排名第一的是非上市公司“长飞光纤”）。公司光纤光缆产能扩

产后将超过1000万芯公里左右。公司有优秀的运营管理能力和费用控制能力，且集团公司旗下资产质量良好。

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

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

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有: 1) 预制棒项目顺利推进; 2) 整合电力电缆业务顺利。

估值与建议。基于收购资产盈利能力较好, 我们预计本次资产收购后上市公司未来两年盈利增速在30%左右。预计09年~10年EPS为1.08元、1.34元左右。给予公司“推荐”评级。

图表 26: 公司历史股价与 PE-Band 图



来源: Wind, 爱建证券研究部整理

■ 武汉凡谷

业绩保持较快成长。09Q1-Q3公司实现营收11.06亿元, 同比增长11.96%, 实现净利润2.36亿元, 同比增长30.75%, 扣除非经常性损益后净利润增长34.83%。预计未来2年公司的营收及盈利均将保持25%-30%的稳健复合增长。

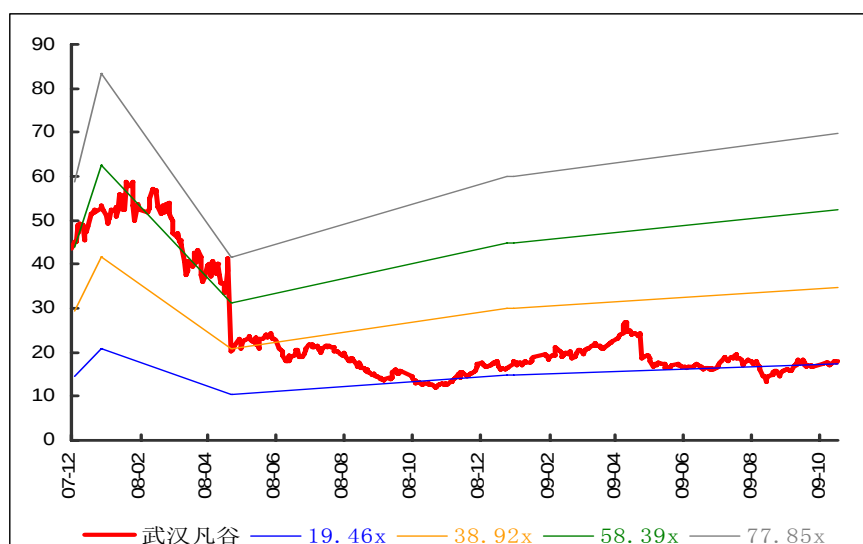
10年国际市场的回升将成业绩增长的新动力。公司09年采取稳健的发展策

略，产能扩张谨慎，放缓国际业务发展，重点在发展国内业务。我们认为，随着全球经济复苏，国际电信市场也将恢复增长，国际电信运营商投资逐步上升。公司目前仍是华为的最大供应商，随着华为国际份额和地位的上升，公司提升也将提升其国际市场份额。另外，公司已进入全球最大的电信设备商爱立信的采购名单，预计10年后开始有望为其供货，尤其是亚太等市场公司具有获得其订单的优势。我们认为，随着海外经济逐步复苏，电信资本开支将重新启动，预计10年后公司海外业务将恢复增长，成为未来业绩增长的新动力。

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有：1) 国际市场复苏；2) 给爱立信规模供货；3) 业绩超预期表现。

估值与投资建议。目前公司业绩增长的保障主要来自国内业务。我们认为，国内运营商未来两年在基站建设、基站扩容方面将保持平稳增长，国际市场亦将逐步回升，保证公司综合毛利率平稳在28.5%左右，公司09-11年业绩复合增长能保持在25%-30%以上，预计09-10年EPS为0.71元，0.91元，对应估值低于行业平均水平。考虑到公司业绩稳健成长和低估值，给予“强烈推荐”评级。

图表 27：公司历史股价与 PE-Band 图



来源：Wind，爱建证券研究部整理

■ 大唐电信

公司已募资投向智能卡、TD智能终端等行业。公司09年将募集资金中4.6亿元主要投向新型3G智能卡项目、银行EMV卡项目和TD-SCDMA数据融合产品产业化项目。受3G推动，该项目推进将提升公司业务竞争力。

偿还贷款降低资产负债率，提高财务安全性。本次募集资金7.4亿元用于偿还银行贷款，预计可以将公司资产负债率降低到56.49%，相比2008年下降28.17个百分点，财务安全性将得到有效提高。募集资金用于偿还银行贷款后，公司每年可节省利息费用约0.42亿元。本次增发有利于提升公司长期盈利水平。

公司在TD-SCDMA产业领域具有很强的技术领先优势。大唐电信一直致力于

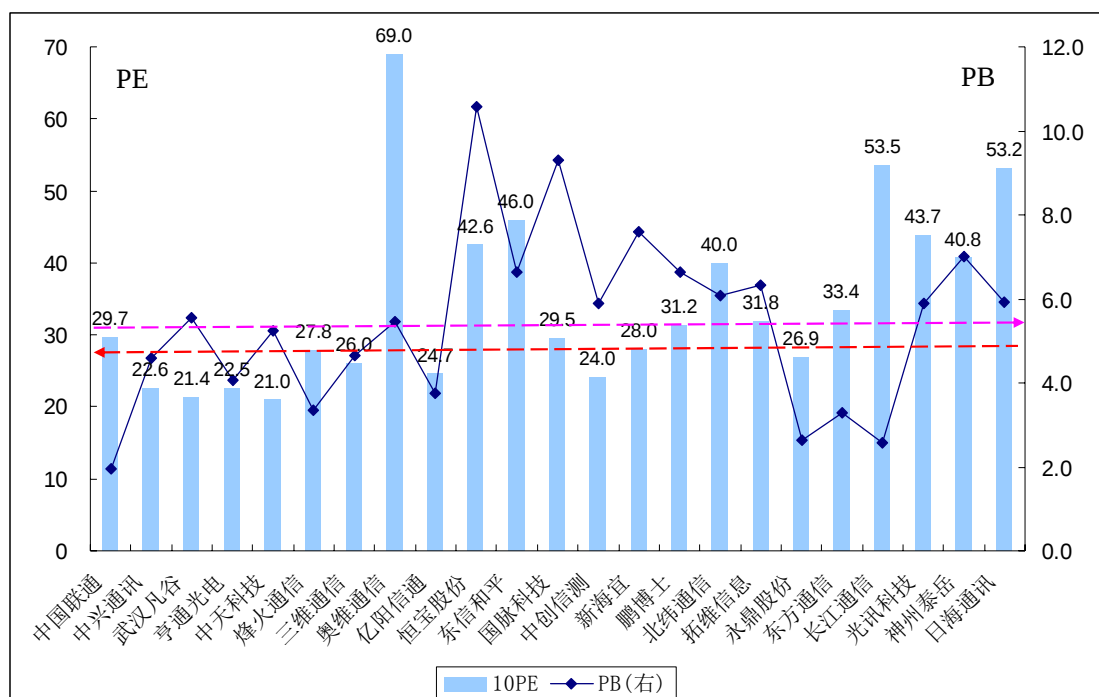
促进TD-SCDMA 的产业发展，在TD-SCDMA 方面拥有较深的技术背景和基础，具有国内自主知识产权的3G通信标准。随着国内3G 网络建设和业务运营的全面启动（国内实力最强的中移动主导TD产业链发展），移动终端市场将迎来最难得的高速发展的机遇。公司具备技术储备和实力，在市场启动初期就迅速扩大通信终端产业规模，抢占市场先机和领先地位，以规模求效益，从而确保公司终端产业的长期持续发展。

未来股价表现的催化剂。公司股价表现的催化剂主要有：1）中移动TD用户大规模增长；2）TD阅读终端等TD智能终端热卖；3）公司基本面逐步反转，业绩超预期表现。

可比估值水平看市销率PS。公司07年以前连续亏损，07、08年扭亏，09年上半年刚刚脱ST帽子，从可比估值指标看，我们认为，市销率PS可作参考。当前公司PS水平2.5倍左右，低于行业平均水平，低于公司历史平均PS水平。PS估值通常不能很好反应公司费用控制情况。不过从过去2年情况看，公司期间费用率由07年的25.5%降至08年的19.5%，可以反映出过去两年来公司费用控制能力在加强。

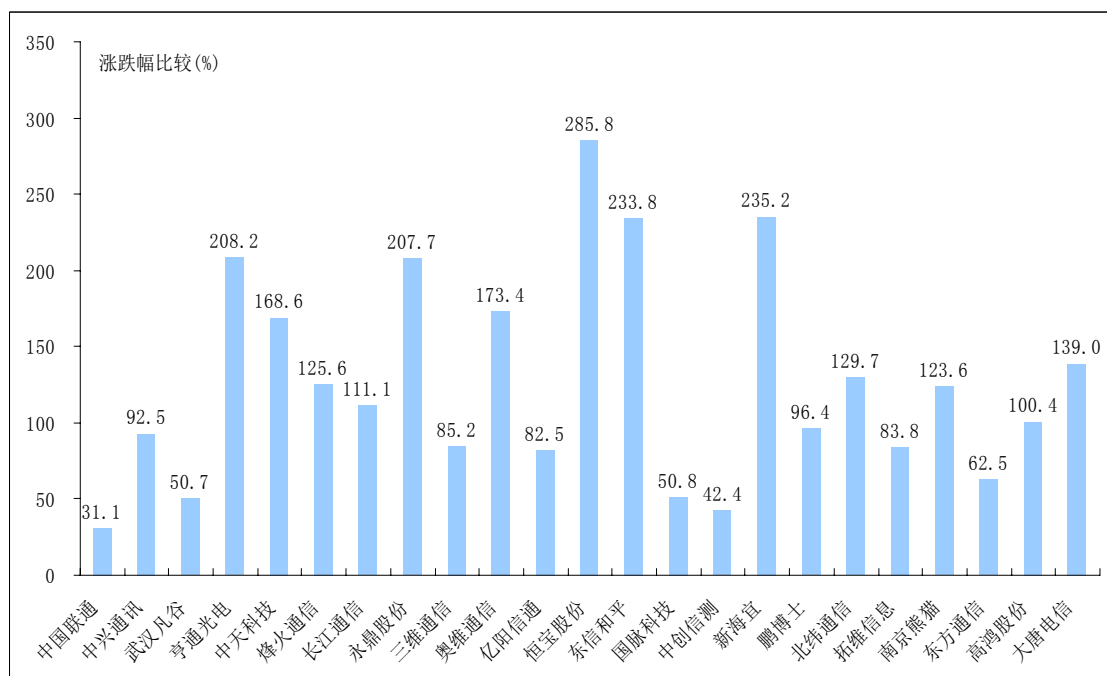
投资建议。随着募投项目推进，公司净利润率和毛利率水平有望提升，公司竞争力有望改善，建议投资者跟踪公司基本面改善带来的机会。我们预计公司09-10年EPS0.13元和0.27元左右。综合判断，我们维持前期对公司的“推荐”评级。

图表 28：重点上市公司（PE，PB）估值水平及通信行业均值



来源：爱建证券研究部整理（统计日期 2009-12-9）

图表 29：年初至今通信行业上市公司涨跌幅比较



来源：爱建证券研究部整理（统计日期 2009-12-9）

投资评级说明

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

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

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

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

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