

深度报告

通信

通信行业 2010 年中期投资策略

推荐

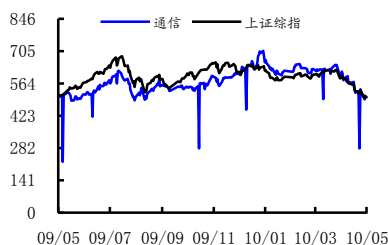
(维持评级)

2010 年 6 月 17 日

行业投资策略

“三条主线、三个组合”的演进与深化

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《通信行业二季度投资策略：三条主线，三个组合》——2010-3-15

分析师：严平

电话：021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209070368

联系人：程锋

电话：021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 运营策略：维持“把握交易性机会”判断

联通目前 PB 在 1.5 倍左右，处于历史低位，下行空间有限。过去两个季度中我们一直认为：联通将“跑平或小幅落后于”大盘，只适合把握阶段性机会。现在我们维持此判断：10H2 主要还是“把握交易性机会”。等待盈利预期明确提升后，才有望产生“趋势性机会”。

● 逻辑及原因 1：用户增长加速，盈利拐点延迟，股价含改善预期

在现在的股价及市场环境下，趋势性机会需盈利增长预期的明确提升。考虑到联通 3G 网络单季度的盈利拐点将推迟到明年，那么“趋势性机会”判断的合适时间窗口也将至少推迟到今年 3 季度后。在这之前我们将维持“把握交易型机会”判断。促使结论实现的催化剂：月度 3G 用户数超预期增长、携号转网进展、iPhone 引入 WIFI 版本。

● 设备策略：警惕行业投资拐点，增持“后 3G、超募者、蓝筹”

我们认为：10H2 通信设备行业将“小幅跑赢”大盘，建议“标配”。行业投资拐点值得警惕，预计行业整体跑赢幅度将会有所收窄，部分公司将面临 EPS/PE 双重压力。但是经过近期调整，行业 10/11PE 已降至 30/23 倍，部分需求态势明确、增长潜力可观的细分子行业已具备投资价值，选股择时的重要性上升。

● 逻辑及原因 2：投资拐点已现、后 3G 持续增长、估值回调明显

(1) 三大运营商 2010 年资本开支计划缩减 17% 左右，部分公司 PE/EPS 均存在下行压力。(2) “后 3G”、超募公司、低估值蓝筹增长态势明确，成为板块内新热点。(3) 板块 10 年平均 PE 回调至 30 倍，部分公司估值具备吸引力。继续重点推荐配置“三个组合”：“后 3G、超募者、蓝筹”。3 个组合分别是：传统后 3G 组合（新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信），超募组合（日海通讯、世纪鼎利、中利科技）；蓝筹组合（中兴通讯）。

重点公司盈利预测及投资评级

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE			EPS			PB 09	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
日海通讯	35.48	35.48	48.6	29.3	19.7	0.73	1.21	1.80	4.2	推荐
世纪鼎利	66.21	122.61	59.5	38.3	26.3	2.06	3.20	4.67	4.7	推荐
中利科技	70.29	29.25	38.5	21.8	15.0	0.76	1.34	1.95	3.3	推荐
新海宜	36.59	17.09	45.0	26.3	16.3	0.38	0.65	1.05	6.8	推荐
三维通信	31.69	23.63	40.7	27.5	21.1	0.58	0.86	1.12	4.7	推荐
拓维信息	38.55	26.52	44.2	33.6	25.5	0.60	0.79	1.04	6.2	推荐
北纬通信	25.71	34.01	72.4	55.8	45.3	0.47	0.61	0.75	6.6	推荐
中兴通讯	650.17	34.02	25.2	19.6	15.1	1.35	1.74	2.26	3.2	推荐
中国联通	1068.31	5.04	34.1	42.0	21.0	0.15	0.12	0.24	1.5	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

内容目录

10H2 策略：“三条主线，三个组合”的演进与深化	3
通信运营策略：维持“把握交易性机会”判断	3
通信设备策略：警惕行业投资拐点，增持“后 3G、超募者、蓝筹”	3
10H1 回顾：运营弱于大市，设备跑赢幅度收窄	4
通信运营：维持“把握交易性机会”判断	5
联通 3G 用户数、收入步入上升通道	5
但付出的成本不低，季度盈利拐点推迟至 2011 年	7
现有股价及市场环境下，只适合“把握交易性机会”	8
通信设备：警惕行业投资拐点，增持“后 3G、超募者、蓝筹”	9
警惕行业投资拐点，行业 PE/EPS 均存下行压力	9
“后 3G、超募者、蓝筹”仍有望持续增长，推荐三个组合	11
组合 1 “后 3G”：有望持续增长	11
组合 2 “超募者”：有望超预期增长	15
组合 3 “蓝筹”：低估值的吸引力	16
重点推荐公司跟踪与排序	17
1 “超募组合”：日海通讯、世纪鼎利、中利科技	17
2 “传统后 3G 组合”：新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信	18
3 “蓝筹组合”：中兴通讯、中国联通	18
投资风险	18
运营：3G 新增用户数，季度盈利，大盘股乏力	18
设备：投资缩减、竞争加剧、业绩预期下调	18
通信行业国际估值比较	19
国信证券投资评级	20
免责条款	20

表目录

表 1：通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级	4
表 2：固网衰退减缓，3G 步入正轨，联通收入进入上升通道	7
表 3：三大运营商 3G 业务资费价格日益趋同，竞争激烈程度加剧	8
表 4：3G 商用使联通成本费用环比上升，4Q09 或为公司业绩底部	8
表 5：预计联通 3G 业务的盈利拐点将推迟至 2011 年	8
表 6：目前行业盈利预测较高，部分公司可能会出现 EPS/PE 双降的局面	11
表 7：内容和应用是 3G 业务发展瓶颈所在，运营商正着力推动	15
表 8：市场对印度禁售事件反应过于悲观	16
表 9：推荐“超募组合”：日海通讯、世纪鼎利、中利科技	17
表 10：推荐“传统后 3G 组合”：新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信	18
表 11：推荐“蓝筹组合”：中兴通讯、中国联通	18
表 12：通信行业国际设备、运营商估值比较	19

10H2 策略：“三条主线，三个组合”的演进与深化

通信运营策略：维持“把握交易性机会”判断

结论及操作建议：维持“把握交易性投资机会”判断。联通目前 PB 在 1.5 倍左右，处于历史低位，下行空间有限。过去两个季度中我们一直认为：联通将“跑平或小幅落后于”大盘，只适合把握阶段性机会（可见前期报告）。现在我们维持此判断，未来 3-4 个月的业绩真空期适合把握阶段性机会。

促使结论实现的关键因素：盈利预期明确提升后，才有望产生“趋势性机会”。在现在的股价及市场环境下，趋势性机会需盈利增长预期的明确提升。考虑到联通 3G 网络单季度的盈利拐点将推迟到明年，那么“趋势性机会”判断的合适时间窗口也将至少推迟到今年 3 季度后，在这之前我们将维持“把握交易型机会”判断。

促使结论实现的催化剂：月度 3G 用户数超预期增长、携号转网进展、iPhone 引入 WIFI 版本。

投资风险：3G 新增用户数波动中低于预期、市场对今年业绩担忧强于预期，受累于大盘股整体乏力。

通信设备策略：警惕行业投资拐点，增持“后 3G、超募者、蓝筹”

结论及操作建议：建议未来 1-3 个月“标配”通信设备板块。我们认为：未来 1-3 个月，通信设备行业将“小幅跑赢”大盘，由于行业投资拐点显现，整体跑赢幅度将会有所收窄。经过近期大幅调整，行业 10/11 年 PE 已降至 30/23 倍，部分需求态势明确、增长潜力可观的细分子行业已具备投资价值，选股择时的重要性上升。

促使结论实现的关键因素：投资拐点已现、后 3G 持续增长、估值回调明显。

(1) 三大运营商 2010 年资本开支计划缩减 17% 左右，行业 PE/EPS 均存在下行压力。(2) “后 3G”、超募公司、低估值蓝筹增长态势明确，成为板块内的新热点。(3) 近期板块随大盘回调，10 年平均 PE 降至 30 倍，部分公司估值具备吸引力。

继续重点推荐配置“三个组合”：“后 3G、超募者、蓝筹”。3 个组合分别是：传统后 3G 组合（新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信），超募组合（日海通讯、世纪鼎利、中利科技）；蓝筹组合（中兴通讯）。

促使结论实现的催化剂：运营商加大“后 3G”投入（光通信、网络优化、无线互联网产品）、中小科技股再次受市场青睐

投资风险：行业投资缩减幅度超预期、部分子行业供求形势逆转使竞争加剧、受累于大盘股整体乏力、财报公布后业绩预期下调。

表1: 通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级

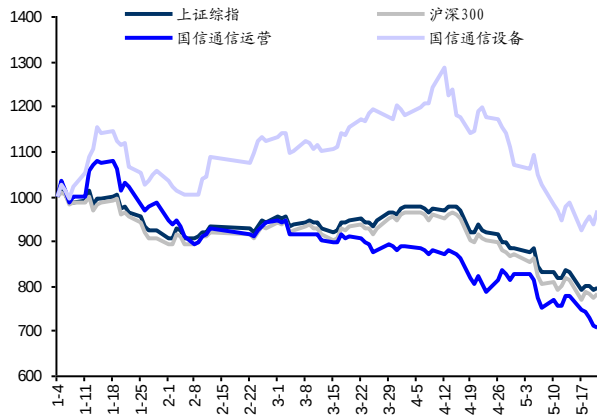
公司	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		PS	PEG	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E			
中国联通-A	5.04	1068.31	0.15	0.12	0.24	34.1	42.0	21.0	1.5	2.0	2.0	NA	推荐
中兴通讯	34.02	650.17	1.35	1.74	2.26	25.2	19.6	15.1	3.2	1.1	0.9	0.9	推荐
世纪鼎利	122.61	66.21	2.06	3.20	4.67	59.5	38.3	26.3	4.7	20.2	1.2	1.2	推荐
中利科技	29.25	70.29	0.76	1.34	1.95	38.5	21.8	15.0	3.3	4.1	0.6	0.6	推荐
日海通讯	35.48	35.48	0.73	1.21	1.80	48.6	29.3	19.7	4.2	5.2	0.9	0.9	推荐
三维通信	23.63	31.69	0.58	0.86	1.12	40.7	27.5	21.1	4.7	3.9	1.0	1.0	推荐
拓维信息	26.52	38.55	0.60	0.79	1.04	44.2	33.6	25.5	6.2	12.5	1.4	1.4	推荐
北纬通信	34.01	25.71	0.47	0.61	0.75	72.4	55.8	45.3	6.6	15.7	2.7	2.7	推荐
新海宜	17.09	36.59	0.38	0.65	1.05	45.0	26.3	16.3	6.8	8.3	0.7	0.7	推荐
烽火通信	24.98	110.36	0.59	0.86	1.10	42.3	29.0	22.7	3.4	2.4	1.2	1.2	谨慎推荐
亨通光电	26.68	44.32	1.11	1.36	1.62	24.0	19.6	16.5	3.3	2.3	1.2	1.2	谨慎推荐
中天科技	18.70	59.99	1.04	1.20	1.40	18.0	15.6	13.4	3.4	1.6	1.1	1.1	谨慎推荐
国脉科技	12.75	51.06	0.23	0.31	0.39	55.4	41.1	32.7	9.6	7.8	1.8	1.8	谨慎推荐
武汉凡谷	15.02	83.49	0.61	0.75	0.92	24.6	20.0	16.3	4.1	6.2	1.1	1.1	谨慎推荐
键桥通讯	20.60	32.14	0.35	0.61	0.78	58.9	33.8	26.4	4.2	18.6	1.2	1.2	谨慎推荐
光迅科技	34.49	55.18	0.65	0.78	0.97	53.1	44.2	35.6	5.7	7.6	2.4	2.4	中性
设备商平均						43.4	30.4	23.2	4.9	7.8	1.3		
中国联通-H	8.89	2112.98	0.45	0.37	0.73	19.7	24.3	12.1	0.9	1.1	NA	NA	推荐
中国移动-H	74.65	14971.80	5.74	7.01	7.52	13.0	10.6	9.9	2.8	3.2	NA	NA	中性
中国电信-H	3.38	2735.51	0.18	0.23	0.25	18.8	14.7	13.5	1.1	1.3	NA	NA	谨慎推荐
运营商平均						17.1	16.5	11.9	1.6	1.9	NA		

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所。收盘价为 2010 年 5 月 21 日, PEG 根据 09-12 三年复合增长率计算, 港股运营商指标均为港币

10H1 回顾: 运营弱于大市, 设备跑赢幅度收窄

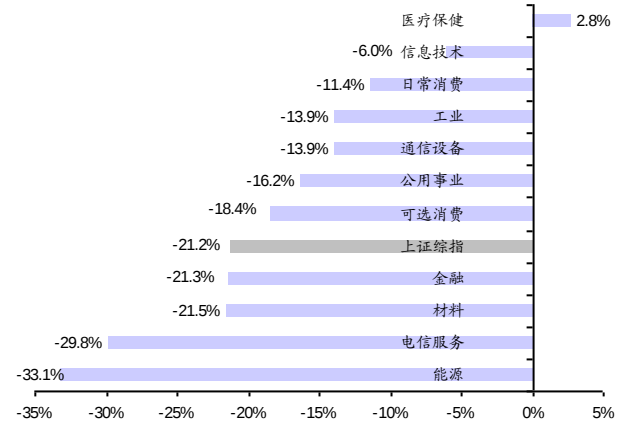
2010 年上半年 (截止 5 月 21 日), 政策退出节奏加快, 科技股在混乱的市场预期中获得青睐。包括通信设备在内的中小成长股、次新股获得大幅超额收益, 但 4 月中旬开始的市场调整使得前期获利较大幅度回吐。年内国信通信设备 (我们覆盖的 15 家通信设备公司) 累计下跌 3.5% (A 股下跌 21.2%), 表现超越大盘, 相对收益仅次于医药板块。国信通信运营 (中国联通 A 股) 下跌 29.4%, 表现居后, 符合我们前期 “跑平或小幅落后于大盘” 的判断。

图 1: 1H10 通信设备跑赢大盘、但超额收益幅度收窄



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所, 其中“国信通信运营”为中国联通 A 股, “国信通信设备”为国信覆盖的重点通信设备公司

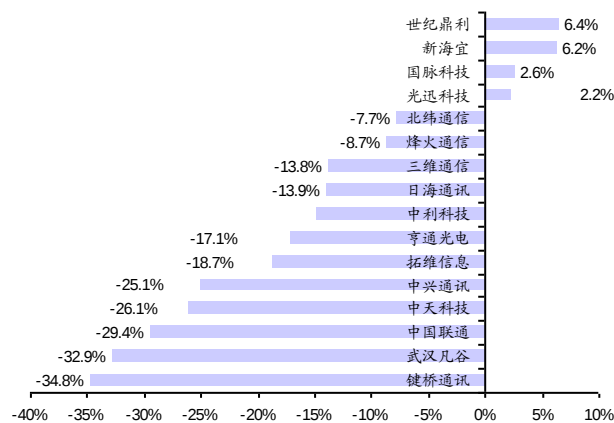
图 2: 1H10 通信设备涨幅居前、通信运营表现落后



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

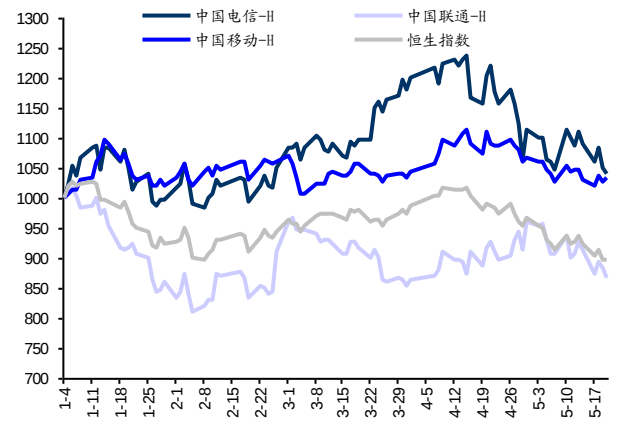
我们覆盖的重点公司中, 前期推荐的“后 3G”、超募者及蓝筹组合均表现居前, 且在市场调整之前获得大幅超额收益。港股市场, 联通表现依旧落后移动和电信, 主要因业绩仍处低谷、3G 发展有所波折, 盈利趋势性改善的信号尚未出现。

图 3: “后 3G”、光通信公司涨幅居前



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 4: 1H10 香港市场移动通信跑赢大盘



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

通信运营: 维持“把握交易性机会”判断

联通 3G 用户数、收入步入上升通道

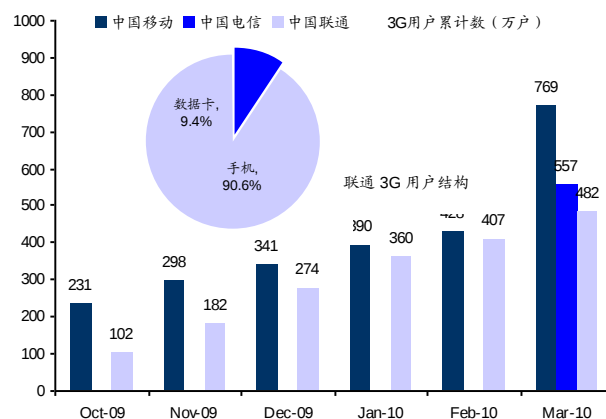
二季度以来, 联通 3G 业务推广策略发生明显变化——资费有所下调, 终端力度加大, 前期薄弱环节因之逐步改观。自 5 月 1 日起, 联通对资费体系和终端政策进行了如下调整: (1) 降低 iPhone 入网门槛至 96 元/月, 合约价格下降千元左右; (2) 通过语音和数据业务的重新搭配实施 AB 套餐计划, 并计划新增 36 月数据套餐; (3) 同联想合推明星智能终端“乐 phone”, 并提升补贴额度推广中低端手机。

图 5: 联通已加大对中低端手机终端的推广力度



资料来源: 国信证券经济研究所

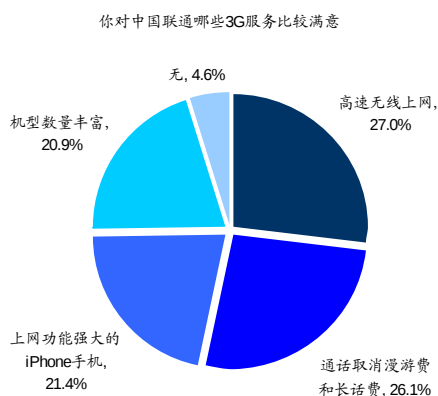
图 6: 联通 3G 用户数增速最快, 增长质量较高



资料来源: 国信证券经济研究所

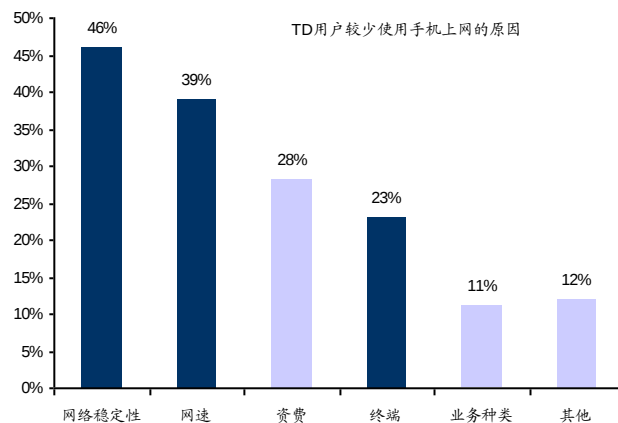
目前, 中国 3G 用户约 2000 万, WCDMA 制式的领先优势较为明显。至 3 月底, 中移动 3G 用户数 769 万、电信为 557 万、联通为 482 万。但三大运营商中, 移动通信 3G 业务拥有时间上的先发优势, 且移动 3G 用户数据可能包含移动座机, 电信 3G 用户数据中上网卡比重较大, 因而其有效 3G 用户比例相对较低。而联通 3G 用户 90% 以上为手机用户, ARPU 水平更在 140 元左右, 用户质量相对更高。

图 7: 网络、终端等产业链优势是联通 3G 的核心竞争力



资料来源: 新浪网, 国信证券经济研究所

图 8: WCDMA 产业链优势短期难以被移动、电信超越



资料来源: 飞象网, 国信证券经济研究所

我们预计联通 2010 年月均新增 3G 用户数将在 100 万左右, 高 ARPU 趋势有望延续, 这将推动其收入稳步上升。公司管理层表示: 希望 2010 年 3G 用户 ARPU 值稳定在 100 元以上。近期套餐资费虽有调整, 但目前营销重点依然为提供终端补贴, ARPU 值下降压力较小。随着下半年中低价位终端引入及补贴力度加大, 预计 3G 用户增长将逐步提速。1Q10 联通 3G 收入达 16.8 亿元, 粗测全年 3G 业务新增收入在 120 亿元以上。

表 2: 固网衰退减缓, 3G 步入正轨, 联通收入进入上升通道

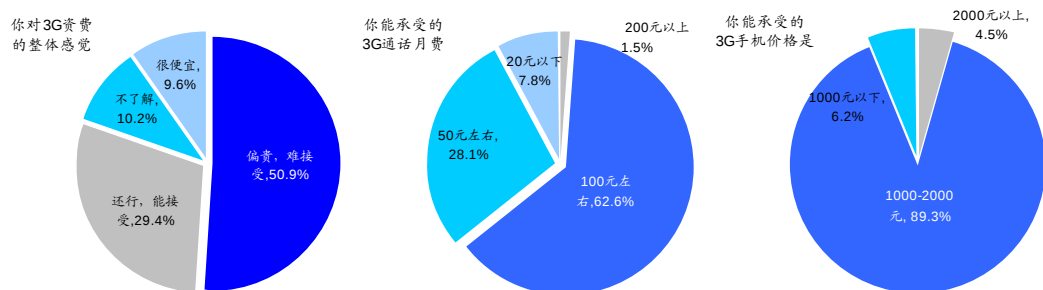
(单位: 亿元)	2008	2009	2010E	09VS08	10VS09
持续经营业务服务收入 (不含初装费)	1550.4	1533.3	1721.3	-1.1%	12.3%
移动电话业务	655.9	715.6	859.5	9.1%	20.1%
其中: 3G 业务	NA	7.7	125.3	NA	1527.3%
固网业务	890.4	814.7	806.6	-8.5%	-1.0%
其中: 宽带服务	216.1	246.4	295.2	14.0%	19.8%
占服务总收入百分比 (%)					
移动电话业务	42.3%	46.7%	49.9%	4.4%	3.2%
其中: 3G 业务	NA	0.5%	7.3%	NA	6.8%
固网业务	57.4%	53.1%	46.9%	-4.3%	-6.2%
其中: 宽带服务	13.9%	16.1%	17.1%	2.1%	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

但付出的成本不低, 季度盈利拐点推迟至 2011 年

目前国内 3G 业务尚处导入期, 终端、应用及资费瓶颈仍未突破, 运营商资源投入同用户增速并不匹配。尽管运营商在网络建设、终端补贴和市场营销上投入了大量资源, 但根据新浪网的最新调查, 目前 3G 资费和终端的价格仍难被大部分消费者接受。3G 业务发展矛盾依然突出: 买得起的不需要 (转网不易, 应用匮乏), 有需要的买不起 (资费偏高, 终端昂贵)。

图 9: 资费、终端、应用成为当前国内 3G 发展的瓶颈所在



资料来源: 新浪网, 国信证券经济研究所

三大运营商在 3G 业务上尚未形成明确的竞争区隔, 降价、补贴仍是主要手段, 竞争激烈程度不断加剧。由于网络还未充分优化、3G 应用匮乏, 上网体验和增值产品尚未构成消费者选择网络的主要依据, 运营商之间的竞争仍然集中在资费和终端补贴政策之上。仅以上海地区的 3G 资费为例, 价位类似的套餐所能提供的语音、流量和附加增值服务基本相若, 资费设计上的区分度并不明显。

表 3: 三大运营商 3G 业务资费价格日益趋同, 竞争激烈程度加剧

运营商	主叫	被叫免费范围	数据业务	套餐外
联通 96 元 A 套餐	240 分钟	全国	300M 流量、12 个 M、20 个 T、10 分钟视频通话时长、来电显示、手机邮箱	0.15 元/分钟; 数据流量 0.3 元/M; 可视电话 0.60 元/分钟
联通 96 元 B 套餐	450 分钟	全国	80M 流量、12 个 M、20 个 T、10 分钟视频通话时长、来电显示、手机邮箱	0.15 元/分钟; 数据流量 0.3 元/M; 可视电话 0.60 元/分钟
移动全球通 88 元 G3 套餐	200 分钟	全国	30M 流量、120 分钟 WLAN、139 手机邮箱、生活播报、上海快讯、短信回执、可视电话 30 分钟	0.20 元/分钟; 可视电话 0.60 元/分钟; 数据流量 1 元/M; WLAN0.05 元/分钟
电信天翼 89 元商旅套餐	300 分钟	全国	30M 流量、来电显示、七彩铃音、189 邮箱、手机报 (天翼快讯-短信版)、天翼 live、天翼视讯	0.29 元/分钟

资料来源: 国信证券经济研究所

联通为 3G 业务支付的成本不低, 手机补贴力度加大可能使季度盈利拐点推迟至 2011 年。公司表示今年手机补贴为 30-50 亿, 当其计入成本。我们原先预期手机补贴占今年 3G 收入的 30% 左右 (20-30 亿), 并将匹配补贴周期逐步进入成本。在此假设下, 我们原先预计联通 3G 网络单季度盈利拐点将在 10Q3 左右产生。根据管理层此次的指引来看: 单季度的盈利拐点将难以在今年产生, 预计将推迟到明年。

表 4: 3G 商用使联通成本费用环比上升, 4Q09 或为公司业绩底部

单位 (亿元)	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	1Q10VS4Q09
收入	379.2	384.0	386.1	390.2	404.2	3.6%
网间结算成本	31.0	31.4	32.8	34.4	30.8	-10.3%
折旧及摊销	116.5	117.1	118.2	124.1	131.7	6.1%
网络、营运及支撑成本	48.0	53.0	55.9	60.3	62.3	3.3%
雇员薪酬及福利开支	52.0	53.4	54.7	59.2	57.7	-2.6%
销售费用	46.6	50.0	52.2	61.4	46.5	-24.2%
财务费用	1.8	1.8	2.3	4.5	4.6	4.0%
其他经营费用	79.7	85.9	90.7	110.9	102.9	-7.2%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 5: 预计联通 3G 业务的盈利拐点将推迟至 2011 年

	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10
当月底 3G 累计用户 (万户)	25.0	50.0	102.0	182.1	274.1	359.4	406.4	482.3	568.4	668.4	768.4	878.4	988.4	1098.4	1218.4	1338.4	1458.4
当月 3G 新增用户 (万户)		20.0	52.0	80.1	92.0	85.3	47.0	75.9	86.1	100.0	100.0	110.0	110.0	110.0	120.0	120.0	120.0
当月 3G 收入 (亿元)	0.3	0.4	1.1	2.1	3.4	4.5	5.4	6.3	6.8	8.0	9.3	10.3	11.7	13.0	14.1	15.6	17.1
年度 3G 收入 (亿元)					7.4												122.1
季度 3G 收入 (亿元)		0.7			6.7			16.1			24.2			35.0			46.8
3G 来自联通原有用户比例		25.0%			25.0%			20.0%			20.0%			15.0%			15.0%
年度需抵消部分 (亿元)					1.5												16.3
季度需抵消部分 (亿元)		0.1			1.3			2.6			3.9			4.2			5.6
年度收入增量 (亿元)					5.9												105.9
季度收入增量 (亿元)		0.5			5.4			13.5			20.3			30.8			41.2
年度 ARPU (元)					147.0												125.0

资料来源: 国信证券经济研究所

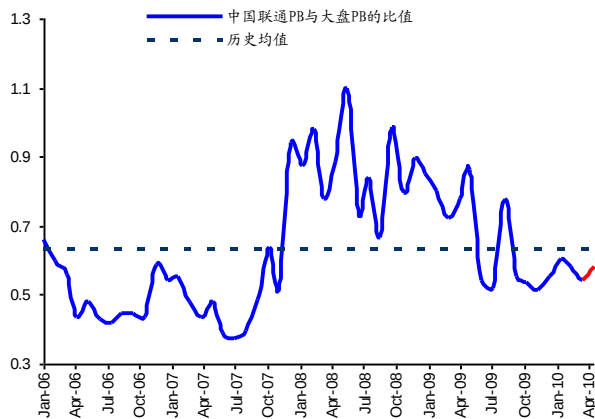
现有股价及市场环境下, 只适合“把握交易性机会”

联通股价虽处历史底部, 但依旧包含了其经营回升和业绩改善的预期。当前联通 PB 仅为 1.5 倍, 但 PE 仍高于 40 倍, 且较港股溢价 50% 左右。由于今年 3G 推广及补贴费用支出计划较高, 3G 业务盈亏平衡难以实现, 我们先前的盈利预测存在一定下行风险。

在当前弱市格局下，事件性、热点性因素较难推升股价。我们依旧认为未来3-4个月联通将“跑平或小幅落后于”大盘，只适合把握阶段性机会。交易性机会的催化因素来自：用户数增长超预期、携号转网进展、推出加装WIFI版本的iPhone。

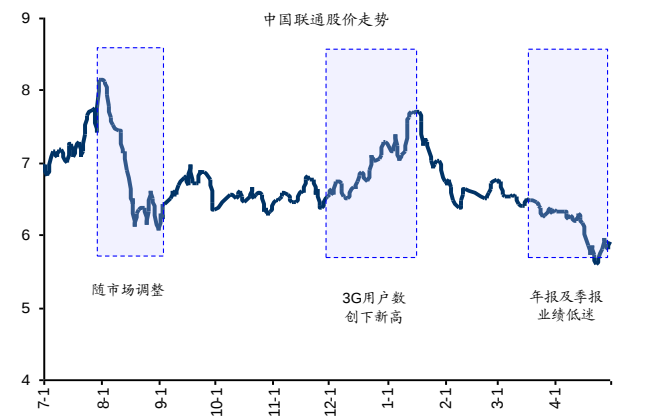
在现在的股价及市场环境下，趋势性机会需盈利增长预期的明确提升。考虑到联通3G网络单季度的盈利拐点将推迟到明年，那么“趋势性机会”判断的合适时间窗口也将至少推迟到今年3季度后。

图 10: 目前联通相对 PB 低于历史均值



资料来源：国信证券经济研究所

图 11: 趋势性改善之前，股价主要受用户数、季度业绩驱动



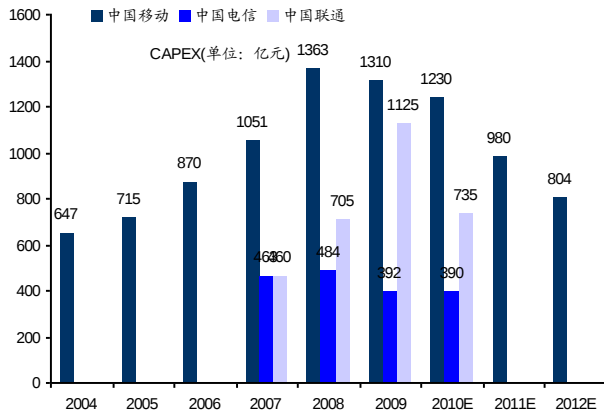
资料来源：国信证券经济研究所

通信设备：警惕行业投资拐点，增持“后 3G、超募者、蓝筹”

警惕行业投资拐点，行业 PE/EPS 均存下行压力

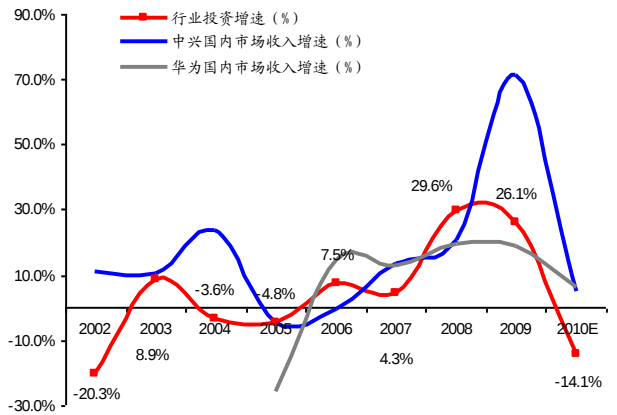
2010 年通信行业投资高位回落趋势确立，海外市场不确定性亦有所增加。08、09 年行业投资增速达到近十年来高点，分别为 29.6%、26.1%。2010 年除中国移动继续进行 TD 四期招标，计划新建基站 10 万个之外，电信联通的投资计划均有大幅缩减，三家合计减少 472 亿元，同比下降 16.7%。设备行业业绩增速与行业固定资产投资密切相关，投资缩减对公司业绩的影响将会逐步显现。

图 12: 2010 年通信行业投资高位回落趋势确立



资料来源: 国信证券经济研究所

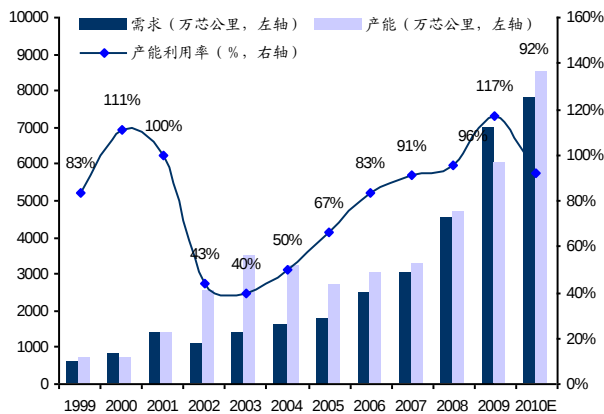
图 13: 中兴华为国内业务表现与行业投资走势吻合



资料来源: 国信证券经济研究所

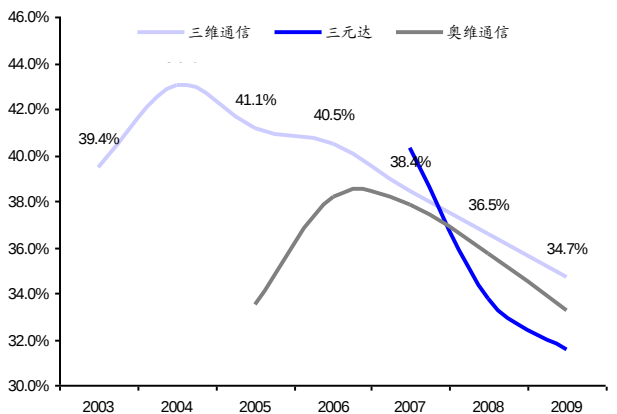
静态来看行业自身增长将面临困难，动态来看行业竞争亦会加剧，集中采购、产能扩张均将抑制企业盈利能力。在主设备领域，TD 四期招标即将开始，且将决定厂商在中移动的中长期市场份额，预计载频报价存在下行压力。在传输线缆领域，去年的行业景气促使业内主要厂商将光纤产能扩张至 8000 万芯公里以上，大于市场 7000 万芯公里左右的需求量，光纤价格下降趋势已现。在配套设备和网络优化领域，运营商集采力度进一步加大，毛利率同样存在下降压力。

图 14: 光纤光缆产能迅速扩张，供求形势发生逆转



资料来源: 国信证券经济研究所

图 15: 集采力度加大使网优设备行业毛利率持续下滑



资料来源: 国信证券经济研究所

目前行业盈利预测和估值水平均处高位，与行业整体跑赢大盘的幅度将会有所收窄。我们覆盖的 15 家公司中，市场对其 10/11 年净利润增速的一致预期平均为 38.7%、30.2%，远高于行业投资增速。受行业投资下滑影响较大的公司，未来可能会出现 EPS/PE 双降的局面。

表 6: 目前行业盈利预测较高, 部分公司可能会出现 EPS/PE 双降的局面

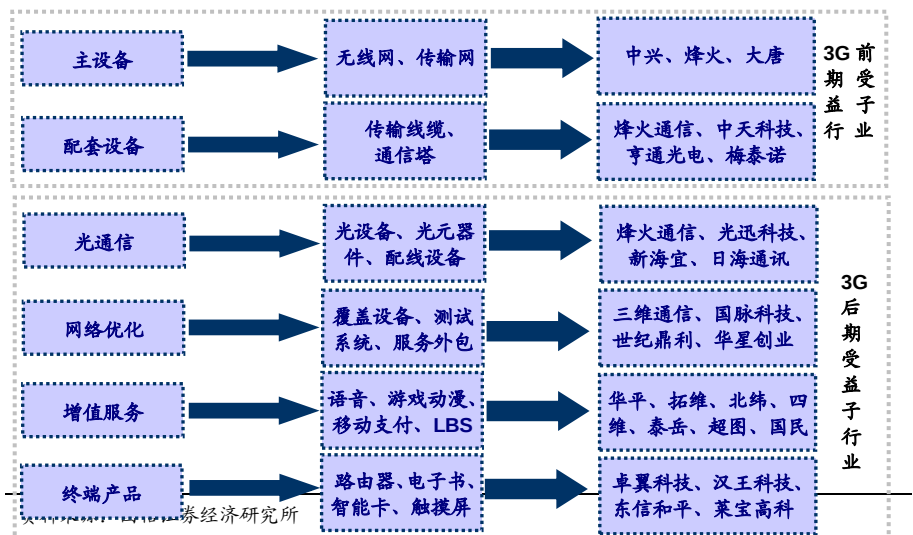
重点覆盖公司	市场一致预期		我们的预测	
	2010 年净利润增速	2011 年净利润增速	2010 年净利润增速	2011 年净利润增速
中兴通讯	37.6%	25.9%	29.9%	20.4%
世纪鼎利	42.5%	37.1%	55.3%	45.8%
中利科技	68.0%	30.5%	76.4%	45.6%
日海通讯	44.1%	35.5%	67.0%	48.0%
三维通信	44.3%	31.2%	46.0%	31.0%
拓维信息	26.8%	32.0%	31.6%	25.0%
北纬通信	31.9%	40.1%	19.8%	30.6%
新海宜	62.6%	32.5%	61.5%	24.8%
烽火通信	41.1%	31.2%	27.9%	25.5%
亨通光电	21.6%	18.4%	19.1%	14.2%
中天科技	17.3%	16.6%	16.7%	12.9%
国脉科技	48.4%	40.0%	25.8%	20.5%
武汉凡谷	27.8%	19.9%	22.7%	20.7%
键桥通讯	42.0%	29.0%	71.0%	24.0%
光迅科技	24.6%	32.6%	24.4%	20.6%
平均	38.7%	30.2%	39.7%	27.3%

资料来源: 国信证券经济研究所

“后 3G、超募者、蓝筹”仍有望持续增长, 推荐三个组合

我们认为行业投资虽然有所缩减, 这会降低设备板块的整体增速, 但部分细分行业仍将受益于投资结构变动及新兴技术发展。具体而言, 我们预计运营商在光通信、网络优化等“后 3G”领域的投资仍将持续增长; 近期部分超募公司有望实现超预期增长; 蓝筹股因估值较低, 也已具备充分吸引力。

图 16: “后 3G”板块有望持续快速增长



组合 1 “后 3G”: 有望持续增长

虽然行业整体投资开始下降, 但是“后 3G”方面的投资仍有望持续增长。其中: 光通信、网络优化、增值服务, 三大子行业尤为突出。(1) 光通信: 步入大规模基础设施建设阶段 (三年投资 1500 亿元)。(2) 网络优化: 3G 持续投资重点,

增长有望持续三年。(3) 增值业务: 动漫游戏、移动支付、移动位置服务 (LBS) 等“增值服务”处于启动前期。

图 17: 光通信、网络优化、增值服务是“后 3G”领域最具增长潜力的子行业

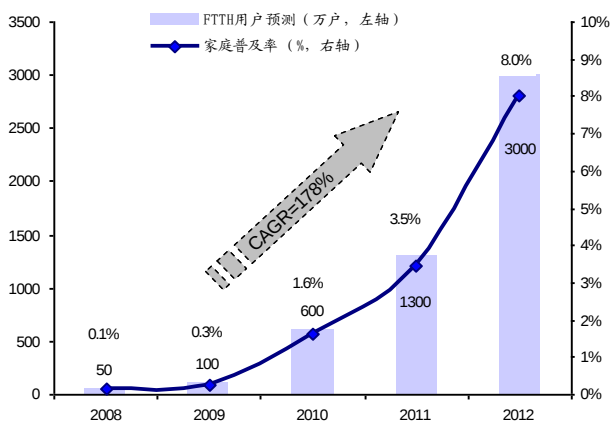


资料来源: 国信证券经济研究所

(1) 光通信: 步入大规模基础设施建设阶段

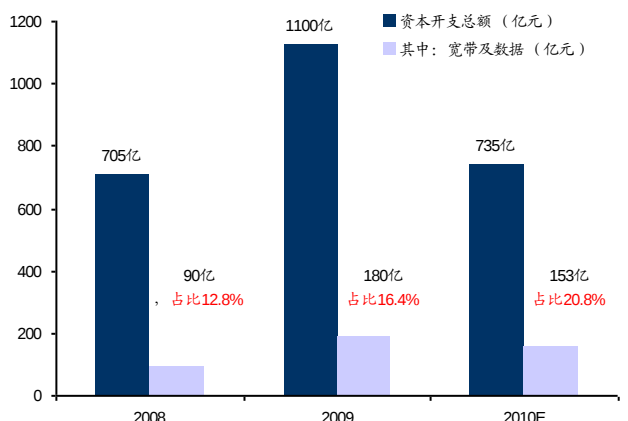
3G、FTTx 等承载的新产品、新应用不断涌现, 通信带宽需求持续提升。通信业功能主体正从语音通话、传统上网向移动互联网、宽带高速接入转型, 现有带宽严重不足。按照国家规划, 未来三年国内宽带网络投资将达 1500 亿元, 运营商因而纷纷加大对光网络的建设力度, 宽带与数据业务资本开支占比稳步提升。电信联通均在加快 FTTH 业务, 京沪两地今年已制定了 100 万户以上的光纤入户目标。

图 18: 光纤入户正进入高速增长阶段



资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 中国联通等运营商对宽带业务的资本支出力度加大



资料来源: 国信证券经济研究所

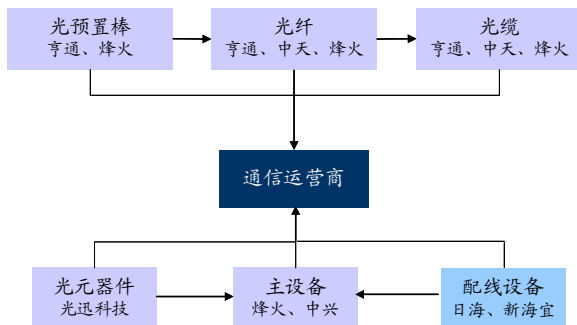
光通信产业链主要包括: 光纤光缆、光器件、光纤物理连接设备。供求关系、企业体制将决定各细分领域不同的受益程度。相对而言我们更为看好光纤物理连接设备子行业。光纤光缆在供给扩张方面存在压力, 光器件则面临国企体制的束缚。

光网络建设正从骨干网、城域网 (汇接局、中心局) 向接入网 (光缆分配箱、光缆终端箱) 转移, “光纤入户”将向“最后一公里”挺进——接入小区、居民楼、家庭。由此产生的连接和分配节点数目将数倍于骨干网和城域网的建设需求, 连接和分配设备占运营商投资的比例将随之提高, 预计其占行业投资的比例将从 2-3%

上升至 5-6%。

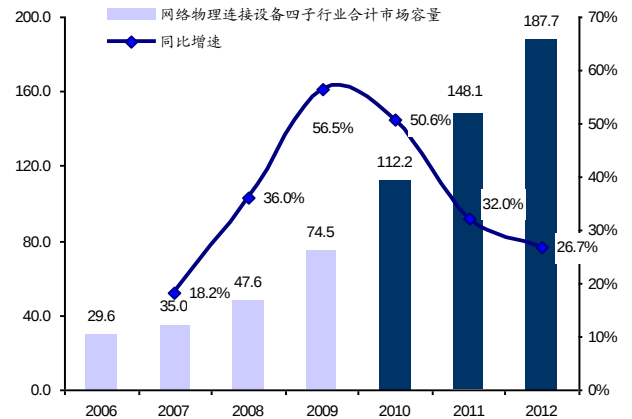
行业的国内市场容量将在未来 3 年实现 30% 以上的年均复合增长率，在 2012 年达到 187.7 亿元。同时，行业集中度较低，业内规模最大厂商的市场占有率尚不足 10%。随着运营商集采力度不断加大，现有领先厂商将获得更大程度倾斜，市场占有率有望稳步提升。重点推荐该行业前两名厂商：日海通讯和新海宜。

图 20：下阶段光通信产业链中的配线设备最为受益



资料来源：国信证券经济研究所

图 21：行业需求有望保持连续高速增长，CAGR 超 30%

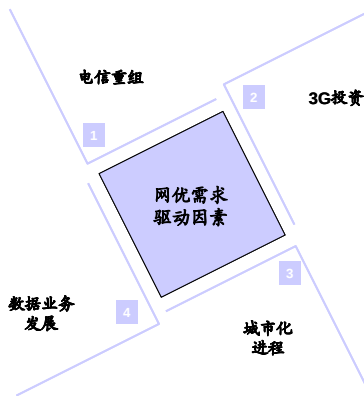


资料来源：国信证券经济研究所

（2）网络优化：3G 持续投资重点，增长有望持续三年

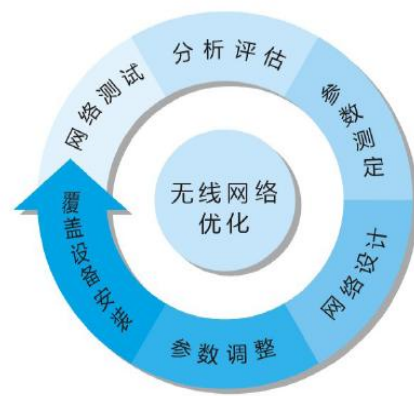
网络优化可以细分为：覆盖设备制造、测试产品开发、优化服务外包三个环节。其中测试产品与服务外包正在逐步升温。由于网优覆盖设备偏向硬件制造，该领域竞争者众多，且运营商集采力度更大，毛利率受到一定抑制，预计该行业在 09 年实现快速增长后，将步入平稳增长阶段。而网优测试和服务外包环节由于服务属性较强，集采力度不大，且市场尚处启动初期，其景气度将稳步上升。

图 22：四大因素驱动网络优化需求快速增长



资料来源：国信证券经济研究所

图 23：网络优化业务流程包括测评、覆盖、运维



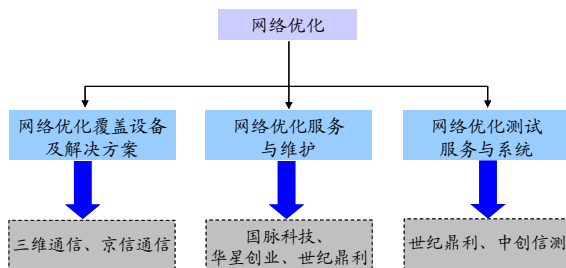
资料来源：国信证券经济研究所

网络运维自 09 年起进入快速增长阶段，因市场较为分散，中小厂商机遇巨大。以该领域最大的厂商中通服为例，尽管其 09 年网络维护收入的增速高达 47.8%，但该项业务收入规模也仅为 34.8 亿元，占比仅 8.8%。由其代维的基站数达 17.5

万个，虽同比增长一倍以上，但占全国基站总数的比例亦不足 20%。由于中通服对中国电信渊源深厚，移动联通占其业务比重较小，第三方服务商面临充足机遇。

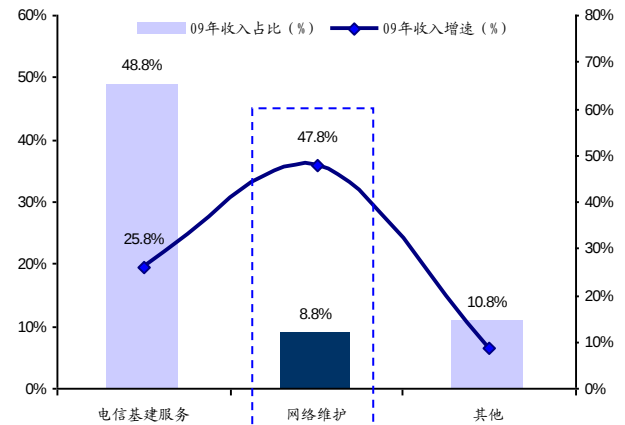
国内网优测试和服务外包行业以中小企业为主，规模普遍偏小，市场高度分散。目前行业企业数在 400 家左右，其中地方性企业在 350 家以上，全国性企业不足 50 家。地方性企业年销售额一般在百万元级别，全国性企业中年销售额过亿的也只有少数几家。看好三维通信等传统厂商，以及世纪鼎利、华星创业等率先登陆资本市场的成长型公司，凭借资本优势扩充产品类别，实施行业并购是其主要驱动力。

图 24：网优测试和服务外包环节正在升温



资料来源：国信证券经济研究所

图 25：中通服 2009 年网络维护收入增速达 47.8%



资料来源：国信证券经济研究所

(3) 增值服务：启动前期，“无线互联网”时代渐行渐近

增值业务具备“长尾效应”，新需求、新应用、新模式将催生众多高成长性的细分行业。目前国内增值服务产品主要由短信、彩铃、WAP 构成，转型升级迫在眉睫。其未来发展的关键在于：在手持终端上实现互联网与 3G 网的无缝融合，也即“无线互联网”的广泛普及。传统互联网已形成众多成熟产品和盈利模式，产品由互联网向 3G 网迁移、针对 3G 网进行适应性改造、或创新式开发将是发展趋势。

图 26：“无线互联网”产品具长尾效应，细分市场空间可观



资料来源：国信证券经济研究所

图 27：移动支付等“无线互联网”产品已逐步成熟

语音增值	华平股份、二六三
移动支付	国民技术、长电科技、东信和平、南天信息
移动位置服务	四维图新、超图软件、合众思壮
语音搜索	恒信移动、科大讯飞
无线阅读	拓维信息、盛大网络、汉王科技、大唐电信
手机游戏、音乐	北纬通信、手中乾坤、空中网、华友世纪、A8
移动 SNS 社区	人人网、开心网
移动即时通讯	神州泰岳、腾讯控股
移动搜索	百度、搜狗
手机浏览器	优视科技

资料来源：国信证券经济研究所

“无线互联网”产品尚处培育和普及期，还未形成成型的产业格局，但爆发增长长期日益临近。目前 3G 产业链仍显薄弱，增长依赖运营商单向推广，而非消费者需求驱动，应用产品匮乏是主要瓶颈所在。中移动已成功运营飞信产品，近期又开

始重点发展移动支付、无线阅读、移动电视三项业务。一旦用户消费习惯形成，终端价格下调到位，各细分行业就将进入规模跃升和盈利收获阶段。

表 7：内容和应用是 3G 业务发展瓶颈所在，运营商正着力推动

发展瓶颈	突破方向	运营商推广措施
3G 数据流量资费偏高	3G 用户规模扩大后有望逐步降低，固网移动融合以提供更好的网络环境	中国电信、中国移动主推 3G+WIFI 模式，中国联通试点推动家庭基站，固网移动融合逐步推进。目前采用 3G 包月模式也能提供充足流量 中国联通将今年终端补贴调高至 30-50 亿元，加大对中低端手机补贴力度
3G 终端品种、款式较少，价格偏高	运营商加大补贴力度，TD 和 CDMA 产业链走向成熟，终端价格进一步下调	中国电信杭州分公司、数源科技、英特尔(中国)联手在杭州推出新一代 3G 手持移动互联网终端设备 MID(口袋电脑) 中国移动已有七款定制 TD 电纸书，分别由汉王、方正文房、华为、大唐移动、大唐电信提供。目前已有 403 款手机和 8 款电纸书支持手机阅读服务
手机屏幕较小、运算能力不足，用户体验较差	大屏幕智能终端成为趋势，Android 等操作系统提供了开放式的开发环境	iPhone、乐 phone 等明星智能终端逐步通过补贴入网形式引入
增值服务产品种类过少，主要由运营商推动，第三方应用开发或服务的盈利模式尚不清晰	通过引入最易实现的移动互联网功能培育用户使用习惯，通过终端标准化及移动广告等形式探索盈利模式	中移动力推 2.4Ghz 技术引导完善移动支付产业链；3 月入股浦发银行介入移动支付核心；5 月手机支付业务正式商用；目前用户已经超过一千万户 中移动在浙江建立手机阅读基地，推手机阅读定制终端，按 6: 4 比例同内容提供商分成。手机阅读价格平均约为传统纸书的 1/10，且免数据流量费 中移动与中广传播签订排他性协议：三年内，只有中国移动 TD 手机终端可以与 CMMB 结合使用，计划发展 500 万用户。6 月推出手机电视互动业务

资料来源：国信证券经济研究所

行业投资标的逐步增多，看好“游戏动漫”、“移动支付”、“位置服务”。我们认为在众多“无线互联网”产品中，易用性、消费者接受度、盈利模式清晰度是判断其业务前景的主要标准。目前阶段，运营商仍然是增值服务的主要推动者，同运营商合作紧密的传统 SP 业务“游戏动漫”，运营商力推的创新业务“移动支付”增长最为明确。另外，主要由终端厂商需求驱动，且上市标的逐步增多的“位置服务”行业亦具备良好前景。

组合 2 “超募者”：有望超预期增长

我们延续前期投资逻辑，认为 IPO 超募者有望确定性、超预期增长。近期 IPO 的通信设备公司普遍超募，部分大幅超募（超募比例在 70%-480%）。目前市场对其增长预期主要基于 IPO 定价时的计划募集资金。我们认为：超募资金将通过四条途径推动超募者实现确定性、超预期增长。1) 扩张现有业务 2) 并购外延扩张 3) 拓展相关领域 4) 改善资产负债。

行业需求景气是实现“超募者超预期增长”的必要条件，日海通讯等超募公司普遍处于需求旺盛、行业集中度较低、有望持续增长的“后 3G”子行业。未来超募者有望凭借其资产大幅提升的优势，以及目前处于低位的基数，实现确定性、超预期的持续增长。过去两年中，三维通信、新海宜就是借助资本市场力量，迅速扩大自身规模，持续提升行业地位的典型代表。

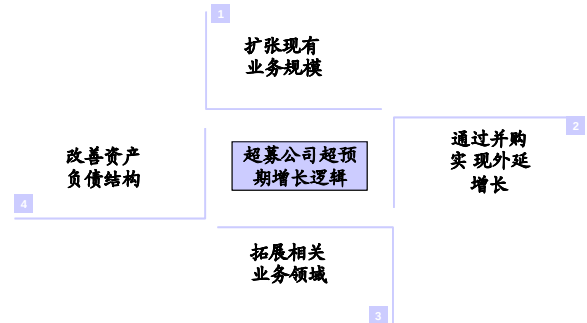
盈利预测上调与外延式扩张将成为超募公司的股价催化剂。我们从 ROE 和收入/净资产的角度定量测算了 7 家超募公司 10/11 年盈利预测，认为其存在较大幅度上调空间。经过近期大幅调整，部分公司估值已经具备吸引力，且从 PB 的角度看，股价尚未过分透支增长预期。我们重点推荐“鼎中海”：日海通讯、世纪鼎利、中利科技。建议关注：键桥通信、华星创业、梅泰诺、神州泰岳。（详见 3/11 深度报告《超募者超预期增长》）

图 28：行业内近期上市公司普遍出现超募

近期上市公司	超募资金（亿元）	超募比例（%）
世纪鼎利	10.19	480%
中利科技	9.07	157%
日海通讯	3.80	158%
键桥通讯	3.38	150%
华星创业	0.79	67%
梅泰诺	4.66	353%
神州泰岳	12.00	239%

资料来源：国信证券经济研究所

图 29：四因素驱动超募者超预期增长



资料来源：国信证券经济研究所

组合 3 “蓝筹”：低估值的吸引力

国内投资放缓、印度禁售事件对中兴形成双重冲击，其股价自高点已回调 30%，我们认为市场反应过于悲观。09 年中兴印度营收 7.5 亿美元，占总营收的 8%。由于印度是除中国外最大的单一国家市场，市场担忧其海外开拓进程严重受阻。但即使考虑最为悲观的情景——10 年印度市场无任何营收，公司收入增速下调幅度最多为 11%。加之印度市场竞争激烈，利润贡献极小，实际盈利降幅更小。

表 8：市场对印度禁售事件反应过于悲观

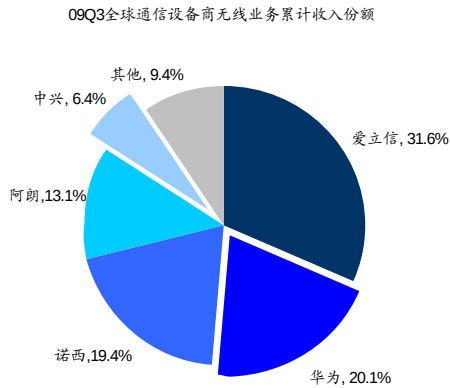
中兴通讯	2008	2009	2010E	2010E（悲观情景）	09VS08	10VS09	10VS09（悲观情景）
收入合计	442.9	602.7	761.8	694.3	36.1%	26.4%	15.2%
国内	174.5	303.8	343.3	343.3	74.1%	13.0%	13.0%
海外	268.4	299.0	418.5	351.0	11.4%	40.0%	17.4%
印度市场	NA	48.2	67.5	0.0	NA	40.0%	-100.0%

资料来源：国信证券经济研究所

磋商谈判、利益交换、妥协让步是贸易战的一般解决途径，近期印度禁售事件已现转机：（1）中兴华为强化本地色彩，同意向印度政府开放设备源代码；（2）中国商务部已介入对印交涉；（3）5 月底印度总统访华或为事件带来转机。此外，印度 3G 竞争激烈同时向十几家运营商发牌，为控制建设成本需要中国设备商的参与。

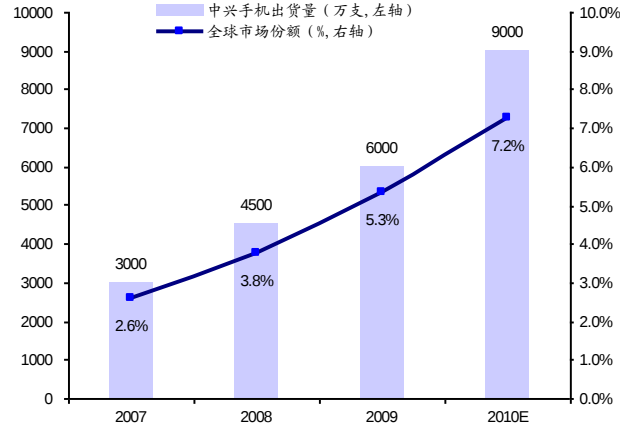
通信行业价值链中上游向新兴国家迁移是必然趋势，中国设备商的国际化进程远未终结。目前中兴全球市场份额在 6% 左右，大市场（新兴国家市场需求旺盛）、新产品（光通信、3G、4G 及终端）、新突破（欧美主流市场从无到有）为其份额持续提升提供了坚实支撑。随着规模日益扩大，中兴增速亦将放缓，但其投资价值也将体现为“稳健增长的蓝筹股”。目前中兴动态 PE 已降至 19.5 倍（08 年最低点时动态 PE 为 13.6 倍），估值具备吸引力。

图 30: 中兴全球市场份额仍有上升空间



资料来源: 国信证券经济研究所

图 31: 中兴通讯终端业务增长迅速, 收入占比 20%以上



资料来源: 国信证券经济研究所

重点推荐公司跟踪与排序

1 “超募组合”: 日海通讯、世纪鼎利、中利科技

表9: 推荐“超募组合”: 日海通讯、世纪鼎利、中利科技

超募组合	推荐理由	最近跟踪及观点
日海通讯	(1) 公司主要为通信运营商、主设备商提供通信网络物理连接设备及服务, 市场份额国内第一 (10%左右)。(2) “通信带宽需求提升”正在成倍增加“物理连接设备”需求。(3) 公司网络 (覆盖全国)、产能 (扩产迅速)、资金 (足以支撑收入 20 亿/年)、战略 (网络与专利并行) 等方面优势明显。(4) 公司以追赶国际同类领先厂商 ADC 为长期志向, 具备“由小变大”良好前景。	(1) 1Q10 收入增长 20.8%, 净利润增长 51.6%, 费用率较快下降。(2) 10 年通信机房、机柜等产品需求旺盛, 公司募投项目建成后产能瓶颈将有所缓解。(3) 预计 10、11 年净利润增速达 66%、49%; EPS 为 1.21 元、1.80 元。
世纪鼎利	(1) 公司是国内网优测试分析系统市场的领先企业, 主营主移动网优测试分析系统和移动网优服务。(2) 网络优化中的“测试产品”与“服务外包”环节明显升温。行业细分程度极高, 鼎利等率先上市的企业有望凭借资本优势实现外延增长。(2) 四因素助推高成长前景: 主业增长、服务外包、新品推出、并购预期。	(1) 1Q10 收入增长 64.6%, 净利润增长 77.7%, EPS0.61 元, 主要因费用率大幅下降。(2) 预计 10、11 年 EPS 分别为 3.20、4.67 元。我们的盈利预测未包含未来外延式扩张的收益增厚。目前公司 PB 为 5 倍, 股价尚未完全透支未来增长预期, 维持“推荐”评级。创业板系统性风险是主要的投资风险。
中利科技	(1) 公司是“阻燃耐火软电缆”细分市场冠军, 该产品是电缆行业蓝海, 毛利率高于行业平均水平, 未来几年需求将持续增长。(2) 公司优势明显: 先发优势、客户特殊、定价机制。(3) 扩产后产能扩张一倍, 主业增长明确。(4) 船用电缆业务加速扩张。	(1) 1Q10 收入增长 68.7%, 净利润增长 86.1%, EPS0.17 元, 因主业需求旺盛, 收购标的并表。(2) 中移动需求稳步增长, 新客户订单将有放量。(3) 超募资金确定用于扩大船用电缆业务, 但铜价近期回调幅度也较大。(3) 10/11 年盈利预测 1.34、1.95 元。

资料来源: 国信证券经济研究所

2 “传统后 3G 组合”：新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信

表10: 推荐“传统后3G组合” 新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信

公司名称	推荐理由	最近跟踪及观点
新海宜	(1) 公司主要为通信运营商、主设备商提供通信网络物理连接设备及服务, 市场份额居国内第二, 仅次于日海通讯。(2) 国内光纤宽带网络建设力度加大, 需求明确, 所处行业供需改善(集中采购深化、行业集中度提升、优势企业份额上升)、体制优秀(民营企业追求持续增长、做大做强愿望强烈), 将先显著受益。	(1) 1Q10 收入增长 32.8%, 净利润增长 54.9%。费用率控制得力抵消了毛利率下滑的影响。(2) 公司后续股价上涨催化因素众多, 增长前景良好, 包括增发扩张、易思博超预期增长、多项新品量产、投资收益逐步体现。(3) 预计净利润 1.52、2.54 亿元(其中投资收益分别为 0.32、0.54 亿元), EPS 分别为 0.65、1.05 元, 维持推荐评级。
三维通信	(1) 网优行业是“后 3G”中增长最明确的子行业之一。(2) “先建网, 后优化”的投资顺序预示目前行业景气处于上升中期。(3) 公司“资金+技术+网络”积累, 驱动新一轮高质量可持续增长。未来有望进入网络优化行业其他细分领域扩大发展空间与增长动力。	(1) 09 年/10Q1 净利润分别增长 36.8%/36.9%, 因集采毛利率有所降低。(2) 公司已收购广州逸信 50.5% 股权, 将借助其技术积累和客户资源进入网优服务领域, 并计划投入 1.28 亿元设立三维通信技术服务有限公司。正逐步进军网优服务市场, 实现业务向“服务领域”转型延伸。(3) 续推荐, 建议逢低买入。
拓维信息	(1) 公司是国内手机动漫第一品牌, 将受益于 3G 增值业务大发展机遇。(2) 公司具备内容优势, 业绩存在较高弹性。(3) 可能逐步受益于国家对动漫产业的政策扶持。	(1) 1Q10 收入增长 14.6%, 净利润增长 1.6%。(2) 10 年 3G 进入普及阶段, 内容应用将成发展主题, 公司有望直接受益。(3) 近期调整幅度较大, 估值低于 A 股同类公司北纬通信, 预计估值收缩余地有限, 建议回调时增持。
北纬通信	(1) 公司为 A 股两只无线互联网概念股之一, 具备“后 3G”特性。(2) 手机游戏业务成长迅速, 有望借助其完善的营销渠道占据领先优势。	(1) 1Q10 收入增长 57.9%, 净利润增长 16.8%。目前仍处业务交替时期, 盈利能力小幅下降。(2) 公司目前估值较高, 但考虑到 10/11 年股权激励计入成本较高压低了当期净利润; 股权激励的行权价为 36 元形成一定的安全边际; A 股增值业务公司的稀缺性, 续“推荐”。

资料来源: 国信证券经济研究所

3 “蓝筹组合”：中兴通讯、中国联通

表11: 推荐“蓝筹组合”：中兴通讯、中国联通

公司名称	推荐理由	最近跟踪及观点
中兴通讯	(1) 10 年国内 CAPEX 虽然预计总体略降, 但中兴市场份额高的部分(3G、传输、手机)方面的投资会有所上升。(2) 国际市场亦将快速增长(期待欧美市场系统突破), 市场份额提升进程仍在持续。	(1) 1Q10 收入增长 13.6%, 净利润增长 39.7%, 主要由终端其它业务驱动。终端、光通信、海外市场表现出色。(2) 近期有关印度限制进口中国信息产品的报道对公司股价形成较大冲击, 我们认为全面限制进口是小概率事件, 但印度市场准入门槛无疑将有所提高。(3) 10 年国内市场仍有望增长, 海外市场值得期待。公司 10/11 年动态 PE 为 20/15 倍, 估值已具吸引力, 建议回调过程中逐步增持。
中国联通	(1) 行业重组与 3G 发牌的重要目标之一就是扶持弱势运营商。(2) 行业重组以来, 三大运营商实力均衡化进程仍处起步阶段。1-3Q09 联通行业收入占比仅为 19.7%, 较 2008 年继续小幅下降, 净利润占比为 8.8%, 仅为中国移动净利润的 1/9 左右, 限强扶弱的重组目标远未实现。(3) 联通目前仅占全国高端用户的 5% 左右, 如果“携号转网”较大力度的执行, 后续潜在新增收入及新增利润的空间巨大。	(1) 1Q10 收入增长 6.5%, 净利润下降 68.3%, 业绩回升幅度略高于此前预期, 主要原因是: 收入环比上升的同时, 营业成本环比小幅下降。(2) 公司节后对 3G 资费进行调整, 包括优化现有套餐的语音和数据搭配; iPhone 降价千元, 入网门槛降至 96 元套餐。我们认为资费下调将促进 3G 用户增长提速。(3) 维持 10、11 年的盈利预测, EPS0.12、0.24 元。目前其 PB 在 1.5 倍左右, 处于历史低位, 下行空间有限。一季报后 3-4 个月的业绩真空期适合把握阶段性机会。催化因素: 月度 3G 用户数超预期、携号转网进展、iPhone 降价及引入 WIFI 版本。

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

运营: 3G 新增用户数, 季度盈利, 大盘股乏力

3G 新增用户数波动中低于预期、市场对今年业绩担忧强于预期, 受累于大盘股整体乏力。

设备: 投资缩减、竞争加剧、业绩预期下调

行业投资缩减幅度超预期、部分子行业供求形势逆转使竞争加剧、受累于大盘股整体乏力、财报公布后业绩预期下调。

通信行业国际估值比较

表12: 通信行业国际设备、运营商估值比较

公司	货币	收盘价 (当地货币)	总市值 (亿美元)	每股净资产 (当地货币)	EPS			PE			PB
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A
中兴通讯-H	HKD	25.10	97.54	6.12	1.38	1.19	1.44	18.2	21.1	17.5	4.1
思科	USD	23.46	1343.23	6.68	1.32	1.60	1.79	17.8	14.7	13.1	3.5
诺基亚	EUR	8.02	375.39	3.53	0.58	0.66	0.83	13.8	12.1	9.7	2.3
爱立信	SEK	78.25	325.45	43.79	3.83	5.31	6.32	20.4	14.7	12.4	1.8
阿尔卡特朗讯	EUR	1.97	57.17	1.66	-0.14	-0.06	0.16	NA	NA	12.7	1.2
摩托罗拉	USD	6.84	158.97	4.23	0.02	0.35	0.52	402.4	19.7	13.3	1.6
设备商平均								17.6	16.5	13.1	2.4
AT&T	USD	24.85	1468.39	17.27	2.12	2.27	2.44	11.7	10.9	10.2	1.4
Verizon	USD	27.96	790.35	14.67	2.41	2.27	2.43	11.6	12.3	11.5	1.9
英国电信	GBP	1.25	140.25	0.69	0.14	0.15	0.17	8.9	8.4	7.5	1.7
沃达丰	GBP	1.30	990.74	1.64	0.14	0.16	0.16	9.3	8.3	8.3	0.8
德国电信	EUR	8.83	481.51	8.34	0.67	0.73	0.76	13.3	12.1	11.7	1.1
法国电信	EUR	15.37	508.97	9.83	1.69	1.75	1.79	9.1	8.8	8.6	1.6
西班牙电信	EUR	15.58	889.28	4.77	1.71	1.78	1.86	9.1	8.8	8.4	3.3
意大利电信	EUR	0.97	223.73	1.35	0.10	0.11	0.12	9.5	8.6	8.1	0.7
NTT	JPY	137400.00	667.19	103966	11659	11922	12022	11.8	11.5	11.4	1.3
KDDI	JPY	423000.00	210.37	413562	58664	52014	57261	7.2	8.1	7.4	1.0
韩国电信	KRW	47050.00	101.56	42757	2667	5597	6234	17.6	8.4	7.5	1.1
SK 电信	KRW	166000.00	110.81	155387	17478	19803	22476	9.5	8.4	7.4	1.1
Singtel	SGD	2.87	324.95	1.29	0.21	0.24	0.25	13.6	11.8	11.3	2.2
运营商平均								10.9	9.7	9.2	1.7

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82130638		崔 嵘	021-60933159		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-66026312		廖 喆	021-60933162		陈建生	0755- 82133766	
			黄学军	021-60933142		岳 鑫	0755- 82133766	
						高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021- 60875167		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		黄海培	021-60933150	
谈 焯	010- 66025229		黄道立	0755- 82133397		陈 玲	0755-82130646	
						杨 森	0755-82133343	
						李筱筠	010-66026326	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010- 66026308		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-66026317		吴美玉	010-66026319	
						祝 彬	0755-82131528	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
陈爱华	0755-82133397		丁 丹	0755- 82139908		严蓓娜	021-60933165	
邱 斌	0755-82130532		陈 栋	021-60933147				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
						谢鸿鹤	0755-82130646	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468		严 平	021-60875165	
谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		段迎晟	0755- 82130761	
邵 达	0755-82132098							
电子元器件			纺织服装			农业		
段迎晟	0755- 82130761		方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82138922		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148							
煤炭			建筑			固定收益		
李 然	010-66026322		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-60933152	
陈 健	010-66022025		李遵庆	0755-82130532		高 宇	0755- 82130876	
苏绍许	021-60933144					侯慧娣	021-60875161	
						张 旭	010-66026340	
						蔺晓熠	021-60933146	
						刘子宁	021-60933145	
指数与产品设计			投资基金			量化投资		
焦 健	0755-82133928		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
王军清	0755-82133297		彭怡萍	0755-82133528		董艺婷	021-60933155	
彭甘霖	0755-82133259		刘舒宇	0755-82133568		戴 军	0755-82133129	
阳 瑾	0755-82133538		康 亢	010-66026337		黄志文	0755-82133928	
周 琦	0755-82133568					秦国文	0755-82133528	
赵学昂	0755-66025232					林晓明	021-60933154	
						赵斯尘	021-60875174	
						程景佳	021-60933166	
						徐左乾	0755-82133090	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	