

马嵌琦

执业证书编号: S0730208100074

021-50585908 maqq@ccnew.com

发布日期 2010年11月25日

## 移动互联网时代即将来临

——通信行业 2011 年投资策略

## 研究报告—行业策略

同步大市（维持）

### 盈利预测和投资评级

| 公司简称 | 2010EPS | 2011EPS | 2010PE | 评级 |
|------|---------|---------|--------|----|
| 中兴通讯 | 1.08    | 1.36    | 23.56  | 增持 |
| 北纬通信 | 0.59    | 0.83    | 72.86  | 增持 |
| 新海宜  | 0.55    | 0.78    | 38.45  | 增持 |
| 光迅科技 | 0.83    | 1.13    | 44.71  | 增持 |
| 神州泰岳 | 1.10    | 1.53    | 62.07  | 增持 |
| 华胜天成 | 0.42    | 0.56    | 47.29  | 增持 |
| 恒宝股份 | 0.36    | 0.60    | 52.50  | 买入 |
| 世纪鼎利 | 1.65    | 2.31    | 43.12  | 增持 |
| 天音控股 | 0.50    | 0.62    | 28.96  | 增持 |
| 日海通讯 | 1.04    | 1.46    | 46.83  | 增持 |

收盘价日期为 2010 年 11 月 12 日

### 通信行业相对沪深 300 指数表现



### 相关研究

通信行业 2010 年下半年投资策略: 行业景气拐点初现, 3G 应用有望爆发.....10 年 5 月 25 日

通信业 2010 年投资策略: 宽带—挖掘通信行业下一桶金矿.....09 年 11 月 6 日

2009 年 4 季度投资策略: 2G、3G 共存, 行业步入长期增长阶段.....09 年 9 月 11 日

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50585908

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

### 报告关键要素:

通信行业进入后 3G 高投入低增长阶段, 行业投资逐年下降, 设备行业从景气度高点回落。行业关注焦点从 3G 转向移动互联网、移动和固定宽带建设、物联网等新兴应用。移动互联网时代即将来临。

### 投资要点:

- **通信行业稳健复苏, 行业未来看数据业务。**后 3G 时代行业进入高投入低增长时期, 随着移动用户渗透率逐步饱和, 行业将从语音时代向数据时代转变。
- **运营商格局发生细微变化, 设备商从景气度高点回落。**3G 商用之后, 中国移动领先优势出现削弱极限, 特别在 3G 用户方面已形成三分天下局势。设备商国内业务将随电信投资减少而增速放缓, 海外业务面临全球投资缓慢复苏和贸易壁垒双重影响, 国内设备商追赶海外设备巨头步伐放缓。
- **全球移动互联网蓬勃发展。**移动互联网具有实时接入、身份认证和定位服务等功能, 是传统互联网无法比拟的。09 年全球数据流量已超过语音流量。未来数据流量仍将保持 130% 的增长。移动互联网是语音业务过渡到数据业务最佳的载体。
- **中国移动互联网时代即将来临。**中国具有网络、终端和庞大用户的先天优势, 移动互联网用户已进入快速增长期, 但应用仍是处女地, 未来行业收入有望年均增长 100%。
- **移动互联网投资机会。**应用服务领域是创新源头, 也是巨人孵化器, 相关增值业务提供商具有爆发式增长机会; 终端领域由于 3G 换机、智能手机升级、海外需求等将出现较快增长。
- **维持“同步大市”的投资评级。**给予运营商“同步大市”评级: 2011 年 3G 仍无法实现盈利, 而投入和竞争仍将加剧, 收入增速放缓。给予设备供应商“同步大市”评级: 国内及海外投资放缓, 但移动互联网增值业务、终端、宽带和无线宽带、测试等细分行业具有较好的投资机会。
- **风险提示:**运营商资费仍有下调空间; 3G 用户发展缓慢; 运营商资费仍有下调空间; 海外市场增长放缓和贸易保护抬头; 汇率波动、人民币升值增加经营风险。

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 2010 年通信行业—稳健复苏，期待转型 .....   | 4  |
| 1.1 通信行业稳健复苏 .....              | 4  |
| 1.2 运营商—展开应用和产业链的竞争 .....       | 5  |
| 1.3 设备供应商—从景气度高点回落 .....        | 8  |
| 2. 2011 年趋势展望—移动互联网时代即将来临 ..... | 12 |
| 2.1 移动互联网—万事俱备，处于爆发前夜 .....     | 12 |
| 2.2 海外移动互联网蓬勃发展 .....           | 14 |
| 2.3 我国移动互联网发展情况 .....           | 16 |
| 2.4 移动互联网投资机会 .....             | 20 |
| 3. 2011 年投资策略 .....             | 22 |
| 3.1 运营商—同步大市 .....              | 22 |
| 3.2 通信设备行业—同步大市 .....           | 23 |
| 4. 相对估值比较 .....                 | 24 |
| 4.1 相对估值比较 .....                | 24 |
| 4.2 相对估值横向比较 .....              | 25 |
| 5. 行业风险提示 .....                 | 26 |
| 5.1 运营商 .....                   | 26 |
| 5.2 通信设备行业 .....                | 26 |
| 6. 重点上市公司 .....                 | 26 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 2010 年三季度三大运营商经营情况 ..... | 7  |
| 表 2: 重点公司估值分析表 .....          | 25 |
| 表 3: 全球通信设备和运营商估值分析表 .....    | 26 |
| 图 1: 通信收入和价格水平变化情况 .....      | 4  |
| 图 2: 通信行业固定资产投资情况 .....       | 4  |
| 图 3: 固话、移动、宽带用户增长情况 .....     | 5  |
| 图 4: 固话及移动普及率情况 .....         | 5  |
| 图 5: 三大运营商历年收入增长情况 .....      | 6  |
| 图 6: 三大运营商历年净利润增长情况 .....     | 6  |
| 图 7: 三大运营商移动用户增长情况 .....      | 6  |
| 图 8: 运营商净增用户占比情况 .....        | 6  |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 9: 通信设备各子行业收入及增长情况 .....          | 8  |
| 图 10: 通信设备各子行业利润及增长情况 .....         | 8  |
| 图 11: 通信固定资产投资增长情况 .....            | 9  |
| 图 12: 移动基站产量增长情况 .....              | 9  |
| 图 13: TD 前三期网络市场分额 .....            | 9  |
| 图 14: TD 第四期网络市场份额 .....            | 9  |
| 图 15: CDMA2000 EV-DO 网络市场分额 .....   | 10 |
| 图 16: WCDMA 网络市场份额 .....            | 10 |
| 图 17: 全球电信运营收入和全球 GDP 增长情况 .....    | 10 |
| 图 18: 全球电信固定资产投资情况 .....            | 10 |
| 图 19: 全球设备商收入增长情况 .....             | 11 |
| 图 20: 全球设备商净利润增长情况 .....            | 11 |
| 图 21: 中国手机和智能手机销量情况 .....           | 13 |
| 图 22: 近期中国平板电脑累计销量 .....            | 13 |
| 图 23: 中国网民和手机网民增长情况 .....           | 13 |
| 图 24: 2010 年上半年全球互联网渗透率情况 .....     | 13 |
| 图 25: 中国互联网经济规模及增长情况 .....          | 14 |
| 图 26: 中国互联网经济规模占 GDP 比重 .....       | 14 |
| 图 27: 美国移动互联网收入和用户增长情况 .....        | 14 |
| 图 28: 日本移动及移动互联网用户情况 .....          | 14 |
| 图 29: 日本 3G、移动互联网用户和占比情况 .....      | 15 |
| 图 30: 09Q3 美国 3G、移动互联网渗透 .....      | 15 |
| 图 31: 美国 2G 升级 3G 数据服务消费情况 .....    | 16 |
| 图 32: 美国 3G、iPhone 用户数据服务使用情况 ..... | 16 |
| 图 33: 中国移动互联网活跃用户数 .....            | 17 |
| 图 34: 中国移动互联网市场收入 .....             | 17 |
| 图 35: 中国移动 GPRS 流量费增长情况 .....       | 17 |
| 图 36: 上海联通 3G 总流量 .....             | 17 |
| 图 37: 中国传统和移动互联网规模增长情况 .....        | 18 |
| 图 38: 中国传统和移动互联网用户增长情况 .....        | 18 |
| 图 39: 全球移动数据流量增长情况 .....            | 19 |
| 图 40: 日本及全球移动互联网每年每户收入情况 .....      | 19 |
| 图 41: 10Q3 中国移动互联网细分行业收入构成 .....    | 19 |
| 图 42: 中国移动互联网各细分行业收入情况 .....        | 19 |
| 图 43: 中国移动互联网各行业收入环比增长率 .....       | 20 |
| 图 44: 移动互联网各细分行业收入同比增长率 .....       | 20 |
| 图 45: 移动互联网产业链以及相关企业情况 .....        | 20 |
| 图 46: 全球主要移动设备增长情况 .....            | 21 |
| 图 47: 中国主要移动设备增长情况 .....            | 21 |
| 图 48: 日本三大社交网月度访问量情况 .....          | 22 |
| 图 49: 日本移动支付市场规模情况 .....            | 22 |
| 图 50: 05 年至今通信设备行业估值情况 .....        | 24 |
| 图 51: 通信设备市盈率相对比较 .....             | 24 |
| 图 52: 2010 年各板块动态市盈率情况 .....        | 24 |
| 图 53: 2010 年各板块涨跌幅情况 .....          | 24 |

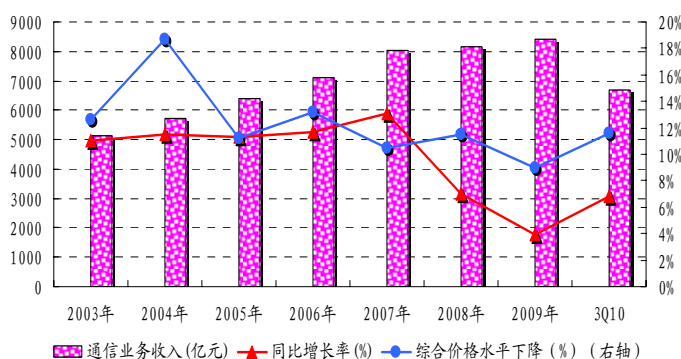
## 1. 2010年通信行业—稳健复苏，期待转型

### 1.1 通信行业稳健复苏

行业稳健复苏，但仍未恢复至危机前水平。2010年前三季度通信行业收入达到8424.3亿元，同比增长6.8%。其中，移动通信收入累计完成4651亿元，同比增长12%，移动收入占比从09年的66.4%上升到69.7%。从收入情况来看，虽然收入增速已明显高于09年的3.9%，出现了稳健复苏的局面，但仍未恢复到金融危机前11%的平均增速水平，而且随着综合价格水平的持续走低和3G导入期的延长，收入增速缓慢增长将成为常态。截止三季度全国电话用户总数达到11.3亿户，其中固话用户累计达到3亿户，减少1246.2万户，移动用户累计达到8.3亿户，净增8608.7万户，移动用户占比从09年底的70.43%上升到73.4%。此外，前三季度累计固定资产投资1791.6亿元，同比下降13.8%，创下了02年固定资产增速的新低，主要是受09年三大运营商为抢占3G先机而大规模投资3G网络的影响，我们预计2011年固定资产投资仍将会出现15-18%的下降，但其后年度固定资产投资将稳定在2500亿元左右。

图 1：通信收入和价格水平变化情况

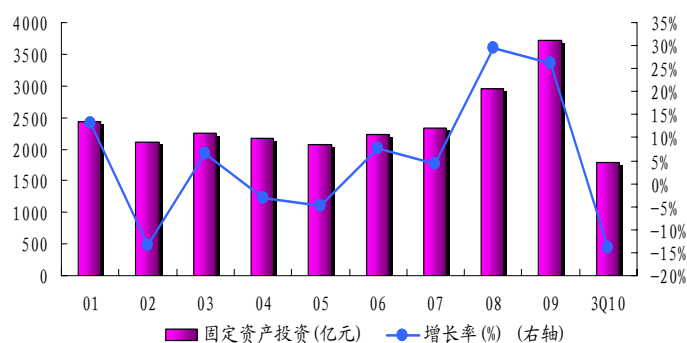
单位：亿元/%



数据来源：工信部、中原证券

图 2：通信行业固定资产投资情况

单位：亿元/%



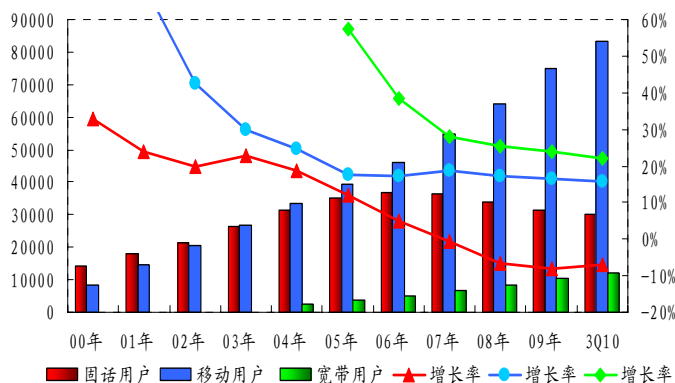
数据来源：工信部、中原证券

在3G建设方面，截至9月，3G基站规模达到54.2万个，其中TD基站达20万个，3G网络已覆盖全国大部分地市、县城和部分重点乡镇。3G用户发展仍低于预期，目前3G用户达到3499万户，年内新增3G用户2358万户，月平均新增262万户，占移动用户比例仅达到4.2%，且其中有相当一部分数据卡、无线市话用户，3G进网终端已达881款。3G应用的匮乏、用户习惯的培养仍然需要一个较长时间来改善。

目前通信行业一方面面临增收乏力，而另一方面则面临着长期降低资费和3G缓慢发展的局面。通信行业发展已面临转型的关键时期，由于移动普及率的提高，移动用户增长的速度将逐年放缓，在手机下乡之后已经难有大规模的用户增长的空间。未来通信行业发展轨迹将逐步从语音业务向数据业务的综合信息服务转型，并通过业务融合从封闭式向开放式转变。

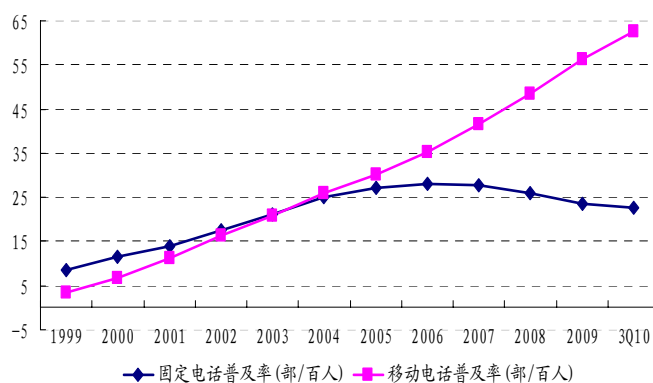
未来呈现在我们面前的通信世界将是一个奥巴马竞选时所说的一个“change”世界，将是一个不断改变不断推陈出新的通信世界。

图 3：固话、移动、宽带用户增长情况 单位：万户/%



数据来源：工信部、中原证券

图 4：固话及移动普及率情况 单位：部/百人



数据来源：工信部、中原证券

我们认为这个改变将来自基于高速移动网络的精彩纷呈的各种应用，虽然目前市场视线已经离开了3G建设，且3G初期用户增长并不尽如人意，但是我们却发现现在市场谈论更多的则是移动互联网、物联网、移动支付、云计算等丰富多彩的应用，因为不论从我国还是从全球市场来看，全球67亿人口有50亿移动用户，电信行业指望再通过用户增长来拉动收入已是望梅止渴。因此，全球电信行业都把目光从语音业务转向了数据业务，仅以物联网为例，全球仅67亿人口，而全球仅机器和传感器就超过100亿，把庞大的市场转化成数据流，再把数据流转化成运营商的现金流，则成为全球电信乃至IT行业都不惜投入重金开发和深度挖掘的处女地。

此外，通信行业即将迎来第十二个五年规划，未来通信行业将通过深化“两化”融合加快经济发展方式转变和产业结构升级。“十二五”期间我国将加快光纤宽带网络、下一代互联网和新一代移动通信基础设施建设，基本建成宽带、融合、泛在、安全的新一代通信基础设施，推进三网融合，信息网络产业经济不断壮大。普遍服务内容逐步从语音业务扩展到互联网业务，基本实现村村通宽带。此外“十二五”期间行业还将加大节能减排的力度，积极引导推广分布式基站、通信网络IP化，基站标准化模块等等一系列新的技术、新的工艺，促进行业能源使用效率的提高。

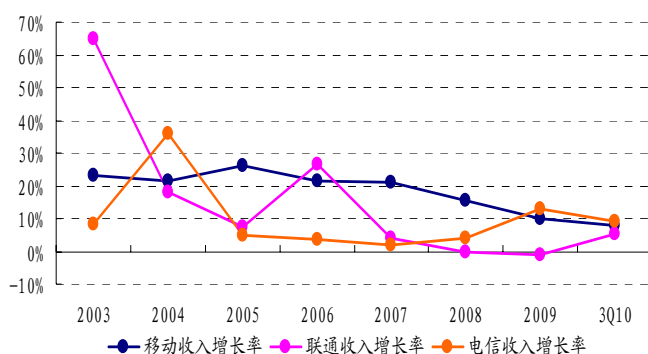
## 1.2 运营商—展开应用和产业链的竞争

运营商收入增速放缓，盈利能力略有回升。从三大运营商三季报业绩情况来看，三大运营商除中国联通外，收入增速都明显下滑，而净利润增速则较09年有明显上升，运营商业绩情况基本反映了后3G时期的现状。净利润增长较去年同期有明显上升，这一方面是由于去年同期受危机和3G建网影响净利润出现较大下滑，导致基数相对较低，另一方面增值业务和宽带业务的增长，在某些方面弥补了固网业务下滑和3G发展不尽如人意的缺

憾。但是由于3G业务发展远低于预期，且目前运营商仍难找到如短信这样的杀手级应用，运营商中长期盈利能力将受到一定程度的影响。而运营商业绩的例外来自于中国联通，一方面公司收入增长9%领跑三大运营商，而另一方面净利润仅10.66亿元，同比下滑了73.8%，这其中3G折旧和摊销较去年增加了53.5亿元，网络、营运成本增加21.9亿元，3G补贴支出达29.9亿元。折旧、摊销、补贴拉低运营商业绩从市场的担忧变成现实，表面来看中国联通业绩低于预期，但我们认为目前已经是联通最差的时期，由于公司第三季度增长最快的是3G补贴，达到18.2亿元，占全年的61%，主要是5月份后公司加大了iPhone手机的补贴力度，以及加快引进了iPhone4手机，导致联通iPhone销售预定超过60万台，国庆期间也出现千米长队、武警保卫等场面。虽然短期来看用户补贴对联通业绩产生负面影响，而长期来看，1-2年后3G用户增长达到一定的盈亏平衡点，且联通如能在3G圈地运动中领跑，将使公司在未来3G竞争中占据较为有利的地位。海外市场3G初期高补贴也是常态，我们更关注的是补贴的质量。可以预见的是，由于联通补贴的iPhone客户大多属于高端客户，因此未来增值业务收入的能力也更高（目前联通3G用户ARPU值129.8是2G 43.5的2.98倍），将有助于打破中国移动垄断80%高端客户的局面，对公司未来3G业务发展具有非常重要的意义。而且未来24个月补贴到期后，用户续约则将明显增强公司未来的盈利能力。

图 5：三大运营商历年收入增长情况

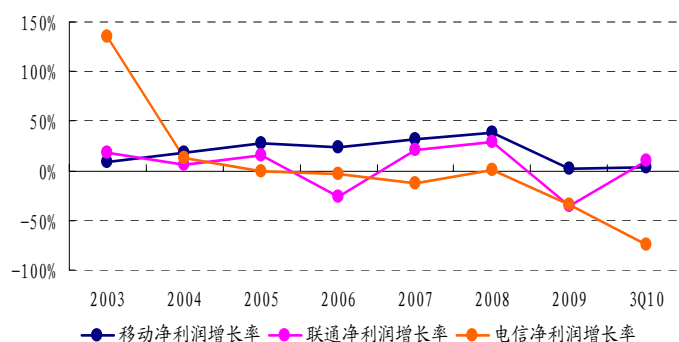
单位：%



数据来源：公司公告、中原证券

图 6：三大运营商历年净利润增长情况

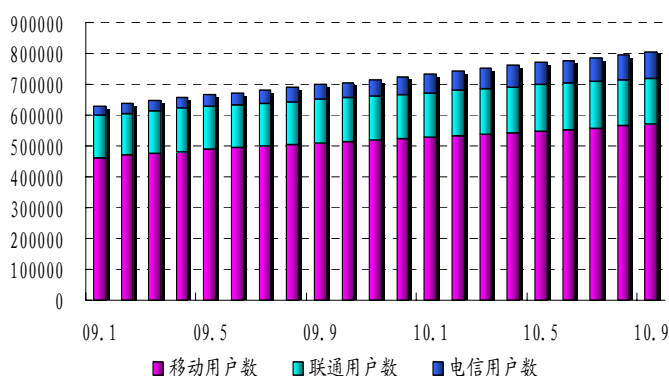
单位：%



数据来源：公司公告、中原证券

图 7：三大运营商移动用户增长情况

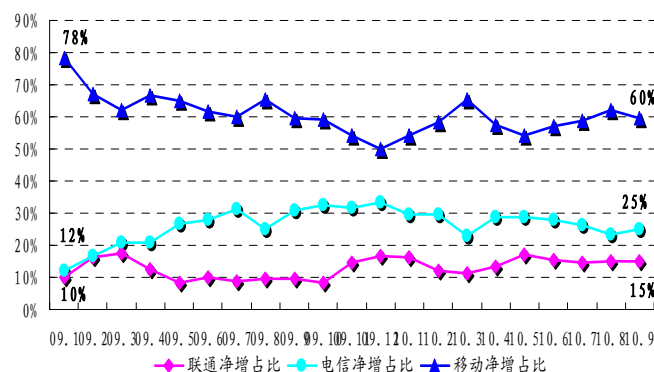
单位：%



数据来源：公司公告、中原证券

图 8：运营商净增用户占比情况

单位：%



数据来源：公司公告、中原证券

在3G正式商用后，三大运营商格局出现了微妙的变化，虽然中国移动在收入占比、利润占比、移动用户占比中分别达到54.7%、86.5%、70.8%仍然稳居三大运营商之首，但这三项数据都出现了小幅的下降，表明中国移动的领先优势处于缓慢削弱的趋势下。此外，从3G用户的情况来看，三大运营商已初步形成三分天下的格局，基本形成了4: 3: 3的用户格局，且从用户发展质量来看，中国联通占有一定的优势，而中国移动和中国电信3G用户中仍有相当一部分无线市话和数据卡用户。

**表 1: 2010 年三季度三大运营商经营情况**

单位: 亿元/%/百万户

|            | 中国移动                     | 中国电信                    | 中国联通                         |
|------------|--------------------------|-------------------------|------------------------------|
| 营业收入(亿元)   | 3526.43                  | 1631.60                 | 1286.10                      |
| 增长率(%)     | 7.80%                    | 5.40%                   | 9.00%                        |
| 总收入占比(%)   | 7.80%                    | 25.32%                  | 19.96%                       |
| 净利润(亿元)    | 872.45                   | 125.93                  | 10.66                        |
| 增长率(%)     | 3.90%                    | 10.50%                  | -73.80%                      |
| 总利润占比(%)   | 86.46%                   | 12.48%                  | 10.56%                       |
| 用户数(百万户)   | 移 动 569.75<br>(净增 47.47) | 移动 82.98<br>(净增 26.89)  | 移动 151.51<br>(净增 14.48)      |
|            |                          | 固话 178.28<br>(净减 10.28) | 固话 102.82<br>(净减 3.12)       |
|            |                          | 宽带 61.07<br>(净增 7.61)   | 宽带 38.55<br>(净增 7.43)        |
|            |                          |                         |                              |
| MOU 值(分钟)  | 移动 491↗520               | 移 动 330↘                | 移动 251↗276                   |
| ARPU 值(元)  | 移动 75↘72                 | 移动 63.6↘56              | 移动 41.6↗43.5<br>宽带 59.5↘57.8 |
| 移动用户占比(%)  | 70.84%                   | 10.32%                  | 19.28%                       |
| 3G 用户数(万户) | 1528                     | 915                     | 1055                         |
| 3G 用户占比(%) | 43.67%                   | 26.15%                  | 30.15%                       |

资料来源: 公司公告、中原证券

注: 中国联通、中国电信按可比数据计算

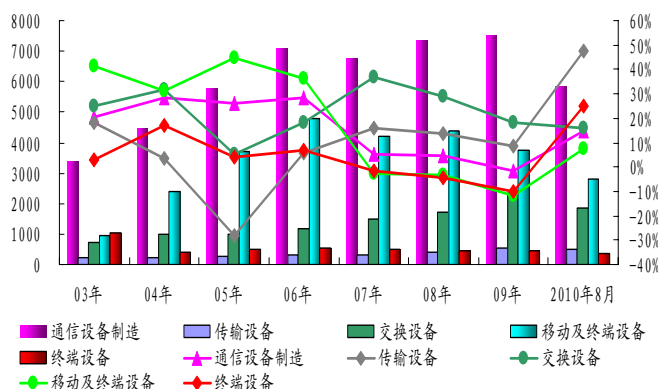
**运营商将在产业链和3G应用等方面展开全面竞争。**3G目前用户增长缓慢，其中相当大一部分原因是目前用户仍未找到需要从2G转换成3G的理由，3G应用的匮乏导致用户需求仍无法有效释放。2011年运营商将会在3G应用和各种融合业务中进行深度挖掘。同时，虽然3G网络建设已基本结束，但目前3G仍处于投入期，尽快通过用户补贴达到3G盈亏平衡点至关重要。后3G时代运营商将投入更多的资金进行终端补贴和对产业链进行扶持。从海

外市场运营商3G初期来看，欧美日韩等地的3G运营商都对手机进行定制并给予较高的补贴，如沃达丰为其最高端用户（18个月最低消费£75用户），免费提供3G手机；AT&T给每部iPhone 3G手机300美元以上的补贴。从某种意义上来说终端发展决定了3G用户的发展速度。而且由于中国3G采用3种不同制式网络，因此，运营商不仅仅是对下游用户进行补贴，同时还需要主导各自的产业链发展，并对各自产业链中的企业进行扶持，如日本运营商DoCoMo在04年就投资370亿日元扶持6家手机厂商，用于3G手机的深度定制和配套应用支持的研发。未来运营商竞争将更多的体现在具有较强市场竞争力的3G应用和各自产业链间的竞合。

### 1.3 设备供应商—从景气度高点回落

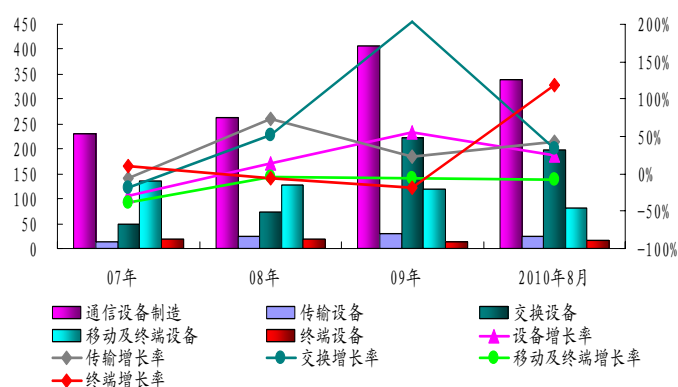
2010年是国内设备行业景气度的拐点。随着3G大规模建设的结束，设备行业从09年的热火朝天，逐步过渡到2010年的秋意渐浓。整个通信行业前三季度固定资产投资下降了13.8%，导致通信设备行业前三季度投资仅增长15%，低于电子信息产业42.3%的增速。前三季度移动通信及终端设备新开工项目降幅为27%，也远低于全行业23.4%的同比增速。销售产值和出口交货值仅增长10.1%和11.6%，低于电子信息行业平均16.5%和17.4%的增速，基站产量也同比下降了10.3%。国内市场方面，预计2010-2012年行业整体投资将回落到3230、2590、2170亿元，年均下滑大约15-18%左右，并在2012年后回归到正常投资支出状况。虽然2011年宽带和无线宽带投资会大幅增长，但和3G整体投资规模而言，仍然无法弥补系统投资的减少。而广电增加三网融合投资将年均增加近400亿元的投资，按此计算2011年行业整体投资将下滑5~8%左右，好于2010年下半年时期我们对2011年的预期，但国内设备行业整体来看，仍将从09年景气度的高点逐步回落。

图 9：通信设备各子行业收入及增长情况 单位：亿元/%



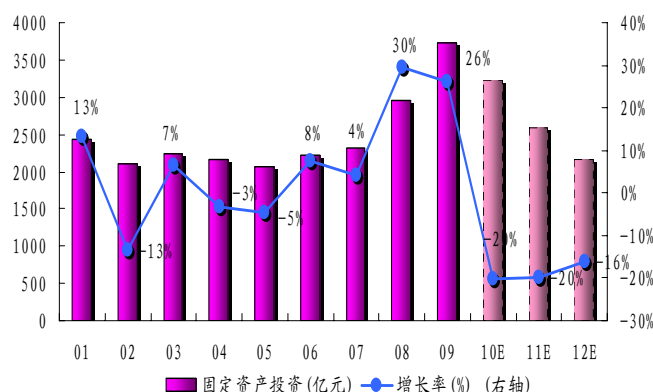
数据来源：WIND、中原证券

图 10：通信设备各子行业利润及增长情况 单位：亿元/%



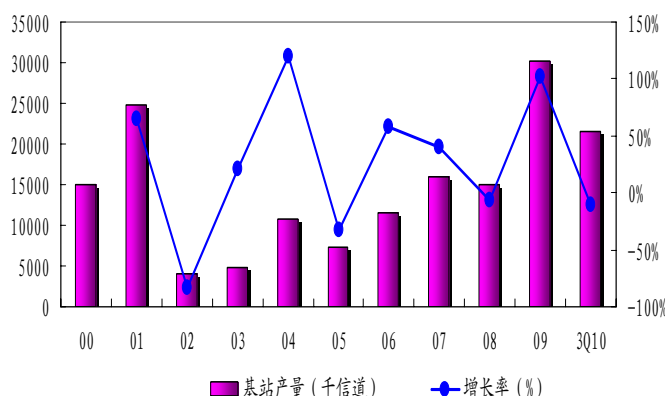
数据来源：WIND、中原证券

图 11: 通信固定资产投资增长情况 单位: 亿元/%



数据来源: 中原证券

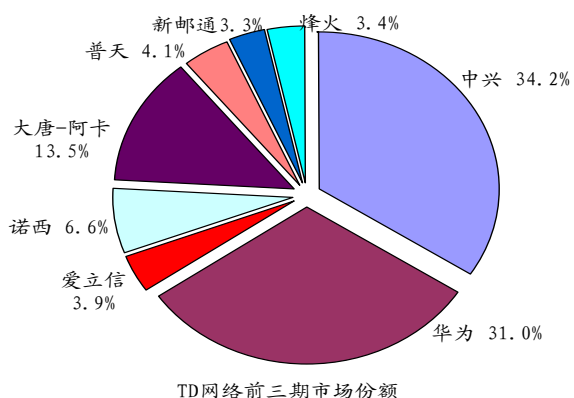
图 12: 移动基站产量增长情况 单位: 万信道/%



数据来源: WIND、中原证券

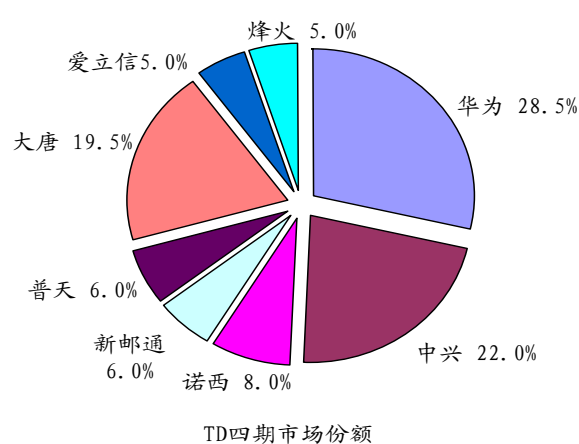
**国内市场增长放缓，细分行业有望异军突起。**我国设备商在3G建设中占据了大部分市场份额。其中，TD四期累计招标167万载频，国内设备商占据了近9成的市场份额；而CDMA2000 EV-DO建设累计达42.5万载频，国内设备商占据了近8成市场份额；WCDMA方面，累计建设达62万载频，国内设备商占据了大约5成的市场份额，国内3G建设极大的促进了国内设备商应对金融危机的能力，并在危机中迎头赶上海外设备巨头。而在国内大规模网络建设结束后，设备商3G市场整体已完成圈地运动，未来3G市场份额和地位也都将相对稳定。市场整体投资规模将明显下降，但运营商在宽带和移动宽带网络以及网络运维、测试方面的投入将在未来明显放量。国内设备市场整体蛋糕缩小，但细分行业有望异军突起，成为设备商2011年的收入增长主要来源。

图 13: TD 前三期网络市场份额 单位: %



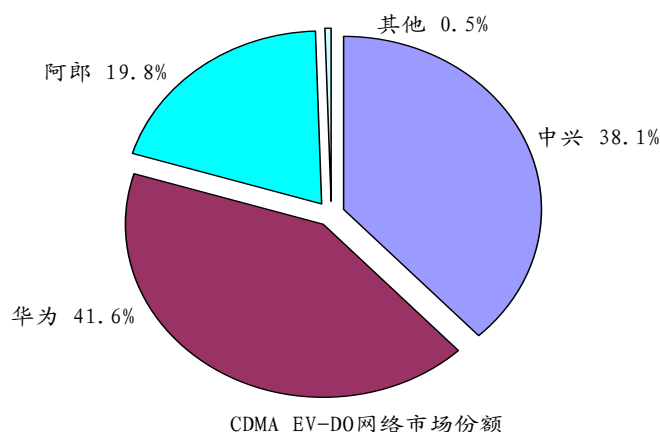
数据来源: Frost&Sullivan、中原证券

图 14: TD 第四期网络市场份额 单位: %



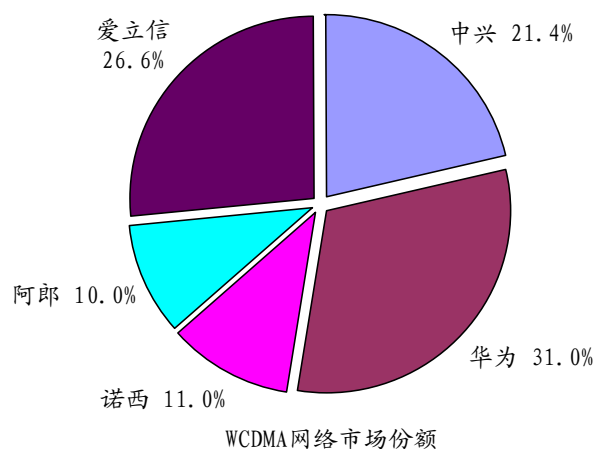
数据来源: Frost&Sullivan、中原证券

图 15: CDMA2000 EV-DO 网络市场份额 单位: %



数据来源: Frost&Sullivan、中原证券

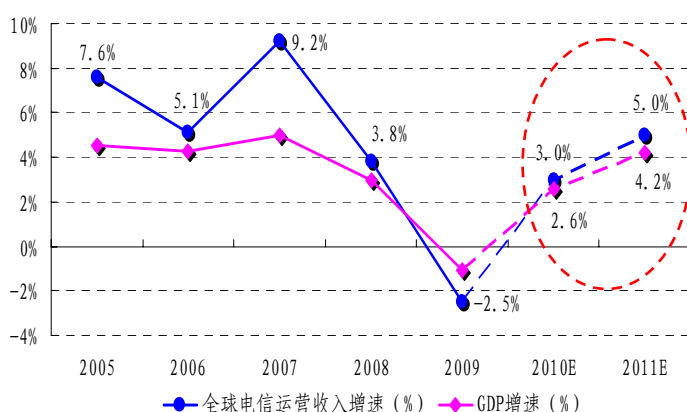
图 16: WCDMA 网络市场份额 单位: %



数据来源: Frost&Sullivan、中原证券

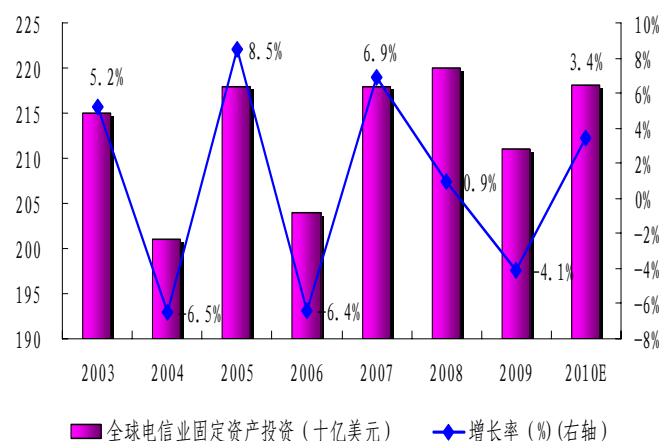
全球市场缓慢复苏, 设备商海外拓展速度加快, 但道路崎岖。全球电信市场方面, 根据Gartner估算, 09年电信运营收入为1.65万亿, 同比下降2.5%, 是近20年来首次负增长, 发达国家运营收入下降了4.2%, 发展中国家虽然仍保持增长, 但仅增长了1.8%, 增幅大幅回落。预计2010年运营收入将达到1.7万亿, 同比增长3%左右。09年全球电信市场投资规模也下降了4.2%, 2010年也仅维持了缓慢复苏的态势。根据IMF预计2011年全球GDP增速将达4.2%, 全球电信运营收入将增长5%左右。

图 17: 全球电信运营收入和全球 GDP 增长情况 单位: %



数据来源: Gartner、IMF、中原证券

图 18: 全球电信固定资产投资情况 单位: 十亿美元/%

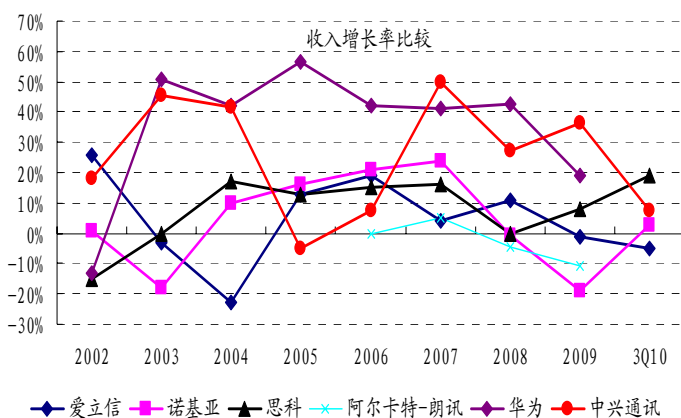


数据来源: Gartner、中原证券

全球前五大设备商在2010年随着市场的逐步复苏，也逐渐走出低迷态势。爱立信今年前三季度共实现净销售额1406亿瑞典克朗，同比下降5%，实现净利润68.22亿，同比增长103%，主要得益于从语音相关业务向数据相关业务的持续转变，同时收购北电网络后北美市场份额从30%提高到40%，此外，索尼爱立信重组费用减少也是公司盈利提升的原因之一。诺基亚-西门子第三季度净营收29795亿欧元，同比增长2.7%，净利润1105亿欧元，而去年同期则是亏损5.59亿欧元，第三季度手机销量也增长了61%。欧美大型设备商在经过大规模重组和金融危机后，今年开始逐步走出低迷，并重新开始小规模并购、重组。其中爱立信收购北电网络和诺基亚-西门子收购摩托罗拉无线业务等。虽然短期仍将增加重组和运营成本，但由于进行了收购爱立信已稳固了其全球第一的地位。且随着爱立信和阿尔卡特-朗讯等纷纷走出上一次重大重组的阴影，整合完成后的巨无霸将对中国设备商产生一定的冲击。并且目前海外设备商已开始使用更多的贸易保护手段，如反倾销、专利纠纷、举报行贿、国家安全为由等，对中国设备商形成一定的市场壁垒。同时，在经营层面，海外市场开拓相对成本较高，将拉高企业销售费用。此外，由于未来各国汇率波动较为频繁也使得财务费用波动不确定性增加，中国设备商海外经营的风险也将高于往年。未来中国设备商海外之路前景广阔但道路将更加崎岖坎坷。特别是中兴通讯等目前处于海外扩张布局阶段的中国设备商，将受到较大影响。

图 19: 全球设备商收入增长情况

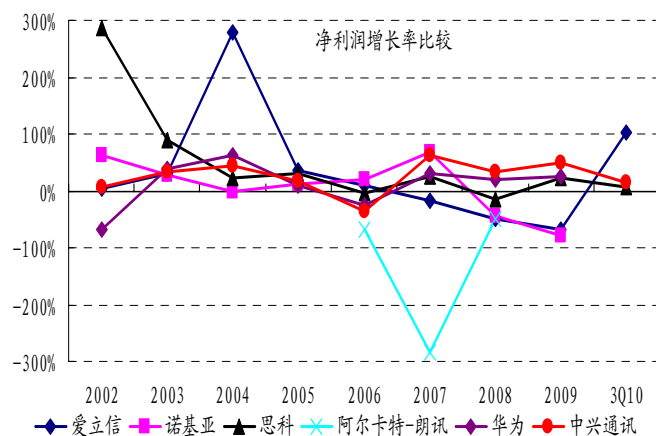
单位: %



数据来源: 中原证券

图 20: 全球设备商净利润增长情况

单位: %



数据来源: Gartner、中原证券

2011年将有更多的发达国家部署4G网络和宽带扩容，整体市场投资规模有望进一步增长，且通过4G部署未来市场格局又将迎来一次洗牌。这也是中国设备商再度赶超的机遇。



## 2. 2011年趋势展望—移动互联网时代即将来临

随着行业投资的逐步回落，行业的拐点也将在2010年初步显现，2011年底3G有望进入收获期。虽然3G投资和用户增长可能仍将低于预期，但2010年在3G建设完成后，运营商全业务融合和移动应用的推广将进入爆发式增长期。如果之前行业关注的是3G建设，而进入2011年各种新兴应用可以说是精彩纷呈，如三网融合、物联网、移动互联网、移动支付、IPV6、FTTx、IDC、云计算等各种应用都处于萌芽期，未来都有可能形成庞大的市场空间。从未来发展机遇和市场前景来看，移动互联网都已具备了爆发式增长的潜力，也是2011年我们最看好的投资主线。

### 2.1 移动互联网—万事俱备，处于爆发前夜

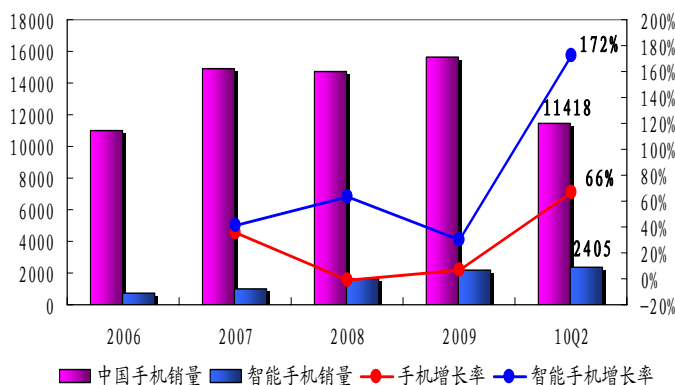
移动互联网是指基于移动通信技术，使用手机、上网本、笔记本等移动信息终端，可同时提供语音、数据、多媒体等业务应用的开放式互联网。而移动互联网是即计算机、互联网之后的第三次IT革命，移动互联网相对于传统互联网具有便携性、便利性、安全性、多样性、开放性等优势，由于移动互联网具有实时接入、身份认证和定位服务等功能，所以可以向指定用户提供的基于位置的多种业务融合的个性化互联网应用，而这都是传统互联网无法比拟的。随着3G网络和各种各样的移动信息终端的完善，移动互联网已经进入了黄金发展时期。如果以终端做比较，传统互联网的主要终端是电脑，截止08年上半年全球电脑数量超过10亿台，到2012年全球电脑数量有望达到20亿台，而移动互联网终端方面仅仅是手机用户，2010年上半年全球移动电话用户就已突破50亿户，3G用户超过5亿户，按照联合国统计的全球人口68亿来计算，移动电话渗透率已达到了73.5%。数倍于传统互联网终端的用户群体，这也决定了未来移动互联网必将是一个商业的蓝海。而移动互联网对于电信行业来说，就好比血管和血液，如果说网络是3G发展的血管，那么移动互联网的应用则是3G的血液，没有血液提供充足的营养，3G也将失去它的活力。进入后3G时代，3G用户的缓慢增长，已使得杀手级应用的重要性日趋明显。而移动互联网也将成为产业链上各方参与者的必争之地，并最终培育出未来的3G杀手级应用。

宽带移动通信网络、移动信息终端和各种互联网应用是移动互联网发展的基石，而我国已具备了发展移动互联网的基础。从宽带移动通信网络建设方面来看，09年展开的3G网络建设已初步完成，截至2010年9月，3G基站规模达到54.2万个，三大运营商都已覆盖全国大部分地市和部分重点乡镇。3G上网速度已达到1.28-3.84M，基本接近有线宽带的接入速度。

而移动终端市场由于运营商加大了3G手机的营销和补贴力度，以及iPhone和Android等智能手机的热销，导致2010年上半年智能手机出现较大幅度的增长，上半年智能手机的销量已超过09年全年的销售量，同比增长达到了172%，智能手机保有量的大幅增长也为移动互联网发展带来了更多的潜在用户群体。而且随着平板电脑、电子书等移动终端的进入市场，手

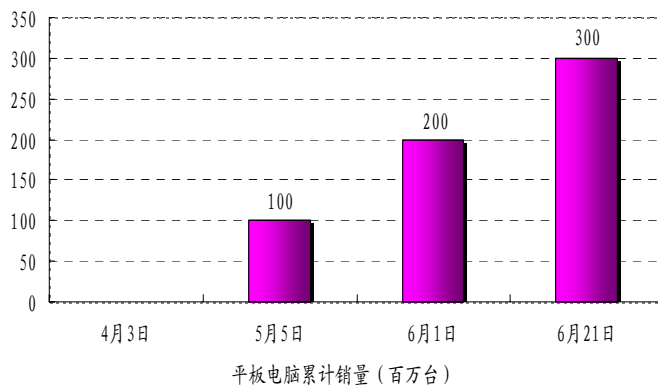
机屏幕也从原来2.4寸屏逐步被3寸乃至4.3寸屏所取代，而平板电脑、上网本、电子书等移动终端都已达到5-10寸的屏幕，移动终端的娱乐性和用户体验也都随着屏幕的加大和硬件提升而有所增强，也进一步促进了移动互联网的发展。

图 21: 中国手机和智能手机销量情况 单位: 万部/%



数据来源: Enfodesk、中原证券

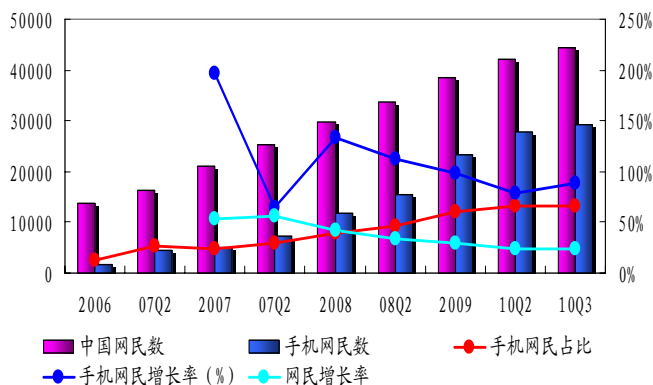
图 22: 近期中国平板电脑累计销量 单位: 亿元/%



数据来源: Enfodesk、中原证券

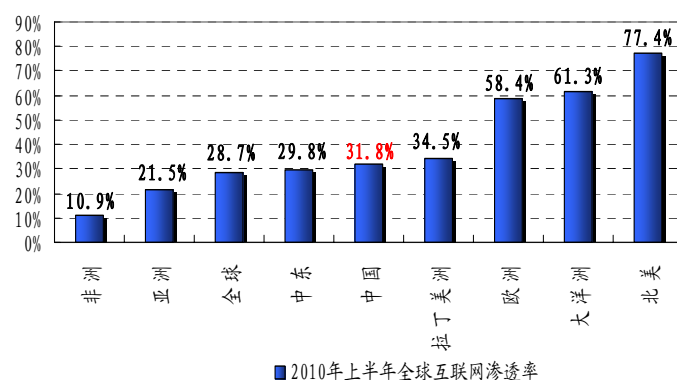
在3G网络和智能移动终端快速发展的同时，我国互联网也处于蓬勃发展的时期。中国网民在08年就超过美国成为全球互联网用户最多的国家，近2年中国网民仍保持着年均30%左右的速度增长，互联网普及率也已超过了全球平均水平达到31.8%，但和欧美发达国家仍具有一定的差距。与此同时，和移动互联网息息相关的手机网民数量也呈现快速的增长，06年至今的四年中中国手机网民从1700万增加到2.92亿，年均增长率达到了129%，占整体互联网用户的比例也达到了66%。

图 23: 中国网民和手机网民增长情况 单位: 万人/%



数据来源: 工信部、CNNIC、中原证券

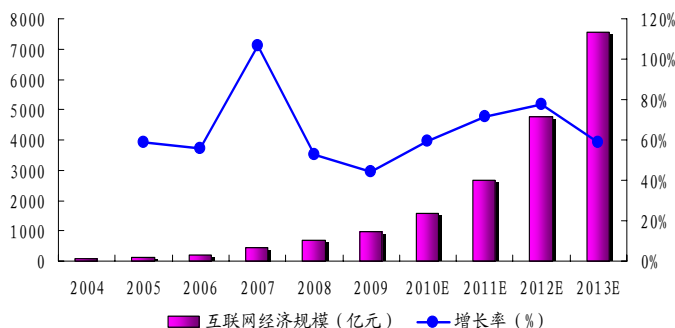
图 24: 2010年上半年全球互联网渗透率情况 单位: %



数据来源: Internet Usage、中原证券

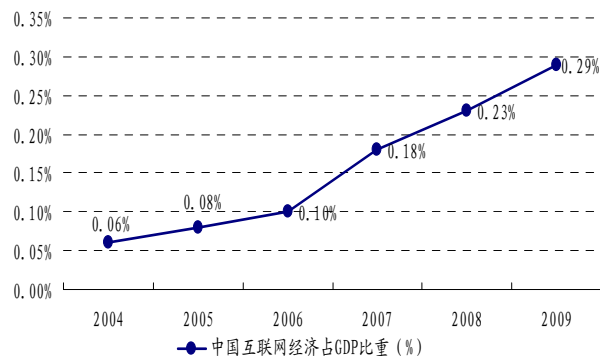
与此同时，互联网经济的规模也从07年的359亿发展到09年的825亿元，年均增长率也达到了65%，这都为移动互联网快速发展提供了有力的支撑。

图 25: 中国互联网经济规模及增长情况 单位: 亿元/%



数据来源: iResearch、中原证券

图 26: 中国互联网经济规模占 GDP 比重 单位: %

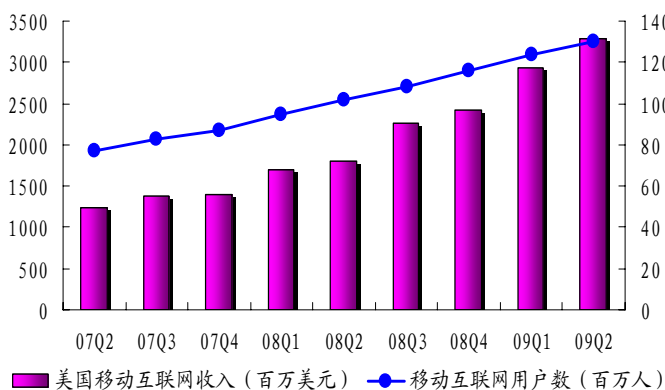


数据来源: iResearch、中原证券

## 2.2 海外移动互联网蓬勃发展

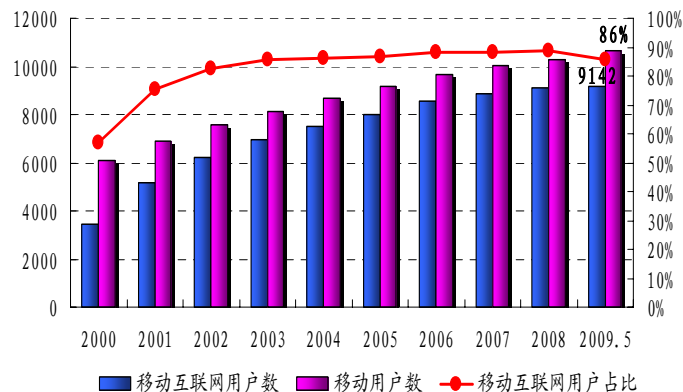
**全球移动互联网蓬勃发展。**全球来看随着移动互联网借助智能手机使消费者更倾向于随时随地的上网，2009年移动数据流量首次超过语音通话数据流量。其中，美、日、中三国是移动数据市场增速最快的国家。据Allot Communications最新发布的数据显示，2010年上半年移动宽带数据流量大幅增长了68%，视频流量增速超过92%，占据了35%的移动宽带数据流量。而社交网站应用也呈现指数型的增长，Twitter的流量增长了310%。预计2010年全球电信业将从移动数据业务中盈利2200亿美元，占电信业整体利润的26%。其中美国、日本和中国运营商的移动数据盈利将分别达到445.6亿、325亿和203亿美元。全球数据流量在过去的两年里以每年280%的速度增长，预计在今后5年里还将翻两番。全球4亿的移动互联网用户所产生的数据流量超过了全世界46亿移动用户所产生的语音流量，这也显示出了移动互联网极强的生命力，同时移动互联网也为运营商带来巨大的利润。

图 27: 美国移动互联网收入和用户增长情况 单位: 百万



数据来源: nielsen、中原证券

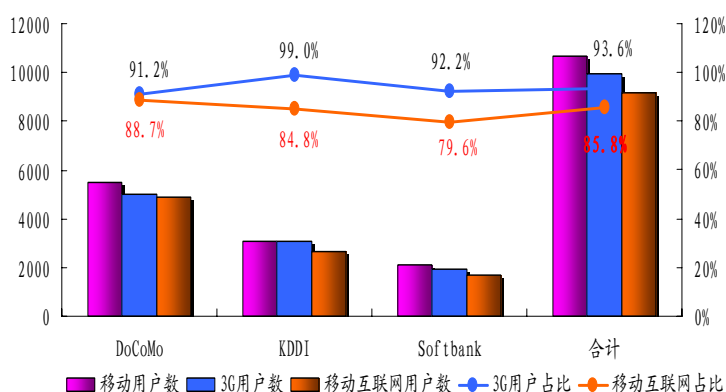
图 28: 日本移动及移动互联网用户情况 单位: 万户/%



数据来源: Enfodesk、中原证券

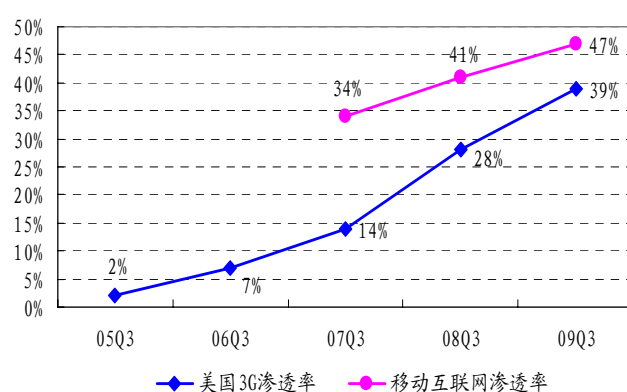
目前全球移动互联网发展较为领先的分别是日本、韩国、美国等国家，日本在09年5月份，3G用户发展已达9979万户，占全部移动电话用户的93.6%，而移动互联网用户也已达9142万户，占全部移动用户的85.8%。由于日本2000年就开始发展移动互联网，因此在05年时移动互联网用户就已经超过PC电脑用户。日本移动互联网大多由运营商主导，从手机定制到应用都有运营商主导的身影，因此，初期发展较快，运营商也具有较大的话语权。而在美国市场由于运营商采取较为开放的态度，且iPhone和APP Store模式的深入人心，美国移动互联网呈现出更具活力的发展模式。虽然美国3G和移动互联网渗透率不及日本，但移动互联网的发展速度明显快于3G的发展速度。

图 29：日本 3G、移动互联网用户和占比情况 单位：万户/%



数据来源：公司公告、中原证券

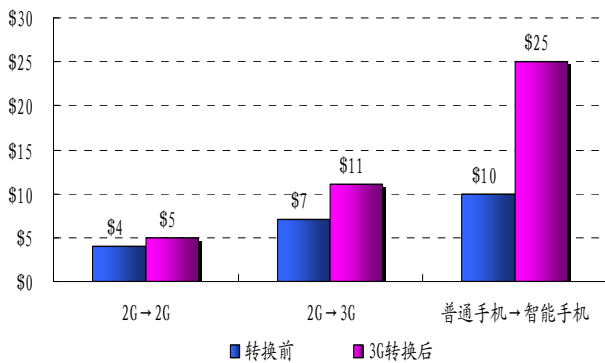
图 30：3Q09 美国 3G、移动互联网渗透 单位：%



数据来源：nielsen、中原证券

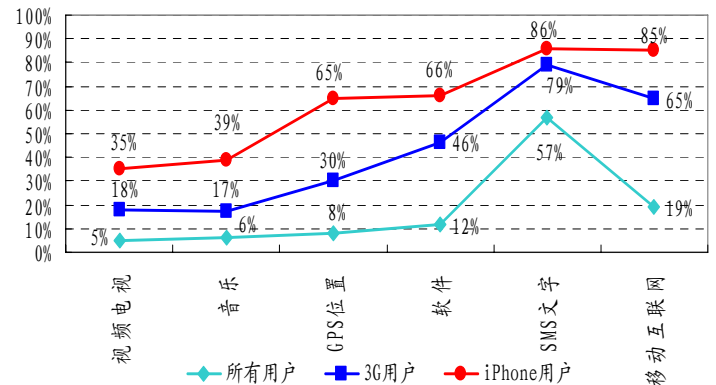
美国移动互联网的发展也为美国运营商带来了收入增长，以最能体现移动互联网应用量的数据服务消费情况来看，美国市场移动互联网业务受 3G 升级和高端智能手机的影响最大。在移动互联网方面 3G 升级和高端智能手机对运营商的收入提升，有着非常显著的拉动效应。仅在移动互联网的数据消费方面，美国 2G 用户在转成 3G 用户后，数据服务消费从原来的 7 美元上升到 11 美元，增幅达到 57%，而其中智能手机在转成 3G 用户后，其数据服务消费则从 10 美元上升到 25 美元，增幅达到 150%。而且从所有用户、3G 用户、iPhone 用户等的数据服务占比情况来看，也可以明显的看出高端 3G 和 iPhone 用户对数据业务收入的提升作用相当明显，iPhone 的推出促使 AT&T 在 3 年中移动数据流量增长了近 50 倍。

图 31: 美国 2G 升级 3G 数据服务消费情况 单位: 美元



数据来源: Device CVM、中原证券

图 32: 美国 3G、iPhone 用户数据服务使用情况 单位: %



数据来源: nielsen、中原证券

从移动互联网发展模式和主要应用来看, 日本是移动互联网发展最成熟的国家, 其移动数据收入占全球40%的市场份额。日本移动互联网模式主要是由运营商主导产业链, 运营商从手机定制到内容提供等方面制定统一的发展规划, 所有手机都提供一键连接运营商门户网站的功能, 并由运营商统一应用平台的规范。虽然SP、CP失去了主动权, 但由于运营商的研发投入较大, 仍然保证了移动互联网的创新性和先进性, 同时运营商给予CP非常高 (接近90%) 的收入分配, 因此也成功培育了一批具有创新能力的SP、CP。在日本搜索、社区、电子商务、已经成为最主要的应用模式, 其中搜索是移动互联网中最早产生实际需求的应用, 也是传统互联网用户向移动互联网过渡的主要渠道。此外, 社区和交友 (SNS) 则是近年来增长最快的移动互联网应用。在日本具有代表性的DeNA、Mixi、Gree等都是SNS的典型代表, 其中Mixi是最大的SNS网站, 在9000万日本移动互联网用户中, Mixi的用户就达2100万, 差不多五个用户中就有一个是Mixi的用户, 每月登陆用户也达到了1500万户, 公司在其开放的平台上具有2000款应用, 其中190款属于付费应用。其盈利模式也值得SNS网站借鉴, 在Mixi的收入中, 后向收费的广告占81%, 其中PC端的广告4000万, 移动端的广告400万。虚拟物品收费占总营收的14%。

### 2.3 我国移动互联网发展情况

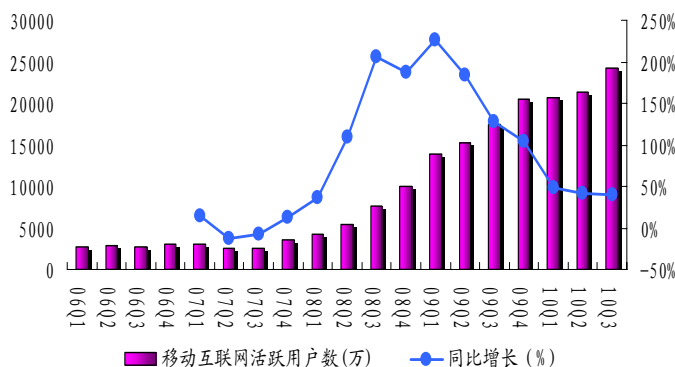
**我国移动互联网进入快速发展阶段。**我国现在电信发展阶段非常像04-05年的日本市场, 当初日本移动通信市场语音业务基本饱和, 因此, 运营商开始推进数据业务的发展, 这其中移动互联网担负了非常重要的角色, 而之后随着移动支付、社交等应用进入移动互联网, 移动互联网逐步融入了移动用户的生活当中。

我国移动互联网起步较晚, 用户大规模发展始于08年, 07年底时移动互联网活跃用户仅3503万, 同比仅增长12.8%, 而到08年底用户已达1亿户, 同比增长达到了186.8%, 截止到今年9月份用户已达2.43亿户, 整体用户数已是07年底的近7倍。移动互联网用户可谓是超常规发展, 但我们也发现虽

然用户规模增长较快，但目前用户使用的仍是较为初级的互联网应用，致使收入和流量的增长明显落后于用户增长的速度。这从互联网市场收入和GPRS流量费收入方面也可一见端倪，因此我国移动互联网规模虽然已进入快速发展阶段，但就发展的质量来看，仍处于初级阶段。

图 33：中国移动互联网活跃用户数

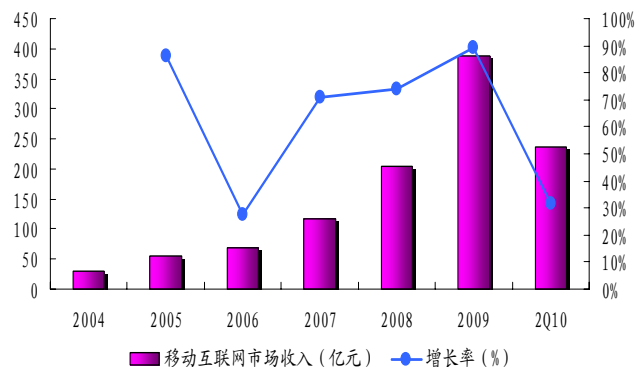
单位：万/%



数据来源：Enfodesk、中原证券

图 34：中国移动互联网市场收入

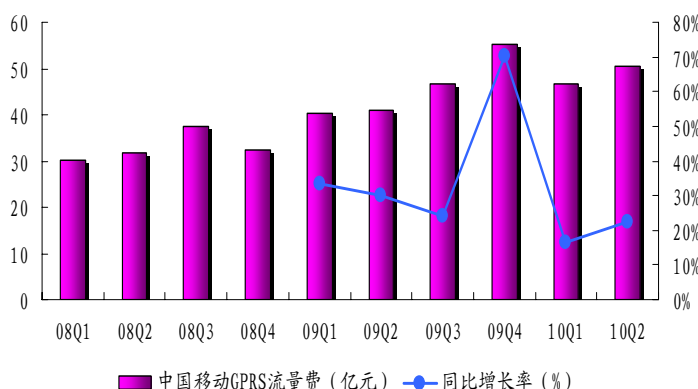
单位：亿元/%



数据来源：Enfodesk、中原证券

图 35：中国移动 GPRS 流量费增长情况

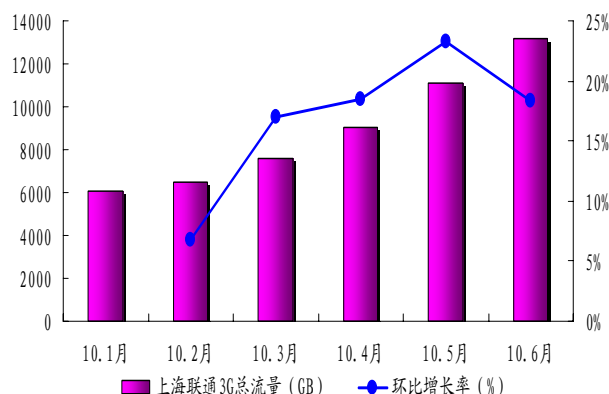
单位：亿元/%



数据来源：Enfodesk、中原证券

图 36：上海联通 3G 总流量

单位：GB/%



数据来源：中国联通、中原证券

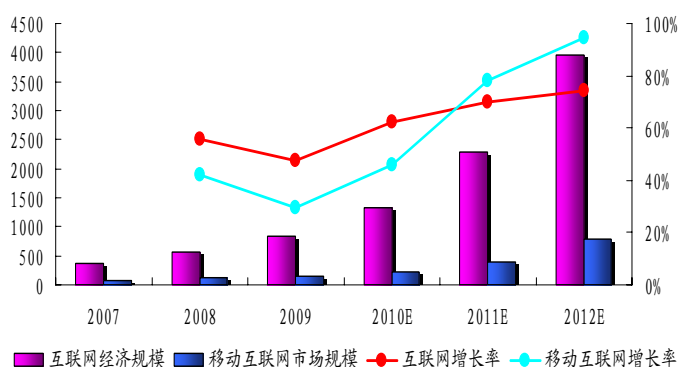
**各方加大移动互联网投入。**由于3G建设告一段落，运营商将重点从网络建设向用户推广方向倾斜，而今年3G用户发展的情况明显低于市场预期，这其中3G应用的缺乏具有相当重要的原因。因此，运营商在今年纷纷加大了移动互联网应用的建设力度。较为典型的案例是：1、除了之前推出的音乐彩铃下载外，三大运营商分别推出了应用商城，如中国移动的Mobile Market、中国联通的“沃商店”wostore和中国电信的天翼空间应用商城estore等；2、在电子商务应用层面，三大运营商也都推出了移动支付品牌，中国移动的“手机钱包”、中国联通的“联通派-刷卡手机”、中国电信的“翼支付”等；3、传统互联网企业也加快了移动互联网的布局，腾讯、百

度、淘宝、人人网等都加快了移动互联网产业的布局。而终端企业则更是走在移动互联网的前面，联想、华为、中兴也都加大了相关投入。

而我国发展移动互联网也具有一定优势，首先我国3G建设起点较高，移动网络质量有助于提升用户感受；其次，中国已经成为手机制造大国，智能移动终端的成本也较发达国家具有明显的优势；而且，我国庞大的用户群体也将使移动互联网初期具有较为充分的市场空间来容纳各种个性化应用。

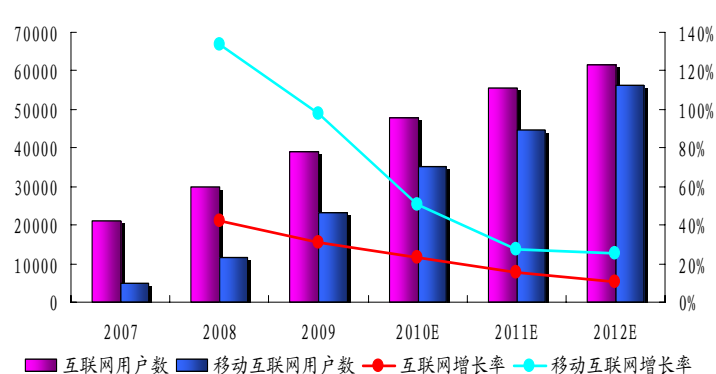
从用户数量角度来看，移动互联网更具优势。中国有3亿电脑用户，而手机用户则有8亿（还不包括上网本、电子书、平板电脑等）。电脑用户平均每天使用2-4小时，而手机用户每天超过8小时。因此，移动互联网的潜在使用机会是传统互联网的7倍以上。按李开复的话来说移动互联网将带给我们第三次创业的机会。目前国内移动互联网的用户已达3.4亿户，未来几年甚至可能超过8亿户，而且手机具有唯一的身份识别信息，更容易和移动支付、电子商务、定位服务等紧密联系起来，但目前相关应用仍是处女地。现在的移动互联网就像当初的传统互联网，移动互联网市场份额都较为分散，并没有形成具有实际规模性的应用，而且从目前国内环境来看已经具备了移动互联网爆发式增长的条件。首先，从硬指标上来看，我国已经成为全球最大的移动通信市场，不论是手机用户还是移动互联网用户绝对值都已经是全球第一大国。终端产量也占据了全球近50%的份额，使低价高质量的智能移动终端成为可能。而在软环境中，我国也已经培养出了一批互联网巨无霸，如百度、新浪、淘宝、腾讯、开心网、优视科技等全球优势企业，并逐步在向移动互联网方面迁徙。据估计移动互联网用户将在2012年之后超过互联网用户数，而移动互联网经济规模增长将在2011年后明显快于互联网发展速度。

图 37：中国传统和移动互联网规模增长情况单位：万元/%



数据来源：Enfodesk、中原证券

图 38：中国传统和移动互联网用户增长情况 单位：亿人/%



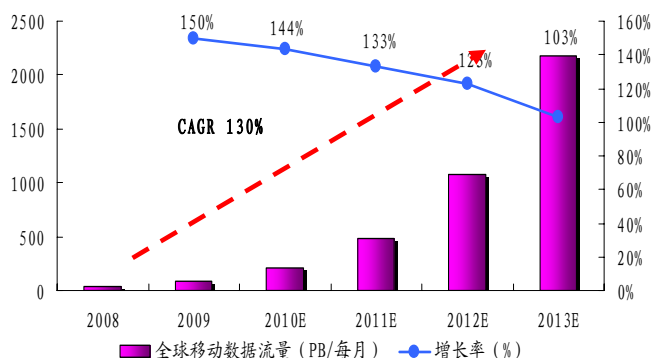
数据来源：Enfodesk、中原证券

**移动互联网收入将呈现快速增长态势。**从全球情况来看，全球移动数据流量未来几年将保持130%以上的年均增长率，且从日本情况来看，相对运营商的移动互联网收入也将出现较为明显的增长。从国内情况来看，据

易观国际统计，上半年我国移动互联网收入达237亿元，同比增长31.7%，而2010年收入将有望达到633亿，同比增长63%。未来几年行业收入有望以100%的速度增长。而根据我们测算，如果按照全球移动互联网平均每年每户60美元收入来计算，并以2011和2012年移动互联网用户4.48和5.62亿户来测算，那么2011、2012年我国移动互联网收入规模将达到1800、2259亿元，未来增长前景非常可观。

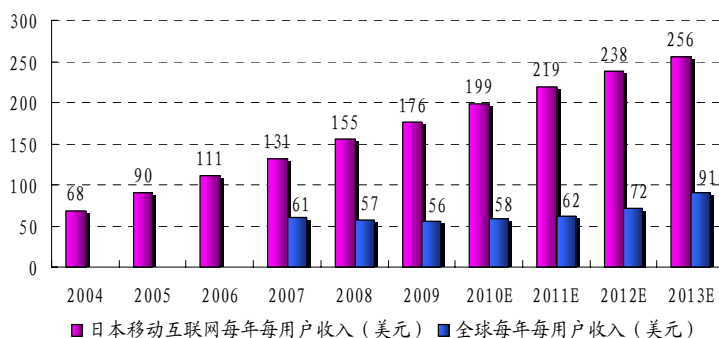
图 39: 全球移动数据流量增长情况

单位: PB/月/%



数据来源: IBM、Cisco、中原证券

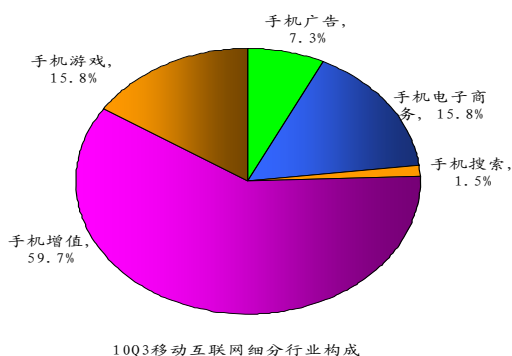
图 40: 日本及全球移动互联网每年每户收入情况单位: 美元



数据来源: Morgan Stanley、中原证券

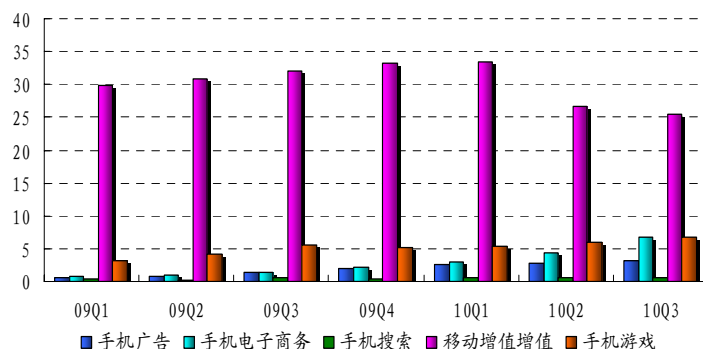
**移动互联网业务中移动电子商务增速最快。**从中国移动互联网各细分行业收入构成和增长情况来看，手机增值业务仍占收入的近6成，但环比增速明显放缓，主要是受运营商规范和治理SP/CP的影响，导致移动增值业务受到较大影响，未来仍将缓慢增长。而在各细分行业中手机电子商务和手机广告的增速最快，第三季度分别同比增长达378.6%和134.8%，显示出传统企业开始关注移动互联网市场，并加大了迁徙和投入的力度。其中，手机电子商务主要是由于手机支付和第三方支付的日趋成熟，导致的传统互联网优势企业如淘宝、当当、京东商城等企业全面介入手机页面的推广。而手机广告也逐步被广告主所认可和接受，同时手机广告发布平台的快速发展和手机应用程序的广告植入方式，都加快了手机广告业务的发展速度，也促进有手机电子商务和移动互联网的发展。

图 41: 3Q10 中国移动互联网细分行业收入构成 单位: %



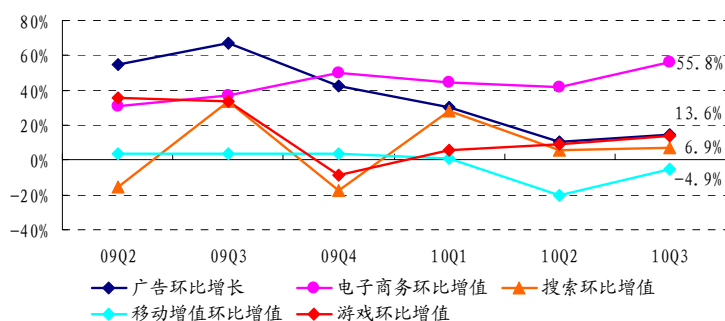
数据来源: iResearch、中原证券

图 42: 中国移动互联网各细分行业收入情况 单位: 亿元



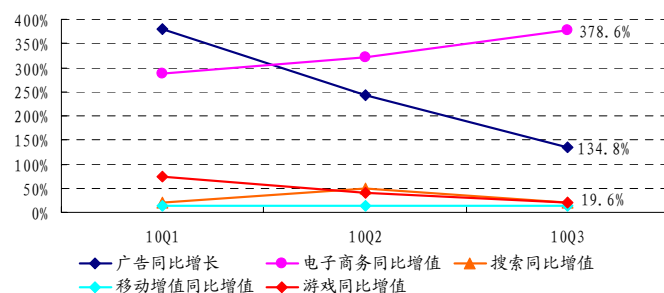
数据来源: iResearch、中原证券

图 43: 中国移动互联网各行业收入环比增长率 单位: %



数据来源: iResearch、中原证券

图 44: 移动互联网各细分行业收入同比增长率 单位: %

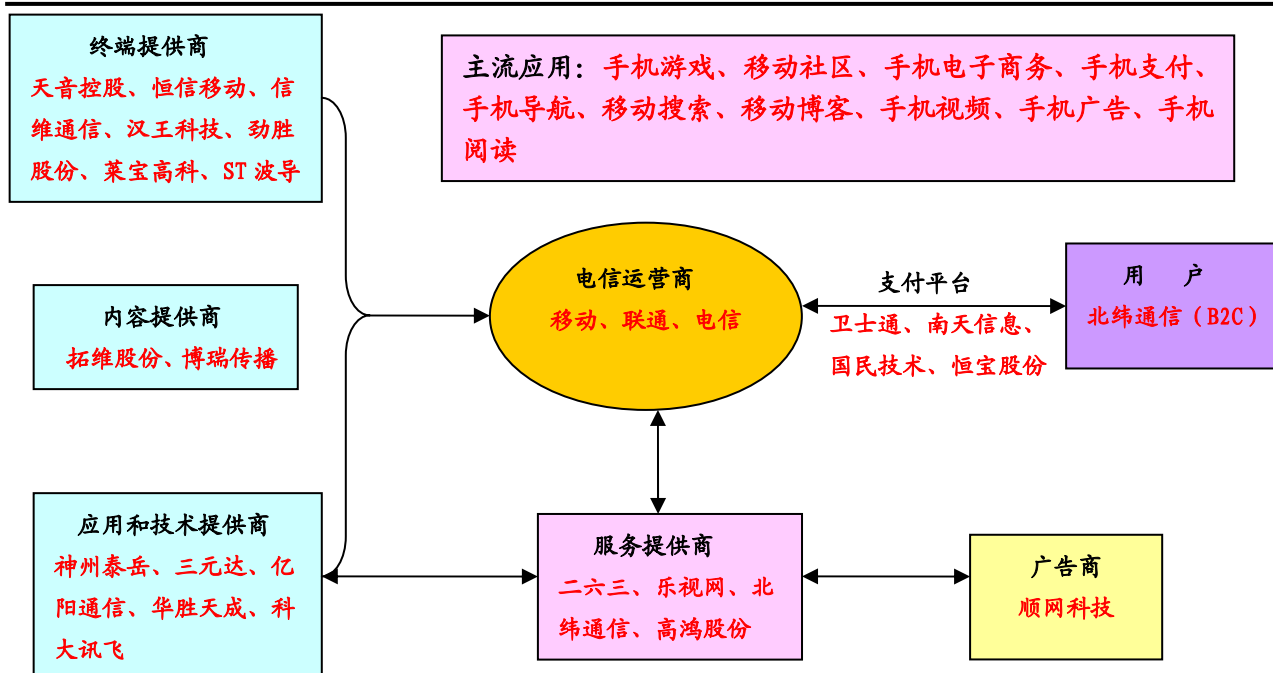


数据来源: iResearch、中原证券

## 2.4 移动互联网投资机会

移动互联网产业链较长,融合了多种技术和产业。移动互联网的产业链结构较为复杂,由于移动互联网融合了通信、互联网、计算机软硬件、商贸等行业,因此移动互联网本身就是一个纵向的产业融合过程。而对手机用户而言产生的应用也将远远超出2G时代手机铃声、彩信等简单的应用,未来像移动搜索、手机电视、手机阅读、手机社区、手机游戏、手机银行、移动电子商务、位置服务等应用将远远超出用户的想象。

图 45: 移动互联网产业链以及相关企业情况

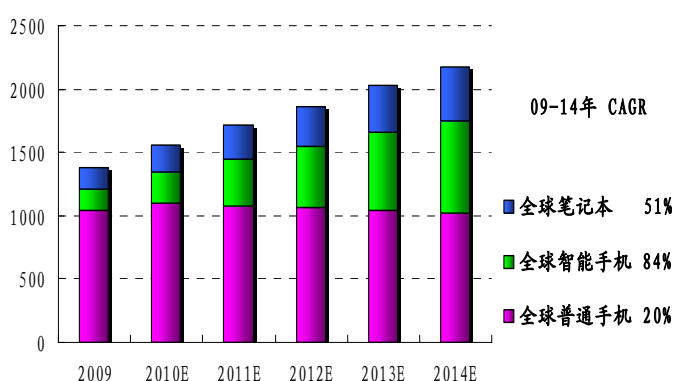


资料来源: 中原证券

**运营商受益于移动互联网市场的不断扩大。**运营商在移动互联网中更多的是扮演通道提供者的角色，并提供技术和产业融合的平台支撑，虽然运营商原来所属的SP/CP可以按分成方式提高收益，但移动互联网开放的模式决定了运营商主导的应用能占有一席之地，但不会是市场创新的源动力和决定性力量，运营商收入增长更多的是来自于移动互联网市场蛋糕的不断扩大，从而在市场壮大的过程中分享成长的成果，并弥补语音业务增长放缓所导致的增长瓶颈。

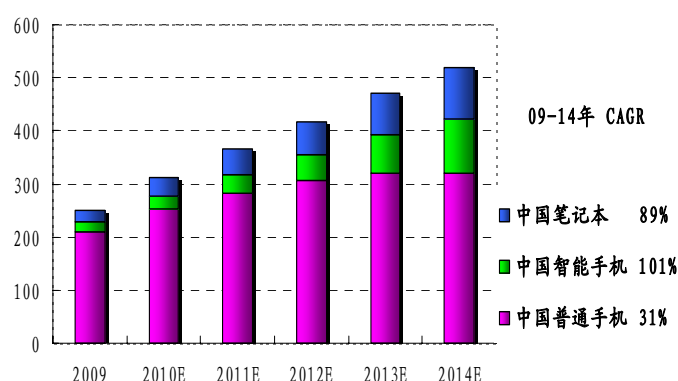
**终端制造业有望借助移动互联网进行产业升级。**终端市场将出现需求旺盛的局面：1、2010年3G用户增长缓慢，将在2011年后有所改观，3G带来的换机需求，导致手机的更换周期缩短，从而带动终端市场需求量，如果明年3G用户达到1.5亿户，那么至少将有8000-12000亿的换机需求；2、智能手机（特别是高端和低端智能机）盛行也将诱使普通手机换机需求的释放，预计明年智能手机销量也将超过8000万台；3、由于金融危机导致消费延后的效应，也将在2011年逐步恢复到正常水平，并且随着通胀压力的加大，国民消费的意愿仍会进一步增强，也会拉动终端消费量的上升。4、从全球来看，根据Gartner发布的2010年第三季度全球手机销量显示，全球手机销量已达4.17亿部，同比增长35%，而智能手机销量更是同比增长96%，智能手机在全球手机销量中的占比已经达到19.3%。全球手机消费也呈现较为快速的增长。因此，我们看好明年终端制造企业的发展机遇，其中中兴、华为、联想等都有望受益终端市场的增长。此外，天音控股、恒信移动等终端销售企业也将分享行业增长的蛋糕。同时，我们更看好新兴移动终端市场的发展前景，如电子书和平板电脑等，这其中上市公司中具有典型代表意义的是汉王科技。

图 46：全球主要移动设备增长情况 单位：百万/%



数据来源：Gartner、IDC、中原证券

图 47：中国主要移动设备增长情况 单位：百万/%

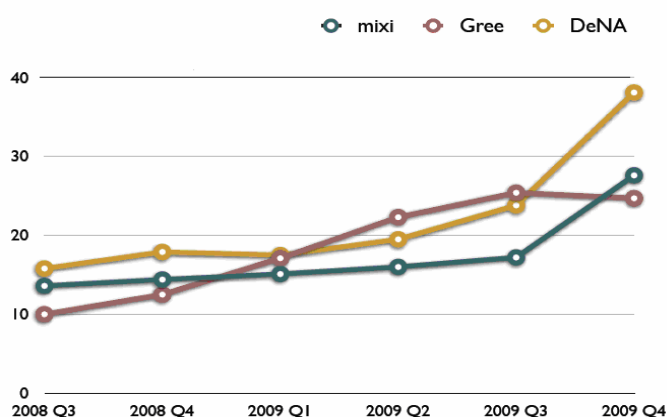


数据来源：Gartner、IDC、中原证券

**增值服务提供商最有可能孕育出未来的互联网巨人。**应用服务提供商是移动互联网的应用平台，是综合业务和产业融合的直观体现，也将把市场细分成更具个性化、创新性的应用平台，而且很多传统互联网企业也将

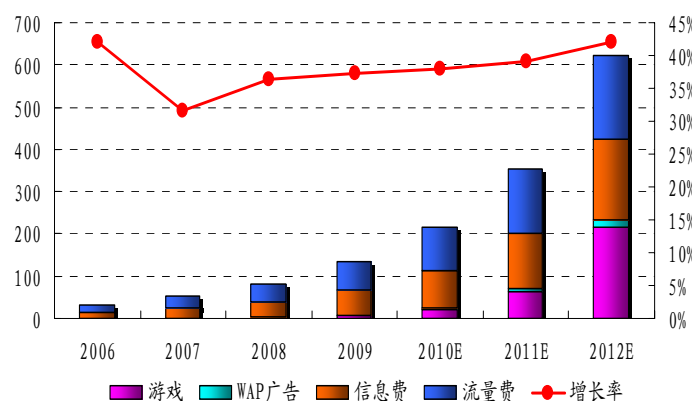
通过这个平台接入移动互联网市场。从互联网的发展经验来看，应用服务领域是互联网创新的源头，也是巨人的孵化器，不论海外google、facebook，还是国内的腾讯、淘宝、盛大、开心网都是从名不见经传的小企业逐步发展成互联网巨人。而移动互联网初期又给中小型企业带来第三次创业的机遇。这其中也最有可能产生具有几何成长性的公司。可重点关注神州泰岳、北纬通信、华胜天成等公司。

图 48: 日本三大社交网月度访问量情况 单位: 十亿次



数据来源: Itmedia& IR、中原证券

图 49: 日本移动支付市场规模情况 单位: 亿美元/%



数据来源: 中原证券

### 3. 2011年投资策略

#### 3.1 运营商—同步大市

2011年运营商3G用户推广仍然是任重道远，按摩根斯坦利对3G的研究认为，3G主流拐点是普及率超过20%，今年三季度移动用户约8.33亿户，预计年均增长12%左右，2011年底移动用户将达到9.33亿户，要达到3G甜蜜点用户规模需达到1.87亿户，而目前3G用户仅3500万户左右，即使明年接近1亿的自然增长都是3G用户，预计年底3G用户将达到1.35亿户，仍难达到3G盈亏平衡点。而明年3G推广和运维成本仍将维持在高位，因此我们认为2011年运营商3G业务将触底，2012年有望进入盈利时期。

2011年运营商将从网络建设转向3G用户和应用推广，同时在网络运营测试方面仍将投入较大精力。虽然整体投资压力下降，但从海外3G发展来看，3G开展初期的高投入低增长将是必由之路。而费用方面，从中国联通第三季度情况来看，未来运营商加大终端补贴并导致利润大幅下滑也是大概率事件。此外，2011年运营商在固话、漫游费、宽带等仍有较强的降低资费的预期，也将直接影响运营商的盈利能力。因此我们并不看好2011年运营商的经营情况，给予运营商“同步大市”的评级。



**股价催化剂：**明年有以下几种情况可能成为运营商板块的股价催化剂。

1、十二五期间信息技术行业投资将超过2.1万亿，3G、LTE、物联网、宽带等投资都将有所增长，政策支持力度也将有所加大，将利好运营商；2、三网融合如能在2011年实现政策突破，也将对运营商产生较为有利的影响；3、07年中国移动就开始准备回归A股市场，2011年随着国际版的推出，相对比价效应和市场对运营商的关注度都将有所提高；4、海南号码可携带政策最早于2011年5月份完成试点，如全面推广，将利好个别运营商。

### 3.2 通信设备行业—同步大市

通信设备商受运营商投资影响较大，从运营商投资脉络可以基本明确明年设备商的投资机会。3G大规模投资结束后，系统集成商的盈利增长空间将受影响，同时系统集成商的海外拓展之路也不会一帆风顺，因此明年将是较为平稳的一年。而在细分行业中，光纤光缆虽然受益FTTx宽带建设，但行业整体供需关系将倾向于需求方，行业整体收入仍有可能保持20%以上的增长，但利润增速有可能放缓。测试行业明年有较大的需求，由于3G网络建设在短短一年多时间完成，整体招标价格也呈现一路走低的态势，3G网络建设的质量仍有待通过测试、补网逐步提高用户体验。因此，2011年整体测试市场需求将较为旺盛，但行业公司规模普遍较小，市场份额也较为分散，上市公司中相关企业如能在2011年扩大市场占有率，或通过资源整合提高盈利能力，则有望成为2011年较好的投资机会。IT运维明年将迎来历史性的机会，由于通信业务的融合越来越深化，且运营商在加大三网融合、移动互联网、物联网布局后，计费和运维体系的投入将有较大幅度的增长。此外，终端、增值业务和移动宽带提供商在2011年也将具有爆发式增长机会。

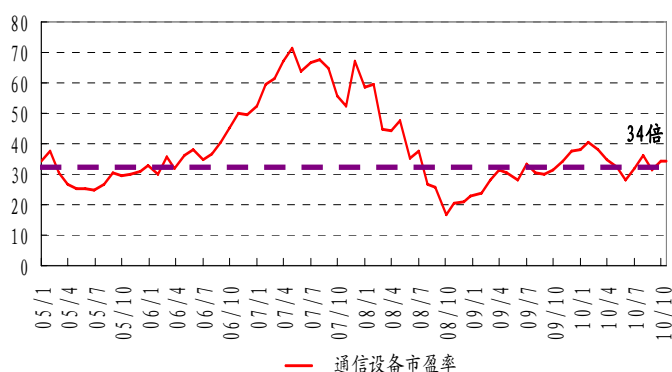
**股价催化剂：**由于运营商从网络建设向业务融合和应用服务方向转型，因此我们审视通信行业投资机会时，也需要摆脱传统运营商和设备商的视野。我们认为未来行业投资机遇将会出现在处于萌芽状态的杀手级应用中。主要投资机遇来自三条主线：1、由移动互联网、移动支付、物联网、云计算等形成的广泛的应用，也将是运营商年内重点推进的增值业务，而这些业务的成败也会对3G用户发展带来一定的影响。重点关注：神州泰岳、恒宝股份、北纬通信、拓维信息等公司；2、三网融合、FTTx、IDC、IPv6等业务带动下的宽带和无线宽带建设，而我们在2010年策略《宽带—挖掘通信行业的下一桶金矿》中已较为前瞻性的指出了宽带市场的投资机会。2011年带宽不足导致的宽带和无线宽带的建设任将是主旋律。重点关注：中兴通讯、中天科技、光迅科技等；3、此外，按照工信部3G发展的要求1.5亿户计算，未来3G终端将会呈现出爆发式增长机会，也可重点关注。在终端方面我们更看好终端流通领域和零部件生产企业，如天音控股、信维通信、莱宝高科等公司。

## 4. 相对估值比较

### 4.1 相对估值比较

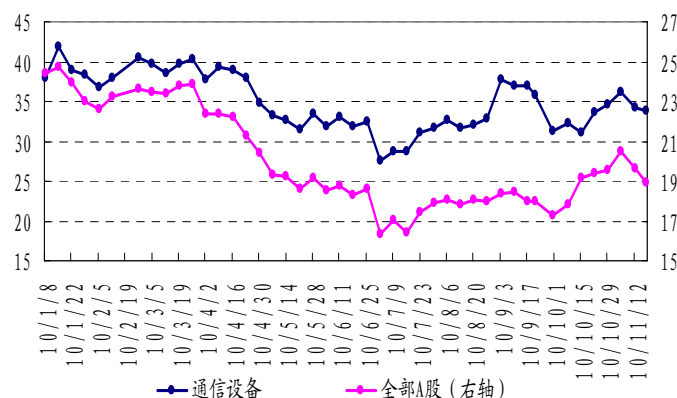
目前通信设备行业估值仍处于合理区间。从通信设备行业历史估值情况来看，目前通信设备行业平均估值接近34倍，基本处于历史均值水平，对于处于转型期的行业来说，具有一定的合理性。而相对全部A股来看，2010年通信设备行业估值走势略强于全部A股的走势。目前通信设备行业对于全部A股的估值溢价大约是78%，略高于05年至今的平均溢价率65%，显示目前行业估值水平略高于A股水平，但离最高溢价率117%仍具有一定的安全边际。在这个23个行业中，估值水平也处于中游水平，且年内涨幅落后大部分行业，年内走势基本反映了市场对明年行业增长放缓的预期。因此，行业整体估值水平仍处于合理区间。

图 50: 05 年至今通信设备行业估值情况 单位: 倍



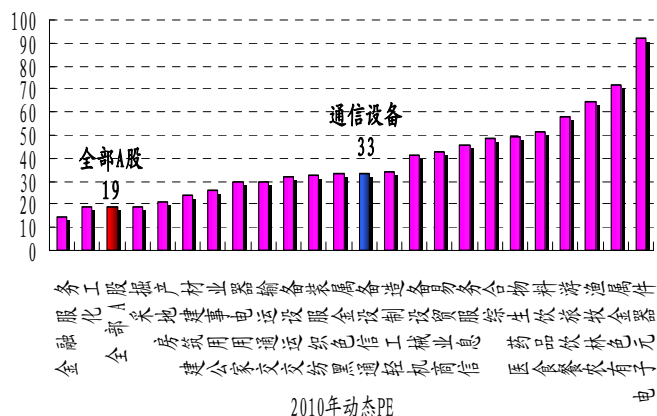
数据来源: WIND、中原证券

图 51: 通信设备市盈率相对比较 单位: 倍



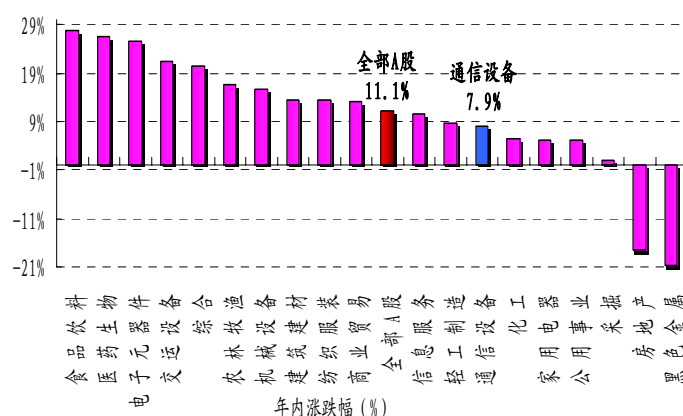
数据来源: WIND、中原证券

图 52: 2010 年各板块动态市盈率情况 单位: 倍



数据来源: WIND、中原证券

图 53: 2010 年各板块涨跌幅情况 单位: %



数据来源: WIND、中原证券

## 4.2 相对估值横向比较

运营商估值略高，设备供应商高成长高估值。运营商2010和2011年平均市盈率分别为24和18倍，明显高于国际运营商水平，但中国移动用户增长的绝对数和增长率都名列全球最高，因此运营商目前估值仍具有合理性。而设备供应商2010和2011年平均市盈率分别为48和34倍，分别溢价222%和169%，但是我们也发现2011年我们重点跟踪的设备商的平均增长率也达到了36%，因此，高估值本身内涵了高增长的预期。在通信行业从语音业务转向数据业务的同时，设备商也将充分享受市场带来的发展机遇。因此，我们认为目前设备商的整体估值仍具有一定吸引力。

表 2: 重点公司估值分析表

单位: 元/倍

| 公司名称 | 每股收益  |       |       | 每股净资产 | 收盘价    | 市盈率   |       |       | 市净率   | 投资评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
|      | 2009A | 2010E | 2011E |       |        | 2009A | 2010E | 2011E |       |      |
| 中兴通讯 | 1.40  | 1.08  | 1.36  | 7.65  | 25.45  | 18.18 | 23.56 | 18.71 | 3.33  | 增持   |
| 北纬通信 | 0.47  | 0.59  | 0.83  | 5.41  | 42.99  | 91.47 | 72.86 | 51.80 | 7.94  | 增持   |
| 烽火通信 | 0.63  | 0.83  | 1.07  | 7.76  | 33.40  | 53.02 | 40.24 | 31.21 | 4.31  | 增持   |
| 神州泰岳 | 2.72  | 1.10  | 1.53  | 7.73  | 68.28  | 25.10 | 62.07 | 44.63 | 8.83  | 增持   |
| 世纪鼎利 | 2.78  | 1.65  | 2.31  | 13.61 | 71.15  | 25.59 | 43.12 | 30.80 | 5.23  | 增持   |
| 天音控股 | 0.30  | 0.50  | 0.62  | 2.17  | 14.48  | 48.27 | 28.96 | 23.35 | 6.68  | 增持   |
| 亿阳信通 | 0.23  | 0.23  | 0.28  | 2.62  | 12.86  | 55.91 | 55.91 | 45.93 | 4.91  | 增持   |
| 华胜天成 | 0.41  | 0.42  | 0.56  | 3.07  | 19.86  | 48.44 | 47.29 | 35.46 | 6.47  | 增持   |
| 恒宝股份 | 0.32  | 0.36  | 0.60  | 1.34  | 18.90  | 59.06 | 52.50 | 31.50 | 14.08 | 买入   |
| 中创信测 | 0.19  | 0.38  | 0.50  | 3.27  | 15.40  | 81.05 | 40.53 | 30.80 | 4.70  | 增持   |
| 光迅科技 | 0.78  | 0.83  | 1.13  | 6.32  | 37.11  | 47.58 | 44.71 | 32.84 | 5.87  | 增持   |
| 三维通信 | 0.63  | 0.51  | 0.62  | 3.24  | 16.45  | 26.11 | 32.25 | 26.53 | 5.08  | 增持   |
| 新海宜  | 0.38  | 0.55  | 0.78  | 3.65  | 21.15  | 55.66 | 38.45 | 27.12 | 5.80  | 增持   |
| 日海通讯 | 0.94  | 1.04  | 1.46  | 5.91  | 48.70  | 51.81 | 46.83 | 33.36 | 8.24  | 增持   |
| 信维通信 | 0.71  | 0.75  | 1.33  | 9.11  | 55.18  | 77.72 | 73.57 | 41.49 | 6.06  | 增持   |
| 国民技术 | 1.44  | 1.80  | 2.55  | 24.51 | 134.39 | 93.33 | 74.66 | 52.70 | 5.48  | 增持   |
| 平 均  | 0.90  | 0.79  | 1.10  | 6.71  | 39.73  | 53.64 | 48.59 | 34.89 | 6.44  |      |

数据来源: WIND、中原证券

注: 股价为2010年11月12日收盘价



表 3: 全球通信设备和运营商估值分析表

单位: 元/倍

| 公司名称      | 收盘价      | 10 年 EPS | 11 年 EPS | 10 年市盈率 | 11 年市盈率  | 市净率  |
|-----------|----------|----------|----------|---------|----------|------|
| 爱立信       | 71.50    | 5.22     | 6.03     | 13.70   | 11.86    | 1.66 |
| 诺基亚       | 7.50     | 0.54     | 0.67     | 13.97   | 11.13    | 2.06 |
| 摩托罗拉      | 8.14     | 0.37     | 0.53     | 22.05   | 15.41    | 1.83 |
| 中兴通讯      | 26.43    | 1.12     | 1.41     | 23.64   | 18.78    | 3.45 |
| 爱立信       | 2.15     | -0.08    | 0.16     | N/A     | 13.81    | 2.05 |
| 阿尔卡特朗讯    | 23.14    | 1.43     | 1.76     | 18.34   | 14.20    | 2.21 |
| 平 均       | 71.50    | 5.22     | 6.03     | 13.70   | 11.86    | 1.66 |
| 中国移动      | 77.95    | 5.89     | 6.13     | 11.31   | 10.88    | 2.48 |
| 中国电信      | 4.04     | 0.20     | 0.23     | 17.73   | 14.84    | 1.22 |
| 中国联通 (HK) | 10.60    | 0.21     | 0.32     | 43.82   | 28.17    | 1.07 |
| 平 均       | 30.86    | 2.10     | 2.23     | 24.29   | 17.96    | 1.59 |
| Verizon   | 77.95    | 5.89     | 6.13     | 11.31   | 10.88    | 2.48 |
| 英国电信      | 164.8    | 0.18     | 8.96     | 8.45    | 7.01     | N/A  |
| AT&T      | 28.44    | 2.28     | 2.49     | 12.46   | 11.44    | 1.49 |
| 西班牙电信     | 18.14    | 1.99     | 1.92     | 9.13    | 9.43     | 3.71 |
| 沃达丰       | 168.1    | 0.17     | 0.17     | 10.19   | 10.13    | 0.98 |
| 意大利电信     | 1.01     | 0.12     | 0.12     | 8.72    | 8.36     | 0.72 |
| SK 电信     | 171500   | 18630    | 21470    | 9.21    | 7.98     | 1.11 |
| KDDI 电信   | 493500   | 53524.95 | 54171.24 | 9.22    | 9.11     | 1.03 |
| 法国电信      | 16.82    | 1.88     | 1.79     | 8.96    | 9.41     | 1.46 |
| 德国电信      | 10.15    | 0.77     | 0.78     | 13.18   | 13.03    | 1.16 |
| KT 公司     | 46900    | 5640     | 6280     | 8.32    | 7.468153 | 1.11 |
| NTT 移动    | 137800   | 11941.07 | 12303.57 | 11.54   | 11.2     | 1.19 |
| 平 均       | 70845.01 | 7478.80  | 7853.61  | 10.34   | 9.911    | 1.49 |

数据来源: Bloomberg、中原证券

注: 股价为 10 年 11 月 18 日收盘价

## 5. 行业风险提示

### 5.1 运营商

运营商格局在后 3G 时代将发生改变, 同时三网融合后, 行业竞争可能加剧; 运营商资费仍有下调空间; 3G 用户发展仍有可能不如人意。

### 5.2 通信设备行业

海外市场增长和贸易保护现象存在较大不确定性; 汇率波动、人民币升值加大行业经营风险; 行业整体投资下降, 未来细分行业增长更多的取决于运营商的发展战略, 设备商仍处于被动地位。

## 6. 重点上市公司

# 神州泰岳 (300002)：拓宽业务渠道，受益移动互联网发展

增持（维持）

## 市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

|              |              |
|--------------|--------------|
| 收盘价 (元)      | 68.28        |
| 一年内最高/最低 (元) | 237.99/49.00 |
| 沪深 300 指数    | 3291.83      |
| 市净率 (倍)      | 8.83         |
| 流通市值 (亿元)    | 58.76        |

## 基础数据 (2010 年 9 月 30 日)

|              |            |
|--------------|------------|
| 每股净资产 (元)    | 7.73       |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.12       |
| 毛利率 (%)      | 75.70      |
| 净资产收益率 (%)   | 9.43       |
| 资产负债率 (%)    | 5.30       |
| 总股本/流通股 (万股) | 31600/8606 |
| B 股/H 股 (万股) | /          |

## 个股相对沪深 300 指数走势



## 相关研究

### 报告关键要素:

**高速成长公司将明显受益。**神州泰岳。公司坚持移动互联网发展的大方向。并成立了千腾网 B2B、B2C 的电子商务平台。

### 投资要点:

- **公司处于高速成长期。**公司前三季度收入 5.6 亿元,同比增长 12.1%,实现净利润 2.2 亿,同比增长 14.2%,第三季度净利润同比下滑 6.8%,公司收入 68%来自于移动互联网收入。
- **公司运营的飞信已是第二大即时通信软件。**受益于 3Q 之争,公司是最有潜力超越腾讯的企业,已有用户基础,增长虽然放缓,但类似腾讯的应用仍处于空白阶段,未来成长性将随着移动互联网的深入,和中国移动的大力扶植和推进而有所改观。
- **农信通将是第二个“飞信”。**是中国移动农场信息化平台,今年 8 月与中国移动签订农信通合同,未来将进入全国推广阶段,有望成为飞信后又一个拳头产品。
- **成立千腾网,摆脱对移动依赖。**公司近期合资成立千腾网进行 B2B2C 的移动互联网业务,实施差异化的电子商务尝试,逐步摆脱对移动的依赖。
- **给予“买入”评级。**今年是公司业绩的低点,进入 2011 年后公司将摆脱业务单一的影响,进入高速增长阶段,预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.10、1.53 元,对应市盈率分别为 62、44 倍,给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:**中移动业务结算方式改变风险;飞信 2011 年能否顺利续约;农信通业务拓展低于预期。

|           | 2008  | 2009   | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 5.19  | 7.23   | 8.29  | 11.86 |
| 增长比率 (%)  | 17.28 | 39.31  | 14.67 | 43.06 |
| 净利润 (亿元)  | 1.21  | 2.70   | 3.48  | 4.83  |
| 增长比率 (%)  | 36.49 | 124.39 | 28.38 | 38.93 |
| 每股收益 (元)  | 1.40  | 2.72   | 1.10  | 1.53  |
| 市盈率 (倍)   | 48.77 | 25.10  | 62.07 | 44.63 |

# 恒宝股份（002104）：期待移动支付、银行芯片卡爆发

买入（维持）

## 市场数据（2010年11月12日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 18.90       |
| 一年内最高/最低（元） | 24.20/14.55 |
| 沪深300指数     | 3291.83     |
| 市净率（倍）      | 14.08       |
| 流通市值（亿元）    | 52.12       |

## 基础数据（2010年9月30日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 每股净资产（元）    | 1.34        |
| 每股经营现金流（元）  | 0.11        |
| 毛利率（%）      | 29.38       |
| 净资产收益率（%）   | 11.04       |
| 资产负债率（%）    | 12.71       |
| 总股本/流通股（万股） | 44064/27579 |
| H股（万股）      |             |

## 个股相对沪深300指数走势



## 相关研究

### 报告关键要素：

国内最大的银行卡和SIM卡供应商。3GSIM卡、移动支付和EMV迁移将打开公司业绩增长空间。公司布局银行卡、通信卡、移动支付、物联网等领域的布局，并逐步开拓海外市场。

### 投资要点：

- **移动支付业务已带来收入稳健增长。**前三季度公司收入同比增长32.7%，净利润同比增长10.7%，而第三季度收入同比增长了79.5%，主要是移动支付卡同比大幅增长。
- **公司是国内最大的银行卡和SIM卡供应商。**公司是国内最大的银行卡和通讯SIM卡供应商，是国内唯一一家通过EMV认证的企业。这两项业务收入占公司整体收入的七成左右。虽然银行磁条卡增长已明显放缓，但通信卡随着3G用户增长和移动支付业务的快速发展，以及公司通过收购东方英卡，打开了中国移动的销售渠道，将进入爆发期。
- **EMV卡未来增长空间巨大。**由于银行磁卡安全性较低，因此，全球银行卡都在向按照EMV规范基于芯片的智能IC卡升级，公司已获VISA、万事达、中国银联的生产资质认证。截止一季度中国银联已发行了600万张芯片银行卡。工商银行和交通银行已在全国发行银联标准芯片卡，预计2010年将有更多银行发行银联标准芯片卡。
- **公司多点布局，拓展成长空间。**公司在新加坡设立子公司开拓海外通信卡和银行卡市场；同时，牵手中科龙泽发展MIC（智能移动存储设备）产品；此外，公司子公司恒宝智能识别技术公司还和惠普公司战略合作共同开拓物联网应用。公司已形成了银行卡、通信卡、移动支付、物联网等领域的布局，并逐步开拓海外市场。
- **维持“增持”评级。**预计公司2010年和2011年每股收益分别为0.36元和0.60元，市盈率水平分别为52倍和31倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**3G用户增长对SIM卡销售有一定影响；移动支付卡毛利率较低；EMV迁移进程具有不确定性。

|           | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 374.60 | 425.08 | 581.10 | 893.55 |
| 增长比率(%)   | 6.40   | 13.50  | 36.70  | 53.77  |
| 净利润(百万元)  | 81.20  | 93.82  | 113.76 | 189.60 |
| 增长比率(%)   | 32.20  | 15.60  | 21.25  | 66.67  |
| 每股收益(元)   | 0.27   | 0.32   | 0.36   | 0.60   |
| 市盈率(倍)    |        | 59.06  | 52.50  | 31.50  |

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

## 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。