

通信行业

一个核心带动四个热点

——通信行业二季度投资策略

研究结论

- **核心：联通投资重点在时点把握。**联通显著地提高 W 网上客速度将是联通股价走出向上拐点的决定性因素。我们认为，联通很可能在 4-5 月份推出在语音市场更具进攻性的市场策略，联通投资的最佳时点即将到来。
- **热点一：预计光通信设备需求同比仍有 30% 增长。**三网合一使得运营商加速了网络光纤化改造，预计光通信市场需求同比将有 30% 的增长。看好新海宜，并关注烽火通信（未评级）、亨通光电（未评级）、光讯科技（未评级）、日海科技（未评级）。
- **热点二：移动支付将由 3.6 万亿的小额支付市场一举进入 9 万亿的全支付市场。**增值业务对运营商的业绩拉动显著，我们认为，运营商重点实施的转型业务将带来主题投资的机会。我们最看好手机支付产业链，关注拓维信息、大唐电信（未评级）、南天信息（未评级）、长电科技（未评级）。
- **热点三：网优支出仍将保持 15%-20% 的增长。**2009 年 3G 的基础设施建设已经初具规模，运营商下一步的策略将从拼“覆盖面”向“覆盖面和质量”并重的方向发展，看好三维通信，并关注网络运维服务的优质提供商国脉科技（未评级）。
- **热点四：设备业龙头带动的精密制造业。**中兴、华为由“走出去”到“走上去”的转型，对其产品品质提出了更高和近乎苛刻的要求，从而带动了其相关上游精密制造业的萌芽和发展。我们关注东山精密（未评级）、宇顺电子（未评级）和卓翼科技（未评级）。
- **风险因素：**运营商的两大支出低于预期；中国联通上客速度变化继续慢于预期；下游需求的波动导致上游精密制造业业绩波动。

与市场不同的观点：

- 联通采取积极的营销策略时点降至，上客速度将迎来向上拐点；
- 2010 年运营商的 Capex 下降是大概率事件，我们更加关注 Capex 的结构变化，从而看好光通信设备商和增值服务应用；
- 精密制造是我们的重点推荐逻辑，中兴、华为等龙头的带动作用，也许，未来的富士康也就蕴涵在这些精密制造商之中，敬请关注我们《未来的富士康在他们中诞生》系列报告。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工电子行业首席分析师

63326775

chengang@orientsec.com.cn;

执业证书编号：S0860208110155

周军

通信行业资深分析师

63325888×6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121194

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

通信

报告日期

2010 年 3 月 25 日

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EP(E)	11EPS(E)	股价	评级
中国联通	0.15	0.18	0.24	6.25	买入
新海宜	0.41	0.55	0.80	17.26	买入
三维通信	0.61	0.84	1.03	29.2	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一个核心带动四个热点	4
运营商是核心，关注四个相关产业	4
核心：运营商投资重在时点把握	5
四个热点：光通信、网优、手机支付与精密制造	7
热点一：运营商 Capex 带动的光通信设备商	7
热点二：运营商 Capex 带动的手机支付	9
热点三：运营商 Opex 带动的网优提供商	10
热点四：设备业龙头带动的精密制造业	10
投资标的	12
风险因素分析	12

图表目录

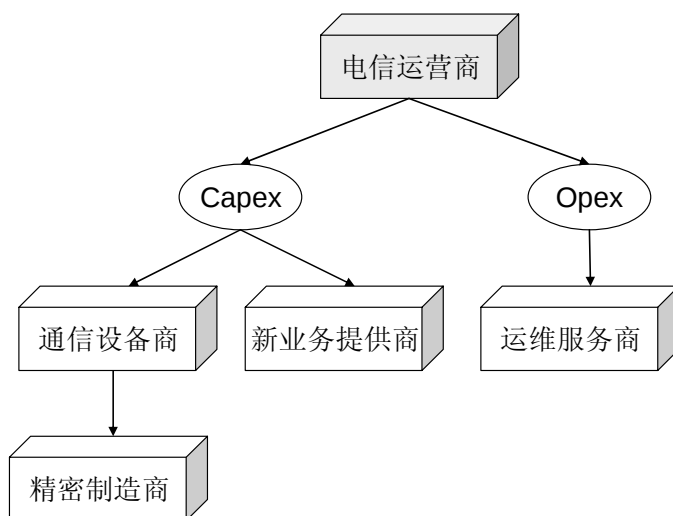
图 1：以运营商为核心，关注四大相关产业的投资机会	4
图 2：联通 W 网上客速度不尽如人意	5
图 3：积极的补贴政策刺激下，2009 年电信的新增移动用户数表现抢眼	6
图 4：中国移动 2010 年的资本开支计划将有所下降.....	7
图 5：2009 年全国光缆长度净增 22%.....	7
图 6：中国电信的资本支出中，光通信的比重大幅增加	8
图 7：中国联通的资本支出预算中，宽带和业务的比重大幅增加.....	8
图 8：增值业务对中移动业绩拉动显著	9
图 9：手机支付产业链是运营商和银行双赢的合作	9
图 10：中国电信 2009 年的网络运维指支出占比大幅提升	10
图 11：华为、中兴的海外销售占比逐年提升	11
表 1：电信的手机终端补贴在 09 年明显提升	6
表 2：精密制造的行业特点与我国的固有优势相吻合	11
表 3：投资标的	12

一个核心带动四个热点

运营商是核心，关注四个相关产业

电信运营商是通信业的核心，是上游设备商、运维服务商和下游增值业务提供商的纽带。因此，我们将以运营商为核心，考虑四大相关产业的投资机会，包括通信设备商、新业务提供商、运维服务商和精密制造商。

图 1：以运营商为核心，关注四大相关产业的投资机会



资料来源：东方证券研究所

核心：运营商（以联通为标的）的投资重在时点把握。我们认为，联通很可能在 4-5 月份推出在语音市场更具进攻性的市场策略，在具备明显终端优势的前提下，该策略将能大幅提高上客速度。因此，当我们看到联通推出更具竞争力的市场策略时，将是 10 年联通投资的最佳时点。

热点 1：运营商的资本支出 Capex 将影响设备商的投资机会。我们认为，由于三网合一，运营商加速了网络光纤化改造，预计光通信市场需求同比将有 30% 的增长。看好**新海宜**，并关注**烽火通信**、**亨通光电**、**光讯科技**、**日海通讯**。

热点 2：服务商投资需具体分析细分市场。网优市场在运营商重组后跃上了新台阶。未来三年在竞争压力下，运营商网优支出仍将保持 15-20% 的较高增长，看好**三维通信**。同时关注网络运维服务的优质提供商**国脉科技**。

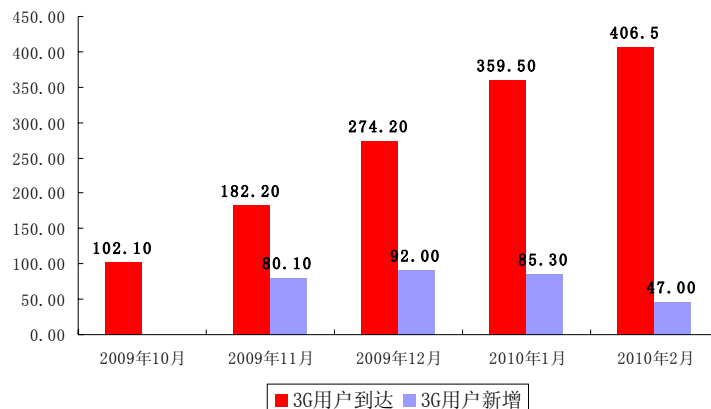
热点 3：运营商转型带来的新业务提供商的主题投资机会。手机支付、手机阅读、手机邮箱等运营商重点发展的增值业务在 10 年将随着业务推广不断受到关注，成为主题投资机会。关注手机支付产业链的**拓维信息**、**大唐电信**。

热点 4：设备商龙头产业升级带动上游精密制造业的机会。随着中兴华为闯入发达国家市场，有若干以精密机械和电子制造为特征的中兴华为合作伙伴如**卓翼科技**、**东山精密**、**宇顺电子**等，值得关注。

核心：运营商投资重在时点把握

09 年三大运营商分别获得了 3G 牌照，联通获得了资质最佳的 W 牌照，从而具备了改变市场地位的潜力。但是，到目前为止，联通 W 网的上客速度并不理想，低于市场每月 100 万的市场预期。

图 2：联通 W 网上客速度不尽如人意



资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，假设按照当前的 W 网的上客速度趋势，W 网达到规模效益的时间将大大延长，用户规模是网络经济的基础。而目前，联通仍处于基础设施的投入期，业绩表现不甚突出。因此，在目前业绩较难超预期的情况下，W 网上客速度的显著提高将是联通股价走出向上拐点的决定性因素。

判断上客速度提高的前期信号是联通 3G 市场策略的转变。联通目前的策略主要是定位在以数据业务为主的用户上，而中国通信市场的用户习惯却依然是以语音业务为主，因此，联通目前的策略不足以支撑较高的上客速度。

我们认为，联通很可能在 4-5 月份（约是联通实行 3G 试商用一年之际）推出以语音市场为主的策略。在语音市场上的进攻性将进一步彰显联通的终端优势，从而大幅提高上客速度。联通在 2009 年业绩发布时也列举了 10 年战略的第一条即是“推动 3G 跨越式发展，促使移动业务增速加快”。

与市场的观点不同，市场普遍观点是联通利用 W 网将有助于提升用户的 ARPU 值。这点我们并不否认，但是我们更加看重的是联通如何以点带面尽早达到网络的规模效应，以及如何通过积极的市场政策改变电信市场的格局，只要联通改变了市场格局，就有机会把对联通的 W 网预期变成现金。

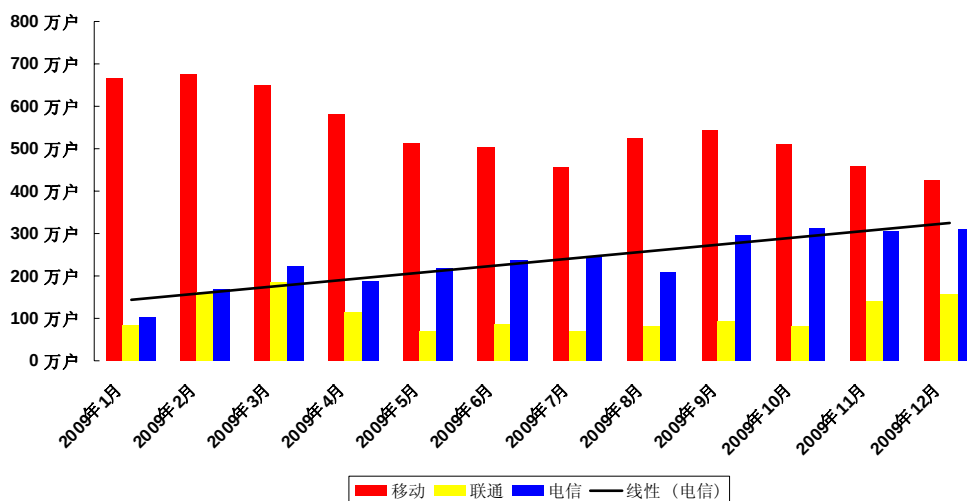
有可能有投资者会质疑市场策略的调整对上客速度的影响究竟有多大，我们认为，较为激进的终端补贴将显著提升上客量，电信的手机补贴政策就极为成功。从中国电信公布的年报可以看出，其 2009 年相对于 2008 年的销售、一般及费用上升 47.29%，主要是由于手机终端补贴由 08 年的 8.83 亿一举突破 100 亿达到了 100.7 亿，上升了 1040.43%。

表 1：电信的手机终端补贴在 09 年明显提升

项目	2008	2009	变化量
折旧及摊销	53,880	52,243	-3.04%
网络运营及支撑成本	36,096	42,903	18.86%
销售、一般及管理费用	27,501	40,507	47.29%
其中：手机终端补贴	883	10,070	1040.43%
人工成本	28,946	32,857	13.51%
其它经营费用	10,794	17,449	61.65%
物业、厂房及设备的减值损失	24,167	753	-96.88%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

而这样积极的政策也取得了极为正面，的市场效果，2009 年电信的移动新增用户数有明显提升，每月的新增用户数已经稳定地超过了联通的用户数，并积极地挤占了移动的份额。

图 3：积极的补贴政策刺激下，2009 年电信的新增移动用户数表现抢眼


资料来源：公司公告，东方证券研究所

因此，我们有理由相信，一旦联通采取了更加有竞争力的市场策略（我们认为这个时间点在 1-2 个月之内），上客速度将会有显著的提升，从而尽快达到网络的规模经济性。

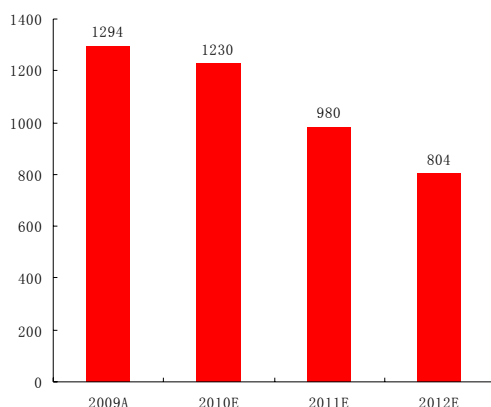
综上所述，我们的观点是：联通股价上行的催化剂是 W 网的上客速度，而上客速度的大幅提升的关键因素是联通何时提出倾向于语音业务的市场策略，我们认为 4-5 月份是一个很关键的时间结点。

四个热点：光通信、网优、手机支付与精密制造

热点一：运营商 Capex 带动的光通信设备商

运营商的资本支出 Capex 将显著地影响设备商的投资机会。我们认为，10 年运营商 Capex 低于 09 年是一个大概率事件。例如，中国移动 2010 年的资本开支计划为 1230 亿元，低于 2009 年 1294 亿元的水平。

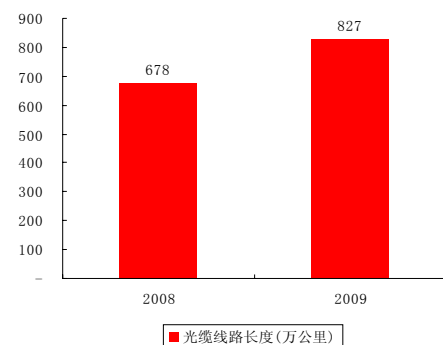
图 4：中国移动 2010 年的资本开支计划将有所下降



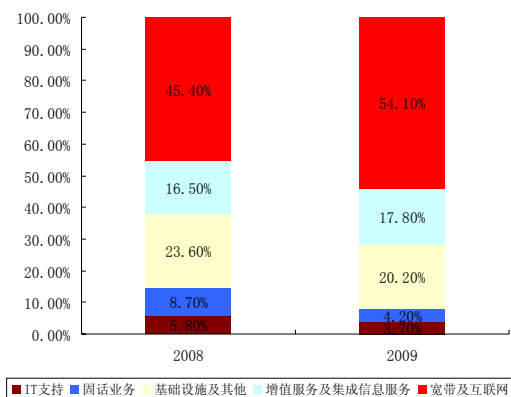
资料来源：公司公告，东方证券研究所

虽然三大运营商下调 10 年的资本开支是一个大概率事件，但是，我们认为，关注 Capex 结构的变化依然能提示我们设备商的投资机会。目前来看，随着三网合一的推进，运营商加速了网络光纤化的改造。我国 2009 年的光缆线路长度由 08 年的 678 万公里猛增 22%，达到 827 万公里。而从运营商数据来看，中国电信的资本支出中宽带及互联网的占比也由 08 年的 45.4% 增加到 54.1%。中移动也在年报中强调要“加快推进 TD+WLAN 的网络建设，提升宽带接入能力”。中国联通对 2010 年展望时也提到要“加速宽带发展，优化固网结构”，在 2010 年大幅降低 Capex 的前提下，将宽带及数据项目的资本开支由 2009 年的 16.7% 大幅度提升到 20.8%。

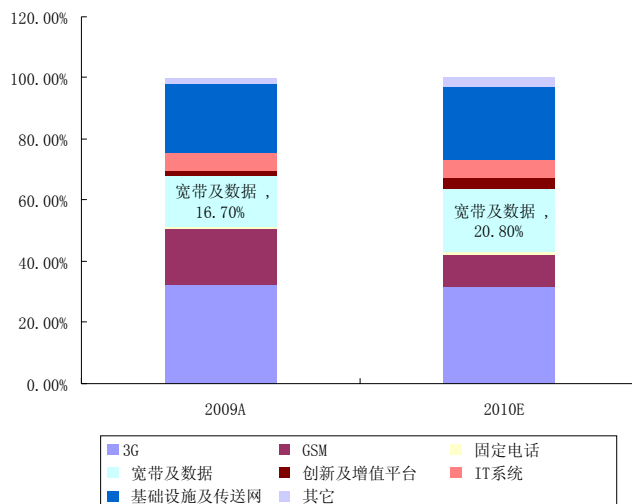
图 5：2009 年全国光缆长度净增 22%



资料来源：工信部，东方证券研究所

图 6：中国电信的资本支出中，光通信的比重大幅增加


资料来源：公司数据，东方证券研究所

图 7：中国联通的资本支出预算中，宽带和业务的比重大幅增加


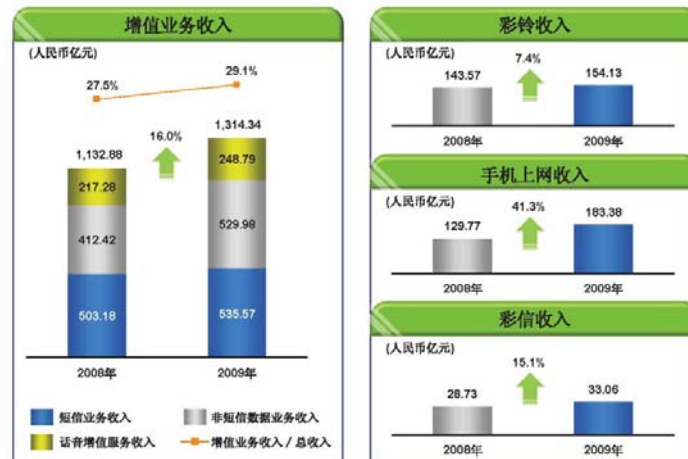
资料来源：公司数据，东方证券研究所

我们认为，由于三网合一对于基础设施改造的拉动，2010 年将延续这一趋势，在运营商 Capex 趋紧的情况下，光通信设备商将一枝独秀。预计光通信市场需求同比将有 30% 的增长。看好**新海宜**，并关注**烽火通信**、**亨通光电**、**光讯科技**、**日海科技**。

热点二：运营商 Capex 带动的手机支付

增值业务对运营商的业绩拉动显著,我们认为,运营商重点实施的转型业务将带来主题投资的机会。手机支付、手机阅读、手机邮箱等运营商重点发展的增值业务在 10 年将随着业务推广不断受到关注,成为主题投资机会。

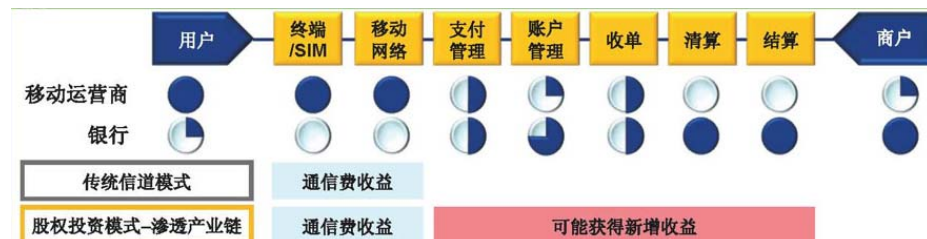
图 8：增值业务对中移动业绩拉动显著



资料来源：公司数据，东方证券研究所

我们尤其看好手机支付产业的爆发式发展。手机支付业务是下一代移动互联网的杀手级应用，与浦发合作后，移动将可以由 3.6 万亿的小额支付市场一举进入 9 万亿的全支付市场，市场规模扩大两倍，从而带动中国手机支付市场的整体发展。随着卡越来越多，整合、便利的“一卡通”形式将在群卡纷争中胜出。例如，现在出门的话，手机、钥匙和钱包三样缺一不可，但是随着手机功能的丰富，钥匙的身份识别功能、钱包的支付功能都将可以由手机所取代，由手机作为一个整合的应用胜出的可能性最大。

图 9：手机支付产业链是运营商和银行双赢的合作



资料来源：公司网站，东方证券研究所

在所有的电信增值业务中，我们最为看好手机支付产业，认为这将是一个产业链上的系统性机会，重点关注：拓维信息、大唐电信、南天信息、长电科技。

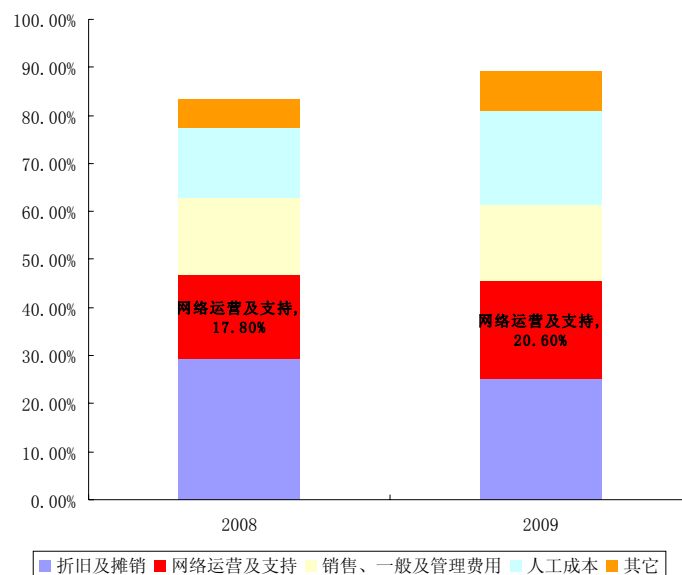
热点三：运营商 Opex 带动的网优提供商

电信运维服务商的投资需要服务需具体分析细分市场，我们最为看好的是网络优化服务提供商。我们认为，网优市场在运营商重组后跃上了新台阶。未来三年在竞争压力下，运营商网优支出仍将保持 15-20% 的较高增长，看好**三维通信**，并关注网络运维服务的优质提供商**国脉科技**。

中国移动在其业绩发布会上指出，在 2009 年，其网络覆盖的二、三期工程如期完成，成功覆盖 238 个城市，2010 年的目标是“年底前要覆盖所有地级市、县级市和东部发达县城数据热点区域，网络质量进一步提升”。

中电信 2009 年的网络运维支出占总运营成本的比例由 08 年的 17.8% 提升到 20.6%，我们预计中国电信在 2010 年继续加大对网络运维尤其是网优方面的支出。

图 10：中国电信 2009 年的网络运维指支出占比大幅提升

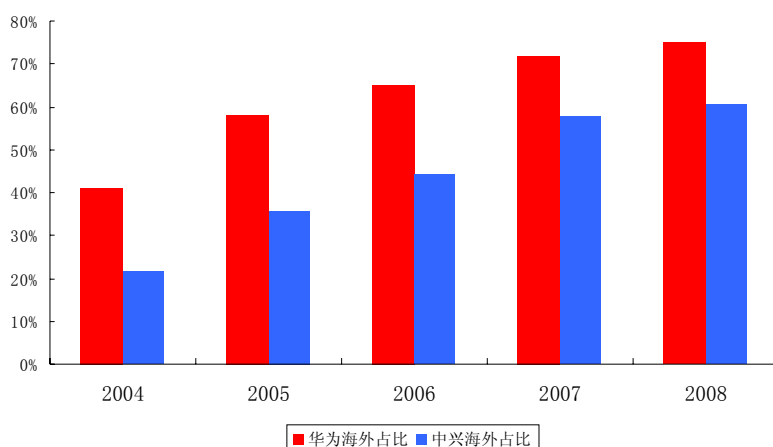


资料来源：公司公告，东方证券研究所

综上所述，我们认为，2009 年 3G 的基础设施建设已经初具规模，运营商下一步的策略将从拼“覆盖面”向“覆盖面和质量”并重的方向发展，通过网络优化为用户提供更好的体验，从而带动一批网络优化公司的发展，尤其是 3G 网优技术领先的企业，看好**三维通信**，并关注网络运维服务的优质提供商**国脉科技**。

热点四：设备业龙头带动的精密制造业

华为、中兴等通信设备龙头企业的国际化战略升级，将带动上游精密制造业协同发展。作为中国企业国际化的成功代表，中兴和华为等龙头企业的国际化战略已经从“走出去”阶段发展到了以进入发达国家市场为标志的“走上去”阶段。该阶段对中兴、华为的产品品质提出了更高和近乎苛刻的要求，从而带动了其相关上游精密制造业的萌芽和发展。我们关注**东山精密**、**宇顺电子**和**卓翼科技**。

图 11：华为、中兴的海外销售占比逐年提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

发展以精密制造为代表的先进制造业是我国制造强国之路的起步。中国已经是无可争议的制造业大国，“中国制造”的品牌已深入人心。中国政府在鼓励产业走向“中国研发”转型之路的同时，也不放弃鼓励制造业向先进制造业的升级和发展，制造强国在相当长一段时间内将是我国产业政策的现实方向。从产业来看，由于华为、中兴的相对优势的国际地位，我国通过发展精密制造业实现制造强国的战略，通信行业将是一个非常理想的突破口。

表 2：精密制造的行业特点与我国的固有优势相吻合

精密制造的特点	我国的固有优势
柔性化制造，产品品种多、批次多、批量小	更加贴近客户，了解客户的具体需求
产品制造中服务比重更高	成本优势，包括原材料成本和人力资源成本； 成本控制优势
与下游行业景气度密切相关	需求旺盛使得供应商之间直接竞争压力小； 我国制造业分工细化，客户群体增加
提高资源利用率，有效节约社会资源	国家政策的导向和鼓励

资料来源：东方证券研究所

目前的 A 股市场上，我们关注的是东山精密和卓翼科技，其特征非常鲜明：

1. 成长性极佳，我们预计，卓翼科技和东山精密 2010 年的增长率都在 60%以上；
2. 盈利能力较高，毛利率都在 15%以上，对于成本变化的承受能力较强；

- 3、 所处行业为通信制造业上游，与华为、中兴等龙头企业关系较为紧密，能够分享华为、中兴“走出去、走上去”发展的收益。

投资标的

我们认为，二季度以运营商为核心的通信产业链存在四大热点，我们重申整个行业的看好评级，并建议投资者关注如下投资标的：

表 3：投资标的

股票 代码	简称	EPS(元/股)			PE(倍)			评级	变动
		2009	2010	2011	2009	2010	2011		
600050	中国联通	0.15	0.18	0.24	41.67	34.72	26.04	买入	维持
600498	烽火通信							(未评级)	
002281	光迅科技							(未评级)	
002089	新海宜	0.41	0.55	0.80	42.27	31.22	21.48	买入	维持
002115	三维通信	0.61	0.84	1.03	47.56	34.71	28.48	买入	维持
002093	国脉科技							(未评级)	
002384	东山精密							(未评级)	
002289	宇顺电子							(未评级)	

资料来源：东方证券研究所

风险因素分析

- 1、 运营商 3G 和宽带建设进程较慢导致 Capex 和 Opex 支出低于预期；
- 2、 中国联通上客速度的变化继续慢于预期；
- 3、 下游需求的波动导致上游精密制造业业绩波动。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn