

行业报告

推荐光通信、网优及服务移动互联网

通信行业

2010年9月6日

——通信行业中期业绩总结

评级：中性

最近52周走势：



相关研究报告：

《网优及工程服务行业深度报告：大空间，新起点》2010-8-24

《移动互联网，百舸争流，百花齐放》2010-3-1

报告作者

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

熊云彩

电话：021-38991500-791

Email: xiongye@glsc.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。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

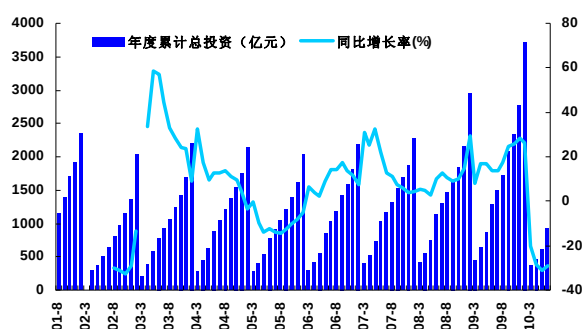
报告要点：

- **用户发展放缓，通信总投资下降。**截至到2010年6月，全国电信用户（含固话、宽带和移动）共12.58亿户，总普及率为92.3%，其中移动用户8.05亿，普及率为60.6%。总用户数同比增长率为9.5%，其中固话衰退，宽带用户增速超过20%，移动用户增速约为15%。由于电信资费下降，电信业务收入总体增长低于用户数增长。同时，与GDP增长相比，电信业务收入增长已低于GDP增速。在经历09年3G大规模建设之后，总投资下降趋势已定。
- **板块估值已与历史均值相当，相对全部A股估值已高出历史均值。**通信板块历史估值均值为35倍，相对整体A股溢价1.5倍，目前板块估值已与历史均值相当；相对全部A股估值，目前已接近2倍，已处于高位。我们给予行业整体中性评级，我们从行业景气度、估值等角度出发，推荐光通信、网优及服务移动互联网子行业。
- **光通信：FTTx+电力光纤。**中国的宽带用户普及率仍较低，FTTx普及率才刚刚起步，目前宽带提速也才刚刚开始，前景远大。另外，电力光纤是新增需求。光通信的景气将得以持续至少三年。
- **网优：业绩确定，转型打开新的空间。**大规模网络建设之后网络优化需求增长更盛，相应的投资和服务需求刺激相关公司业绩增长。在未来的空间方面，运营商转型，由网络运营为中心逐渐转为以客户服务为中心，相应的，其网络运维等业务将逐渐外包，为网优商向服务商转型打开了空间。
- **移动互联网：用户习惯正在形成。**移动互联网是带着体温的全媒体，从已经观察到情况看，用户的习惯正在形成：游戏、视频、阅读、商务、LBS等丰富应用正在逐渐获到用户。
- **强烈推荐北纬通信，推荐日海通讯、三维通信和国脉科技。**

一、结构性增长凸显，光通信、网优、移动互联网增长远超行业中值

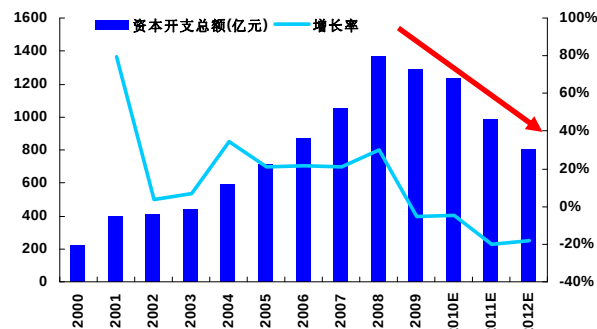
用户发展放缓，通信总投资下降。截至到2010年6月，全国电信用户（含固话、宽带和移动）共12.58亿户，总普及率为92.3%，其中移动用户8.05亿，普及率为60.6%。总用户数同比增长率为9.5%，其中固话衰退，宽带用户增速超过20%，移动用户增速约为15%。由于电信资费下降，电信业务收入总体增长低于用户数增长。同时，与GDP增长相比，电信业务收入增长已低于GDP增速。在经历09年3G大规模建设之后，总投资下降趋势已定。

图表 1：中国电信业总投资在 2009 年已触顶



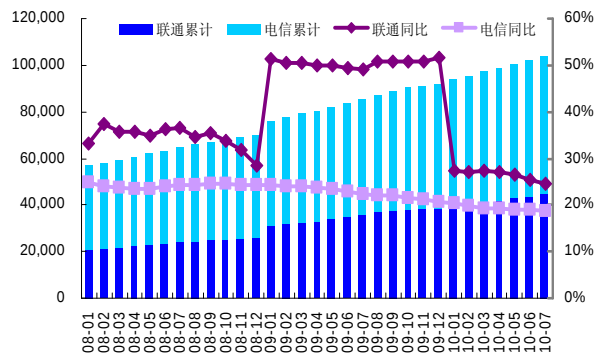
数据来源：工信部，国联证券研究所

图表 2：中国移动资本开支总额在 2008 年已触顶



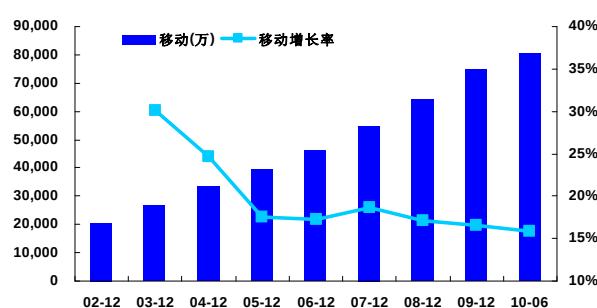
数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：宽带用户持续增长



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 4：移动用户增长已逐渐回归



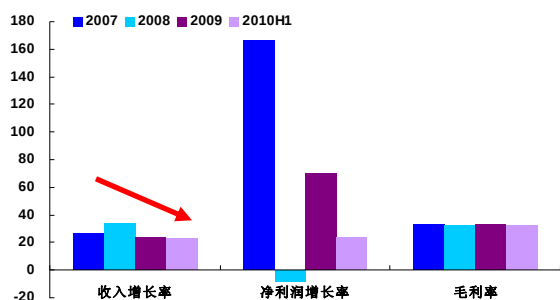
数据来源：工信部，国联证券研究所

行业内公司中报收入增长均值为22.7%，中值为14.2%。2010年上半年，全部通信行业公司（剔除ST）收入增长均值为22.7%，中值为14.2%。其中，光通信类公司除中天科技增长9.7%以外，其他均增长超过25%；网络优化类公司收入增长均在30%以上；移动互联网公司北纬通信增长59.8%；设备生产和销售为主的公司增长低于行业均值，其中中兴通讯增长10.9%，配套厂商武汉凡

谷收入衰退34.0%。与后台运行（OSS/BSS、系统信令监测等）相关的亿阳信通、中创信测收入与同期持平。

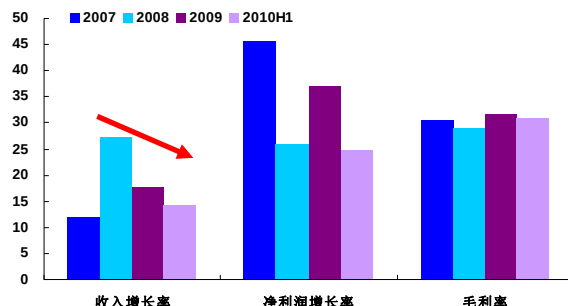
毛利率保持，净利润增速下滑。行业内公司2010年中报毛利率水平保持30%以上，与往年持平。由于整体收入增长影响，净利润增长较往年出现下滑，均值和中值分别为23.6%和24.9%。

图表 5：成长性与盈利能力对比（均值）



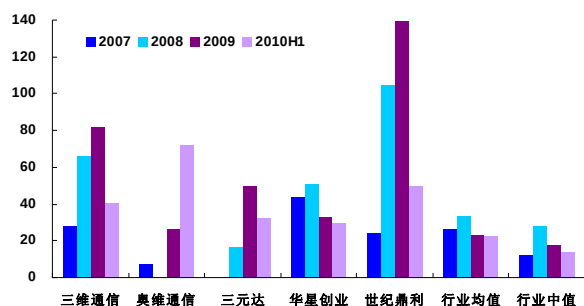
数据来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：成长性与盈利能力对比（中值）



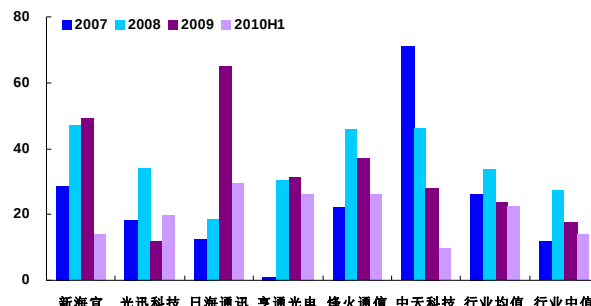
数据来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：网优增长高于行业增长



数据来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：光通信增长高于行业增长



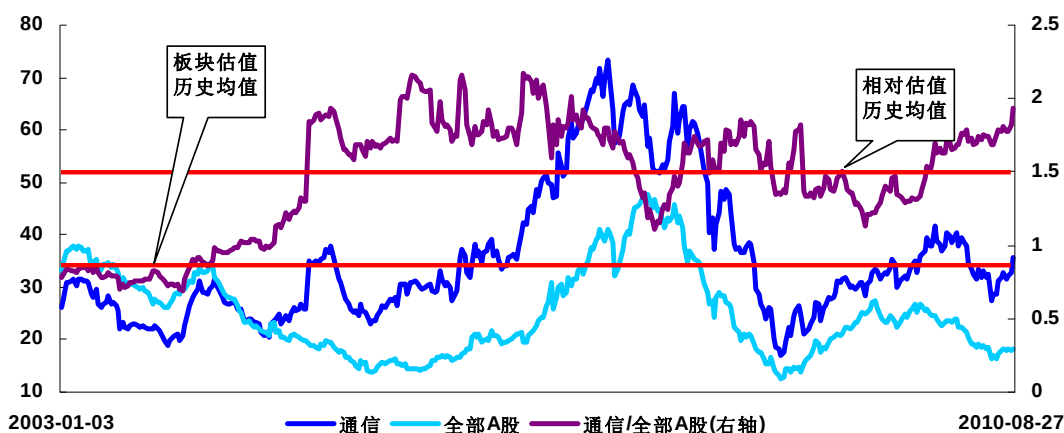
数据来源：Wind，国联证券研究所

二、估值已与历史均值相当，细分行业中找低估值个股

板块估值已与历史均值相当，相对全部A股估值已高出历史均值。通信板块历史估值均值为35倍，相对整体A股溢价1.5倍，目前板块估值已与历史均值相当；相对全部A股估值，目前已接近2倍，已处于高位。

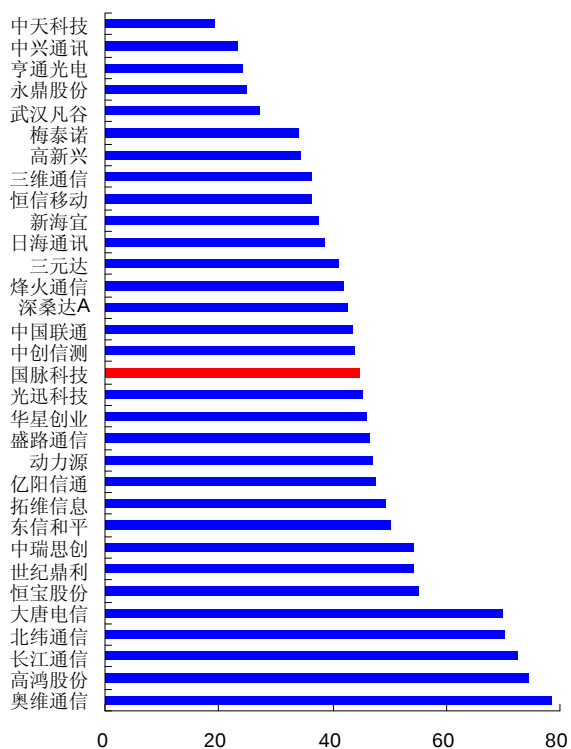
光通信与网优兼具成长性和估值优势。分别从2010年和2011年动态PE来统计，以网络运维为主的国脉科技一直位于行业中值地位，低于其估值的以光通信、网优为主，主要原因在于该两细分行业的高增长。并且，在可见的两三年内，由于下游需求的旺盛，光通信与网优细分行业仍将能保持快速增长。

图表 9: 整体估值与历史均值相当, 相对估值高于历史均值



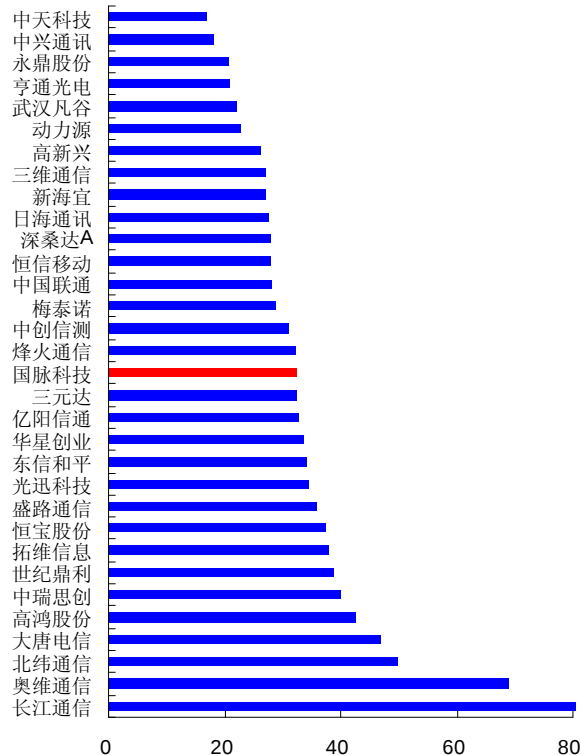
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 2010 年动态 PE 中值 44 倍



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 2011 年动态 PE 中值 32 倍



数据来源: Wind, 国联证券研究所

三、推荐光通信+网优+移动互联网

光通信: FTTx+电力光纤。中国的宽带用户普及率仍较低, FTTx普及率才刚刚起步, 目前宽带提速也才刚刚开始, 前景远大。另外, 电力光纤是新增需求。光通信的景气将得以持续至少三年。

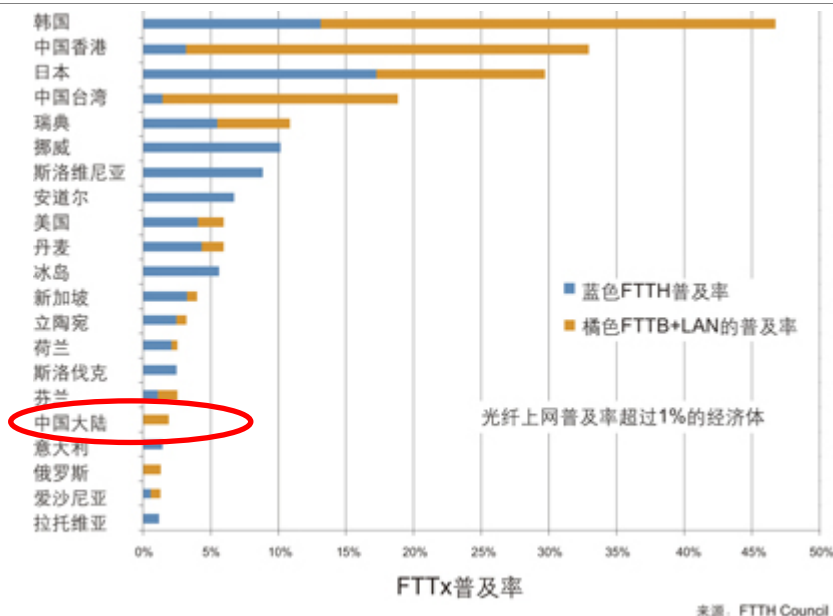
网优：业绩确定，转型打开新的空间。大规模网络建设之后网络优化需求增长更盛，相应的投资和服务需求刺激相关公司业绩增长。在未来的空间方面，运营商转型，由网络运营为中心逐渐转为以客户服务为中心，相应的，其网络运维等业务将逐渐外包，为网优商向服务商转型打开了空间。

移动互联网：用户习惯正在形成。移动互联网是带着体温的全媒体，从已经观察到情况看，用户的习惯正在形成：游戏、视频、阅读、商务、LBS等丰富应用正在逐渐获到用户。

3.1. 光通信：推荐日海通讯

FTTx在中国才刚刚起步。FTTx是理想的宽带接入方式，随着人们对宽带业务需求的不断增长，光纤接入技术的进一步成熟和建设成本的不断降低，FTTx越来越被电信运营商看好，被用户所接受。据In-Sta预测，到2012年时，预计全球FTTX用户数将达到1.16亿，五年年均增长率为14.6%。由于FTTx在中国的推广要较西方国家更便利（土地所有制因素），中国的FTTx用户增长率要远高于全球平均增长，我们预计在20%以上。

图 12：全球光纤接入家庭渗透率在中国才刚刚起步 2009.6



数据来源：FTTH 协会 国联证券研究所

日海通讯——最大程度受益FTTx，业绩增长确定（推荐）

最大的网络连接设备供应商，主要应用在光分配环节。公司主要产品为MDF&DDF、ODF、户外机房和户外机柜等四类产品，主要产品市场占有率

都在行业前两位。据公司招股书，网络连接设备2009年市场规模为74.5亿元，到2012年市场规模将增长到187.7亿元，三年CAGR为36.1%。公司员工2009年底的约为1200人，预计到年底可达2000人。

市场参与者分区域间接竞争。通信连接设备供应商虽然较多，但各自优势市场区域相对稳定。公司的优势区域位于华南、华中和西南地区（优势区域收入占比约为77%）。

增长确定，给予“推荐”评级。我们预计公司2010-2012年收入分别为9.29亿元、13.67亿元和18.76亿元，每股收益分别为1.07元、1.54元和2.10元。鉴于公司增长的确定性，给予“推荐”评级。

3.2. 网优及服务：推荐三维通信、国脉科技

供应商随运营商转型，由过去主要提供设备逐渐转为提供服务。在通信基础设施缺乏时期，大规模通信建设是首要任务，供应商主要供应的也就是设备（“机柜”）和工程交付。当前，随着通信行业的发展，网络运营重要性提高，供应商开始提供运维外包服务。未来，运营商将逐渐向品牌运营过渡，供应商提供的业务也将逐渐转为应用的提供、客户关系管理解决方案提供……当前正处于运维外包发展的阶段。

看好往服务转型的三维通信，看好主业就是技术服务的国脉科技。我们通过业务对比分析、主要客户对象、全国业务开拓和技术服务业务占收入比等几个关键指标对比分析，得出综合排名结果（详见下图）。由于行业领头的京信在香港上市，虹信尚未上市，国人在NASDAQ上市，在A股可选标的分别是三维通信、三元达、奥维通信、国脉科技、世纪鼎利和华星创业。通过综合对比并结合估值与成长性，我们推荐三维通信和国脉科技。（详见《网优及工程服务行业深度报告：大空间，新起点》国联证券 2010-8-24）

3.3. 移动互联网：强烈推荐北纬通信

2009年中国移动互联网市场规模将达到147.8 亿，同比增长25.8%，2012年，市场规模将达413亿元，三年复合增长率超过40%。

移动互联网是开放的网络，应用为王，运营商地位弱化。iPhone 用户因为iPhone 而选择 AT&T（因 iPhone 应用超过 10 万个），腾讯用户无论使用哪个运营商的网络都可以使用腾讯提供的丰富应用。未来，网络质量差异将变得难以区分，不再是用户选网的决定性因素，基础网络透明后，应用的丰富程

度是决定用户选择的关键因素，运营商主导地位可能会被边缘化。

强烈推荐北纬通信：移动互联网领袖企业，前景远大。我们看好移动互联网整个行业的发展，在标的上看好北纬通信，主要理由如下：**1）**3G用户增长和智能手机逐渐普及，移动互联网大势看好；**2）**公司在移动互联网业务布局较为完善，除了传统的短信、彩铃、彩信等业务较为平稳外，新业务手机游戏、手机视频增长迅速，且布局LBS（基于位置的服务）和手机阅读等新业务，尽享移动互联网发展成果；**3）**公司全资子公司永辉创投所投资公司业绩较好，部分进入收获期，特别是杭州掌盟；**4）**南京移动互联网产业园为公司未来发展建立新的“行营”，可以充分享受创业孵化器收益；**5）**公司股权激励行权价36元为公司股价提供一定安全边际。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。