

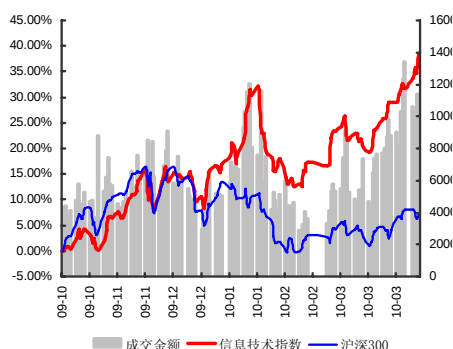
通讯业： 中性评级

击鼓传花中挖掘长期价值

市场数据

信息行业指数	3928
三个月涨跌幅	13.4%
上证综合指数	3145
沪深 300 指数	3379

相对沪深 300 的表现



相关研究

分析师

吴炳华

证书编号: S0120209030051

8621-68761616-8319

wubh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要:

经过连续两个季度的持续上涨, 通讯行业的整体估值水准已经偏高, 剔除亏损和没有机构预测的公司, 共 35 家公司 (以证监会分类, 信息技术行业中通讯设备和通讯服务两个子行业为样本) 09 年静态算术平均 PE 估值已经高达 72 倍, 根据机构的平均预测, 10 年和 11 年 PE 估值也已经高达 55 倍和 41 倍。所以行业整体估值已经透支未来的成长, 近期行业借助政策而狂热或为阶段性行情的尾声, 通讯行业二季度或为击鼓传花的季节, 行业中性投资评级。

三大动力助推行业持续强于大盘: 政策支持、业绩增长和高比例送转等是通讯行业近期持续强于大盘的主要原因。属于新型战略产业支柱的通讯行业今年以来连续受到政策扶持, 不断出台的政策利好是中国调结构的经济政策的一部分, 同时构成通讯科技股持续上涨的政策基础; 此外, 3G 投资拉动的实际业绩增长和移动互联网的远景则是行业持续强势的核心动力; 最后, 由于业绩的增长带来的高比例送转等题材也成为行业强势的推手。三者的共振导致通讯行业远强于大盘, 短期透支未来的成长, 时间将是消化估值的主要的方式。

高估值背景下开始击鼓传花游戏: 统计显示通讯行业当前的估值不管是纵向的历史看, 还是与横向的行业或大盘比较看, 抑或是从成长的角度看, 通讯行业均出现不同程度的低估。未来行业将进入击鼓传花的阶段, 以时间和成长逐步消除行业整体估值偏高或是市场的最佳选择。基于行业估值偏高, 我们给予通讯行业二季度中性评级。

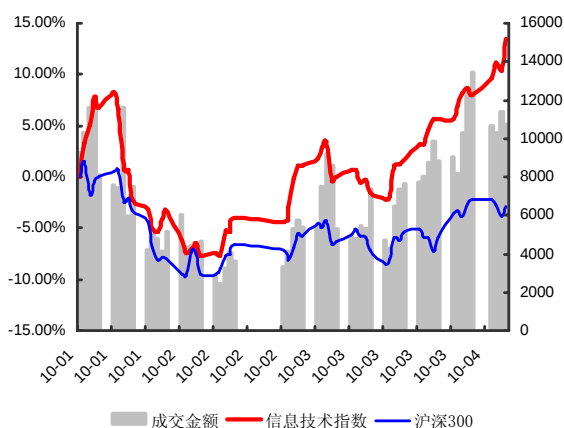
二季度策略: 挖掘长期价值, 规避估值压力: 高估值背景下我们认为挖掘长期价值是规避估值压力的重要手段, 我们主要从两个方面入手寻找估值相对安全的品种: 一方面目前估值较低, 同时具有较好的成长性公司; 另一方面寻找估值虽然较高, 但是未来前景, 特别是在移动互联网时代有可能成为领导者的公司。遵循这样的原则, 我们建议投资者二季度重点对估值较低且受益光通讯投资的光纤光缆子行业, 给予永鼎股份、中天科技和亨通光电增持评级, 此外, 建议投资关注主设备商中兴通讯、增值服务商拓维信息和网络运维商中创信测和日海通讯等个股。

1.三大动力推动行业持续强于大盘

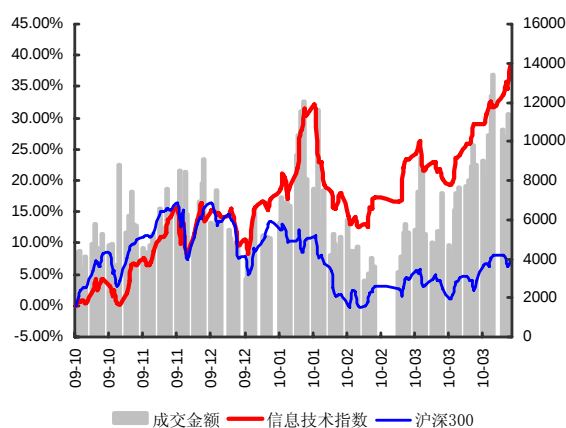
一季度对于 A 股来说，是一个充满机会但又难以把握的季节。国家“调结构、稳增长和管通胀”的政策对调结构受益行业产生积极作用，相关的行业的股票表现突出，而大盘却经历了长时间的震荡调整。一季度沪深 300 整体下跌 2.95%，通讯行业因为受益于调结构的政策而出现了 13.42% 的上涨，市场的整体估值进一步提升；而更长的过去半年里，在沪深 300 微涨 7.22% 的背景下通讯行业整体却暴涨了 38.42%，超过大盘涨幅达 31.20%。

图 1：近期通讯行业远强于沪深 300 指数

近三个月的比较



近六个月的比较



资料来源：WIND 资讯、德邦证券研究所

通讯行业（以信息技术指数替代）能有如此酣畅淋漓的表现，主要源于行业的三大推动力：政策扶持、业绩增长和高比例送转等主题。长期而言，该行业的表现依然取决于其中的原因之一或之二不等。

1.1 “调结构”政策受益是行业的政策基础

调整和优化经济结构，加快经济发展方式的转变早在 17 大就已经提出，去年以来以金融危机为契机，调整经济结构的政策和实际成效开始显著增强，表现在新兴战略产业受政策扶持的力度再度加强，同时，新兴战略产业产值较传统产业的发展明显较快，而通讯行业正是国家“调结构”政策最大受益者之一。

从过去的发展看，我国通讯行业乃至整个电子信息行业实现高速发展，其中政策的大力扶持功不可没。为应对金融危机，我国早在 2009 年 4 月 15 日就出台了《电子信息产业调

整和振兴规划》，其涉及的行业包括了电子、通讯和软件等整个电子信息行业，政策的扶持力度进一步加大。为落实该产业的调整和振兴规划，工信部、财政部、商务部和国家发改委等多次联合发布政策，对规划进行进一步的政策细化。今年以来多个部门配合，密集出台了有关加快通讯业发展的政策。其对通讯行业的发展，特别是未来移动互联网带宽等发展的扶持力度进一步加大。

表1:今年以来出台的对通讯行业及服务的扶植政策

时间	政策出处	政策主题	核心内容
2010.1.13	国务院常务会议	加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合	1月13日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，2010年至2012年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制。2013年至2015年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务，基本形成适度竞争的网络产业格局，基本建立适应三网融合的体制机制和职责清晰、协调顺畅、决策科学、管理高效的新型监管体系。会议指出：（一）符合条件的广播电视企业可以经营增值电信业务和部分基础电信业务、互联网业务；符合条件的电信企业可以从事部分广播电视节目生产制作和传输。鼓励广电企业和电信企业加强合作、优势互补、共同发展；（二）加强网络建设改造；（三）加快产业发展；（四）强化网络管理；（五）加强政策扶持，对三网融合涉及的产品开发、网络建设、业务应用及在农村地区的推广，给予金融、财政、税收等支持。将三网融合相关产品和业务纳入政府采购范围。
2010.2.10	国家广电总局	加快推进三网融合	广电总局已经要求当前没有完成全省有线电视网络整合的省份，必须在今年内完成整合，以加快推进三网融合，更是为今后组建与三大电信运营商并立的国家级有线电视网络公司做准备，目前，全国已经有广西、海南、江苏、陕西等13个省完成了全省有线网络整合。
2010.4.9	财政部、商务部	《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。	1、充分认识光纤宽带网络建设的重要意义，着力解决光纤宽带网络建设和应用中的困难和问题，共同推进光纤宽带网络建设发展。2、加快光纤宽带网络建设，提升信息基础设施能力，电信企业要按照国家有关规定和技术规范开展光纤宽带网络建设，积极采取多种模式，以需求为导向，以光纤尽量靠近用户为原则，加快光纤宽带接入网络部署。新建区域直接部署光纤宽带网络，已建区域加快光进铜退的网络改造。有条件的商业楼宇和园区直接实施光纤到楼、光纤到办公室，有条件的住宅小区直接实施光纤到楼、光纤到户。优

			先采用光纤宽带方式加快农村信息基础设施建设,推进光纤到村。加强光纤宽带网络的共建共享和有效利用,积极推进三网融合。同步提升骨干网传输和交换能力,提高骨干网互联互通水平,改善网络服务质量,保障网络与信息安全。到2011年,光纤宽带端口超过8000万,城市用户接入能力平均达到8兆比特每秒以上,农村用户接入能力平均达到2兆比特每秒以上,商业楼宇用户基本实现100兆比特每秒以上的接入能力。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元,新增宽带用户超过5000万。3、引导宽带应用发展和创新,带动光纤宽带网络建设,利用宽带开展研发、技术改造、增值服务的企业,符合税收法律法规规定条件的,依法享受有关税收优惠政策。将光纤宽带网络的建设、应用和研发纳入《产业结构调整指导目录》鼓励类。基于光纤宽带网络的产品和应用,经认定为国家自主创新产品的,可列入《国家自主创新产品目录》和《政府采购自主创新产品目录》。4、完善其他相关配套措施,保障光纤宽带网络建设。加大光纤宽带通信核心芯片、器件、系统设备 and 应用等的研发投入和政策支持,鼓励光纤通信技术创新和提出自主光纤宽带技术标准,带动产业发展,支撑网络建设。加强对光纤宽带网络与信息安全的监督和管理,完善网间互联互通监管措施,完善电信基础设施共建共享配套措施,营造健康有序的市场竞争
2010.3.17 印发, 4 月9日发 布	工业和 信息化 部、国家 发改委等 八个部委 联合政策	《关于推 进第三代 移动通信 网络建设 的意见》	1.充分认识3G网络建设的重要性,共同推进网络建设发展。2.落实3G发展规划,促进网络协调持续发展。到2011年,3G网络覆盖全国所有地级以上城市及大部分县城、乡镇、主要高速公路和风景区等,3G建设总投资4000亿元,3G基站超过40万个,3G用户达到1.5亿户。3.制定和出台3G网络建设的支持政策,解决网络建设困难;4.引导和支持3G网络应用发展和创新,带动3G网络建设升级。对利用3G开展研发、技术改造、增值服务的企业,符合税收法律法规规定条件的,依法享受有关税收优惠政策。将TD等3G的网络建设、应用和研发纳入《产业结构调整指导目录》鼓励类。TD产品和应用,经认定为国家自主创新产品的,可列入《国家自主创新产品目录》和《政府采购自主创新产品目录》。鼓励政府、行业信息化和电子商务中广泛应用TD等3G技术。5.继续落实和完善支持3G发展的其他政策措施,保障3G网络建设。继续利用国家科技重大专项、高新技术产业化专项、科技支撑计划、电子发展基金、重点产业振兴和技术改造专项资金、自主创新产业化资金等相关政策措施,落实国家对TD等3G的支持。

资料来源:工业和信息化部等 德邦证券研究所

我们认为当前一系列密集政策出台彰显政府对通讯信息技术行业关系到国家信息安全等战略产业的重点支持意图。同时认为三网融合的投资、宽带网络3年1500亿元的投资以及3G共4000亿元的投资将对整个通讯产业链产生巨大推动作用，各方面的动力产生的效果是2010年电信业的投资额很可能依然保持2009年电信投资的高峰，整个电信行业依然处于高景气状态，且这种景气将维持数年。这将是该行业具有长期投资价值的重要原因之一。

1.2 业绩成长是行业上行的核心动力

2009年虽然遭受全球性金融危机的打击，但是中国通讯和服务业却在国家加大投资背景下保持了平稳增长的态势。工业和信息化部的数据显示：2009年累计完成电信业务总量25680.6亿元，同比增长14.4%；实现电信主营业务收入8424.3亿元，同比增长3.9%；完成电信固定资产投资3724.9亿元，同比增长26.1%；实现电信增加值5012.2亿元，同比增长7.0%。

据工业和信息化部的统计显示，2000年以来在3G没有正式推出商用之前，中国电信投资一直裹足不前，投资额增长一直在±10%之间徘徊。进入2008年始，一方面为应对国际金融危机，另一方面由于2009年为3G元年，电信投资额急剧增长，在08年电信投资增长29.55%的基础上2009年电信投资额再度大幅度增长了26.1%，当年实现投资总额高达3700余亿元，创造了历史记录。于此对应，通讯行业的绩效整体出现了快速增长。根据目前三网融合、加快光通讯建设和加快推进3G建设进程的实际情况估算，未来两年电信投资依然旺盛，我们估计2010年电信投资依然有望保持与2009年的水准，同时2011年电信投资依然持续保持高位。从而行业保持高景气。

图：2000年以来电信业投资额及增速和预测



资料来源：工业和信息化部、德邦证券研究所

此外，由 WIND 资讯统计显示，以当前股价计算，整个通讯行业 35 家公司在可比基础上显示 08 年的算术平均 PE 估值在 102 倍，而 09 年的估值为 72 倍，由此可见通讯行业业绩整体增长超过了 40%。同样以有机构预测的 35 家通讯类上市公司为样本，2010 年整体动态 PE 估值为 55 倍，所以机构依然预计 2010 年行业业绩有望增长 30%，2011 年的统计显示的结果基本相近。

而近期工信部的统计数据也表明通信行业的增长依然平稳：今年 1-2 月，全国电信业务总量累计完成 4515.6 亿元，比上年同期增长 20.1%；电信主营业务收入累计完成 1332.2 亿元，比上年同期增长 5.0%。与此同时行业利润增幅则高达 758%，这主要可能是 09 年一季度实现利润基数较低缘故，全年不能等同视之。但近期统计数据也显示通讯行业并没有因为去年的高增长而在今年出现难以增长的征兆。

1.3 高送转等题材是刺激股价的又一动因

在我们跟踪的 30 家公司中到目前为止已有 9 家公司发布高比例的送转方案，而其中有 4 家送转 10 以上，尚未公布年报业绩的公司还有三家。由此可见伴随着通讯行业业绩大幅增长高送转分配方案的公司增多，达到三分之一。特别是小盘成长股送转成为风气也是通讯科技股受市场追捧的重要原因之一。

此外各种有关物联网、移动互联网以及政策推出时政策性题材也构成行业个股走强的理由。虽然我们不认为市场的题材能够改变公司的长期价值，但是市场行为依然对股价产生重要的作用。

2. 高估值背景下挖掘长期价值

经过连续两个季度的持续上涨，通讯行业的整体估值水准已经偏高，剔除亏损和没有机构预测的公司，共 35 家公司（以证监会分类，信息技术行业中通讯设备和通讯服务两个子行业为样本）09 年算术评级静态 PE 估值已经高达 72 倍。根据机构的平均预测，10 年和 11 年 PE 估值也已经高达 55 倍和 41 倍。所以行业整体估值已经透支未来的成长，近期行业股价借助政策而狂热或为阶段性行情的尾声，我们认为通讯行业二季度或为击鼓传花的季节，行业中性投资评级，适当注意风险。

2.1 行业估值偏高，股价击鼓传花

目前通讯行业整体估值并不具有优势，不管是纵向比较还是横向比较，抑或是以发展的眼光即成长看，行业的整体估值均已偏高，未来存在一定的估值压力。因此我们认为行业的股价已经进入击鼓传花的季节，而风险也随时可能到来。

首先，从纵向角度看，整个通讯行业的加权平均 PE 估值水准正冲击历史高位区间，目前全部通讯行业的加权平均估值水准为 52.5 倍，在过去的六年时间里仅有 07 年 3 月到 08 年 3 月一年时间里高于 50 倍，估值在 50-80 之间震荡一年时间。但是其余 5 年时间均在 50 下方。因此从行业的历史看，行业的估值已经开始进入泡沫高位区间。估值水准已经进入了历史高位区间的下轨，未来持续上扬将持续积聚风险。

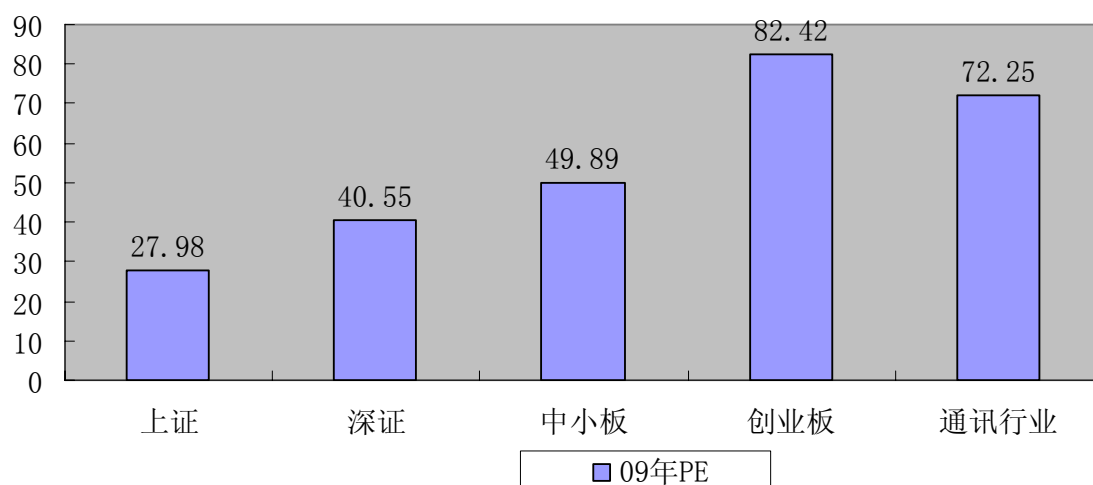
图：通信行业（加权平均）PE 估值正进入历史的高位区间



资料来源:WIND 资讯，德邦证券研究所

其次，横向比较来看，通讯行业的估值已经不具有相对优势。以 09 算术平均年静态 PE 作比较，4 月 9 日上证市场总体估值为 27.98 倍，深证总体估值为 40.55 倍，中小板为 49.89 倍，创业板最高，估值达到 82.42 倍。通讯行业整体平均高达 72 倍，远远高于中小板估值，因此横向比较看，通讯行业估值并不具有优势。所以通讯行业整体估值也已经偏高。

图：通讯行业整体估值偏离市场已经偏高



资料来源：沪深证券交易所，德邦证券研究所

再次，以发展的眼光看，行业的成长性难以持续超过 30%，更不可能超过中小板特别是创业板的整体成长性。从行业的角度看，未来行业业绩持续增长 30%并不是容易的事，而即便是 30%作为未来行业业绩增长基准，则算术平均 PE 计行业的 PEG 估值已经达到了 2.4，以加权平均 PE 计算，其 PEG 也已达 1.7 倍。因此与合理估值 1 左右偏离太大。

综上所述，我们对通讯行业的整体判断是当前的估值水准偏高，未来需要时间来消化高估值，持续上涨导致股价进入击鼓传花的游戏之中。

2.2 挖掘长期价值，规避估值压力

两个方向挖掘长期价值：08、09年是3G投资大幅度增长的年份，同时也是电信投资高峰，未来电信投资不会持续高长，但是基于3G甚至更新一代的移动通信技术具有长期前景。我们认为在此挖掘长期价值存在两个方向：一是寻找目前低估的公司；另一种立足于移动互联网时代，寻找具有长期增长潜力的移动互联网先行者。继通讯设备制造业和系统集成受益于电信大投资后；未来电信网络运营和维护、系统管理服务和信号测试服务等子行业的受益将逐步加强；最后在3G大规模商用后电信增值服务业和电信运营将受益巨大。

通讯设备方面，除了持续关注通讯主设备商中兴通讯外，对光通讯的光纤光缆行业由于直接受益于光纤宽带建设加速而继续看好，同时该子行业估值在通讯设备中估值最低也是我们看好光通讯设备的原因；网络运维和信号检测是未来移动互联网的先行者，看好

部分具有良好的成长性和较强的竞争力公司的长期价值；另外增值服务是未来移动互联网的重点应用领域，特别是新型业务的拓展将决定未来的赢家。

二季度策略：一季度沪深300 指数下跌了2.95%，而通讯行业上涨了13.42%，整体上通讯行业超越大盘15.4%。加之前一季度通信行业亦强于大盘15%，行业指数运行近两个季度强于大盘超过30%。经过持续的强势，行业的估值已经对大幅度溢价于大盘，同时随着估值的偏高未来二季度的行情难以再大幅度强于大盘，给予中性的行业投资评级。

由于运营商经过连续两年的3G 巨额资本投入，以及营销费用大手笔的开支，业绩短期难以获得改观，同时3G用户并未出现大规模增长，公司效益难以出现拐点，因此暂时给予中国联通中性投资评级，未来机会仍需等待。设备商领域，我们坚定看好业绩继续稳步增长、估值具备安全边际的投资标的：我们给予永鼎股份（600105）、亨通光电（600487）、中天科技（600522）、新海宜（002089）、武汉凡谷（002194）和中兴通讯（000063）增持的评级。同时给予长期前景广阔的移动互联网先行者拓维信息（002261）和运营维护及信号检测的中创信测（600485）增持评级，其他个股多给予中性甚至减持评级。

重点个股：

永鼎股份（600105）：公司主业线缆业务在09年出现转折并进入高景气，未来两年仍将持续保持高景气，而通讯宽带网建设的加速又为公司的增长添砖加瓦。在此背景下公司业绩未来2年仍有望在多元化—地产、医院和汽车护理投资等的推动下实现40%左右的复合增长。我们预计公司10年和11年将实现EPS分别为0.66元和0.81元。公司自我们推荐以来股价累计涨幅已达37.43%，但依然具有估值优势，投资评级调低，但仍给予增持投资评级。

拓维信息（002073）：公司手机动漫业务向手机阅读和手机游戏延伸是公司成为移动互联网时代先行者的重要筹码。目前公司业务受3G普及率低和网络传输速度等的制约公司业绩虽然增长有限，但是长期看，公司的潜力巨大。我们看好公司未来移动互联网多元化的业务平台。预计公司业绩09年-10年业绩增长分别为25%和30%，每股收益为0.98元和1.29元，给予增持评级。

表： 通讯行业估值与投资评级

股票名称	股票代码	细分子行业	当前股价	2009 年 A		2010 年 E		2011 年 E		投资评级
				EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
通讯行业投资评级（中性）										
中国联通	600050	电信服务	6.26	0.15	42.53	0.18	35.28	0.25	24.53	中性
鹏博士	600804	电信服务	14.42	0.18	80.11	0.275	52.42	0.35	41.67	中性
北纬通信	002148	增值服务	40.16	0.47	85.45	0.64	62.89	0.89	44.79	中性
拓维信息	002261	增值服务	46.81	0.78	60.01	0.99	47.31	1.31	35.73	增持
中兴通讯	000063	主设备商	42.3	1.35	31.33	1.70	24.77	2.12	19.96	增持
长江通信	600345	通讯设备	17.2	0.24	71.67	0.20	85.57	0.16	105.8	减持
亨通光电	600487	通讯设备	36.22	1.11	32.72	1.33	27.04	1.59	22.79	增持
烽火通信	600498	通讯设备	31.45	0.63	49.92	0.84	37.44	1.06	29.62	中性
光迅科技	002281	通讯设备	40.42	0.66	61.71	0.81	49.62	1.08	37.43	中性
中天科技	600522	通讯设备	26.05	1.09	23.96	1.22	21.42	1.41	18.49	增持
永鼎股份	600105	通讯设备	14.42	0.43	33.53	0.66	21.79	0.81	17.80	增持
宏图高科	600122	通讯设备	17.67	0.45	39.25	0.53	33.29	0.71	24.97	中性
大唐电信	600198	通讯设备	20.22	0.13	154.5	0.298	67.85	0.38	53.41	减持
武汉凡谷	002194	通讯设备	21.31	0.61	34.93	0.81	26.39	0.97	21.91	增持
合众思壮	002383	通讯设备	106.2	0.7	151.7	0.89	119.67	1.13	94.35	减持
梅泰诺	300038	通讯设备	32.03	0.51	62.80	0.67	47.82	0.79	40.23	中性
闽福发 A	000547	通讯设备	11.97	0.28	42.76	0.14	85.19	0.23	51.77	减持
中国卫星	600118	卫星通讯	40.16	0.56	71.71	0.70	57.43	0.85	47.00	中性
北斗星通	002151	卫星通讯	44.6	0.56	79.64	0.69	64.92	0.93	48.22	减持
四创电子	600990	卫星通讯	40.19	0.53	75.94	0.41	98.77	0.49	81.98	减持
新海宜	002089	网络运维	20.94	0.38	55.11	0.64	32.35	0.86	24.25	增持
三维通信	002115	网络运维	29.94	0.62	48.68	0.82	36.36	1.04	28.69	中性
世纪鼎利	300050	网络运维	147.9	2.13	69.43	2.79	53.02	3.69	40.13	中性
中创信测	600485	网络运维	20.09	0.19	105.2	0.59	34.16	0.75	26.85	增持
奥维通信	002231	网络运维	19.7	0.23	88.34	0.29	69.12	0.45	43.48	中性
日海通讯	002313	网络运维	47.55	0.75	64.16	1.00	47.57	1.35	35.29	增持
网宿科技	300017	网络运维	42.8	0.41	104.4	0.87	49.38	1.24	34.53	中性
华星创业	300025	网络运维	63	0.65	96.92	0.84	74.95	1.09	57.70	减持
国脉科技	002093	网络运维	16.46	0.35	47.19	0.35	46.92	0.49	33.75	中性
键桥通讯	002316	网络运维	33.86	0.47	72.04	0.48	70.76	0.61	55.51	减持

资料来源：WIND 资讯，德邦证券研究所

投资评级

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 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。