

攻守转换，紧握主线

2010 年电信服务及通信设备业投资策略

电信服务及通信设备业

深度报告

2009 年 12 月 25 日 星期五

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

联系人：顾颖

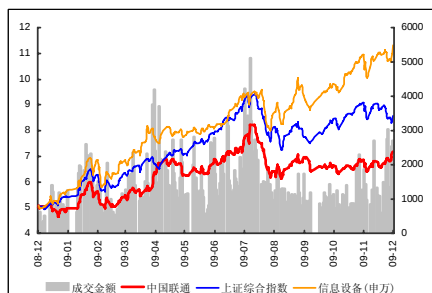
021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业及重点跟踪公司评级

子行业	行业评级	上市公司	公司评级
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	增持
光通信	中性	烽火通信	增持
	中性	光迅科技	增持
	中性	亨通光电	中性
	中性	中天科技	中性
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	买入
通信卡	推荐	大唐电信	增持
	推荐	东信和平	增持
	推荐	恒宝股份	增持
运营维护	中性	国脉科技	中性
测试设备	推荐	中创信测	增持
手机终端	回避		减持

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《移动利好》 09.11.26
2. 《积极信号开始出现》 09.10.19

投资要点

- 我国电信运营业开始进入成熟阶段。我国移动电话普及率 54.3%，基本与全球均值持平；我国电信收入增长率低于 GDP 增长率，电信收入占 GDP 的比重低于 3%，接近发达国家 2% 的水平；城镇居民通信支出占消费支出的比重已降至 5.4%，并且仍在缩小。
- 电信运营：产业链是竞争核心，攻守转换
 - ✓ 3G 竞争是产业链竞争，芯片、设备以及终端厂商对产业重要程度为 85%，WCDMA 产业链最完善，联通先天优势显著。联通客户改善空间最大：①中高端客户比例最低，联通只有 5%，电信、移动约 10%。②联通 ARPU 最低，上升空间最大。③09 年联通净增份额最低。④联通 3G 正式商用最晚。
 - ✓ 2010 年折旧及摊销压力开始上升，财务体现仍欠佳，经营数据成为关注焦点。弱势运营商凭借 3G 优势明显，竞争态势由防御转为进攻，中国移动 74% 移动市场份额将被重新分割，预计 2010 年联通依靠终端完善优势取得 3G 市场 42.5% 份额，排名第一。伴随着 3G 运营数据走高，联通交易性上升趋势将逐渐形成，维持 8.00 元的目标价。
- 国内电信 CAPEX 结构变化，海外电信 CAPEX 保持低位。2010 年国内 2G 投资将出现明显下降，预计总资本开支同比略下降 4.1%，但其中 3G 系统设备投资仍会保持高位，传输网路、支撑系统投资也会保持平稳增长。2010 年全球电信收入未好转，预计海外电信 CAPEX 仍略微下降，2011 年电信投资将步入新一轮增长周期。
- 通信设备及其他服务：紧握三条投资主线
 - ✓ 海外复苏路程的成本优势。契机①海外运营商更加倾向高性价比的中国设备；②全球 3G 迁移，重新划分“势力范围”迎来时机。出口若逐步复苏，依据出口和客户依存度，推荐投资标的：①长期复苏品种：中兴通讯；②短期复苏品种：武汉凡谷、光迅科技。
 - ✓ 投资结构发生变化。3G 带宽提高，对相应设备投入力度加大，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，2010 年这些子行业的业绩有望超预期，推荐上市公司分别为亿阳信通、三维通信、中创信测。
 - ✓ 后端发力。随着 3G 用户数增长，产业链后端子行业将相继受益，高速增长预期值得期待，超预期程度从大到小依次为增持服务、IC 卡、网络维护、运营商，推荐 IC 卡以及增值服务行业，推荐上市公司为东信和平、恒宝股份、大唐电信、拓维信息。

目录

1. 电信运营——攻守转换.....	4
1.1 我国电信业平稳发展.....	4
1.2 弱势运营商客户结构优化.....	5
1.3 产业链设备是竞争关键.....	7
1.4 3G 策略建网、终端是关键	8
1.5 3G 用户市场份额增长高峰排序：联通-电信-移动	9
2. 设备及其他服务——紧握主线.....	10
2.1 海外复苏路程的成本优势.....	11
2.2 投资结构发生变化.....	12
2.3 后端发力.....	12
3. 2010 年细分行业展望	14
4. 重点推荐公司.....	16

图形目录

图 1. 我国电信主营业务收入增长率与 GDP 增长率	4
图 2. 我国电信主营业务收入结构	5
图 3. 我国移动电话增长速度	6
图 4. 中国移动中高端客户数量及收入占比	6
图 5. 运营商中高端客户市场份额	6
图 6. 运营商 ARPU 及中高端客户比重	6
图 7. 运营商 09 年月净增市场份额	7
图 8. 产业链各环节的重要程度	7
图 9. 三大运营商 3G 产业链对比	7
图 10. 2009 年初全球 3G 商用网络个数	8
图 11. 全球 EVDO 及 WCDMA 用户数	8
图 12. 我国 GSM 和 CDMA 社会化销售渠道对比	9
图 13. 中国联通社会化销售渠道多	9
图 14. 我国 3G 用户数及运营商市场份额预测	9
图 15. 全球电信投资额及预测	10
图 16. 电信产业链条及上市公司	11
图 17. 系统设备商研发费用率及单人研发成本	11
图 18. 全球 3G 渗透率稳步提高	11
图 20. 3G 投资受益	12
图 21. 我国通信 IC 卡销售量及预测	12
图 22. 我国通信 IC 卡销售金额及预测	12
图 23. 移动互联网市场规模	13

表格目录

表 1. 我国城镇、农村居民通信支出占总支出的比重	5
表 2. 日本电信运营商 3G 运营策略	8
表 3. 全球 2G 及 3G 手机终端种类对比	9
表 4. 国内电信运营商资本开支预测	10
表 5. 国内通信厂商海外市场依存度及客户集中度	11
表 6. 电信服务及通信设备板块估值水平	17

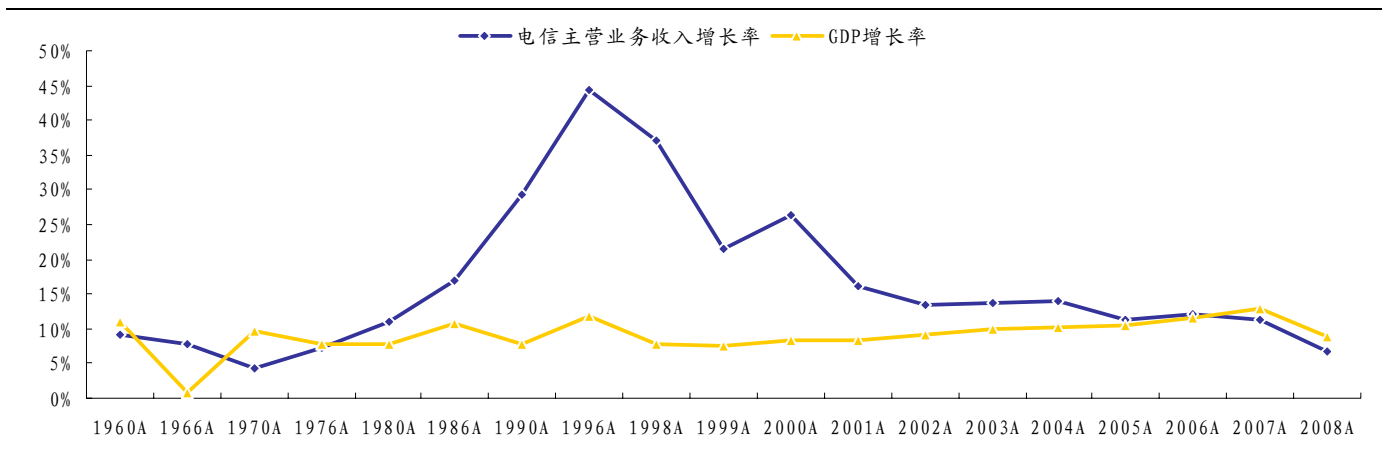
1. 电信运营——攻守转换

2009 年是电信重组、3G 发牌后运营商经营的第一年。伴随着移动用户增长放缓、小灵通用户减少以及电信资费下调，运营商外延式增长出现阻碍，竞争加剧也导致成本上升，09 年运营商的经营数据和财务数据都无法令人满意。2010 年运营商折旧及摊销压力开始上升，将成为阻碍财务体现的又一重要因素，但局部积极因素仍有亮点：①增值业务收入规模快速增长，逐渐成为驱动力。②宽带用户有望保持强势增长。③弱势运营商 3G 优势明显，这将削弱中国移动的垄断优势，同时弱势运营商也将采取积极措施获得更多中高端客户，用户结构继续优化，竞争态势由防御转变为进攻，ARPU 有望企稳上升。

1.1 我国电信业平稳发展

我国电信业增速放缓，07 年电信主营业务收入增长率已经低于 GDP 增长速度，电信业开始进入平稳阶段。电信收入占 GDP 的比重低于 3%，而发达国家的这一数值约为 2%，因此电信已经开始进入成熟阶段。电信业对 GDP 的贡献主要包括三个部分：①电信收入对 GDP 的直接拉动。②带动上游产业链（设备商）的发展。③带动传统产业的升级换代和结构优化。①、②为电信对经济的直接拉动，③为间接拉动，目前直接拉动约占 25%，间接约占 75%，并且间接拉动的比例正在日益扩大。

图 1. 我国电信主营业务收入增长率与 GDP 增长率



资料来源：东海证券研究所，国家统计局（注：1998 年前的电信收入包括电信和邮政）

居民通信支出比重减少。从城镇居民支出看，通信支出比重已经达到 5.4%，仍在缩小。农村：交通和通讯支出比重已经达到 9.8%，也在缩小。因此，从消费层面看，我国电信业也进入了相对成熟的阶段。

表 1. 我国城镇、农村居民通信支出占总支出的比重

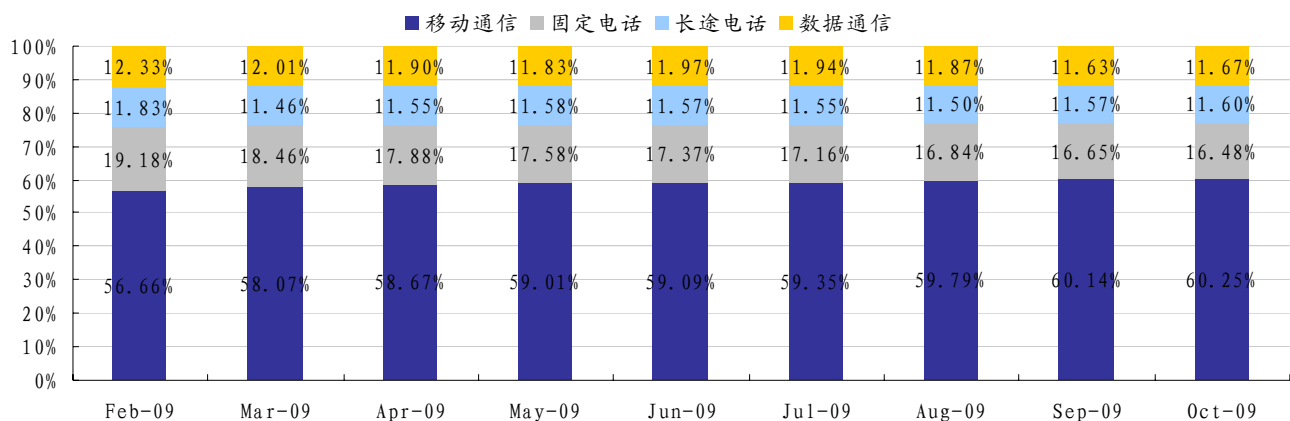
单位: 元	1995A	1996A	1997A	1998A	1999A	2000A	2001A	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A
城镇														
消费性支出	3,538	3,919	4,186	4,332	4,616	4,998	5,309	6,030	6,511	7,182	7,943	8,697	9,997	11,243
交通	83	96	111	115	137	162	176	267	297	389	500	607	759	804
通信	88	103	122	142	174	233	281	359	424	455	497	540	598	613
交通占比	2.3%	2.5%	2.7%	2.6%	3.0%	3.2%	3.3%	4.4%	4.6%	5.4%	6.3%	7.0%	7.6%	7.2%
通信占比	2.5%	2.6%	2.9%	3.3%	3.8%	4.7%	5.3%	6.0%	6.5%	6.3%	6.3%	6.2%	6.0%	5.4%
农村														
生活消费支出	1,310	1,572	1,617	1,590	1,577	1,670	1,741	1,834	1,943	2,185	2,555	2,829	3,224	3,661
交通和通讯	34	47	54	61	69	93	110	129	163	193	245	289	328	360
交通和通讯占比	2.6%	3.0%	3.3%	3.8%	4.4%	5.6%	6.3%	7.0%	8.4%	8.8%	9.6%	10.2%	10.2%	9.8%

资料来源: 东海证券研究所, 国家统计局

1.2 弱势运营商客户结构优化

移动通信收入比重稳步提升。我国电信收入以移动通信为重要支撑, 移动通信收入比重稳步提升, 截止到 10 月底移动通信收入比重已达 60.3%, 较 08 年底提高 5.1 个百分点。数据通信收入占比也略有提升, 10 月底较 08 年底提高了 1.8 个百分点。固定电话及长途电话收入比重持续下降。

图 2. 我国电信主营业务收入结构

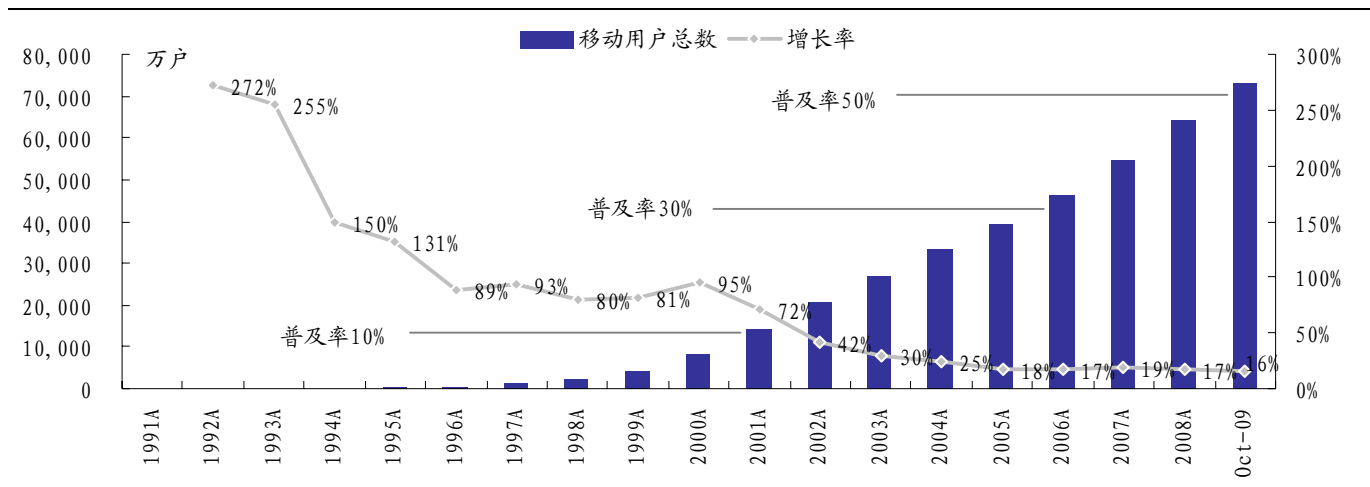


资料来源: 东海证券研究所, 工信部

移动普及率 50%, 用户增长有所放缓。截止 10 月底, 我国拥有移动电话用户 7.295 亿户 (2G+3G)。若剔除低龄及老龄人口, 我国仍有近 3.5 亿户的潜在用户。目前我国移动电话普及率达到了 54.3%, 基本与全球均值持平, 用户增长速度相对放缓, 预计普及率达到 70%后, 增速将进一步放缓。从上述数据表明, 运营收入单纯依靠用户增长的外延式扩张将无法持续, 内部收入结构的调整将成为运营商的发展重点, 而客户结构优化将成为其中的主要途径。

过去的 10 余年中国移动占据着移动通信市场的主导地位, 累计市场份额达到 74% 3G 时代中国移动标准劣势, 以及电信、联通竞争更加激烈, 中国移动市场份额下降趋势已经确立, 电信、联通则向上。

图 3. 我国移动电话增长速度



资料来源：东海证券研究所，工信部

中高端客户为重要收入来源。经过 2G 时代的积累，中国移动拥有市场中 83% 的中高端客户，中高端客户占中国移动用户总数的 10%（市场中高端用户约为 6,000 万户），却贡献着中国移动近 4 成的收入。中国电信、中国联通中高端客户比重约为 9%、5%，而电信、联通 ARPU 较低，均低于中国移动。

图 4. 中国移动中高端客户数量及收入占比

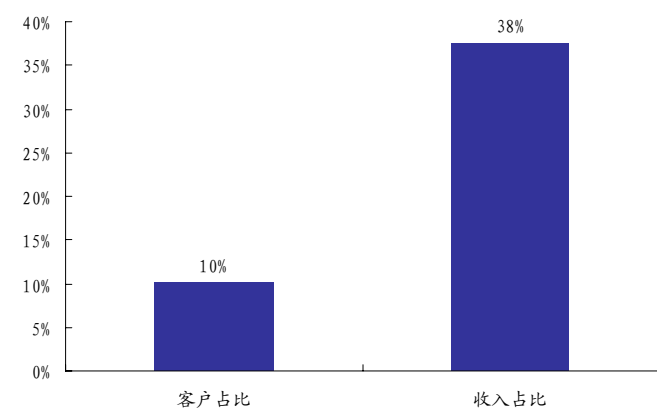
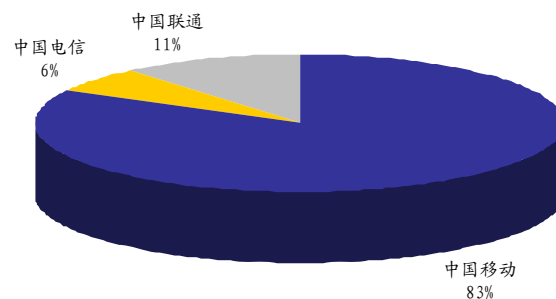


图 5. 运营商中高端客户市场份额



资料来源：东海证券研究所（注：中高端客户 ARPU > 120 元）

客户改善空间：联通 > 电信 > 移动。各项指标显示联通客户结构改善的空间最大，其次是中国电信，而对于中国移动来说，客户结构得到改善的可能性小。

① 运营商中高端客户占各自总用户比例：中国联通只有 5%，中国电信、中国移动分别为 9%、10%。

② ARPU：中国联通最低，其次为中国电信、中国移动。

③ 月净增市场份额：中国联通低至不足 10%，仅为电信的 1/3，移动的 1/5。

④ 3G 正式商用时间：中国联通 10 月商用，启动时间最晚，市场份额阶段性加速上升趋势有望确立，而中国电信 3 月中旬启动商用，中国移动为 4 月初。

图 6. 运营商 ARPU 及中高端客户比重

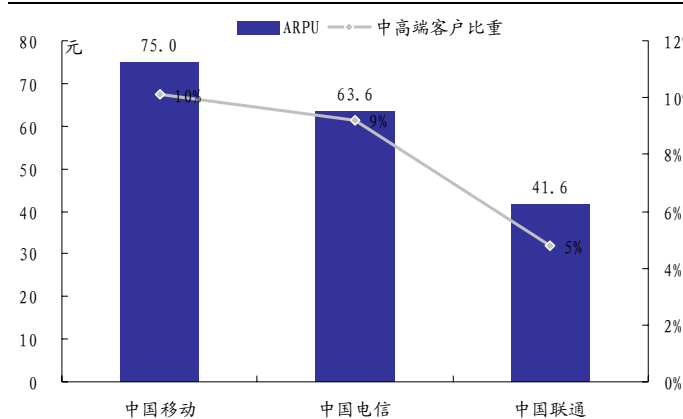
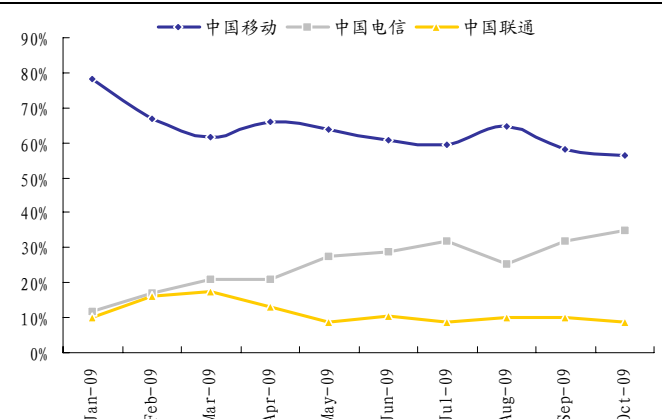


图 7. 运营商 09 年月净增市场份额

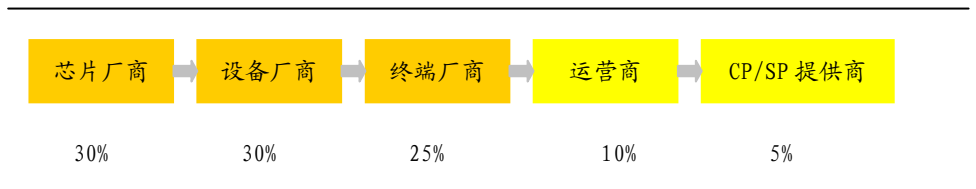


资料来源：东海证券研究所（注：中高端客户 ARPU > 120 元）

1.3 产业链设备是竞争关键

WCDMA 标准占优。电信运营商 3G 市场竞争是产业链竞争，电信运营商、CP/SP 提供商对产业的重要程度仅为 15%，芯片、设备以及终端厂商的重要程度占到 85%。从全球 3G 发展史上看，CDMA EVDO 与 WCDMA 均在 2001 年同时起步，但时至今日 WCDMA 用户数是 EVDO 用户 2.3 倍，商用的网络个数为 EVDO 的仅 3 倍。主要原因是由于高通芯片专利费用以及销售提成费用所致，导致 WCDMA 的发展历程充分证明了产业链设备的作用。

图 8. 产业链各环节的重要程度



资料来源：东海证券研究所

图 9. 三大运营商 3G 产业链对比

运营商	3G 标准	芯片厂商	设备厂商	终端厂商
中国移动	TD-SCDMA	展讯, T3G, 联发科, 联芯	大唐移动, 中兴通讯, 上海贝尔, 华为	三星, LG, 大唐, 中兴通讯
中国电信	CDMA-EVDO	高通, 威盛	阿尔卡特朗讯, 北电, 摩托罗拉, 中兴通讯, 华为	三星, LG, 摩托罗拉
中国联通	WCDMA	高通, 爱立信EMP, 意法半导体, 博通	爱立信, 诺基亚西门子, 华为, 中兴通讯	诺基亚, 索爱, 三星

资料来源：东海证券研究所

图 10. 2009 年初全球 3G 商用网络个数

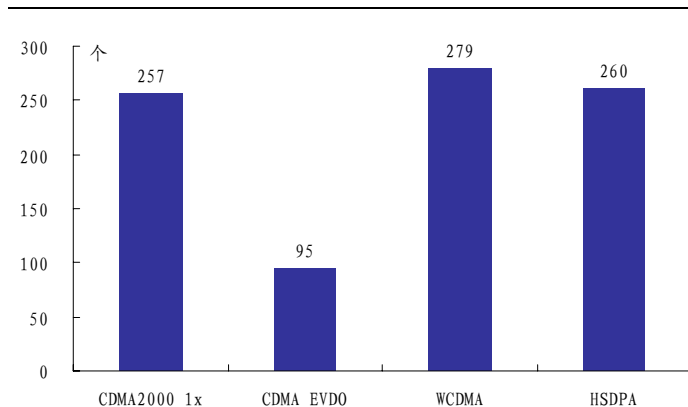
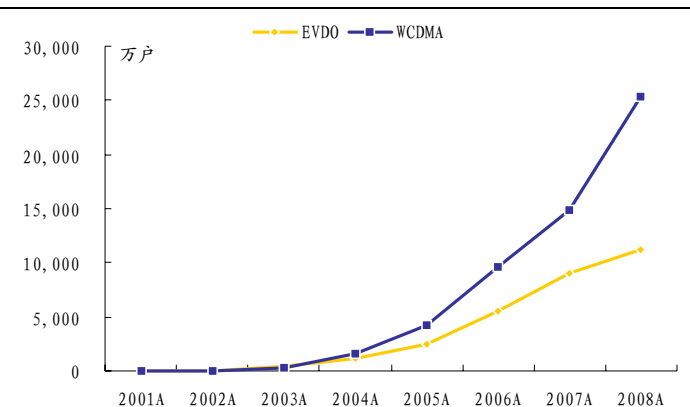


图 11. 全球 EVDO 及 WCDMA 用户数



资料来源：东海证券研究所

1.4 3G 策略建网、终端是关键

建网、终端是关键。以日本三大运营商为例，3G 运营策略主要包括 4 个方面，建网策略、终端策略、价格策略、业务策略，在竞争中，价格和业务策略效仿性强，存在趋同可能，相对比较重要的为建网和终端策略。

表 2. 日本电信运营商 3G 运营策略

日本运营商	建网策略	终端策略	价格策略	业务策略
NTT DoCoMo WCDMA	快速加大覆盖、网络优化，加强地铁、公共建筑物等室内覆盖。	不断改良，更小、更轻、待机时间更长，提供手机补贴、定制、控制终端。	打包价格；降价促销；数据包业务。	种类丰富，贴近生活，无所不在；2G 时代培养了大量多媒体客户；迎合本地市场业务。
KDDI CDMA2000 1x	9 个月完成 90% 的人口覆盖率，NTT 用了 15 个月。	停止发布新 2G 手机，3G 多种终端，不强调技术，重视服务。	分层固定费率；数据包业务。	车载、音乐手机、FM 电台、电影手机。
Vodafone KK WCDMA	覆盖情况慢于 KDDI、NTT，室内覆盖较差，用户体验认知度低。	03 年仅发布 1 款 3G，04 年发布 7 款，但引入 NOKIA 和 MOTO，接受程度有限。	固定费率。	早期未引入 2G 手机的新功能。

资料来源：东海证券研究所

①建网关注网络覆盖。年底中国移动将在 238 个城市开通 3G 业务，中国电信、中国联通开通 3G 业务的的城市超过了 300 个。运营商 3G 基站数已经达到 2G 发展十年后的水平，室外覆盖不是发展的阻碍，但室内覆盖仅为 30-40%，急需提高。

②终端关注成熟度及社会化渠道。从成熟度来讲，3G 手机中的 WCDMA 及 HSPA 终端优势更加明显，共 2,075 款，为 CDMA2000 1xEVDO 的 3.2 倍，TD-SCDMA 仅为 100 款，与 W、C 网终端款式数量差距十分明显。2G 时代，GSM 用户发展好于 CDMA 的重要成功因素之一是手机销售渠道，GSM 终端社会渠道销售比例达 80%，而 CDMA 只有 10%。3G 时代，WCDMA 终端产品丰富，社会渠道销售比例预计达 70%（如果考虑其他途径销售的 WCDMA 水货手机，社会渠道销售比例有望接近 GSM 的水平），多款式的终端将逐步进入消费者眼帘，示范效应将逐步放

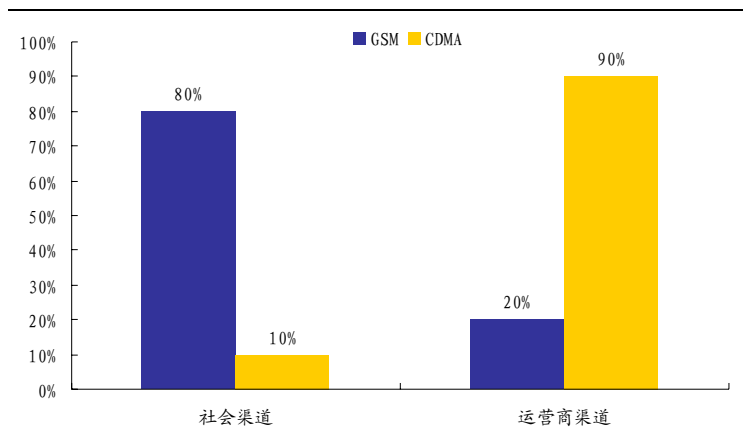
大。

表 3. 全球 2G 及 3G 手机终端种类对比

标准	2G-2.75G		3G-3.5G		
	GSM、GPRS、EDGE	CDMA及CDMA2000 1x	WCDMA及HSPA	CDMA2000 1xEVDO	TD-SCDMA
终端款式	3000多款	1441款	WCDMA 1334款 HSPA 741款	646款	约100款

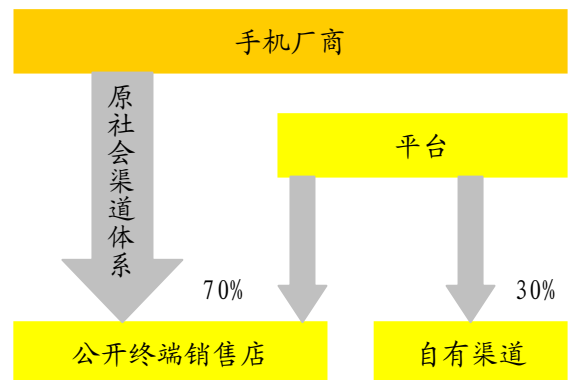
资料来源：东海证券研究所

图 12. 我国 GSM 和 CDMA 社会化销售渠道对比



资料来源：东海证券研究所

图 13. 中国联通社会化销售渠道多



1.5 3G 用户市场份额增长高峰排序：联通-电信-移动

预计 2010 年中国联通将凭借着终端完善优势取得 3G 市场 42.5% 的份额，为中国最大的 3G 运营商。随着终端种类的丰富，预计 2011 年中国电信由于终端种类的增加 3G 市场份额呈现上升趋势，3G 累计份额将达 36.2%。预计 2012 年中国移动 TD-SCDMA 终端性能的大幅提高，中国移动 3G 用户数开始呈现良好增长态势，市场份额将达 30.2%。

图 14. 我国 3G 用户数及运营商市场份额预测

单位：万户	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
移动电话用户总数	61,853	72,867	83,787	93,987	103,587	110,787	117,387	122,787
3G 渗透率	0.0%	1.6%	7.9%	23.6%	44.1%	67.5%	84.3%	95.3%
3G 总用户数	20	1,192	6,584	22,161	45,651	74,776	98,922	117,072
中国移动	20	370	1,572	5,328	13,788	28,356	42,852	53,760
中国电信	0	420	2,214	8,011	15,829	23,102	27,941	31,559
中国联通	0	402	2,797	8,821	16,033	23,317	28,129	31,753
3G 市场份额								
中国移动	100.0%	31.0%	23.9%	24.0%	30.2%	37.9%	43.3%	45.9%
中国电信	0.0%	35.2%	33.6%	36.2%	34.7%	30.9%	28.2%	27.0%
中国联通	0.0%	33.7%	42.5%	39.8%	35.1%	31.2%	28.4%	27.1%
3G 当年新增用户数	20	1,172	5,392	15,577	23,490	29,125	24,146	18,150
中国移动	20	350	1,202	3,756	8,460	14,568	14,496	10,908
中国电信	0	420	1,794	5,797	7,818	7,273	4,838	3,618
中国联通	0	402	2,395	6,024	7,212	7,284	4,812	3,624

资料来源：东海证券研究所

2. 设备及其他服务——紧握主线

国内电信资本开支维持高点。电信重组与 3G 发牌后，09 年运营商加大对资本开支力度，创下历史新高，预计开支将同比增长 30.1%，运营商移动网络覆盖率得到显著提高。2010 年运营商 2G 网络覆盖已经完善，受到 2G 投资下降的影响，预计 2010 年运营商总体资本开支同比略下降 4.1%，但其中 3G 系统设备投资仍会保持高位，传输网路、支撑系统投资也会保持平稳增长。

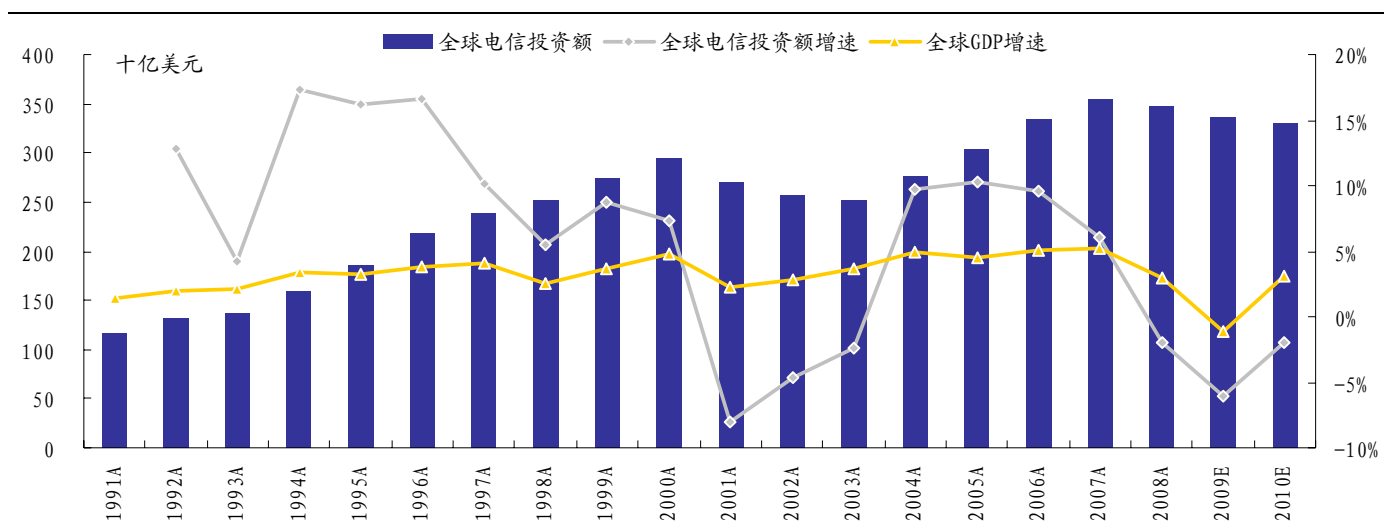
表 4. 国内电信运营商资本开支预测

百万元	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
移动网络							
GSM	43,277	48,800	62,150	78,905	114,728	97,345	79,190
CDMA	11,200	5,900	2,945	2,400	23,600	47,000	41,000
PHS (电信)	17,642	13,091	5,722	1,066	290	196	108
TD-SCDMA	-	-	-	14,200	20,000	58,800	59,000
WCDMA	-	-	-	-	-	38,700	39,000
数据网络	15,547	16,471	20,669	27,965	35,142	41,520	43,400
固网交换及接入	29,575	30,911	27,702	16,079	8,571	5,835	4,480
传输网络及基础设施	13,404	14,390	18,490	30,812	39,991	43,802	47,510
IT 支撑	11,212	11,840	11,100	14,826	16,995	18,466	21,488
其他	36,991	34,718	36,632	29,312	40,359	38,086	38,574
运营商资本开支合计	178,848	176,121	185,411	215,565	299,677	389,750	373,750
YOY		-1.5%	5.3%	16.3%	39.0%	30.1%	-4.1%

资料来源：东海证券研究所

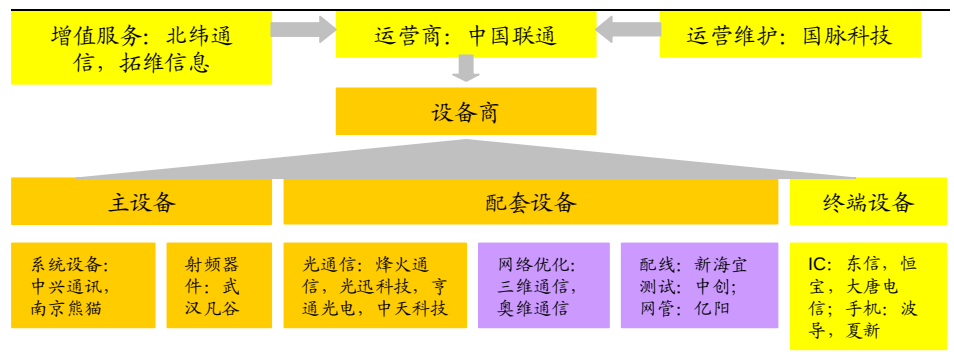
海外电信投资有望企稳。根据 Infonetics Research 的报告，2008 年起全球 CAPEX 下滑，结束 5 年的投资周期，进入了 3 年的下降周期。预计 2009 年全球 CAPEX 将下降 6%，主要原因是由于中东、非洲投资下降以及美元走弱。基于电信收入未好转的假设，预计 2010 年 CAPEX 仍略微下降，2011 年电信投资将步入新一轮增长周期，这来自于印度、中南美 3G 技术的引入以及澳大利亚、巴西、西欧、日本和北美的 LTE 布局。

图 15. 全球电信投资额及预测



资料来源：东海证券研究所，Infonetics，IMF

图 16. 电信产业链条及上市公司



资料来源: 东海证券研究所

2.1 海外复苏路程的成本优势

在海外复苏的背景下, 同时加之通信设备行业全球化趋势无法扭转, 产能将持续向新兴国家, 特别是向中国转移, 这样金融危机给国内厂商带来了发展契机: ①海外运营商更加倾向高性价比的中国设备, 依靠成本优势国内厂商有望取得突破。②全球 3G 迁移将入高峰, 重新划分“势力范围”迎来时机。

图 17. 系统设备商研发费用率及单人研发成本

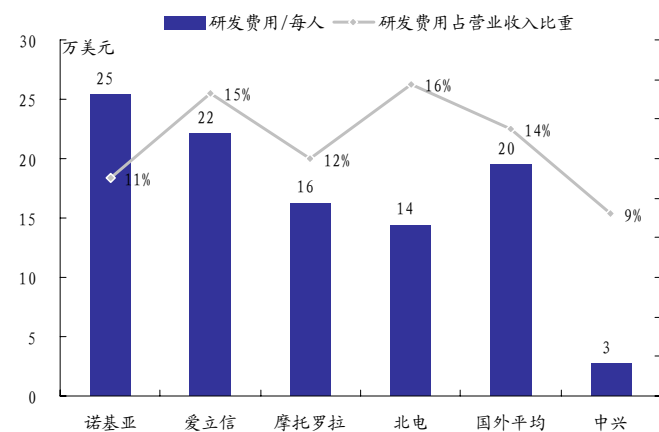
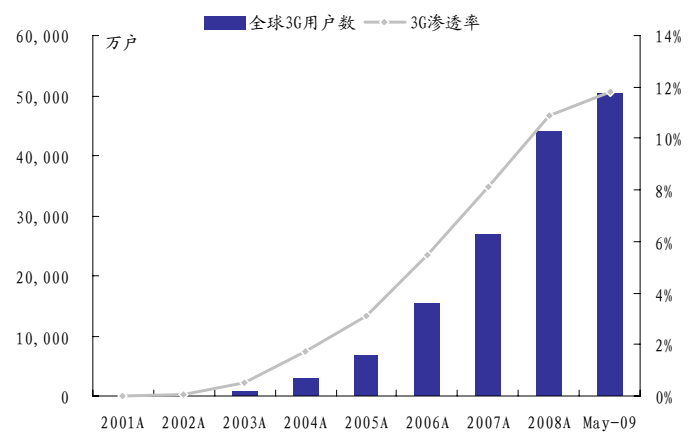


图 18. 全球 3G 渗透率稳步提高



资料来源: 东海证券研究所, 各设备商年报

国内设备商受益国内 3G 投资维持, 加之海外电信设备市场有望逐步复苏, 更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 5. 国内通信厂商海外市场依存度及客户集中度

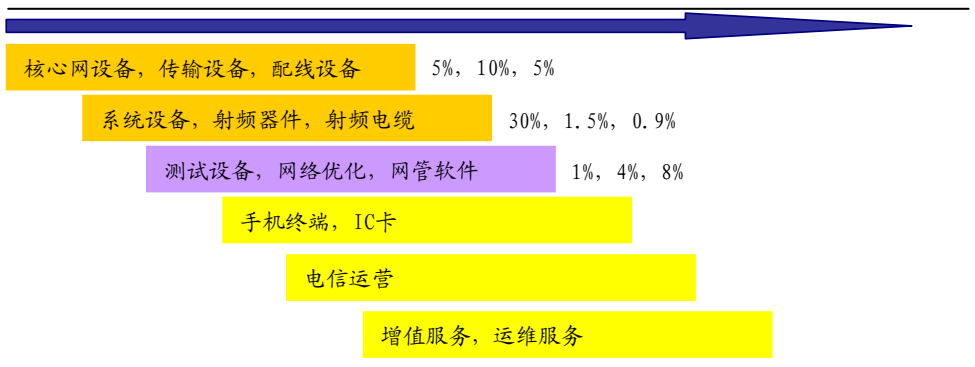
项目	中兴通讯	武汉凡谷	烽火通信	亨通光电	中天科技	光迅科技	亿阳信通	三维通信
08 年出口收入比重	60.6%	22.9%	7.3%	6.6%	8.8%	36.7%	-	4.6%
08 年前 5 名客户收入比重	17.2%	94.6%	13.0%	12.9%	8.4%	57.8%	23.8%	37.3%
09 年中期海外收入增速	0.7%	-54.5%	-29.4%	-76.5%	29.1%	-	-	-16.1%

资料来源: 东海证券研究所

2.2 投资结构发生变化

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，2010 年这些子行业的业绩有望超预期，推荐上市公司分别为亿阳信通、三维通信、中创信测。

图 19. 3G 投资受益



资料来源：东海证券研究所

2.3 后端发力

随着 3G 用户数增长，产业链后端子行业将相继受益，高速增长预期值得期待，按照受益时间序列，我们认为依次为 IC 卡、增值服务、网络维护、运营商，其中超预期程度从大到小依次为增持服务、IC 卡、网络维护、运营商，因此我们推荐 IC 卡以及增值服务行业，推荐上市公司为东信和平、恒宝股份、大唐电信、拓维信息。

图 20. 我国通信 IC 卡销售量及预测

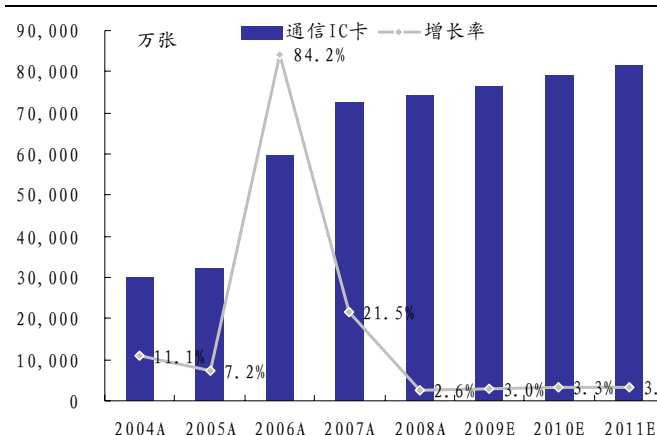
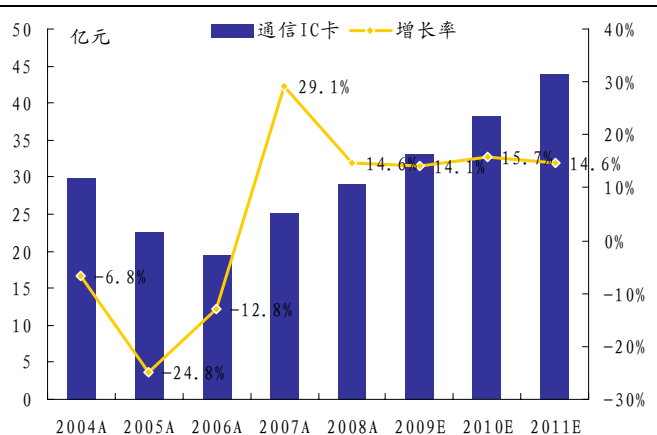
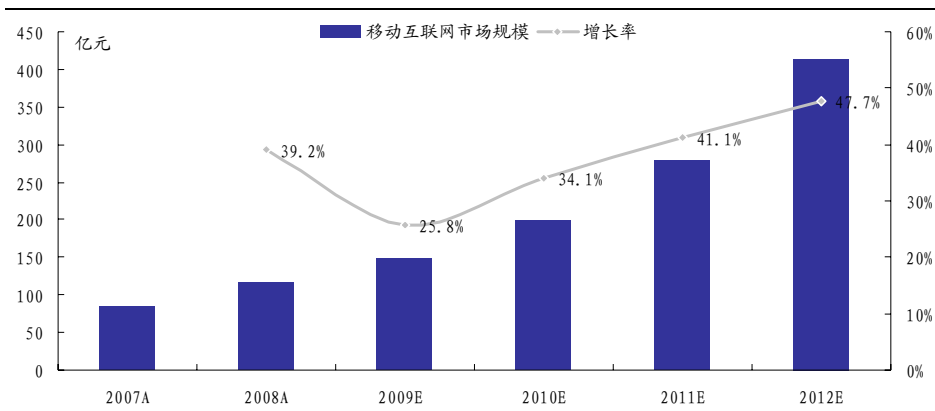


图 21. 我国通信 IC 卡销售金额及预测



资料来源：东海证券研究所

图 22. 移动互联网市场规模



资料来源：东海证券研究所

3. 2010 年细分行业展望

电信运营：中性（维持）

正面：①3G 用户呈现良好增长态势，弱势运营商用户增长加快，ARPU 有望企稳回升。②小灵通用户减少速度有望放缓。③增值业务收入保持高速增长。④宽带用户保持强劲增长。

负面：①电信运营行业竞争加剧，运营商销售支出增加。②全业务时代的来临，3G 网络铺开，运营支撑成本上升。③财务数据表现不会令人满意。

系统设备及相关：推荐（维持）

正面：①国内 3G 设备投资维持高位，“圈地”过后利润率回升。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海外市场复苏存在不确定性，有反复的可能。②研发费用的增加快于收入的增长，费用压力凸显。

光通信：中性（下调）

正面：①投资结构发生变化，光纤光缆需求大幅回落，光传输设备、光元器件需求保持平稳增长。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受电信固定资产投资影响较大，波动剧烈。

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光纤光缆产能扩张迅速，光纤光缆价格回落已是大概率事件，收入增长明显放缓，利润率水平下降。③FTTx 相关设备价格可能出现持续下滑的局面。④通胀预期，光纤光缆原材料价格上升。

网络优化：推荐（维持）

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、BBU-RRU、WiFi 等技术替代的可能。

通信卡：推荐（上调）

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，预计 10 年 2G+3G 用户增长将得到全面恢复，IC 卡采购量也将呈现良好增长态势。

②3G 卡采购比例上升，较高的毛利率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。③3G USIM 卡功能并不完善，有待进一步改进。

增值服务：推荐（维持）

正面：①行业监控有所放宽，回暖趋势较为确定。②3G 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：①09 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。

4. 重点推荐公司

中国联通 (600050): 中性 (维持)

中国联通 3G 正式商用以来, 3G 用户数保持着快速的增长速度, 累计用户突破 100 万户。凭借着 3G 终端优势, 中国联通 3G 市场份额将在 2010 年赢得巨大的成功, 预计公司将取得 42.5% 的市场份额, 成为最大的 3G 运营商。虽然财务数据无法体现, 但份额提升足以形成交易性上涨趋势。

中兴通讯 (000063): 买入 (维持)

新兴市场签单额开始恢复, 成熟市场开始逐步突破。国内 3G 设备市场中, 公司市场份额位列第一, 3G 设备投资高位保持, 公司持续受益, 同时“圈地”过后, 利润率有望回升。终端产品 70-80% 销售至海外, 高性价比保证了销量的平稳增长, 在此基础上, 2010 年国内 3G 用户开始呈现良好增长态势, 手机、数据卡销量有望再创新高。

武汉凡谷 (002194): 增持 (维持)

我国第一大射频器件厂商, 50% 收入来自华为, 华为海外突破, 凡谷将持续受益。与国际系统设备厂商合作方面, 爱立信和诺西的采购份额有望增长。产品结构调整, 数字微波产品有望在 2010 年实现大量出货。

东信和平 (002017): 增持 (上调)

公司 SIM 卡产品约占中国移动的 20%, 虽然中国移动用户市场份额受到挤压, SIM 卡并无明显恢复, 但采购结构发生变化, 具有手机支付功能的 RF-SIM 卡产品出货量大幅上升, 同时 RF-SIM 卡采购价格远高于普通 SIM 卡。08 年公司海外收入比重 50%, 09 年出现下降, 出口地区集中在新兴市场, 随着经济回暖, 海外业务有望为公司业绩提供支撑。

恒宝股份 (002104): 增持 (上调)

业务基石为银行磁条卡, 毛利率贡献率约 40%, 公司市场份额排名第二, 磁条卡每年发卡量保持平稳增长, 公司充分分享行业成长。公司 SIM 卡产品主要提供给中国联通、中国电信, 份额排名靠前, 目前中国联通、中国电信用户增长加快, SIM 卡采购量有望快速增长, 另外随着业务拓展的进行, 公司有望进入中国移动采购名单。EMV 迁移、燃油税发票是潜在增长点。

大唐电信 (600198): 增持 (上调)

经过业务重组及资产剥离, 大唐电信经营走向正轨。公司是中国移动最大的 SIM 卡提供商, 占据 20% 份额, 市场份额稳固。身份证芯片占据 1/3 的市场份额。公司积极渗透至金融领域, 开发银行 IC 卡及芯片产品, 目前已获得银联办法的 IC 卡个人化资质, 若 EMV 迁移大规模开启, 公司为最大的受益对象。另外, 公司收购的上海优思, 布局终端领域, 已经初现成效, 同时 TD 数据卡

及电子阅读器也将成为增长亮点。

拓维信息 (002261): 买入 (上调)

公司于中国移动合作关系稳固,其省份收入占比逐年提高,拓展速度较快。创新类业务手机动漫及移动 SI 均保持着高速增长,公司在动漫方面的优势显著,同时我们认为手机动漫业务更具有持续性,估值水平应回归。

三维通信 (002115): 增持 (维持)

运营商室内覆盖低,支撑成本将持续上升,而公司室内覆盖解决方案毛利率较高,是业绩重要支撑,将持续受益。一体化的产业链优势使得公司成本控制率提高,毛利率降幅下于行业平均。公司在保持中国移动市场份额的同时,积极扩大对中国电信、中国联通的销售,客户集中风险减小。

中创信测 (600485): 增持 (上调)

公司在通信测试领域占据着绝大多数市场份额,超过 50%,受制于市场空间的狭小,业绩波动幅度较大,但运营商对网络重视程度提高,测试设备将成为投入重点,公司监测系统产品有望受益。

表 6. 电信服务及通信设备板块估值水平

公司简称	代码	投资评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR 08/10年	PEG 09E	最新市净率
						08A	09E	10E	08A	09E	10E			
电信运营														
中国联通	600050.SH	中性	1,502.8	1,502.8	7.09	0.93	0.19	0.23	7.6x	37.4x	30.9x	-4.8%	NA	2.1x
平均值									7.6x	37.4x	30.9x			2.1x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	811.8	650.5	44.33	0.91	1.36	1.72	48.9x	32.6x	25.8x	36.0%	0.9x	5.5x
武汉凡谷	002194.SZ	增持	123.0	31.2	22.12	0.59	0.73	0.87	37.4x	30.5x	25.6x	28.1%	1.1x	6.5x
平均值									43.1x	31.6x	25.7x			6.0x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	121.3	54.9	27.46	0.40	0.70	0.97	69.2x	39.0x	28.2x	59.6%	0.7x	4.8x
光迅科技	002281.SZ	增持	52.8	13.2	33.00	0.48	0.64	0.80	69.5x	51.5x	41.1x	23.7%	2.2x	20.3x
亨通光电	600487.SH	中性	50.8	50.8	30.58	0.64	1.02	1.21	47.7x	30.1x	25.3x	36.1%	0.8x	4.3x
中天科技	600522.SH	中性	76.4	64.5	23.83	0.46	1.05	1.21	52.4x	22.8x	19.7x	66.5%	0.3x	5.3x
平均值									59.7x	35.9x	28.6x			8.7x
网络优化														
三维通信	002115.SZ	增持	34.6	18.1	25.80	0.42	0.62	0.80	61.2x	41.6x	32.1x	37.0%	1.1x	9.1x
奥维通信	002231.SZ	中性	20.9	5.3	19.50	0.19	0.22	0.24	104.2x	89.8x	82.9x	-10.4%	NA	5.6x
平均值									82.7x	65.7x	57.5x			7.3x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	37.3	36.8	18.77	0.21	0.25	0.37	88.6x	76.3x	50.4x	21.9%	3.5x	7.5x
恒宝股份	002104.SZ	增持	56.1	29.6	19.09	0.28	0.31	0.42	69.1x	61.0x	45.3x	26.3%	2.3x	11.5x
大唐电信	600198.SH	增持	80.2	79.9	18.28	0.10	0.13	0.33	175.8x	135.8x	55.2x	66.0%	2.1x	17.9x
平均值									78.9x	68.7x	47.9x			9.5x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	26.2	15.6	34.65	0.46	0.54	0.63	75.9x	64.4x	54.9x	14.4%	4.5x	7.0x
拓维信息	002261.SZ	买入	44.9	23.0	40.19	0.70	0.80	0.99	57.3x	50.5x	40.8x	20.3%	2.5x	7.9x
平均值									66.6x	57.5x	47.8x			7.5x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	58.3	58.3	16.57	0.21	0.53	0.71	79.1x	31.5x	23.4x	25.9%	1.2x	4.2x
中创信测	600485.SH	增持	23.6	23.6	17.27	0.42	0.54	0.68	41.6x	32.2x	25.3x	51.3%	0.6x	6.3x
国脉科技	002093.SZ	中性	48.4	36.6	18.12	0.29	0.39	0.58	62.4x	45.9x	31.1x	41.1%	1.1x	10.2x
平均值									61.0x	36.5x	26.6x			6.9x
板块均值									64.5x	50.3x	37.6x			7.7x

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 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。

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、免责条款

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