

证券研究报告—深度报告

通信

通信行业 2011 年投资策略

谨慎推荐

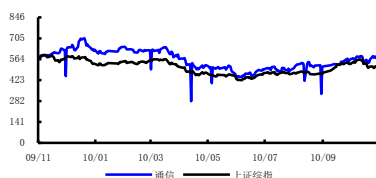
(维持评级)

2010 年 12 月 02 日

本报告的独到之处

- 初步探究了融合业务大发展、移动互联网普及的产业趋势
- 提出了设备先行、内容为本、平台致胜的投资次序

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：

《携号转网两省市推出，联通面临阶段性机会》——2010-11-5

《10 年 8 月运营商新增用户点评：联通 3G 新增用户数回升至百万水平》——2010-9-21

《通信行业四季度投资策略：运营：等待盈利追上预期，设备：10H2 投资环比回升》——2010-9-2

证券分析师：严平

电话：021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：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。

行业投资策略

走向全面融合，开启移动互联

● 投资逻辑：设备先行、内容为本、平台致胜

以全面融合为特征的“大信息服务业”和移动互联网将成为行业发展的新蓝海，投资机遇将围绕此展开。业务需求将驱动下一代网络建设在十二五期间步入高潮，运营商、终端商、互联网企业则围绕移动互联网主导权展开了激烈角逐。按照“基础实施投资→内容创新跟进→平台垄断形成”的产业规律，我们认为热点轮动的次序为设备投资、内容创新、平台形成，投资次序也将循此演进。

● 投资组合：设备“后 3G”、内容“新媒体”、运营“新联通”

设备后 3G：光通信、网络优化、下一代网络。我们认为 2011 年投资仍将震荡向下，随后将逐步攀升。2011 年预计有线优于无线，有线首选光通信（日海通讯、新海宜），无线首选网络优化（三维通信、世纪鼎利）。长期看好下一代网络建设，推荐中兴通讯、星网锐捷。

内容“新媒体”：手机动漫、手机游戏。现阶段运营商主导的移动互联网产业链盈利模式最为清晰，运营商推进意愿强烈、资源丰富。看好同运营商具备传统合作关系，能够共同转型的 CP、SP，推荐拓维信息、北纬通信。

运营“新联通”：等待 3G 业务迈过盈利拐点。运营商具备成为移动互联网基础平台的潜力，后续增长空间有望开启。联通盈利拐点临近、业务弹性最高、股价处于低位、政策环境利好。我们认为其 2011 年股价表现将有改善，存在阶段性机会，但判断趋势性上涨的时间窗口仍需等待 3G 盈利拐点出现。

● 投资风险

运营：3G 新增用户数低于预期，受累于大盘股整体乏力，国际板开板预期。

设备：投资降幅超预期、海外市场不确定性事件、中小板估值系统性风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
日海通讯	56.31	56.31	0.73	1.10	1.70	77.1	51.2	33.1	6.3	推荐
新海宜	25.20	59.29	0.35	0.61	0.93	72.9	41.3	27.1	6.9	推荐
三维通信	19.03	40.83	0.36	0.50	0.69	53.0	38.1	27.6	5.9	推荐
世纪鼎利	72.70	78.52	1.03	1.60	2.38	70.6	45.4	30.5	5.3	推荐
拓维信息	42.47	61.73	0.60	0.79	1.00	70.8	53.8	42.5	9.0	推荐
北纬通信	45.70	34.55	0.47	0.61	0.75	97.2	74.9	60.9	8.4	推荐
中兴通讯	27.02	774.59	0.86	1.03	1.30	31.5	26.2	20.8	3.6	推荐
星网锐捷	44.90	78.81	0.61	0.83	1.12	73.6	54.1	40.1	5.2	推荐
中天科技	28.94	92.84	1.04	1.28	1.44	27.8	22.6	20.1	5.0	推荐
中国联通	5.15	1091.62	0.15	0.08	0.18	34.8	64.4	28.6	1.5	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

投资逻辑：设备先行、内容为本、平台致胜。以全面融合为特征的“大信息服务业”和移动互联网将成为行业发展的新蓝海，投资机遇将围绕此展开。业务需求将驱动下一代网络建设在十二五期间步入高潮，运营商、终端商、互联网企业则围绕移动互联网主导权展开了激烈角逐。按照“基础实施投资→内容创新跟进→平台垄断形成”的产业规律，我们认为热点轮动的次序为设备投资、内容创新、平台形成，投资次序也将循此演进。

投资组合：设备“后 3G”、内容“新媒体”、运营“新联通”

设备后 3G：光通信、网络优化、下一代网络。我们认为 2011 年投资仍将震荡向下，随后将逐步攀升。2011 年预计有线优于无线，有线首选光通信（日海通讯、新海宜），无线首选网络优化（三维通信、世纪鼎利）。长期看好下一代网络建设，推荐中兴通讯、星网锐捷。

内容“新媒体”：手机动漫、手机游戏。现阶段运营商主导的移动互联网产业链盈利模式最为清晰，运营商推进意愿强烈、资源丰富。看好同运营商具备传统合作关系，能够共同转型的 CP、SP，推荐拓维信息、北纬通信。

运营“新联通”：等待 3G 业务迈过盈利拐点。运营商具备成为移动互联网基础平台的潜力，后续增长空间有望开启。联通盈利拐点临近、业务弹性最高、股价处于低位、政策环境利好。我们认为其 2011 年股价表现将有改善，存在阶段性机会，但判断趋势性上涨的时间窗口仍需等待 3G 盈利拐点出现。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设：通信行业投资在连续两年高增长后，仍处于震荡下行阶段，但随后技术进步和需求爆发将驱动其螺旋上升。融合业务和移动互联网的发展将催生全新产业空间，并遵循“基础实施投资→内容创新跟进→平台垄断形成”的产业规律，对应的投资次序为设备、内容、平台。

核心假设或逻辑的主要风险

运营：3G 新增用户数低于预期，受累于大盘股整体乏力，国际板开板预期。

设备：投资降幅超预期、海外市场不确定性事件、中小板估值系统性风险。

内容目录

内容目录	2
表目录	3
图目录	4
2011 年投资策略：走向全面融合，开启移动互联	5
投资逻辑：设备先行、内容为本、平台致胜	5
投资组合：设备“后 3G”、内容“新媒体”、运营“新联通”	5
投资风险	5
2010 回顾：联通低位震荡，设备显著分化	6
行业趋势：走向全面融合，开启移动互联	7
全面融合乃大势所趋，“大信息服务”大有可为	7
移动互联渐行渐近，开启全新产业空间	10
投资逻辑：硬件先行、内容为本、平台致胜	12
投资震荡下行，设备热点转换	12
内容逐步跟进，运营仍是主导	15
未来平台致胜，格局未有定论	16
投资组合：设备“后 3G”、内容“新媒体”、运营“新联通”	18
设备“后 3G”：光通信、网络优化、下一代网络	18
内容“新媒体”：手机动漫、手机游戏	19
运营“新联通”：等待 3G 业务迈过盈利拐点	19
投资风险	21
运营：3G 新增用户数，大盘股乏力，国际板开板预期	21
设备：投资降幅超预期、海外市场不确定性事件、中小板估值系统性风险	21
国信证券投资评级	22
免责条款	22

表目录

表 1：通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级	6
表 2：中电信正在全力推进宽带提速，全国布局存在不同梯次	14
表 3：中移动正推进八大基地建设，产业链将显著受益	16
表 4：光通信组合	18
表 5：网络优化组合	19
表 6：下一代网络组合	19
表 7：新媒体组合	19
表 8：手机补贴一次性计入费用使得联通盈利拐点推后	20
表 9：联通业务结构最为均衡，3G 和宽带将使其收入弹性更高	20
表 10：预计联通 3G 业务的盈利拐点将于 2011 年年中到来	20

图目录

图 1: 2010 年通信设备跑赢大盘, 运营表现不佳	6
图 2: 2010 年通信设备涨幅居前, 但超额受益较 09 年降低	6
图 3: 2010 年光通信、网络优化等“后 3G”板块涨幅居前	7
图 4: 2010 年港股市场仅中国电信跑赢大盘	7
图 5: 创新业务竞争是网络融合的根本驱动	7
图 6: 中国 IPTV 等融合业务将迎来快速增长	7
图 7: “大信息服务业”将成为行业的增长蓝海	8
图 8: 物联网是通信技术和行业信息化应用的有效结合点	8
图 9: 云计算有望发挥运营商基础资源优势, 重塑盈利模式	8
图 10: 下一代网络以核心网的融合、传送网的 IP 化、接入网的光纤化为特征 ...	9
图 11: 下一代网络建设预计将在十二五期间大力推进	9
图 12: 移动数据业务站在迅猛增长的起点阶段	10
图 13: 中国手机网民人数增速大幅超过宽带网民	10
图 14: 移动互联网产业格局尚未成型	10
图 15: 移动互联网的主要参与者为运营商、互联网企业和终端厂商	11
图 16: 目前移动互联网的主要受益者是运营商和终端商, 内容的盈利模式仍在探 索	11
图 17: 投资逻辑: 产业周期与价值分布	12
图 18: 预计 2011 年行业投资仍处震荡下行阶段	13
图 19: 三大运营商 2011 年资本开支预算均有下降	13
图 20: 中国宽带普及率仍有极大提升空间	13
图 21: 看好光通信中的配线设备子行业	13
图 22: 网络优化行业未来几年将保持持续增长	14
图 23: 覆盖设备、网优服务 2011 年景气程度依然较高	14
图 24: 中移动增值业务仍以传统产品为主, 新业务尚弱	15
图 25: 移动互联网领域运营商不占优势, 追赶意愿强烈	15
图 26: 中移动将聚焦于五大战略型增值业务之上	15
图 27: 中国电信加大了对重点增值业务的培育力度	15
图 28: 运营商的优势在于用户基础, 但产品耦合性不强	16
图 29: 互联网企业具备完整的产品系列和单一的用户入口	16
图 30: 运营商更适合搭建基础支撑平台, 互联网企业更适合充当应用服务平台	17
图 31: 集中资源建设技术、业务、应用支撑平台是运营商的当务之急	18
图 32: 联通业绩弹性较高, 3G 扭亏为盈将使利润大幅上升	21
图 33: 联通目前相对 PB 低于均值	21

2011 年投资策略：走向全面融合，开启移动互联

投资逻辑：设备先行、内容为本、平台致胜

以全面融合为特征的“大信息服务业”和移动互联网将成为行业发展的新蓝海，投资机遇将围绕此展开。业务需求将驱动下一代网络建设在十二五期间步入高潮，运营商、终端商、互联网企业则围绕移动互联网主导权展开了激烈角逐。按照“基础实施投资→内容创新跟进→平台垄断形成”的产业规律，我们认为热点轮动的次序为设备投资、内容创新、平台形成，投资次序也将循此演进。

投资组合：设备“后 3G”、内容“新媒体”、运营“新联通”

设备后 3G：光通信、网络优化、下一代网络。我们认为 2011 年投资仍将震荡向下，随后将逐步攀升。2011 年预计有线优于无线，有线首选光通信（日海通讯、新海宜），无线首选网络优化（三维通信、世纪鼎利）。长期看好下一代网络建设，推荐中兴通讯、星网锐捷。

内容“新媒体”：手机动漫、手机游戏。现阶段运营商主导的移动互联网产业链盈利模式最为清晰，运营商推进意愿强烈、资源丰富。看好同运营商具备传统合作关系，能够共同转型的 CP、SP，推荐拓维信息、北纬通信。

运营“新联通”：等待 3G 业务迈过盈利拐点。运营商具备成为移动互联网基础平台的潜力，后续增长空间有望开启。联通盈利拐点临近、业务弹性最高、股价处于低位、政策环境利好。我们认为其 2011 年股价表现将有改善，存在阶段性机会，但判断趋势性上涨的时间窗口仍需等待 3G 盈利拐点出现。

投资风险

运营：3G 新增用户数低于预期，受累于大盘股整体乏力，国际板开板预期。

设备：投资降幅超预期、海外市场不确定性事件、中小板估值系统性风险。

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	3Q10	09A		
中国联通	5.15	1091.62	0.15	0.08	0.18	34.8	64.4	28.6	1.5	2.1	NA	推荐
日海通讯	56.31	56.31	0.73	1.10	1.70	77.1	51.2	33.1	6.3	8.2	1.5	推荐
新海宜	25.20	59.29	0.35	0.61	0.93	72.9	41.3	27.1	6.9	13.4	1.1	推荐
三维通信	19.03	40.83	0.36	0.50	0.69	53.0	38.1	27.6	5.9	5.0	1.4	推荐
世纪鼎利	72.70	78.52	1.03	1.60	2.38	70.6	45.4	30.5	5.3	24.0	1.4	推荐
拓维信息	42.47	61.73	0.60	0.79	1.00	70.8	53.8	42.5	9.0	20.0	2.4	推荐
北纬通信	45.70	34.55	0.47	0.61	0.75	97.2	74.9	60.9	8.4	21.0	3.7	推荐
中兴通讯	27.02	774.59	0.86	1.03	1.30	31.5	26.2	20.8	3.6	1.3	1.4	推荐
星网锐捷	44.90	78.81	0.61	0.83	1.12	73.6	54.1	40.1	5.2	4.6	2.1	推荐
中天科技	28.94	92.84	1.04	1.28	1.44	27.8	22.6	20.1	5.0	2.5	1.6	推荐
烽火通信	40.13	177.29	0.59	0.82	1.10	68.0	48.9	36.5	5.2	3.8	1.9	谨慎推荐
亨通光电	37.30	61.96	1.11	1.36	1.62	33.6	27.4	23.0	4.5	3.3	1.6	谨慎推荐
国脉科技	15.45	61.88	0.23	0.31	0.39	67.2	49.8	39.6	13.3	9.4	2.2	谨慎推荐
三元达	24.50	29.40	0.41	0.59	0.80	59.8	41.5	30.6	3.7	8.7	1.5	谨慎推荐
华星创业	31.31	25.05	0.33	0.48	0.66	94.9	65.2	47.4	9.1	16.1	2.3	谨慎推荐
武汉凡谷	16.30	90.61	0.61	0.52	0.58	26.7	31.3	28.1	4.6	6.7	-10.7	中性
光迅科技	43.85	70.16	0.65	0.75	0.94	67.5	58.5	46.6	6.9	9.6	3.3	中性
设备商平均						62.0	45.6	34.7	6.4	9.9	1.2	
中国联通-H	10.58	2514.65	0.45	0.24	0.55	23.4	43.3	19.2	1.1	1.3	NA	推荐
中国移动-H	78.20	15683.79	5.74	7.01	7.52	13.6	11.2	10.4	2.9	3.3	NA	中性
中国电信-H	3.99	3229.20	0.18	0.23	0.25	22.2	17.3	16.0	1.3	1.5	NA	谨慎推荐
运营商平均						19.7	23.9	15.2	1.8	2.1	NA	

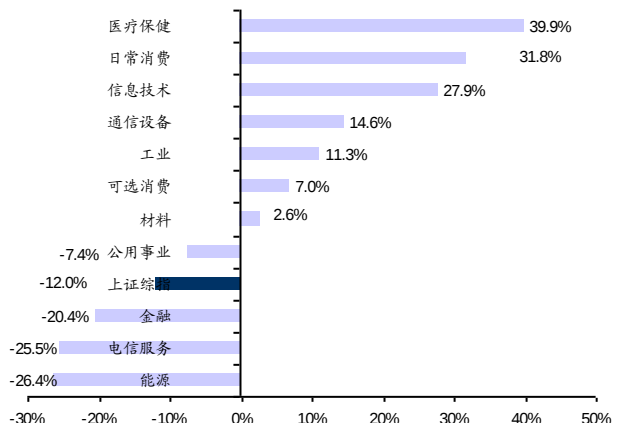
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所。收盘价为 2010 年 11 月 26 日, PEG 根据 09-12 三年复合增长率计算, 港股运营商指标均为港币

2010 回顾: 联通低位震荡, 设备显著分化

2010 年全年 (截止 11 月 26 日) 通信设备板块涨幅居前, 运营板块跑输大盘。作为新兴产业中的重要一员, 通信行业景气度虽较 2009 年有所回落, 但其业绩稳定增长及后续成长预期依旧较高, 2010 年板块涨幅为 18.9%, 呈现前低后高的走势。联通则因 2010 年 3G 业务投入较大, 盈利表现不佳, 股价下跌 29.4%, 较大幅度落后大盘, 符合我们全年“把握交易性机会, 趋势性机会需等待盈利追上预期”的判断。

图 1: 2010 年通信设备跑赢大盘, 运营表现不佳

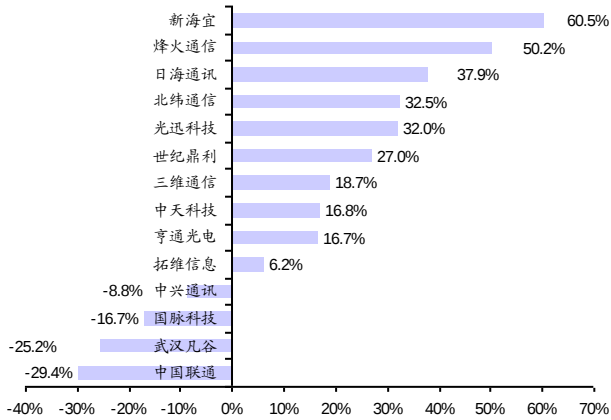

资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所, 其中“国信通信运营”为中国联通 A 股, “国信通信设备”为国信覆盖的重点通信设备公司

图 2: 2010 年通信设备涨幅居前, 但超额受益较 09 年降低


资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

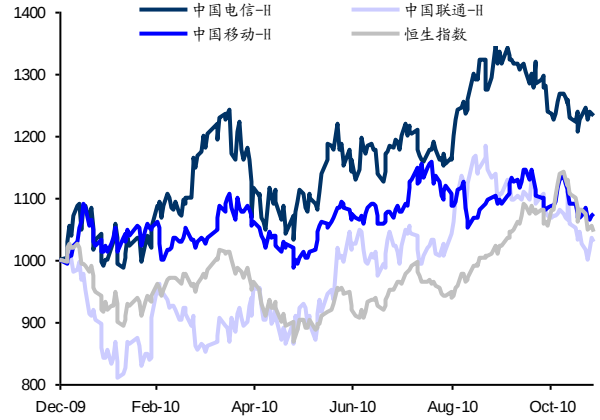
2010 年行业热点显著分化，细分子行业冷热不均。受投资下降影响较大的主设备表现落后，而景气度高的光通信和网络优化等“后 3G”板块表现居前。光通信个股新海宜、烽火通信、日海通讯涨幅位居前三，行业热点切换同我们全年投资策略较为契合。港股市场，联通、移动基本跑平大盘，唯有电信因用户端表现出色，获得近 20% 的超额收益。

图 3：2010 年光通信、网络优化等“后 3G”板块涨幅居前



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 4：2010 年港股市场仅中国电信跑赢大盘



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

行业趋势：走向全面融合，开启移动互联

全面融合乃大势所趋，“大信息服务”大有可为

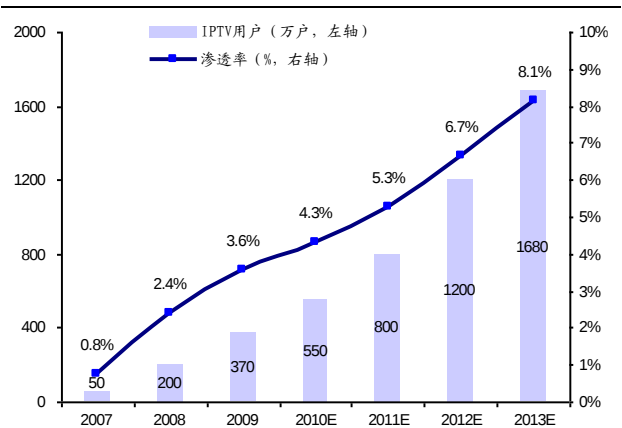
全面融合已成为行业发展趋势，现阶段表现为网络、业务和终端的融合，未来则表现为各行业信息化应用的全面融合。目前，Verizon、法国电信等国际运营商已实现了固网+移动的协同运营，能够针对不同终端提供语音+数据+视频的混合业务。中国因技术和体制等历史原因，网络（通信网、广电网、专网）和业务（语音、数据、视频）尚处于割裂状态，以三网融合为起点的新一轮行业变革正在启动。

图 5：创新业务竞争是网络融合的根本驱动



资料来源：Verizon，国信证券经济研究所

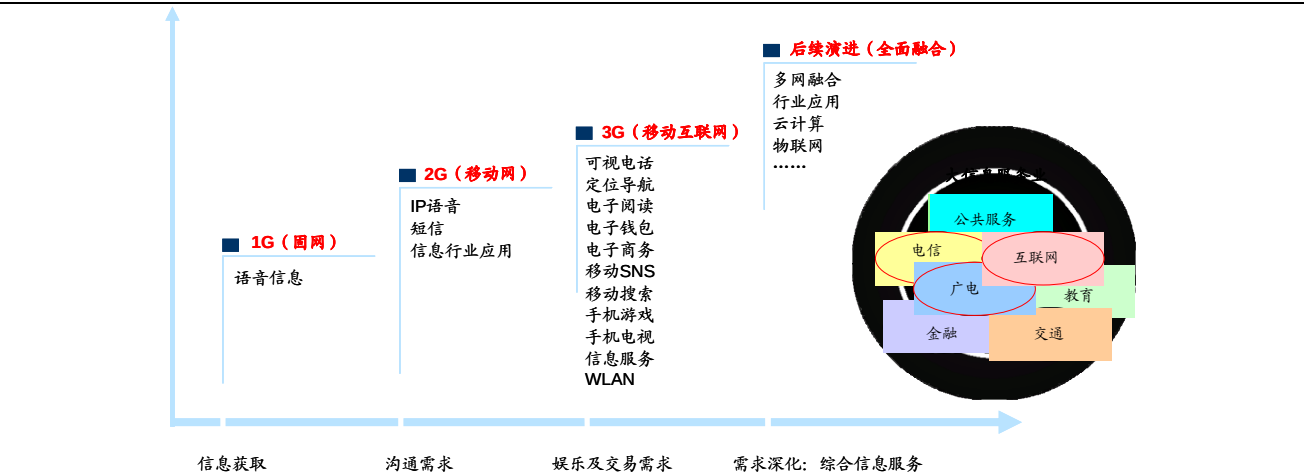
图 6：中国 IPTV 等融合业务将迎来快速增长



资料来源：华为，国信证券经济研究所

新一代信息技术革命将极大的拓展行业发展边界，以融合为基础的“大信息服务业”将成为行业远景。“大信息服务业”不仅包括电信、广电和互联网的融合，而且将整合金融、贸易、交通等不同领域。通信技术将从实现人的联通到实现人与物、物与物（物联网）的联通，从而深度融入个人生活及行业应用。运营商将从面向个人及政企提供通信服务（语音通信），到面向全社会提供信息化服务（数据交换），最终演进为“综合信息服务提供商”，进而改变现有的业务构成和盈利模式。

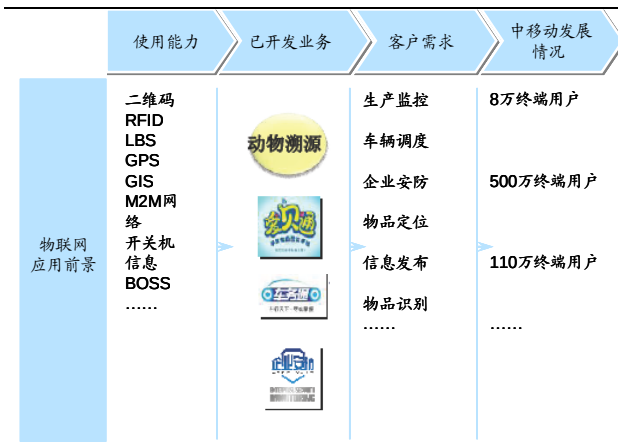
图 7：“大信息服务业”将成为行业的增长蓝海



资料来源：国信证券经济研究所

新的业务模式需要技术进步和网络升级加以支撑，大规模的网络升级是新业务发展和运行的基础。以“大信息服务业”中的物联网和云计算为例，二者均是通信技术和行业信息化应用的典型结合，物联网能广泛应用至物流和安防等领域，云计算则能充分调动社会化的计算资源。但是，物联网需要 IP 网络、射频识别、GIS 等基础技术支持，云计算则需要随时随地的网络接入能力、虚拟化技术、加密和认证等技术支持，二者都需要统一的、无所不在的融合网络作为运营平台。

图 8：物联网是通信技术和行业信息化应用的有效结合点



资料来源：中国移动，国信证券经济研究所

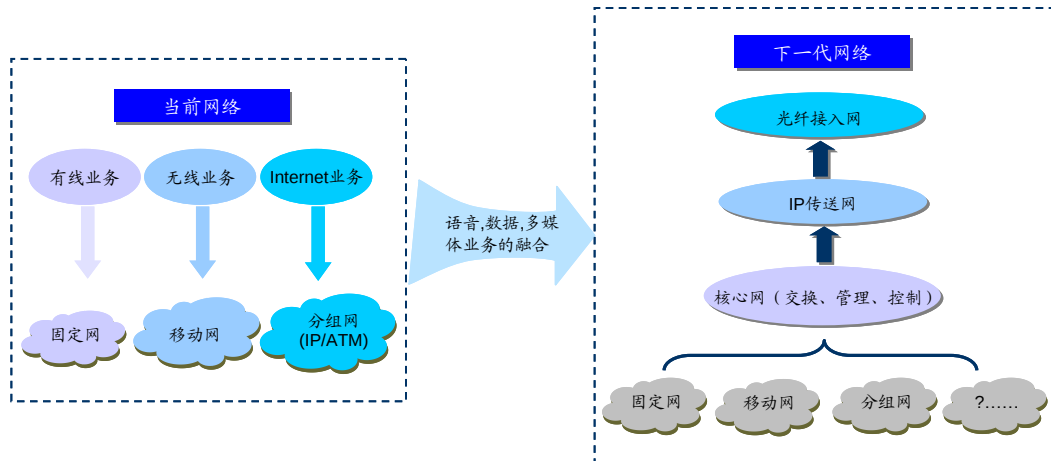
图 9：云计算有望发挥运营商基础资源优势，重塑盈利模式



资料来源：中国电信，国信证券经济研究所

网络基础设施升级的核心在于实现网络的 IP 化、宽带化。原因在于：（1）业务承载需求。语音、高速数据及视频应用大量涌现，原宽带网带宽不足，客观要求网络实现宽带化和 IP 化；（2）移动互联网需求。传统电信网为封闭网络，移动互联网则具备开放属性，网络必须 IP 化才能通过开放的 Web2.0 等技术提供多媒体业务；（3）物联网发展需求。未来传感网的前提是具备 IP 化的标签、识别功能，这就要求网络积极向 IP 化演进。这就要求下一代网络实现核心网的多业务融合、传送网的 IP 化，以及接入网的光纤化。

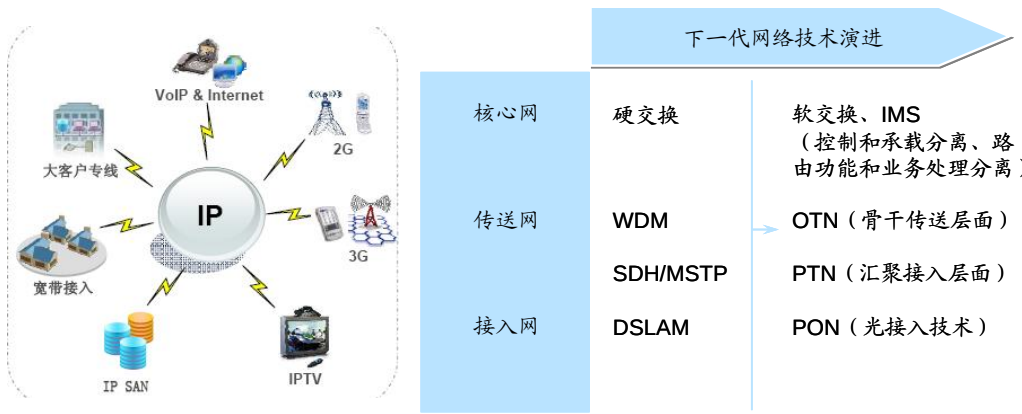
图 10：下一代网络以核心网的融合、传送网的 IP 化、接入网的光纤化为特征



资料来源：国信证券经济研究所

部分技术演进已经趋于成熟，新一轮网络建设有望在十二五期间逐步启动。下一代网络建设主要聚焦于核心网、传送网、接入网三个层面，将分别实现接入网由 DSLAM 向 PON 等光接入技术的转变；实现传送网向 OTN、PTN 的升级；实现核心网由硬交换向软交换以至 IMS 的演进。目前，光接入建设正处高潮，传送网升级在有序推进，而核心网升级则处起始阶段。十二五规划对新一代信息技术着墨甚重，预计上述领域均将加大投入，在未来几年步入建设高峰期。

图 11：下一代网络建设预计将在十二五期间大力推进

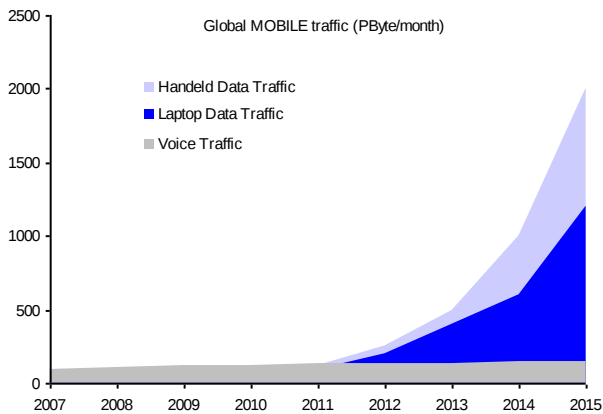


资料来源：国信证券经济研究所

移动互联网渐行渐近，开启全新产业空间

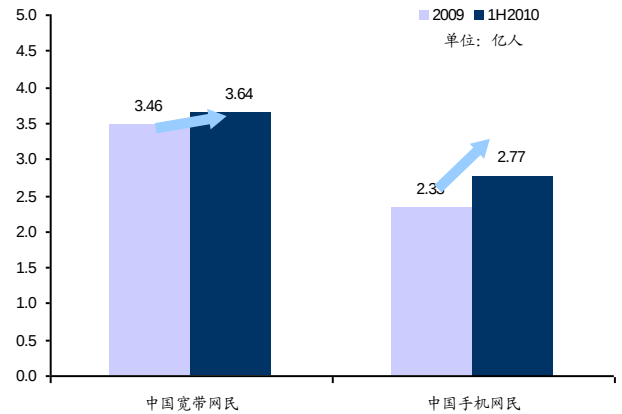
移动互联网是互联网与移动通信各自独立发展后互相融合的新兴市场，在全球范围内都处在迅猛增长的起始阶段。随着 3G 网络的广泛布设，iPhone 等智能终端的不断普及，移动数据流量呈爆炸式增长，诺西预测未来几年数据流量的主力将从传统 PC 转向手持终端。根据 CNNIC 调查，仅 2010 年上半年中国手机网民就新增 4300 万人，大幅超过宽带网民增幅，庞大的用户基数和迅速的普及进程蕴含着广阔的业务发展前景。

图 12：移动数据业务站在迅猛增长的起点阶段



资料来源：诺西，国信证券经济研究所

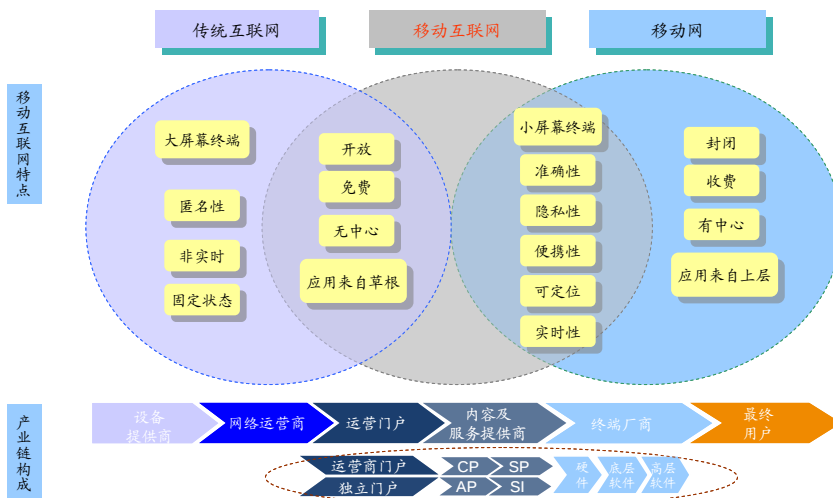
图 13：中国手机网民人数增速大幅超过宽带网民



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所

移动互联网的业务形态、盈利模式和产业链格局同传统互联网存在较大差别。移动互联网具有实时性、隐私性、便携性等特点，因而其产品更趋实用化（用）、娱乐化（玩）、媒体化（看），音乐、视频、游戏、手机支付、位置服务等是其主要应用形式。盈利模式上，传统互联网一般采取免费模式，依靠广告或增值服务获取收入，移动互联网的盈利模式则处于摸索阶段。产业链构成上，行业生态格局尚未确立，运营商、内容商和终端商均在向彼此的领域互相渗透，上下游的定位分工趋于模糊。例如，运营商涉足操作系统和终端定制，终端商涉足平台建设和流量分成。

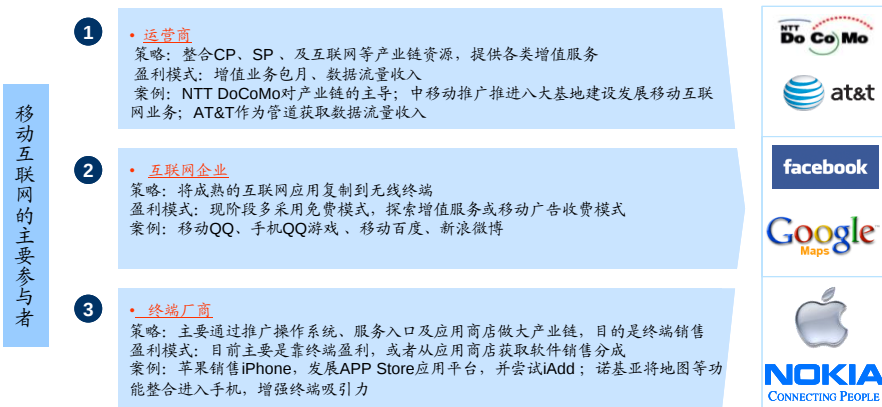
图 14：移动互联网产业格局尚未成型



资料来源：国信证券经济研究所

移动互联网的主要角逐者有三大阵营：运营商、传统互联网企业、终端厂商。三者的主要策略是：运营商整合产业链资源，同互联网企业或 SP 合作向用户提供经整合的产品与服务，按流量或套餐收费；互联网企业将 IM 等成熟的桌面产品复制到移动终端，目前采用免费模式，未来探索收费渠道；终端厂商则在操作系统（IOS、Android）、标准化应用（导航功能）及应用商店（App Store、Ovi）上建立壁垒，通过出售终端或应用商店分成获利。目前三者的竞争焦点在移动互联网的用户入口，主要包括：手机浏览器、手机搜索、SNS、应用商店、手机门户网站、客户端应用（IM）和手机输入法等。

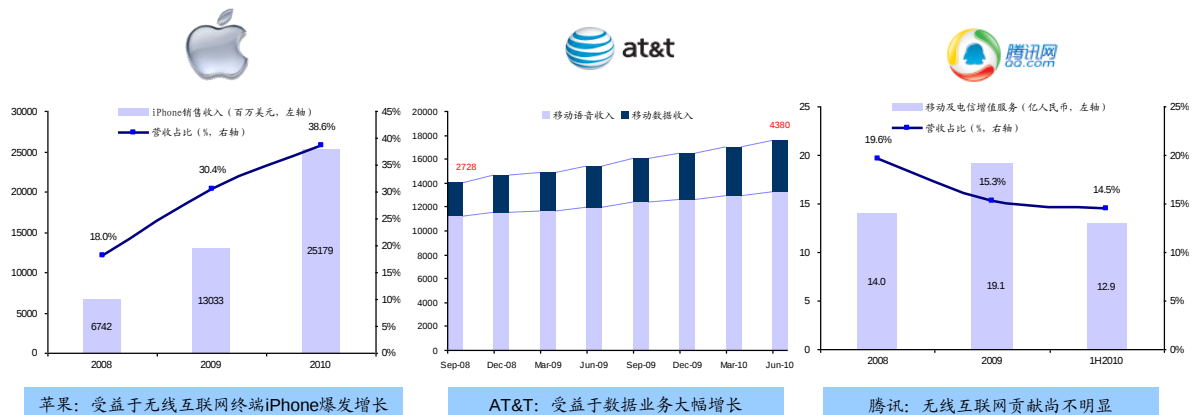
图 15：移动互联网的主要参与者为运营商、互联网企业和终端厂商



资料来源：国信证券经济研究所

从实际效果来看，目前产业链的得利者主要是运营商和终端商，内容提供商尚未探索出清晰的盈利模式。以三者的典型代表苹果、AT&T、腾讯为例：苹果通过iPhone终端获利明显，两年间iPhone销售收入增长4倍，打造了迄今为止最为成功的移动互联网终端；AT&T通过为用户提供数据业务，两年内数据业务收入实现翻番；腾讯的移动及电信增值业务增长虽快，但主要由手机游戏和WAP服务构成，且在整体营收中占比不高。因此，针对移动互联网的内容和服务是下阶段争夺最为激烈，也最有可能诞生伟大公司和商业模式的领域。

图 16：目前移动互联网的主要受益者是运营商和终端商，内容的盈利模式仍在探索



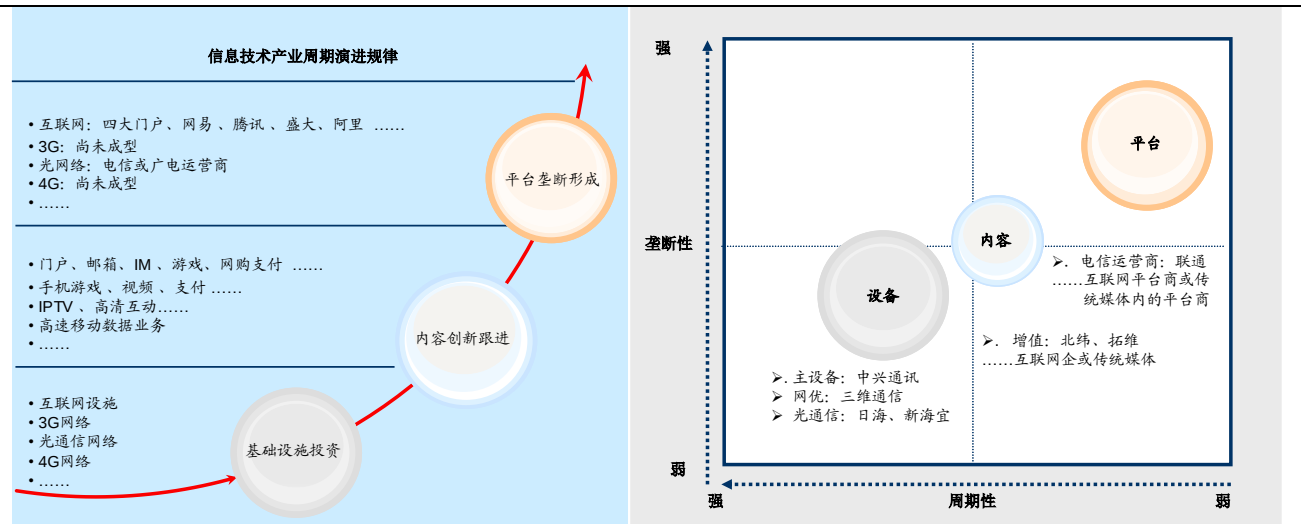
资料来源：苹果、AT&T、腾讯年报，国信证券经济研究所

投资逻辑：硬件先行、内容为本、平台致胜

基于行业将走向全面融合和移动互联网大发展的前景判断，我们从产业周期和价值分布两个维度确立投资思路。从产业周期来看，信息技术产业一般遵循基础设施投资→内容创新跟进→平台垄断形成的规律（如传统互联网发展便是遵循网络建设→.COM 热潮→雅虎等门户胜出的次序）。从价值分布来看，周期性由强到弱，垄断性由弱到强的次序为设备、内容、平台。

目前设备正处于景气中期，内容处于景气初期，平台则尚处孕育期，因此投资次序可归结为“近看设备、中看内容、远看平台”。设备中光通信、网络优化、下一代网络建设等结构性机会持续存在；内容中的受益者将来自于运营商所主导产业链上的参与者；成功的平台商则可能来自运营商或成功跨界的互联网领先者。

图 17：投资逻辑：产业周期与价值分布

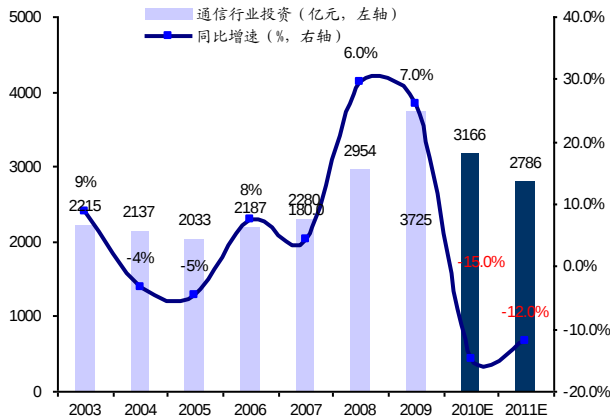


资料来源：国信证券经济研究所

投资震荡下行，设备热点转换

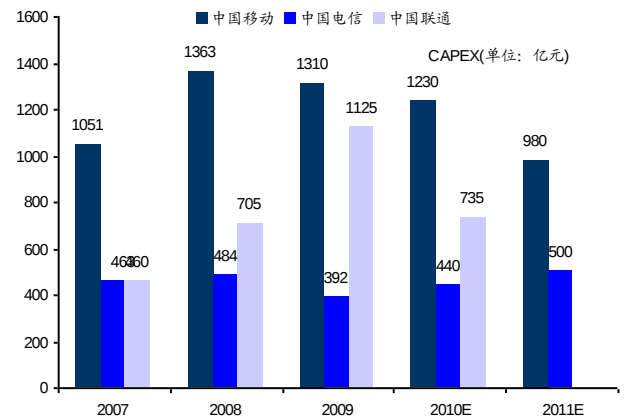
我们判断 2011 年行业投资仍处于震荡下行阶段，但结构上将热点纷呈，将呈现固网优于无线的局面。无线网领域，因国际电联已确定 4G 标准的无线电全会推迟至 2012 年春举行，4G 标准的最后批准以及产业链的成熟尚需时日。国内无线投资仍需等待 3G 用户上量后的扩容需求，现阶段网络优化仍是主题。有线网领域，光通信的确定性增长已无疑问，我们继续看好接入网环节的投资力度。

图 18: 预计 2011 年行业投资仍处震荡下行阶段



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所

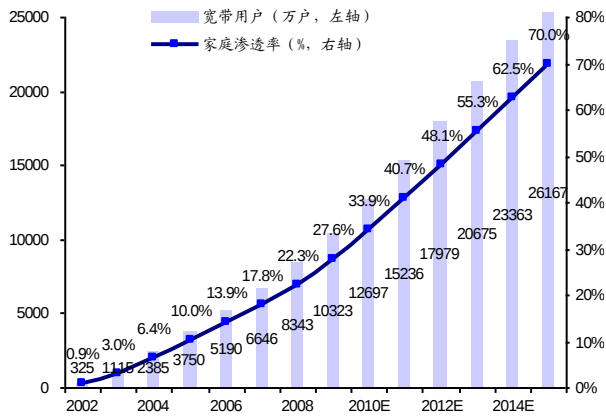
图 19: 三大运营商 2011 年资本开支预算均有下降



资料来源: 运营商公告, 国信证券经济研究所

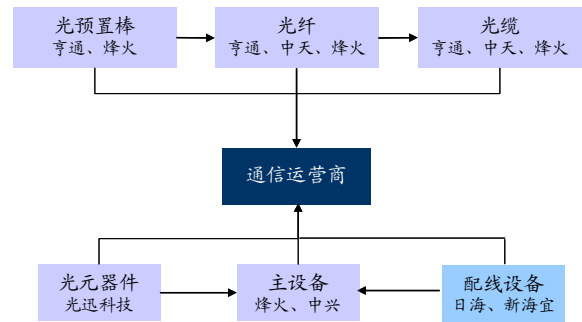
有线网中看好光通信, 尤其是接入端。从政策层面来看, 推进宽带提速和用户普及是信息化水平提升的必经路径。目前, 中国宽带用户约 1.2 亿, 家庭普及率仅在 30% 左右, 提升空间极大。近三年光通信建设投入将达 1500 亿元, 实现 8000 万宽带端口的改造, 新增宽带用户 5000 万, 预计十二五期间投资力度将继续加码。运营商层面, 中电信今明两年分别追加 50、100 亿元至宽带建设, 2010 年全国最低带宽将提升至 4M, 联通近期也举行了大规模的 PON 设备招标。从供需关系和企业体制来看, 我们继续看好配线设备子行业, 日海通讯、新海宜仍是首选。

图 20: 中国宽带普及率仍有极大提升空间



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所预测

图 21: 看好光通信中的配线设备子行业



资料来源: 国信证券经济研究所

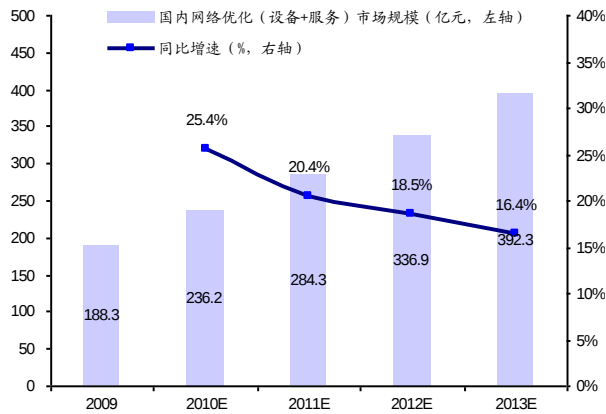
表2: 中电信正在全力推进宽带提速, 全国布局存在不同梯次

中国电信接入网铜缆改造计划		2008	2010
A类区域 (中东部地级以上城市、西部省会城市的商业楼宇及中高档住宅小区)	可满足业务	2路标清IPTV 视频通信 上网业务	2路高清IPTV 视频通信 上网业务
	带宽能力	8M	18M
B类区域 (西部地级以上城市商业楼宇及中高档小区, 中东部地级城市、西部省会城市一般小区)	可满足业务	1路标清IPTV 视频通信 上网业务	1路高清IPTV 视频通信 上网业务
	带宽能力	4M	8-12M
C类区域 (城市的其他地区及农村乡镇地区)	可满足业务	1路标清IPTV 上网业务	1路标清(高清)IPTV 视频通信 上网业务
	带宽能力	2-4M	8M
D类区域 (农村乡镇以下有上网需求的地区)	可满足业务	上网业务	一路标清IPTV 上网业务
	带宽能力	2M	4M

资料来源: 中国电信, 国信证券经济研究所

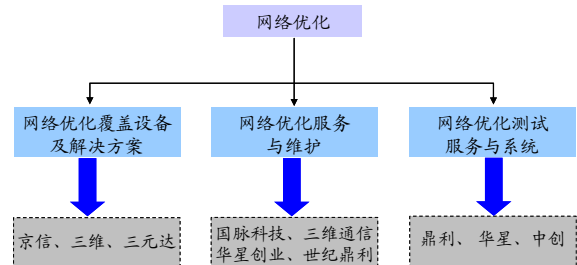
无线网中看好网络优化, 尤其是覆盖设备和网优服务。我们预计网络优化行业2011景气度将更高。主要因: (1) 携号转网推行, 用户体验重要性增强, 迫使运营商加大网优力度; (2) 因09、10年TD投入精力较大, 移动G网体验有所下降, 中移动已决定加大G网投入以保持优势地位; (3) 数网并存使网络复杂性增加, 3G网优尚处起始阶段。我们继续看好网优覆盖设备的持续增长, 以及网优服务的第三方外包趋势, 认可三维、鼎利等在产业链内部实施纵向一体化的领先公司。

图 22: 网络优化行业未来几年将保持持续增长



资料来源: CCID, 国信证券经济研究所

图 23: 覆盖设备、网优服务 2011 年景气程度依然较高



资料来源: 国信证券经济研究所

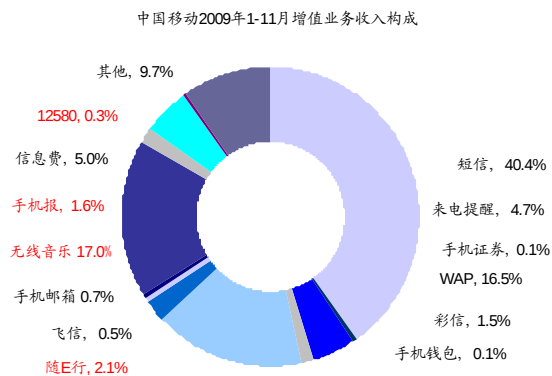
鉴于十二五期间新一代信息技术将成为政策重点扶持对象, 预计下一代网络建设将逐步启动, 行业投资将在短期震荡后逐步攀升, 届时将迎来整体性的行业投资机会。十二五规划中信息技术被确立为七大战略性新兴产业之一, 具体分为下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和以云计算六大方面。我们认为核心网建设是网络融合和云计算等新业务发展的基础, 看好电信网领域技术实力领先的中兴通讯, 以及受益企业网增长及云计算发展的星网锐捷。

内容逐步跟进，运营仍是主导

现阶段移动互联网的发展仍处于丰富应用和服务的阶段，内容领域存在投资机会。如前文所述，当前内容的发展模式主要有三：（1）App Store 式的中介平台——汇聚应用开发者和需求者；（2）腾讯式的复制互联网成熟应用，用免费形式做大用户群体；（3）运营商式的整合产业链资源，借助运营平台将内容推向消费者。我们认为模式（1）在中国存在信用机制障碍，模式（2）盈利途径尚不清晰，模式（3）在中国当前阶段更为可行，更具投资发掘价值。

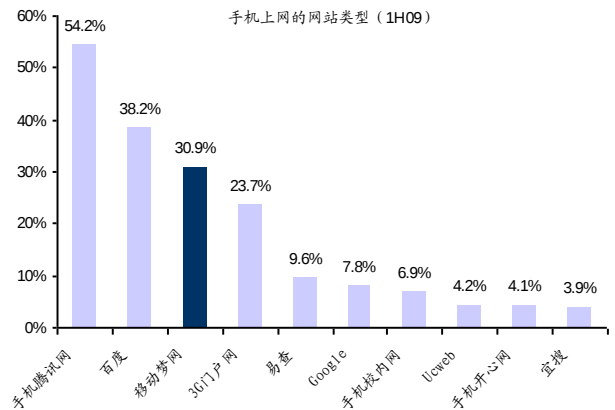
意愿、资源决定了运营商将在移动互联网的内容业务上大力推进。以中国移动当前增值业务为例，短信及 WAP 类的传统业务仍占据半壁江山，基于移动互联网的无线邮箱、飞信、手机钱包才露端倪，业务转型意愿迫切。在当前的移动互联网接入中，移动自有网站并无优势，竞争压力明显。

图 24：中移动增值业务仍以传统产品为主，新业务尚弱



资料来源：中国移动，国信证券经济研究所

图 25：移动互联网领域运营商不占优势，追赶意愿强烈



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所

运营商正在积极布局，在重点业务上持续投入资源。中国移动在内容业务上立足建立基础能力和主干产品两大体系，以产品创新基地作为主要的开发、创新、拓展模式。目前，中移动已在各省建立了音乐、位置、游戏、视频、电子商务、阅读等八大基地，承担对手机游戏、支付等战略业务的试点、孵化、推广工作。中电信则通过互联星空（增值门户）、天翼社区（SNS）两大体系发展相关增值业务。

图 26：中移动将聚焦于五大战略型增值业务之上

中国移动增值业务规划						
战略型业务	歌曲下载	手机视频	手机支付	手机游戏	手机阅读	
成熟型业务	短信	WAP	GPRS	来电提醒		
规模型业务	无线音乐	飞信	手机报	12580	139邮箱	号簿管家
	手机证券	短信回执	手机商界	彩信照片冲印	手机医疗	信息管家

资料来源：中国移动，国信证券经济研究所

图 27：中国电信加大了对重点增值业务的培育力度

中国电信重点增值业务						
2009年	全球眼	爱音乐	天翼 LIVE	邮件推送	手机导航	手机备份
2010年	天翼空间	移动定位	天翼视讯	移动支付	全浏览	C+W无线宽带
其他	号码百事通	综合办公	天翼对讲	手机报		

资料来源：中国电信，国信证券经济研究所

我们看好运营商模式中的产业链受益者，主要是同运营商存在历史合作关系，能够共同转型的 CP、SP。例如，中移动的八大基地建设中，运营支撑及后续业务一般由合作伙伴提供，通过招标形式确定。由于运营商对产业链拥有主导能力，其推进力度决定了相关业务的推广进程，一旦业务纳入运营商 KPI 考核体系，发展速度将显著加快。我们看好同运营商存在长期合作关系，且自身业务具备吸引力的拓维信息、北纬通信。

表3：中移动正推进八大基地建设，产业链将显著受益

基地	地点	功能
无线音乐基地	四川成都	设在成都高新西区，面向全国 31 个省市的 5 亿多移动客户提供无线音乐产品
手机阅读基地	浙江杭州	中国移动手机阅读基地建成中国最大的无线图书发行平台通过各方的努力和营销打造传统阅读的新型发行渠道，不仅包括以手机为载体的 WAP、客户端等阅读，还包括结合 TD 技术的专用手持阅读器，而且可以拓展到行业应用，实现“终端+通道+内容”的整合拓展
游戏基地	江苏	负责中国移动游戏业务发展以及市场推广、内容引入与合作伙伴管理、平台和门户规划、建设及运营等工作
南方基地	广东广州	基于南方基地的产业带动计划，中国移动确立了电子商务、终端创新、移动互联、手机邮箱、应用下载、物联网等 6 个发展方向
视频基地	上海	中国移动通信集团公司在上海公司设立的为全集团用户提供手机视频相关产品服务的机构，专注于移动视频产品的开发建设和运营支撑
移动位置基地	辽宁沈阳	全面发展手机地图优化、实时交通系统建设等有移动通信功能的导航业务
电子商务基地	湖南长沙	打造移动电子商务创新基地，不断推进手机小额支付、移动公交一卡通、移动公用事业缴费、农村移动电子商务四大工程。
手机动漫基地	福建厦门	整合手机动漫上下游资源,推动终端定制与手机动漫产品专业化研发,并负责全国性推广

资料来源：中国移动，国信证券经济研究所

未来平台致胜，格局未有定论

成为移动互联网平台是行业参与者的共同目标。所谓平台，是指对后续发展能够提供持续支撑的物质基础。对传统或移动互联网而言，是指占据用户上网入口，具备较强使用黏性，能够不断扩展边界而又具备一定封闭特性的产品或服务体系。传统互联网领域的平台主要有门户、IM、搜索引擎等。平台的价值在于其垄断性（圈定用户）和延展性（业务扩展），最终表现为其持续增长的生命力，腾讯便是典型。

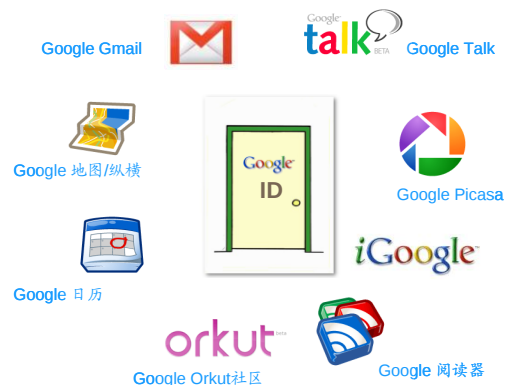
我们认为，移动互联网中的平台商将主要从运营商或互联网企业中脱颖而出。这是因为，像苹果一样以一己之力整合软硬件资源，打造完整产业链的案例在其他终端商中并不具备可复制性，而互联网企业在内容和服务上极为成熟，运营商则拥有庞大的用户基础（成功的先例有 NTT DoCoMo），这些都是成功发展移动互联网业务的必备条件。

图 28：运营商的优势在于用户基础，但产品耦合性不强



资料来源：国信证券经济研究所

图 29：互联网企业具备完整的产品系列和单一的用户入口



资料来源：国信证券经济研究所

运营商在发展移动互联网业务中的主要问题是存在被管道化的风险。IP 网络天生存在业务和网络分离的特征，移动互联网更是将通信网络变成了开放的 IP 化数据通道，可能终结运营商对业务提供的全面控制，它在使得业务创新成为可能的同时也使运营商面临沦为流量管道的风险。运营商在自身定位上面临三重选择：（1）做管道（无为而治，彻底开放网络，通过提供网络服务获取流量收入）；（2）做内容（大包大揽，向用户提供应用和服务，同互联网企业直接竞争）；（3）做平台（有取有舍，专于行业标准、基础技术、业务支撑的开发和运营，借此把握产业链核心）。

资源、体制及发展路径决定了运营商更为适合搭建基础支撑平台，互联网企业则更为适合充当应用服务平台，二者可以实现差异化竞争。原因在于，传统电信业务以标准化为特色，产品规模大而集中，符合运营商规模庞大、重资产+实体运营、服务见长的体制特征；互联网业务以个性化为特色，产品小而分散，符合互联网企业规模较小、轻资产+虚拟运营、产品见长的企业风格。开放的特性决定了互联网企业壁垒更低、原创性更强、更能满足复杂多变的需求环境，因而更为适合提供具备“长尾特征”的内容服务。封闭的特征决定了运营商趋向寡头竞争、组织机构层级更多、原创性稍弱，更适宜于充当基础平台，为形形色色的应用开发提供支撑。

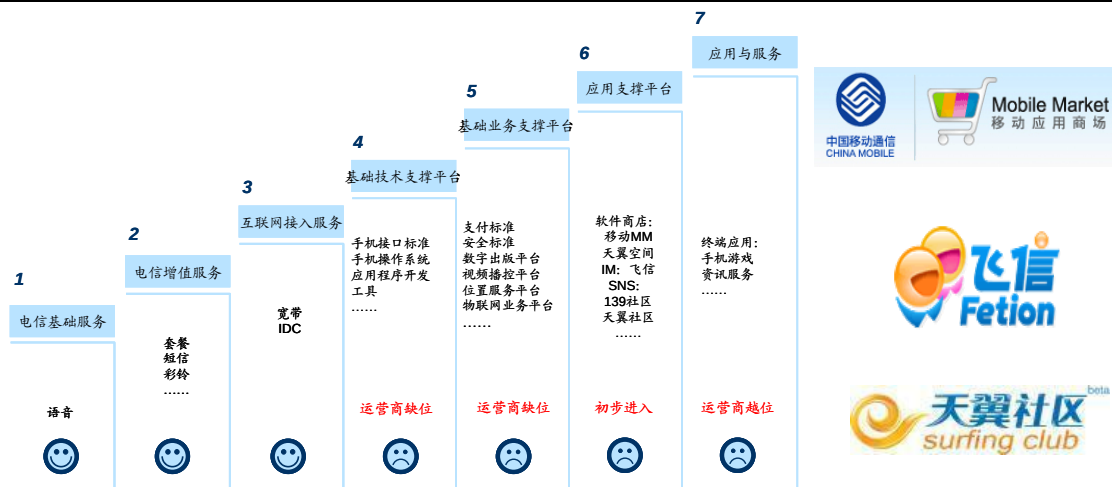
图 30：运营商更适合搭建基础支撑平台，互联网企业更适合充当应用服务平台



资料来源：国信证券经济研究所

我们认为未来移动互联网产业中，领先的运营商将与优势互联网企业共同主导产业链走向，现阶段投资标的的首选中国联通。当前，运营商在如下领域的努力有助于其把握住移动互联网的产业链上游，构筑自身的基础性平台地位：开发手机接口标准、操作系统等技术支撑平台；移动支付标准、位置服务平台等业务支撑平台；软件商店、即时通信工具等应用支撑平台。中移动在手机支付、物联网标准，在 MM、飞信、139 社区等业务平台上的努力表明了运营商的转型方向。由此，我们看好联通在 3G 时代汇聚更多用户，搭建移动互联网基础平台的可行前景。

图 31: 集中资源建设技术、业务、应用支撑平台是运营商的当务之急



资料来源: 国信证券经济研究所

投资组合: 设备“后 3G”、内容“新媒体”、运营“新联通”

设备“后 3G”: 光通信、网络优化、下一代网络

光通信组合: 推荐日海通讯、新海宜、中天科技, 关注烽火通信、亨通光电

表 4: 光通信组合

公司	主要理由与逻辑	盈利预测、估值与催化剂	投资评级
日海通讯	1) 配线设备领域市场份额国内第一 (10%左右), 具备“由小变大”的良好前景; 2) 光通信景气度可看数年; 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	1) 10/11 年 EPS1.10/1.70 元, 对应 PE51/33 倍; 2) 催化剂: 光通信追加投资、拓展新业务、潜在并购	推荐
新海宜	公司三块业务 (光通信、软件、其他) 均具吸引力: 1) 公司为配线行业第二名, 受益光通信接入网建设; 2) 电信行业软件外包需求增长, 人员持续高速扩张; 3) 3G 视频监控将形成规模收入, 具备物联网属性	1) 10/11 年 EPS0.61/0.93 元, 对应 PE41/27 倍; 2) 催化剂: 光通信追加投资、视频监控业务取得突破	推荐
中天科技	1) 预制棒量产后将实现原料自给, 并提升毛利率 3-4%; 2) 电力导线业务 3Q 复苏, 十二五电网建设有望超预期; 3) 海缆等特种线缆业务有望突破; 4) 受益电力光纤入户建设	1) 10/11 年 EPS1.28/1.44 元, 对应 PE23/20 倍; 2) 催化剂: 预制棒量产、海缆突破、OPLC 上量	推荐
烽火通信	1) 光通信产业链齐全, 涉及主设备、传输网、接入网和光纤光缆, 弹性较高; 2) 合资公司烽火藤仓已率先进入预制棒领域; 3) 后续或存在资产整合预期	1) 10/11 年 EPS0.82/1.10 元, 对应 PE49/37 倍; 2) 催化剂: 接入网建设力度进一步加大	谨慎推荐
亨通光电	1) 已进入光预制棒领域, 投产后将实现原理自给并提升毛利率; 2) 集团资产注入将增厚盈利; 3) 受益电力光纤入户建设	1) 10/11 年 EPS1.36/1.62 元, 对应 PE27/23 倍; 2) 催化剂: 集团资产注入、预制棒量产、OPLC 上量	谨慎推荐

资料来源: 国信证券经济研究所

网络优化组合：推荐三维通信、世纪鼎利，关注三元达、华星创业

表5：网络优化组合

公司	主要理由与逻辑	盈利预测、估值与催化剂	投资评级
三维通信	1) 未来几年网络优化景气度较高，公司业内领先，受益程度较高；2) 公司正依托自身全国性营销网络，在传统业务上嫁接通信的网优服务，双方协同效应明显；3) 计划实施非公开增发，继续增强对网优服务的投入力度	1) 10/11 年 EPS0.50/0.69 元，对应 PE38/28 倍；2) 催化剂：网优投资超预期、服务业务形成规模	推荐
世纪鼎利	1) 公司在网优测试分析系统和移动网优服务领域优势明显，受益于行业高景气；2) 研发向信令等高端领域延伸，新产品将逐步推出；3) 公司将加大向网优服务的转型力度，后续并购动作值得期待	1) 10/11 年 EPS1.60/2.38 元，对应 PE45/31 倍；2) 催化剂：高送转、新业务上量、潜在并购	推荐
三元达	1) 网络优化覆盖设备行业内的二线厂商，目前规模和市值均较小，具有成长空间；2) 明后年主业增长预期较高，同时在数字电视领域有所布局	1) 10/11 年 EPS0.59/0.80 元，对应 PE42/31 倍；2) 催化剂：网优投资超预期、股本扩张	谨慎推荐
华星创业	1) 主要业务为网优服务，兼有测试设备，行业景气度高；2) 公司目前规模较小，具备成长空间	1) 10/11 年 EPS0.48/0.66 元，对应 PE65/47 倍；2) 催化剂：高送转、季度业绩超预期	谨慎推荐

资料来源：国信证券经济研究所

下一代网络组合：推荐中兴通讯、星网锐捷

表6：下一代网络组合

公司	主要理由与逻辑	盈利预测、估值与催化剂	投资评级
中兴通讯	1) 2010 年增速回落幅度较大，公司业绩和股价目前均处相对低点；2) 印度事件解决后，海外业务将重回增长通道，国内增长也将继续回升；3) 看好公司国际市场份额提升进程，认为应从“成长+科技”的思路看待公司	1) 10/11 年 EPS1.03/1.30 元，对应 PE26/21 倍；2) 催化剂：海外市场高速增长、国内无线网投资回暖	推荐
星网锐捷	1) 企业网设备正逐步向金融、政府领域渗透，产品结构持续提升；2) 受益于云计算发展，瘦客户机业务增长预期较高；3) 产品线丰富，增长看点较多	1) 10/11 年 EPS0.83/1.12 元，对应 PE54/40 倍；2) 催化剂：云计算产业化进程加快、季度业绩超预期	推荐

资料来源：国信证券经济研究所

内容“新媒体”：手机动漫、手机游戏

新媒体是下一代信息技术支撑体系下的媒体形态，如数字阅读、数字广播、移动电视等。相对于报刊、户外、广播、电视四大传统意义上的媒体，新媒体被形象地称为“第五媒体”，移动互联网中的内容提供商具备这一属性。

新媒体组合：推荐拓维信息、北纬通信

表7：新媒体组合

公司	主要理由与逻辑	盈利预测、估值与催化剂	投资评级
拓维信息	1) 股权激励下，业绩加速拐点已经出现；2) 中移动对福建动漫基地推进力度大，认为公司将从前期平台建设和后期产品招标中持续受益；3) 增长预期提升后，估值具备扩张空间，“移动互联网”概念股具备稀缺性	1) 10/11 年 EPS0.79/1.00 元，对应 PE54/43 倍；2) 催化剂：动漫基地中标、季度业绩继续加速上行	推荐
北纬通信	1) 公司手机游戏业务增长迅速，转型成效显著；2) 手机游戏是运营商重点推进的业务，看好公司受益程度；3) “移动互联网”概念股具备稀缺性	1) 10/11 年 EPS0.61/0.75 元，对应 PE75/61 倍；2) 催化剂：手机游戏继续放量	推荐

资料来源：国信证券经济研究所

运营“新联通”：等待 3G 业务迈过盈利拐点

联通 2010 年 3G 业务收入端和客户端发展良好，会计政策使得其盈利拐点推后。随着富有竞争力的终端和补贴政策陆续推出，联通 3G 用户增长呈现逐步加速态势，ARPU 值达到 130 元左右。但因终端补贴一次性计入费用，1-3Q 手机补贴支出从 5.2 亿元大幅上升至 18.2 亿元，当期利润被大幅压低，3G 业务盈利拐点因之延后。

表 8: 手机补贴一次性计入费用使得联通盈利拐点推后

	1Q2010	2Q2010	3Q2010
营业成本合计	389.4	394.9	425.0
网间结算支出	30.8	34.2	36.5
折旧及摊销	131.7	134.7	139.0
网络运营及支撑成本	62.3	65.3	65.8
人工成本	57.7	58.0	56.3
销售费用	56.9	68.2	46.0
其中: 手机补贴	5.2	6.0	18.2
单季度净利润	11.0	13.5	7.1

资料来源: 中国联通, 国信证券经济研究所

因 3G 业务撬动效应明显, 公司业务结构更具优势, 未来联通业绩存在较大弹性。从三大运营商的营收结构对比来看, 联通的固网和移动收入之比大致为 1: 1, 3G 和宽带的增长将使其未来收入具备更高的向上弹性。与此同时, 2010 年上半年联通 3G 收入已达总收入的 5.0%, 1-3Q 便已提升至 6.1%, 其对整个收入增长的撬动效应将十分明显, 乐观预计 2011 年底 3G 收入将升至其总收入的 15% 左右。

表 9: 联通业务结构最为均衡, 3G 和宽带将使其收入弹性更高

联通	10H1	结构	同比	电信	10H1	结构	同比	移动	10H1	结构	同比
营业收入	821.1	100.0%	7.6%	营业收入	1075.5	100.0%	4.9%	营业收入	2298.2	100.0%	7.9%
其中: 移动	410.5	50.0%	17.7%	其中: 移动	250.9	23.3%	56.8%	其中: 语音	1460.2	63.5%	8.2%
固网	401.1	48.8%	-2.4%	固网	824.6	76.7%	-4.7%	月租费	57.8	2.5%	-31.0%
3G	39.8	5.0%	NA	移动数据	86.7	8.1%	130.3%	短信	257.87	11.2%	-2.7%
2G	351.2	44.4%	2.7%	信息服务	137.1	12.7%	-1.1%	语音增值	115.78	5.0%	9.4%
宽带	180.8	22.9%	17.9%	宽带	267.4	24.9%	15.3%	数据增值	305.44	13.3%	34.0%
固话	212.6	26.9%	-12.2%	固话	329.2	30.6%	-19.8%	其他	101.0	4.4%	4.0%

资料来源: 运营商公告, 国信证券经济研究所

随着 3G 业务形成规模, 补贴支出占比将显著下降, 3G 业务盈利拐点有望于 2011 年年中之后出现。我们盈利预测的主要假设为:

- 随着 iPhone4 供货能力跟上, 新增用户稳步上升, 2H11 将达 150 万/月;
- 2011 年上半年需向 25% 用户支付补贴, 11 年下半年需向 30% 用户支付补贴, 平均每户补贴 4000 元;
- 营销费用保持平稳, 新增折旧将有上升, ARPU 值降至 120 元。

表 10: 预计联通 3G 业务的盈利拐点将于 2011 年年中到来

	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11
当月底 3G 累计用户 (万户)	1183.5	1303.5	1428.5	1558.5	1688.5	1818.5	1948.5	2078.5	2208.5	2358.5	2508.5	2658.5	2808.5	2958.5	3108.5
当月 3G 新增用户 (万户)	110.2	120.0	125.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
当月 3G 收入 (亿元)	13.8	15.2	16.7	21.1	22.9	24.7	24.5	26.2	27.9	27.4	29.2	31.0	33.3	35.2	37.0
年度收入增量 (亿元)			119.1												340.3
季度收入增量 (亿元)			45.6			68.7			78.5		87.6				105.5
ARPU (元)			130.0												120.0
手机补贴			35.5			39.0			39.0		54.0				54.0
营销费用			8.0			7.0			7.0		7.0				7.0
扣除此两项成本后盈利			2.1			22.7			32.5		26.6				44.5
模拟新增折旧			18.0			28.0			28.0		28.0				28.0

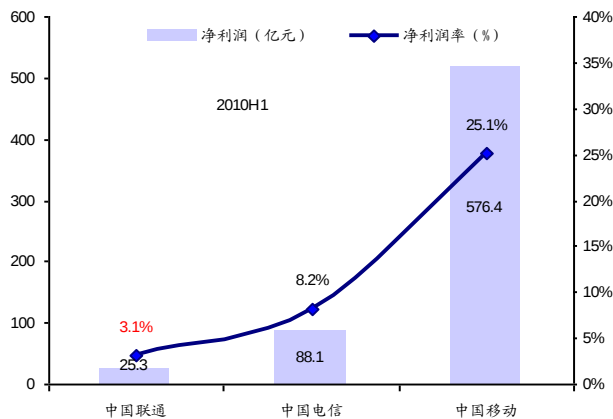
资料来源: 国信证券经济研究所

我们认为联通的投资契机已逐步临近, 2011 年存在阶段性机会。主要依据为:

- **业绩拐点临近且向上弹性较大。**根据现有业务发展态势, 2011 年 3G 业务盈利拐点有望来临;

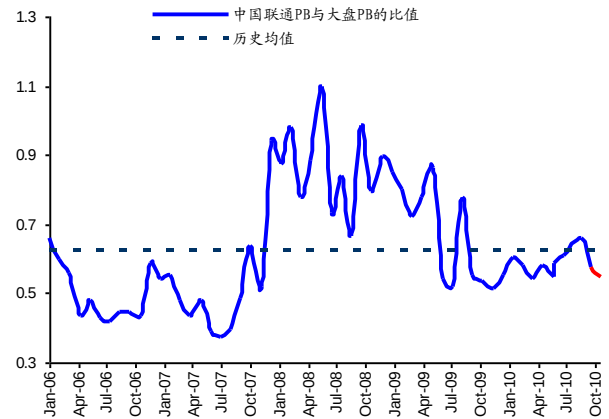
- **股价处于低位，存在补涨需求。**2010 年联通跑输大盘 20%，PB 已下降至 1.5 倍的相对低位。持续一年的低位震荡已部分消化市场对其的高预期，当前市场环境下存在补涨需求；
- **携号转网推行，竞争利于联通。**携号转网已于两省市展开试点，全国推行进度将视试点效果而定。这一政策将显著促进弱势运营商提升市场份额，对联通是持续性利好。

图 32: 联通业绩弹性较高，3G 扭亏为盈将使利润大幅上升



资料来源：国信证券经济研究所

图 33: 联通目前相对 PB 低于均值



资料来源：国信证券经济研究所

但我们对联通的基本面判断维持不变，认为趋势性上涨仍需等待盈利追上预期。(1) 目前联通 A 股虽然 PB 仅有 1.5 倍，但 PE 仍较高(10/11 年 EPS0.08/0.18, PE64/29)，较港股溢价约幅度较大，说明目前 A 股股价依旧包含了经营回升和业绩改善预期。(2) 3G 业务发展迅速，但付出代价不小，这影响了 3G 业务的当期净利润。我们估计明年 3G 网络单季度的盈利拐点出现后，后续业绩提升幅度与进程才会趋于明朗，但能否超越股价已经包含的预期难言乐观。(3) 如果盈利预期不能明确提升，仅靠 PE 扩张难以推动稳步上扬的趋势性行情。趋势性机会需盈利增长预期的明确提升并消化 PE 压力。判断的合适时间窗口尚未到来，在这之前我们将维持“把握交易型机会”判断。

投资风险

运营：3G 新增用户数，大盘股乏力，国际板开板预期

3G 新增用户数波动中低于预期，受累于大盘股整体乏力，国际板创设后中移动回归拉底运营商估值水平。

设备：投资降幅超预期、海外市场不确定性事件、中小板估值系统性风险

行业投资缩减幅度预期影响行业景气度，印度等海外市场管制风险、中小板估值系统性风险。

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			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	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
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	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
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
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

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		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	