

通信行业

3G 用户增长驱动下的投资机会选择

——2010 年二季度投资策略

本报告导读：

- 3G 用户市场发展是行业增长的新驱动力
- 关注低估值且确定性成长的优势企业

投资要点：

- **电信收入增速回升，移动通信较快增长。**09 年电信主营业务收入 8424.3 亿元，同比增长 3.9%，2010 年 1 月份，电信主营业务收入完成 669.7 亿元，同比增长 5%，增速逐步上升。电信收入构成中，移动通信保持快速增长。2009 年，移动通信收入和数据通信收入在电信收入占比中分别上升为 60.4% 和 11.8%。
- **3G 用户市场发展是行业增长的新驱动力。**目前，国内 3G 用户市场处于导入期，09 年底 3G 用户渗透率约为 1.81% 左右，10 年 2 月份渗透率升至 2.3% 左右。从运营商的 3G 发展战略看，10 年将是国内 3G 用户市场快速增长的一年，未来 3~5 年亦是 3G 渗透率快速提升的时期。3G 用户市场的发展将是行业增长的新驱动力。
- **3G 数据业务增长带来网优覆盖及测试服务行业机会。**随着 3G 用户及数据业务增加，运营商对网络质量的关注度逐步提升。网络室内覆盖、优化测试分析系统以及网优服务需求将上升。
- **3G 推动手机支付产业链发展。**手机支付成为运营商确定推动的业务，将给手机支付产业链带来机会。该产业链的参与企业包括 RF-SIM 芯片设计制造商、模块封装企业、智能卡制造商、POS 机供应商、手机支付平台提供商和支付安全软件提供商等一系列企业。
- **行业估值。**从动态估值看，重点公司 10 年动态 PE36.7 倍，11 年动态 PE29.3 倍，基本处于合理区间。申万通信设备行业对申万 A 股的 PE 溢价率为 121%，高于历史均值 84% 的水平约一个标准差，延续 09 年下半年以来较高的溢价率水平。
- **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，电信网络运维商国脉科技，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，手机支付产业链的拓维信息和东信和平。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，新股重点关注受益于飞信用户快速增长驱动的神州泰岳，网优系统测试及服务提供商世纪鼎利，通信接配线商日海通讯。

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

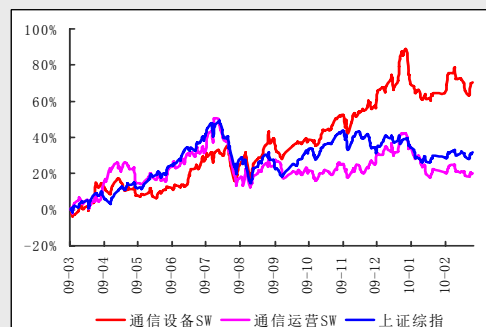
(维持)

通信运营业
通信设备及服务业

中性
强于大市

行业表现

2010.03.19



通信设备	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.7	24.9	72.2
相对表现 (%)	2.1	21.3	34.3

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	推荐	1.35	1.84	2.34
国脉科技	推荐	0.35	0.51	0.72
新海宜	推荐	0.38	0.53	0.72
烽火通信	推荐	0.64	0.86	1.12
亨通光电	推荐	1.10	1.47	1.81
拓维信息	推荐	0.78	1.05	1.41

资料来源：爱建证券研究部

万阳松

行业研究员

执业证书编号

S0820210010026

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

《上半年看设备商，下半年看运营商——2010 年通信行业投资策略》

2009.12.11

内容目录

一、3G市场发展是行业增长的新驱动力	4
■ 电信收入增速回升，移动通信较快增长	4
■ 3G市场发展是行业增长的新驱动力	5
■ 3G用户市场发展：中电信领先，中移动落后	6
■ 联通和电信用户结构改善提升盈利能力	7
二、3G用户增长驱动下的投资机会	9
■ 3G数据业务增长带来网优覆盖及测试服务行业机会	9
■ 3G移动宽带化及FTTx带来接入网增长机会	10
■ 3G推动手机支付产业链发展	11
■ 3G用户增长驱动的投资机会选择	12
三、行业估值水平比较分析	13
■ 绝对估值分析	13
■ 相对估值分析	14
■ 子行业及个股估值水平	15
四、重点公司推荐	16
■ 中兴通讯	16
■ 亨通光电	17
■ 武汉凡谷	18

图表目录

图表 1: Jan-10 国内电信收入增速 5%，缓慢回升中	4
图表 2: 09A电信业务收入构成比例	4
图表 3: 国内 3G累计用户渗透率升至 2.12%	5
图表 4: 国内 3G用户及其渗透率预测	5
图表 5: 目前 3G月新增用户渗透率约为 25~28%	6
图表 6: 3G累计用户市场份额，中电信领先	6
图表 7: 3G月新增用户市场份额，电信领先而移动落后	7
图表 8: 月新增 3G用户占公司月新增用户比例	7
图表 9: 3G累计用户占公司总用户比例	8
图表 10: 2010-2013 年 3G用户市场份额预测	8
图表 11: 国内网优覆盖市场规模及增速	9
图表 12: 国内移动通信网络优化测试分析系统市场规模	10

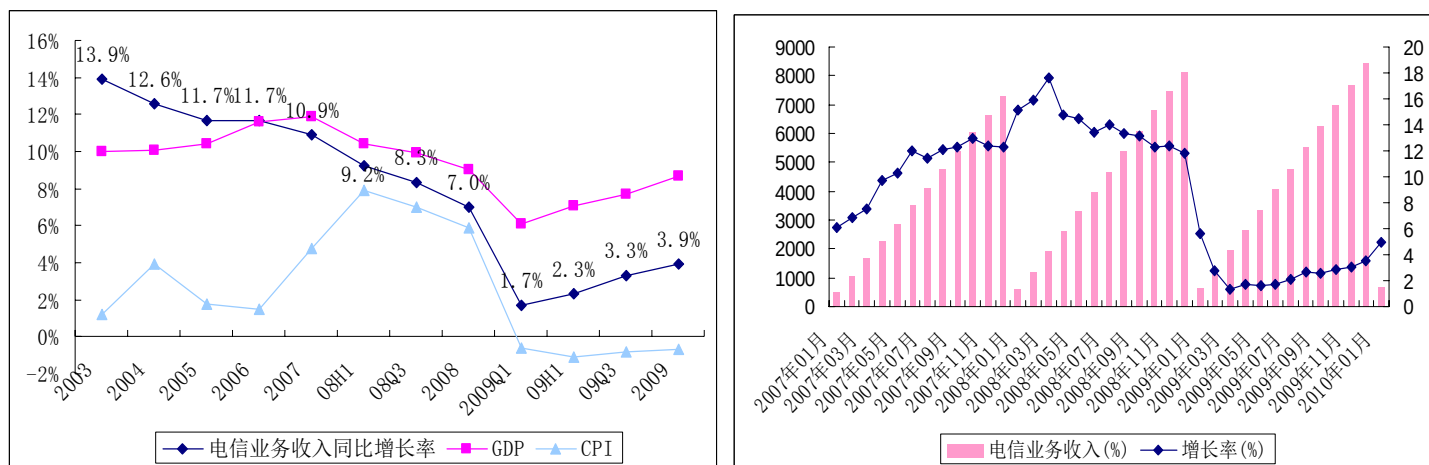
图表 13: 国内移动通信网络优化服务市场规模.....	10
图表 14: 国内通信网络光纤光缆连接行业快速增长.....	11
图表 15: 手机支付产业链及相关公司.....	11
图表 16: 通信卡市场发卡量增长	12
图表 17: 通信设备行业绝对估值PE (TTM) 水平.....	13
图表 18: 通信设备行业绝对估值PB水平.....	14
图表 19: 通信行业估值水平与A股估值溢价率比较.....	15
图表 20: 中小板PE与全部A股PE溢价率比较.....	15
图表 21: 公司历史股价与PE-Band图.....	17
图表 22: 公司历史股价与PE-Band图.....	18
图表 23: 公司历史股价与PE-Band图.....	19
图表 24: 重点上市公司 (PE, PB) 估值水平及通信行业均值.....	20
图表 25: 年初至今通信行业上市公司涨跌幅比较.....	20

一、3G 市场发展是行业增长的新驱动力

■ 电信收入增速回升，移动通信较快增长

- 按工信部统计，09年电信主营业务收入8424.3亿元，同比增长3.9%，2010年1月份，电信主营业务收入完成669.7亿元，同比增长5%，增速逐步上升。
- 电信重组后，国内电信运营行业增长速度阶段性放缓，Jan-10电信收入增速5%继续低于国内GDP增速，CPI由负转正，10年通胀预期逐步上升，国内经济企稳回升态势逐步确立。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。

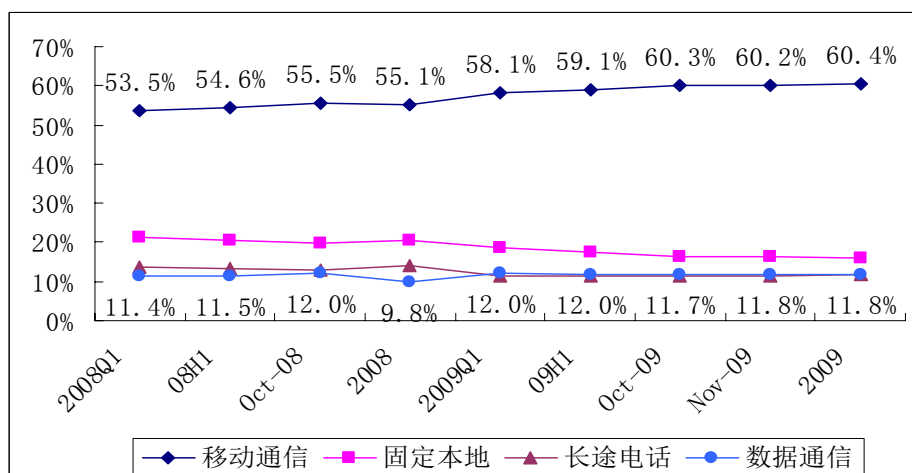
图表 1：Jan-10 国内电信收入增速 5%，缓慢回升中



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，移动通信收入和数据通信收入在电信收入占比中分别上升为60.4%和11.8%。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减少，在电信主营业务收入总收入中所占的比重下降至11.66%和16.11%。

图表 2：09A 电信业务收入构成比例



来源：爱建证券研究部整理

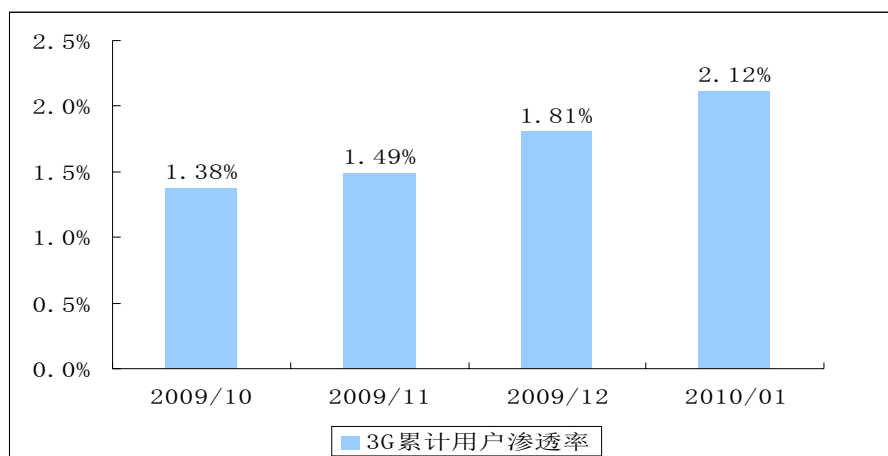
- 2010年1月，移动通信收入累计完成440.3亿元，比上年同期增长10.0%，在

电信主营业务收入中所占的比重从上年同期的62.79%上升到65.74%;固定通信收入累计完成229.4亿元,比上年同期下降3.3%,在电信主营业务收入中所占的比重从上年同期的37.21%下降到34.26%

■ 3G 市场发展是行业增长的新驱动力

● 09年下半年开始,国内三大运营商已经都全面3G放号,截至09年底,国内3G用户数约为1300万户以上。目前,国内3G用户市场处于导入期,09年底3G用户渗透率约为1.81%左右,10年1月份渗透率升至2.12%左右。从运营商的3G发展战略看,10年将是国内3G用户市场快速增长的一年,未来3~5年亦是3G渗透率快速提升的时期。3G用户市场的发展将是行业增长的新驱动力。

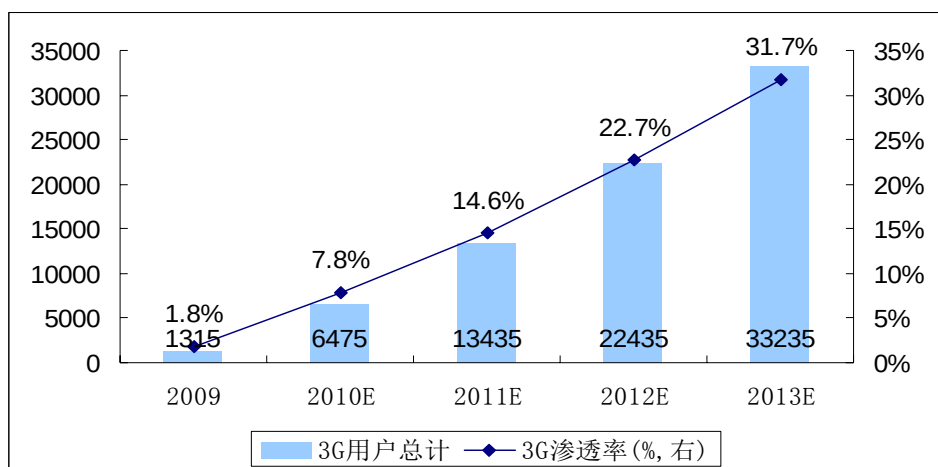
图表 3: 国内 3G 累计用户渗透率升至 2.12%



来源: 爱建证券研究部整理

● 根据我们的预测,预计10年国内3G用户接近6500万户左右(三大运营商10年3G用户发展目标指引约为8000万户左右),渗透率达到7.8%以上。未来3年渗透率逐步升至14.6%、22.7%和31.7%,3G用户数大约为1.35亿、2.25亿和3.3亿户左右。

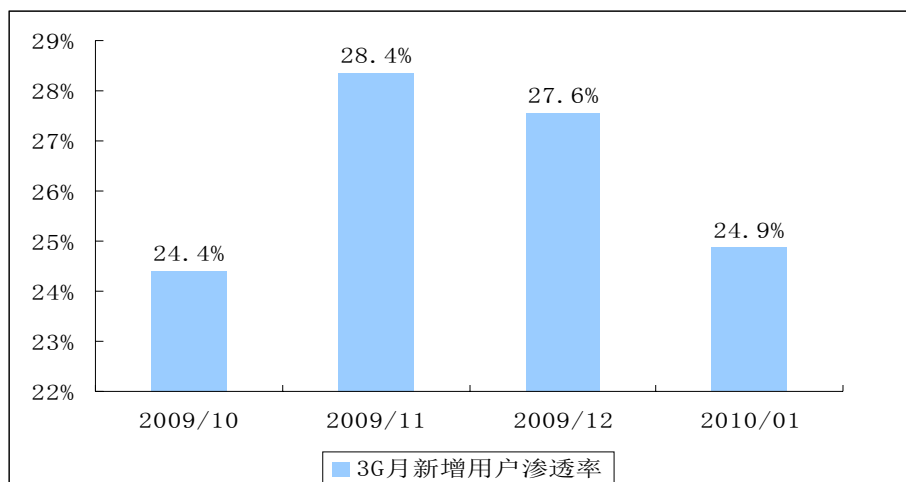
图表 4: 国内 3G 用户及其渗透率预测



来源: 爱建证券研究部整理

- 从国内目前3G用户发展进度看，月新增3G用户约为230万户~260万户之间，占国内市场月新增移动用户总数（大约900万户~1000万户之间）的比例约为25~28%左右。随着3G市场的发展，终端和增值服务的丰富，该渗透率将保持趋升的态势。

图表 5：目前 3G 月新增用户渗透率约为 25~28%

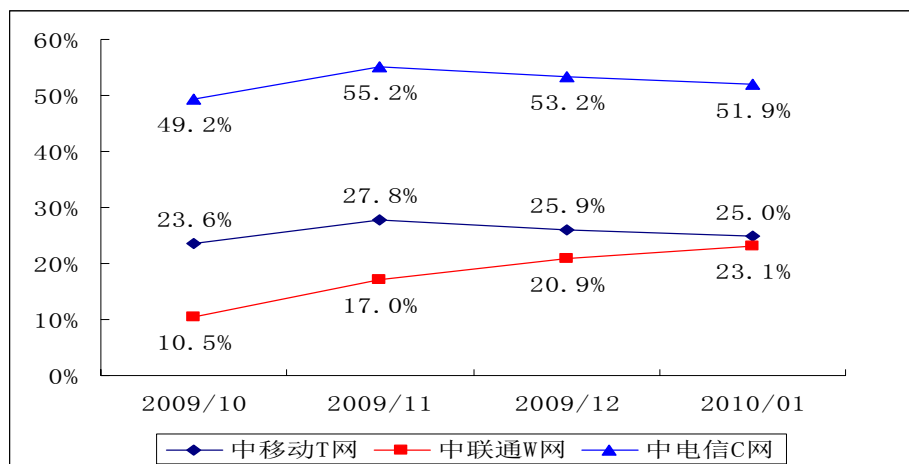


来源：爱建证券研究部整理

■ 3G 用户市场发展：中电信领先，中移动落后

- 三大电信运营商中，除中电信外，中移动和中联通都公布其每月新增的3G用户数据。其中，中移动推广3G用户时间最长，中联通最短。截至Jan-10，中移动T网3G用户约为389.8万户，中联通W网3G用户为359.5万户，中电信C网3G用户约为810万户（我们的估算值）。从3G累计用户市场份额看，10年1月份中电信3G用户渗透率约为51.9%，中移动为25%，中联通为23.1%。中电信3G网络建设体现出先发优势，份额领先，中联通因发展3G用户时间较晚，3G用户份额略低于中移动。如果中移动终端发展和新用户发展无新突破，则3G市场份额将落后于中联通。

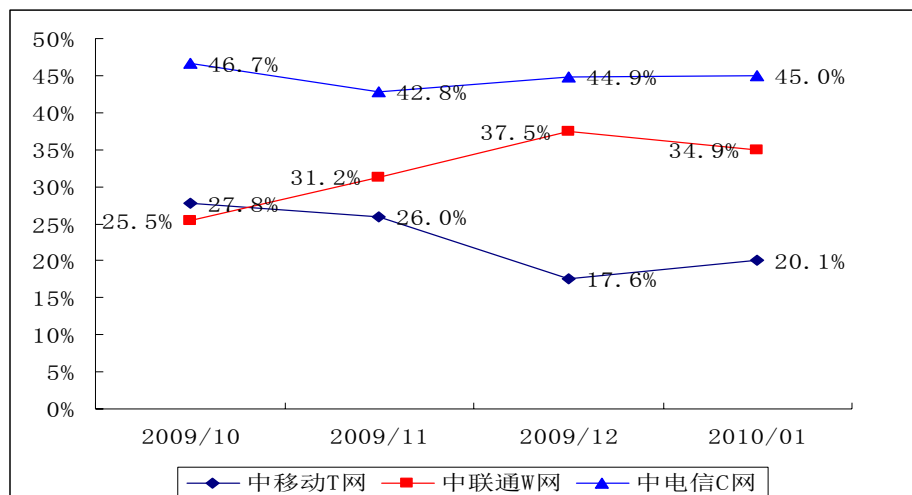
图表 6：3G 累计用户市场份额，中电信领先



来源：爱建证券研究部整理

● 从月度3G用户发展情况看，中电信领先，而中移动仍落后。从09年4季度到10年1月份，中移动每月新增用户平均56.1万户，中国联通为79.4万户，而中电信预计超过110万户。目前，3G用户市场月新增用户的市场份额中，中电信约为45%、中国联通约为35%，而中移动约为20%左右。从3G月新增用户市场份额看，电信领先而移动落后，这一趋势短期料难改善。

图表 7：3G 月新增用户市场份额，电信领先而移动落后

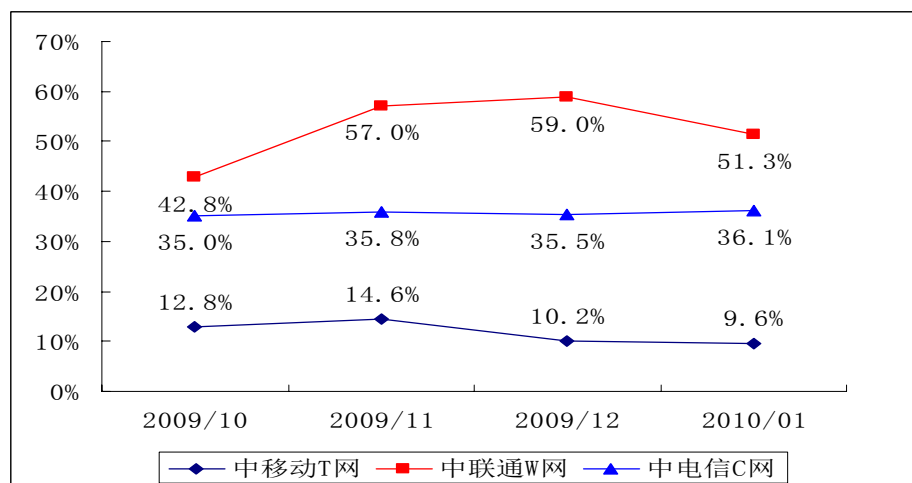


来源：爱建证券研究部整理

■ 联通和电信用户结构改善提升盈利能力

● 3G用户的ARPU值较2G用户要高，因此3G用户的快速发展有助于改善运营商的用户结构，从而改善公司的盈利结构。从过去4个月的运营商数据看，中国联通月新增3G用户占公司月新增用户的比例在50%以上，中电信为35%左右（未公布数据，为预测值），中移动约10%左右。从用户结构的变化情况看，联通和电信用户结构发展比较均衡，有助于改善公司未来盈利结构。

图表 8：月新增 3G 用户占公司月新增用户比例

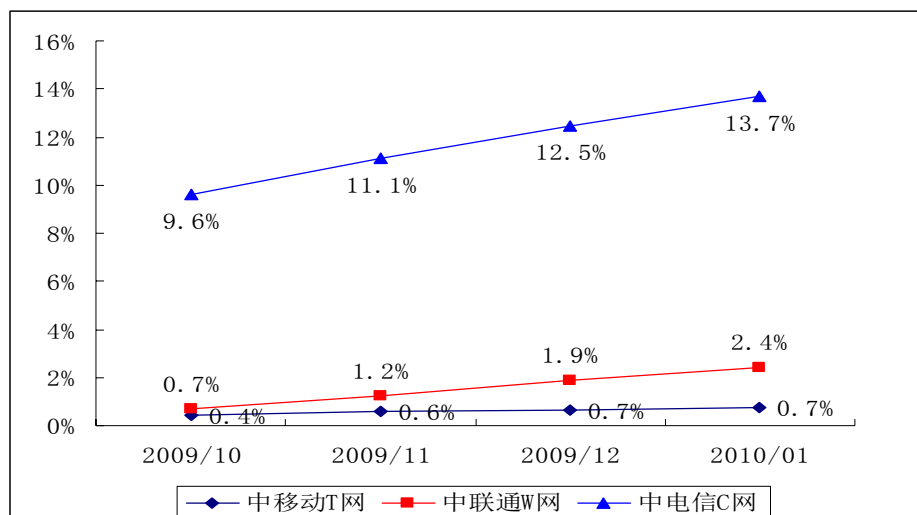


来源：爱建证券研究部整理

● 从三大运营商各自的3G累计用户数占公司总用户比例看，中电信因低基数

使得该比例较高，上升较快，从09年四季度初的9.6%升至10年1月份的13.7%。中国联通的3G用户比例从同期的0.7%升至2.4%，中移动相对缓慢，该比例从0.4%升至0.7%左右。这表明电信和联通的用户结构改善快于中移动，将推动其盈利结构改善相对领先。

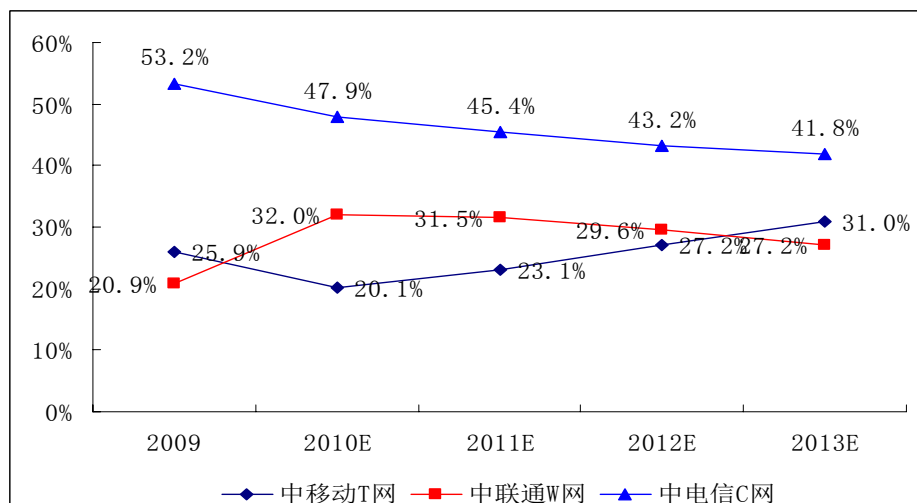
图表 9：3G 累计用户占公司总用户比例



来源：爱建证券研究部整理

● 根据我们的预测，受益于丰富和功能强大的智能终端，高速的3G网络以及产业链的完善，10年联通在3G用户市场的份额有望保持较快上升，预计从09年的20.9%升至10年的32%，届时3G用户占公司总用户的12%左右。

图表 10：2010-2013 年 3G 用户市场份额预测



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。因此维持前期观点，10年下半年

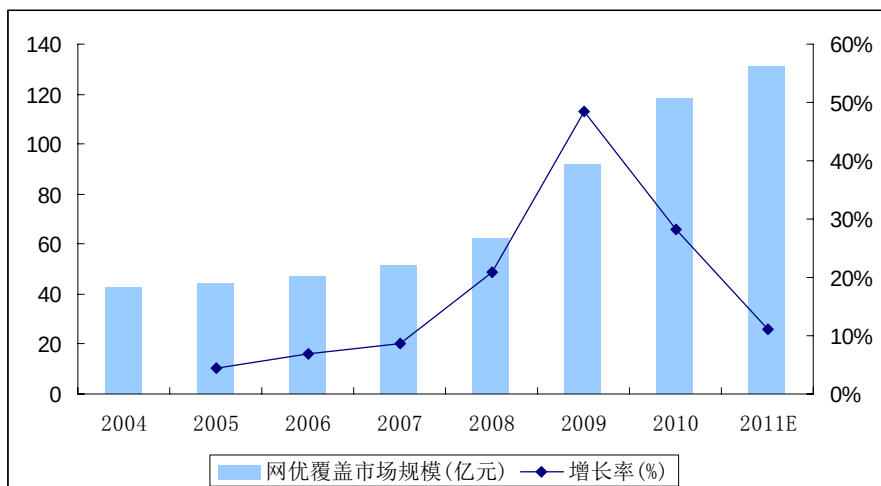
是逐步布局运营商联通的时机。从目前联通A股的估值及年内较低的涨幅看，当前股价已逐步具有吸引力，中长线投资者可逢低逐步介入，等待联通3G用户快速增长——这将是联通未来股价表现的催化剂。

二、3G 用户增长驱动下的投资机会

■ 3G 数据业务增长带来网优覆盖及测试服务行业机会

- 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。重点关注网优覆盖行业份额较高且进行产业链延伸的三维通信。

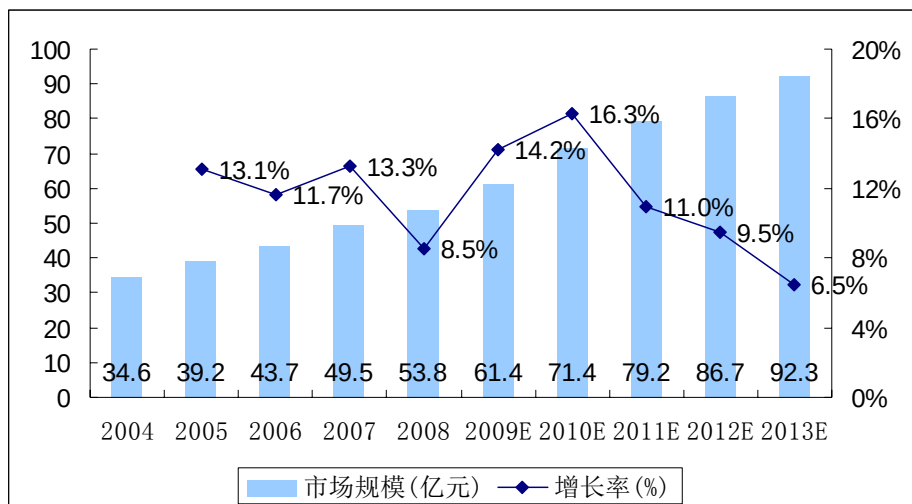
图表 11：国内网优覆盖市场规模及增速



来源：爱建证券研究部整理

- 随着3G用户增加，运营商对网络质量的关注度逐步提升，网络优化测试分析系统的采购也逐年递增，网优服务需求上升。根据CCID预测，未来几年国内移动网优市场仍将较快成长，预计2010年移动网优测试分析系统规模为71.4亿元，增长率为16.3%，而移动网优服务市场规模为136.1亿元，同比增长33.2%左右。

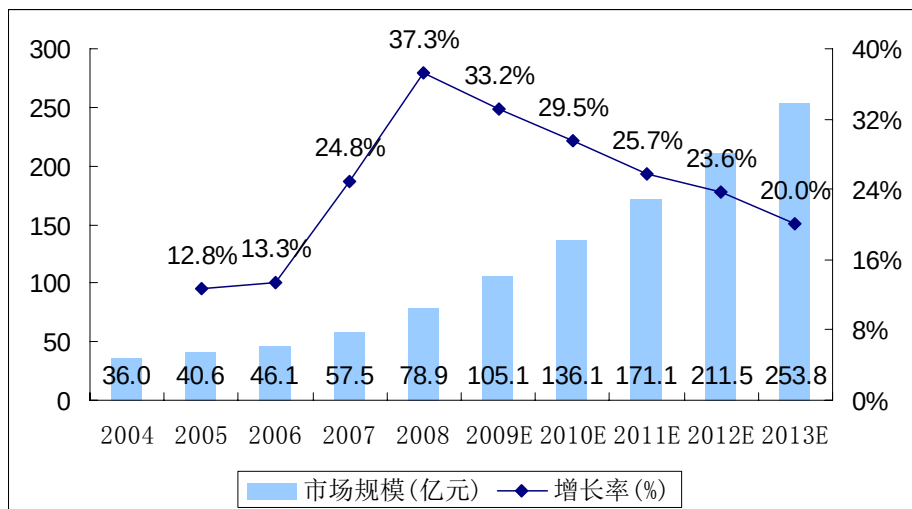
图表 12：国内移动通信网络优化测试分析系统市场规模



来源：CCID，爱建证券研究部整理

● 另外，未来3-5年中，移动网优服务市场增速预计在24%左右，移动网优测试分析系统的市场增长速度约10%左右，移动网优服务市场的成长性和成长空间更大，预计2013年移动网优服务市场规模将达到253亿元左右，高于移动网优测试分析系统的92亿元左右的市场规模。重点关注快速成长的网优测试分析系统和服务供应商世纪鼎利，适当关注华星创业。

图表 13：国内移动通信网络优化服务市场规模



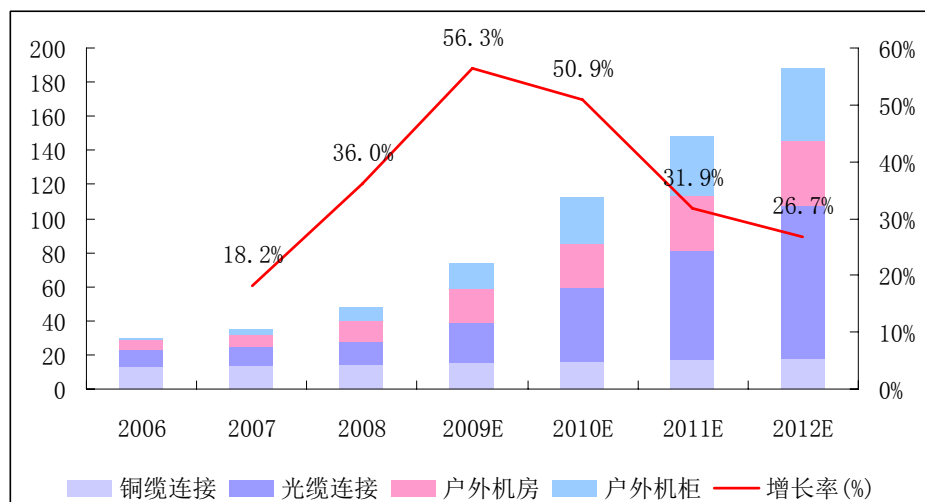
来源：CCID，爱建证券研究部整理

■ 3G 移动宽带化及 FTTx 带来接入网增长机会

● 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。

- 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，光网络的建设和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。建议重点关注新海宜，适当关注新股日海通讯、光讯科技。

图表 14：国内通信网络光纤光缆连接行业快速增长

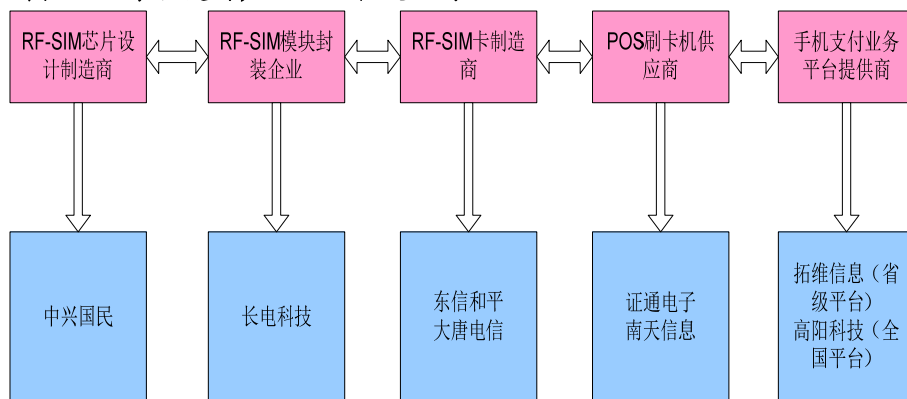


来源：爱建证券研究部整理

■ 3G 推动手机支付产业链发展

- 中移动入股浦发银行以推动移动电子商务业务发展，手机支付成为运营商确定推动的业务，将给手机支付产业链带来机会。该产业链的参与企业包括RF-SIM芯片设计制造商、模块封装企业、智能卡制造商、POS机供应商、手机支付平台提供商和支付安全软件提供商等一系列企业。其中，通信类公司中重点关注的是支付平台提供商拓维信息、智能卡制造商东信和平。

图表 15：手机支付产业链及相关公司

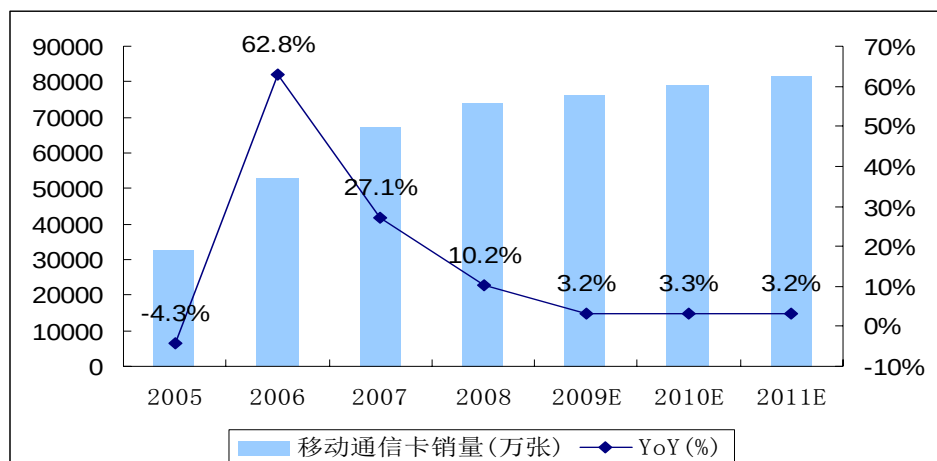


来源：爱建证券研究部

- **RF-SIM卡的市场空间。**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。目前，国内移动通信用户约为7.56亿户，规模巨大。从通信卡销量看，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。如果手机支付业务渗透率不断提高，RF-SIM卡对传统SIM的替代将不断推进，RF-SIM卡供应商市场空间将逐步打开。

图表 16: 通信卡市场发卡量增长



来源：爱建证券研究部

■ 3G 用户增长驱动的投资机会选择

- 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：三维通信、奥维通信，世纪鼎利，华星创业，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，联信永益，天源迪科；（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。
- 10年是国内3G用户规模发展的时期，这也是行业中确定性较大的事件和趋势。从二季度开始，我们重点关注3G用户规模增长驱动下，哪些子行业 and 个股将受益，并发现其中的投资机会。
- 重点关注产业链时序中后端的网优覆盖公司三维通信，世纪鼎利，运营支撑和管理公司神州泰岳。受手机支付推动，关注智能卡公司东信和平、大唐电信和手机支付平台提供商拓维信息。
- 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。
- 另外，关注具备估值优势的光纤光缆公司亨通光电，光配线的新海宜、日海通讯。

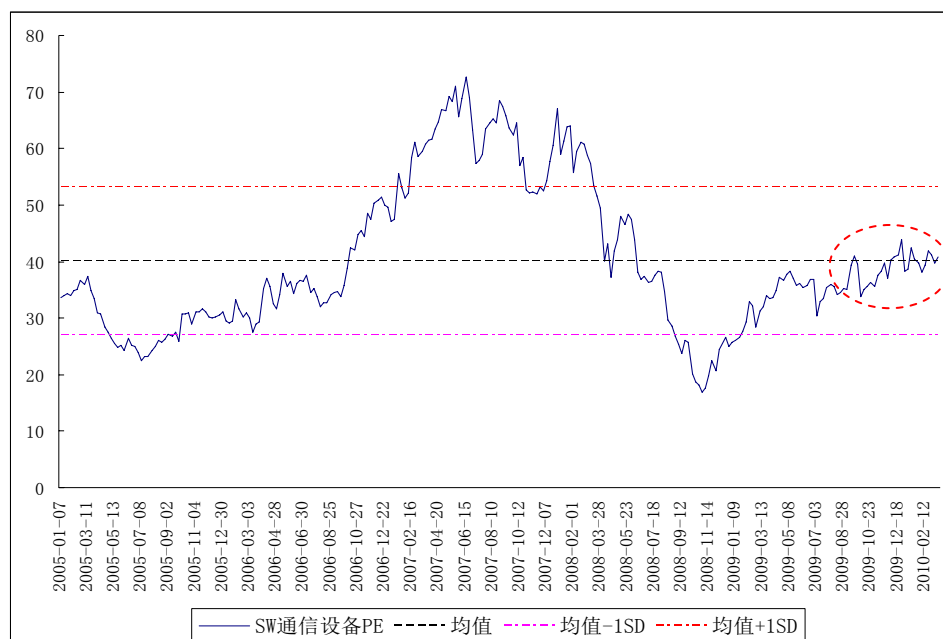
三、行业估值水平比较分析

■ 绝对估值分析

● 申万通信设备行业绝对估值水平：按照申万通信设备行业的静态估值来看，当前PE52.9倍，过去5年行业平均PE50.1倍，当前静态估值略高于历史均值；按照TTM数据计算的静态估值来看，当前PE40.7倍，PB5.7倍，过去5年行业平均PE40.1倍，平均PB4.0倍，该静态PE估值水平与历史均值相当，处于合理水平。目前，按TTM计算，整个A股市场PE25倍、PB4.4倍左右（过去5年全部A股平均PE24.3倍，平均PB4.6倍）

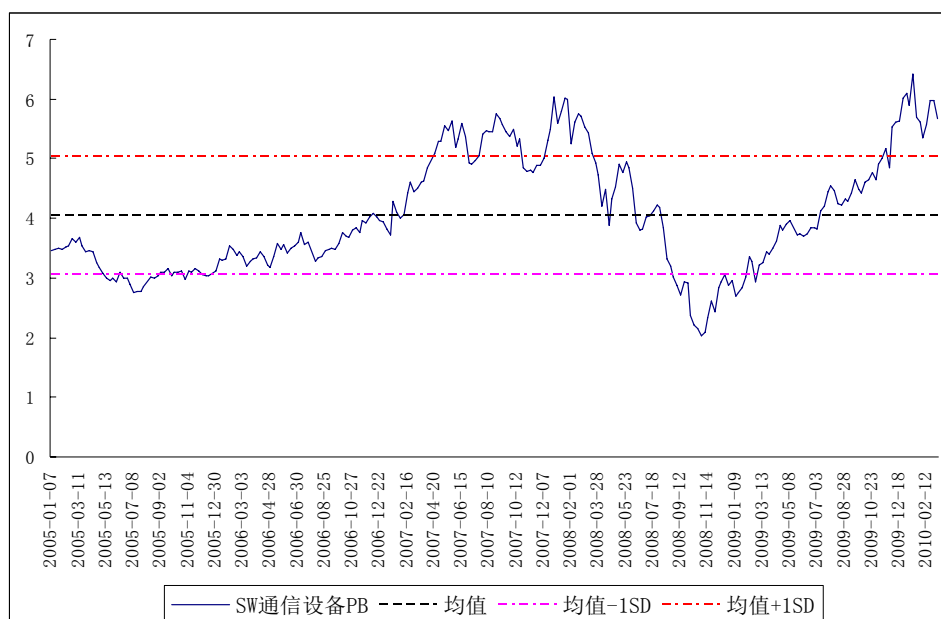
● 从动态估值看，我们统计的A股通信设备行业10年动态PE达到40.1倍、11年动态PE为31倍（包含上市新股在内）；剔除上市新股后，重点公司10年动态PE为36.7倍、11年动态PE为29.3倍，绝对估值水平已进入合理区间，10年动态估值水平并没有突出的估值优势，行业估值水平的进一步提升将更多来自市场估值水平整体提升或行业整体业绩超预期增长。

图表 17：通信设备行业绝对估值 PE (TTM) 水平



来源：爱建证券研究部整理

图表 18: 通信设备行业绝对估值 PB 水平



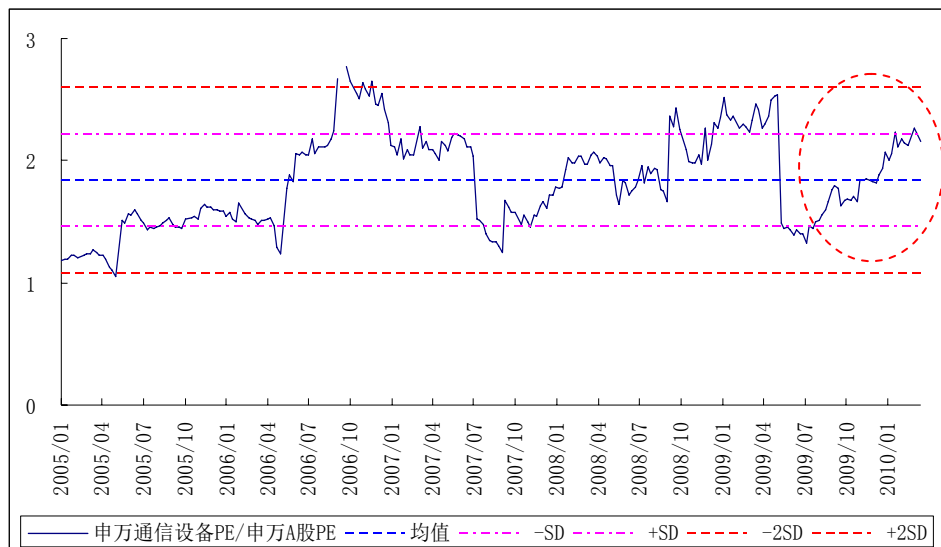
来源：爱建证券研究部整理

● 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。但是，目前行业PB水平超越其均值一个标准差以上，中长期看这一趋势难以持续。

■ 相对估值分析

● 按照申万通信设备行业的静态估值来看，申万通信设备行业对申万A股的PE溢价率为121%，高于历史均值84%的水平约一个标准差，延续09年下半年以来较高的溢价率水平。我们认为，09年底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，10年上半年通信设备及服务行业仍可能保持较高的溢价率水平。但中长期看，相对溢价率水平下降的概率逐步加大，并适当注意风险。

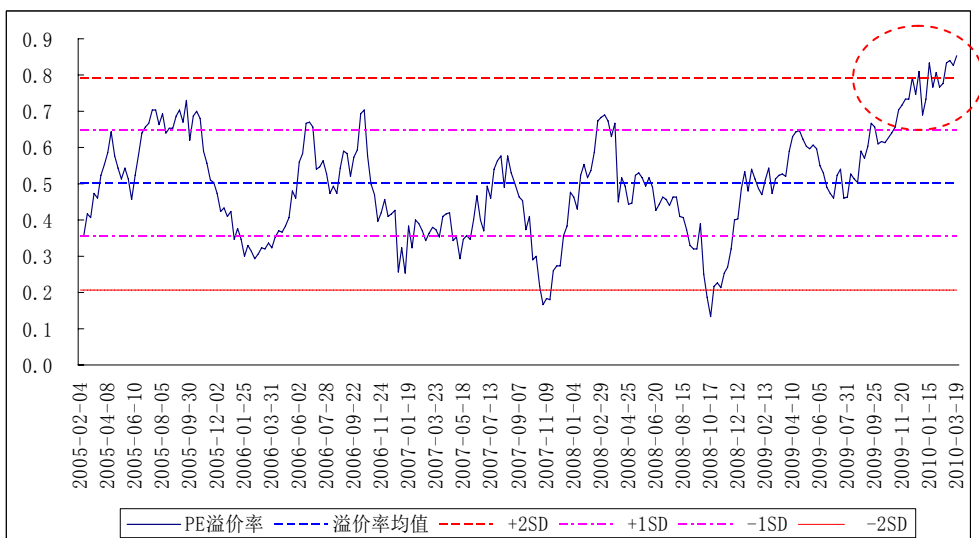
图表 19: 通信行业估值水平与 A 股估值溢价率比较



来源: 爱建证券研究部整理

● 另外, 通信行业大多数公司属于中小盘股。从目前的中小板PE与全部A股PE (TTM值) 溢价率的比较看, 该溢价率达到历史最高水平, 为85.4%, 而历史均值为50%, 标准差为15%。因此, 中小板PE水平与全部A股PE水平比较已经偏离超过2个标准差, 从中长期看这一溢价率是难以维持的。通信行业高估值个股的PE水平同样面临这一压力, 需注意下行风险。

图表 20: 中小板 PE 与全部 A 股 PE 溢价率比较



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, 光纤光缆企业中天科技和亨通光电估值水平低于PE22倍, PE水平低于行业均值的包括主设备商中兴通讯, 基站射频器件商武汉凡谷, 网优厂商三维通信, 光通信设备上烽火通信, 电信运营商

中国联通、测试商中创信测、配线商新海宜。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、凡谷及东信和平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，增值服务商拓维信息、智能卡公司恒宝股份、网管企业亿阳信通、网络运维商国脉科技。而东信和平、北纬通信估值水平较高。
- 上市新股中，我们中长线重点关注的公司有光讯科技、日海通讯、神州泰岳、世纪鼎利等优势企业，这些新股短期估值较高，在估值压力消化后可重点关注。适当关注联信永益、天源迪科、键桥通讯、华星创业等电信行业信息化企业和专网通信企业。

四、重点公司推荐

■ 中兴通讯

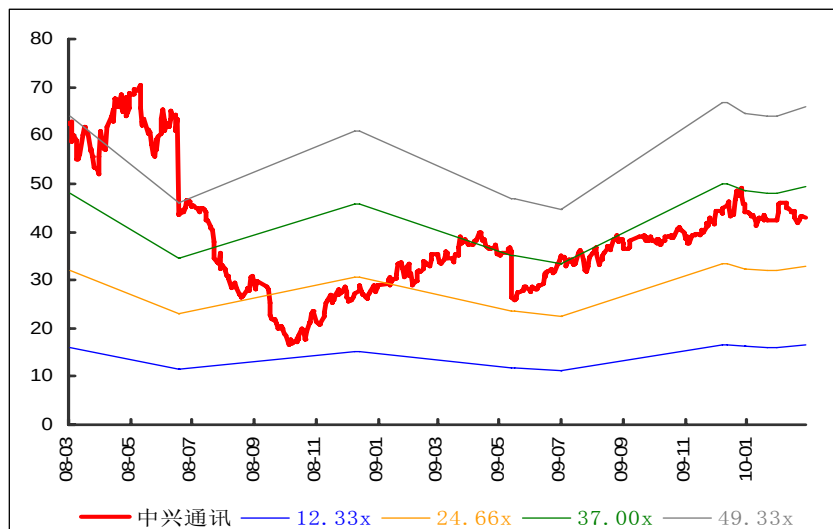
受运营商投资拉动，业绩成长确定性较高。重组后三大运营商08Q4开始加大投资力度，09年累计电信投资增长26.1%。公司在国内电信设备市场综合实力居前，在中移动T网、中电信C网和中联通W网目前份额大37.5%、30%和21%左右，份额和实力相对均衡稳健。随着电信投资收入的逐渐确认，09年业绩确定性成长可期待，或超预期，10年保持较快增长。

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，09年华为份额18%，中兴通讯超过6%。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投资高峰期，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，2010年~2011年EPS为1.84元和2.34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 21：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10年~11年EPS为1.47元、1.81元左右。给予公司“推荐”评级。

图表 22：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年后期开始有望为其供货，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。

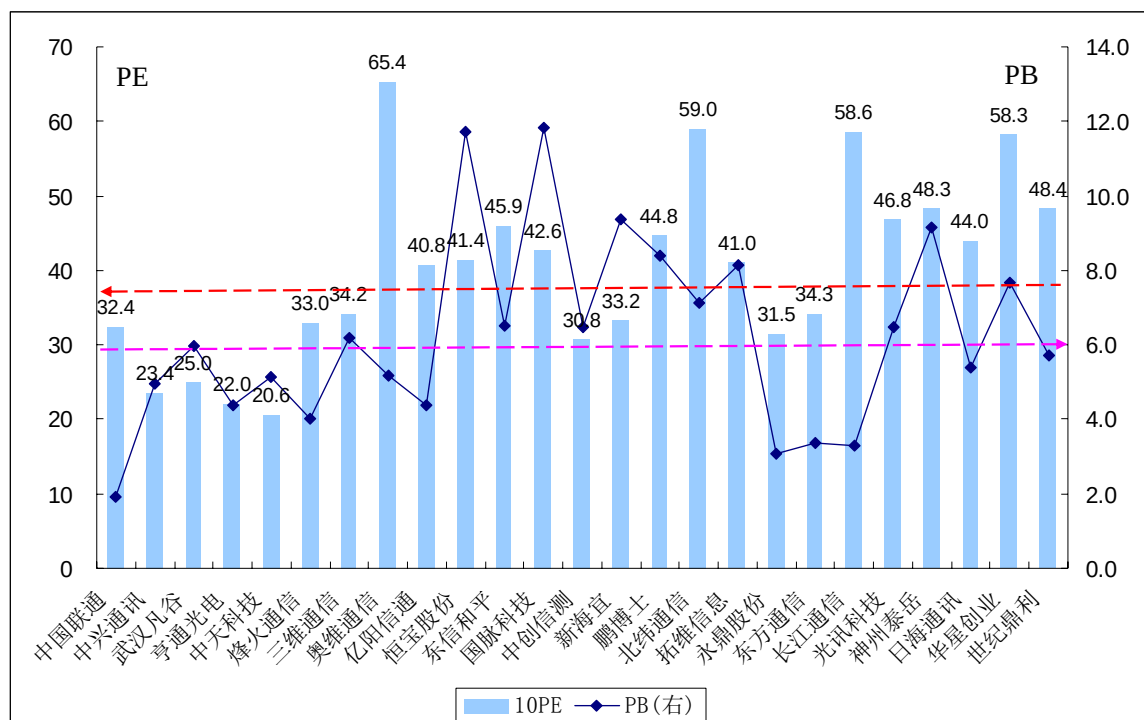
估值与投资建议。目前公司业绩增长的保障主要来自国内业务。我们认为，国内运营商未来两年在基站建设、基站扩容方面将保持平稳增长，国际市场亦将逐步回升，保证公司综合毛利率平稳在28.5%左右，公司09-11年业绩复合增长能保持在25%-30%以上，预计10-11年EPS为0.8元，1.0元，对应估值低于行业平均水平。考虑到公司业绩稳健成长和低估值，给予“推荐”评级。

图表 23：公司历史股价与 PE-Band 图



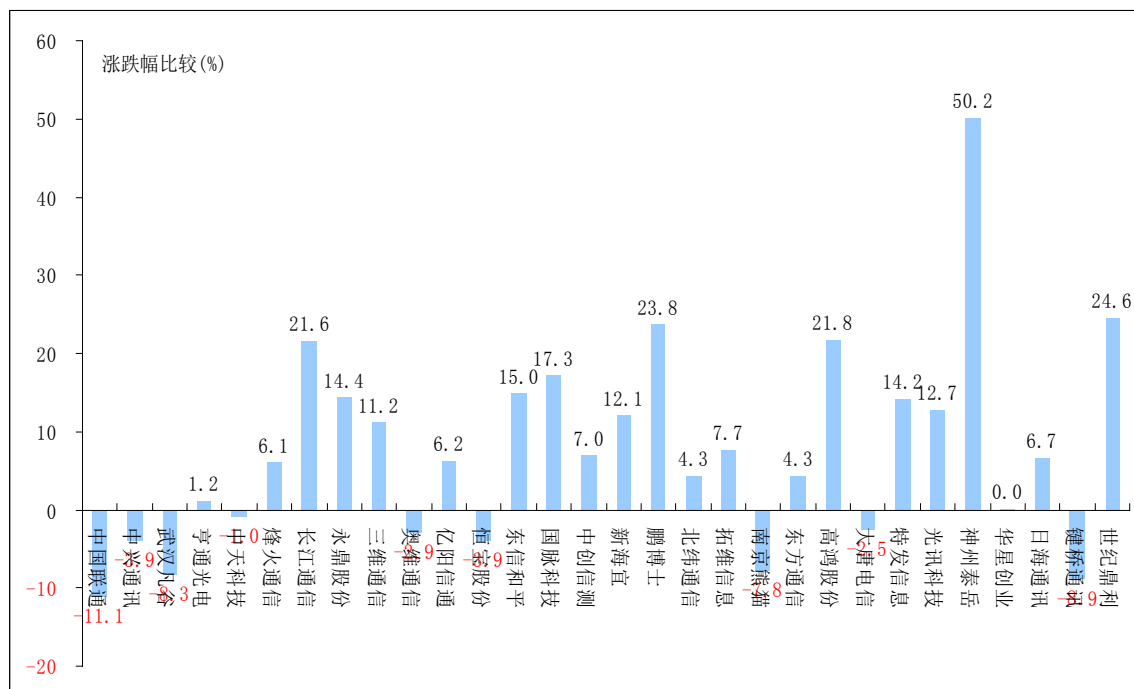
来源：Wind，爱建证券研究部整理

图表 24：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 2010-3-19）

图表 25：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2010-3-19）

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。