运营商 3G 大发展，设备投资存超预期可能

—— 2011 年通信行业年度投资策略

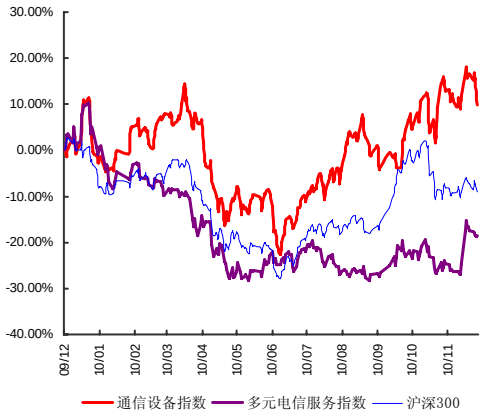
周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

吴友文 通信行业高级分析师
63325888×6091
wuyouwen@orientsec.com.cn；
执业证书编号：S0860110030045

张杰伟 通信行业分析师
18601712550
zhangjiewei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110080004

行业评级	**看好** 中性 看淡 **（维持）**
国家/地区	中国/A 股
行业	通信
报告日期	2010 年 12 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

名称	10EPS	11EPS	12EPS	股价	评级
中国联通	0.08	0.17	0.35	5.72	买入
中兴通讯	1.12	1.45	1.87	27.24	买入
烽火通信	0.98	1.43	1.76	39.65	买入
星网锐捷	0.83	1.21	1.94	41.02	买入
焦点科技	1.31	2.03	2.83	81.15	买入
东信和平	0.21	0.7	1.05	23.3	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

研究结论

- **通信行业 2011 年大势研判：运营商快马扬鞭发展 3G，设备投资存超预期可能。**工信部要求到 2011 年，3G 建设总投资 4000 亿元，3G 用户达到 1.5 亿户。我们预计，2011 年三大运营商的 3G 新增用户数情况是：中联通 3200 万、中移动 3000 万、中电信 1400 万。明年总的资本开支与今年持平，但依然有超预期的可能：移动外部因素的不确定，有可能使得 TD-LTE 建设进程超预期；联通 3G 发展的不确定，有可能使得其网络扩容有所提前；广电接入网改造的不确定，有可能使得其城域网改造存在超预期。

- **运营商：联通 C 套餐圈定中端用户，用户数 3200 万可期。过去：**联通在 3G 业务发展之初，针对网络容量及服务质量的考虑，优先发展 ARPU 值较高（100 元以上）的用户，较为成功。**现在：**联通目前工作重心，将从攫取“高”端用户向开拓“中高”端用户倾斜，把工作重心放在开拓 ARPU 值为 50 元-100 元的细分市场上。**未来：**从长远角度来看，联通还有两年时间窗口，明、后年只有加紧发展 3G，才能和移动鼎足而立，从而在一个更好的平台发展 4G。

- **设备商：光纤到户、WLAN、终端三大需求利好相关设备商。**“十二五”期间，我国电信业总体投资规模将达到 2 万亿元。光通信投资将是以接入网为主的投资，建议关注配套设备、光电子器件、传输设备及接入设备行业。三大运营商迫于 3G 数据业务压力提出了 3G+WLAN 的发展策略，现在运营商们正大力建设 WiFi 的热点。受益于 3G 发展及农村信息化，手机终端产业也将在 2011 年发力。

- **两大主题：物联网和云计算。**物联网关注行业的典型应用，如视频监控和金融 IC，应用领域的不断扩大和升级需求，使得移动视频监控行业需求处在高增长阶段，行业利润处于较高水平。银行 IC 卡迁移、手机 IC 支付芯片、USBkey 是驱动金融 IC 需求的三架马车，监管层面推动银行 IC 卡迁移已到转折时机。云计算趋势明确，政府投资热情高涨。

- 个股投资建议：看好运营商中的**中国联通**；主设备商看好**中兴通讯**；光通信看好**烽火通信**；云计算看好**星网锐捷**、**焦点科技**；物联网看好**东信和平。**

- **风险因素**：运营商 3G 业务低于预期，资本开支低于预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

目 录

通信行业大势研判 5
运营商：快马扬鞭 发展 3G 5
设备商：三大“不确定”潜伏超预期可能 7
子行业策略：三大子行业+两大主题 9
运营商：联通 C 套餐圈定中端用户，用户数 3200 万可期 9
设备商：光纤到户、WLAN、终端三大需求利好相关设备商 11
光纤到户：明年接入网建设进入高峰期 11
WLAN：无线数据业务快速增长带来的机会 13
手机终端：受益 3G 发展与农村信息化 15
网络优化：受益后 3G 建设，行业稳健增长 17
主题一：物联网—关注行业的典型应用 18
视频监控行业仍然处在高增长的过程中 19
金融 IC 行业迎来爆发期 21
主题二：云计算——趋势明确，政府投资热情高涨 23
个股投资建议 27

图表目录

图 1：三大运营商 2011 年 3G 发展用户数份额.....5
图 2：截止到 2010 年 10 月底，我国 3G 用户数达到 3864 万户.....6
图 3：我国未来 3 年移动用户数预测.....6
图 4：中移动未来 3 年移动用户数预测.....7
图 5：三大运营商及广电 2011 年投资方向.....8
图 6：联通各个套餐计划针对不同的目标市场，指向性明确.....10
图 7：三大运营商历史 ARPU 值情况.....11
图 8：十二五期间通信资本开支将大幅上升，宽带投资提升更加明确！.....12
图 9：光通信产业链相关企业将全面受益十二五投资大幅增长.....13
图 10：中国互联网上网人数.....14
图 11：WLAN 产业市场规模.....14
图 12：中移动农村客户达到数.....15
图 13：中移动农村用户渗透率.....15
图 14：中移动十二五期间规划的农村用户数（万户）.....16
图 15：中移动十二五期间规划的农村计费时长（亿分钟）.....16
图 16：中国移动的十二五期间农村市场发展策略.....16
图 17：三大运营商分网络分时期网络优化进程图.....17
图 18：物联网进入成长期伴随着典型应用行业的不断拓展.....19
图 19：3G 视频监控应用领域众多.....19
图 20：国内视频监控市场规模与增速.....20
图 21：从 3G 视频监控产业链定位具体投资标的.....20
图 22：央行 PBOC2.0 迁移时间表.....21
图 23：银联 N3 平台将基于银行 IC 卡构筑融合智能支付应用.....22
图 24：国内金融 IC 产业链情况.....23
图 25：Gartner 公司排出的 2010 年 10 大具有战略意义的技术中，云计算排名首位.....25
图 26：Gartner Group 预测，云计算市场将以 28%的复合年增长率迅速扩张.....26
图 27：云计算五城市试点主要方向示意.....27

表 1：十二五期间通信行业累计投资规划测算.....7
表 2：联通套餐 C 计划.....9
表 3：三大运营商高端、中高端用户测算.....11
表 4：四大运营商接入网建设都处于高峰期.....13
表 5：网络优化高峰期时段.....17
表 6：三大运营商网络优化时期表.....18

表 7：金融 IC 类年均市场规模估算 21
表 8：国外政府云计划项目 24
表 9：国内云计划政府项目 25
表 10：推荐标的 27
附表：中国联通财务报表预测与比率分析 2
附表：中兴通讯财务报表预测与比率分析 2
附表：烽火通信财务报表预测与比率分析 2
附表：东信和平财务报表预测与比率分析 2
附表：焦点科技财务报表预测与比率分析 2
附表：星网锐捷财务报表预测与比率分析 2

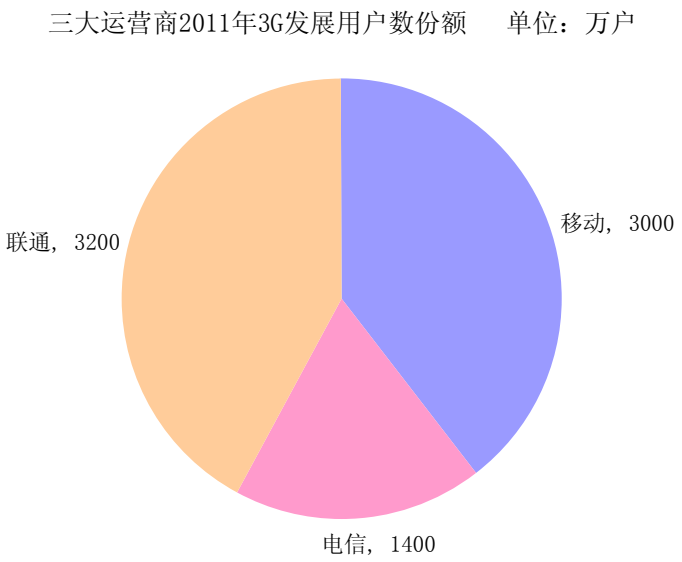
通信行业大势研判

运营商：快马扬鞭 发展 3G

根据工信部牵头的八部委联合印发《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》：到 2011 年，3G 建设总投资 4000 亿元，3G 基站超过 40 万个，**3G 用户达到 1.5 亿户**。此外，2011 年是工信部三年考核的最后一年，运营商有动力进行 3G 的大规模推广，而且市场条件和产业链都已充分，加上政策推动，明年 3G 将爆发式发展。

我们预计，2011 年三大运营商的 3G 新增用户数情况是：中联通 3200 万、中移动 3000 万、中电信 1400 万。

图 1：三大运营商 2011 年 3G 发展用户数份额

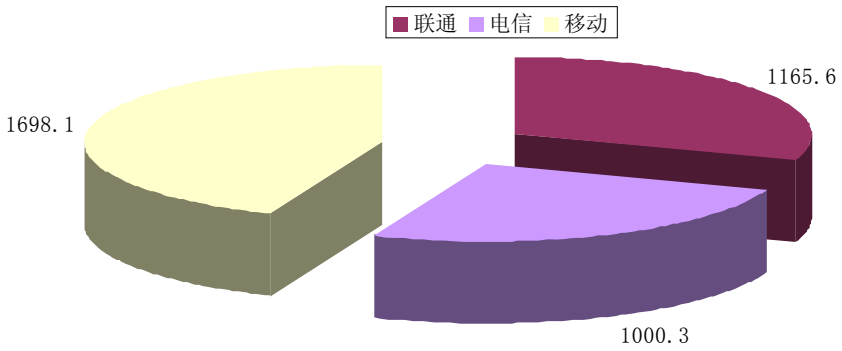


资料来源：东方证券研究所预测

2010 年 4 月 8 日，八部委（工业和信息化部、国家发展改革委、科技部、财政部、国土资源部、环境保护部、住房和城乡建设部、国家税务总局）联合印发《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》，对我国 3G 业务发展制定了近期目标，即到 2011 年，3G 网络覆盖全国所有地级以上城市及大部分县城、乡镇、主要高速公路和风景区等，3G 建设总投资 4000 亿元，3G 基站超过 40 万个，**3G 用户达到 1.5 亿户**。

截止到 2010 年 9 月，目前我国 3G 用户数已经达到 3499 万户。若今年全年 3G 用户数达到 5000 万，则明年 3G 用户数则需新增 1 亿。我们预计，在中国的 3G 市场上，联通将改变弱势运营商的形象，一举成为了能够与移动与电信争短长的优势运营商。因此，联通取得 3G 用户市场份额的三分之一强是大概率事件，则明年联通发展 3G 用户数将达到 3200 万以上。

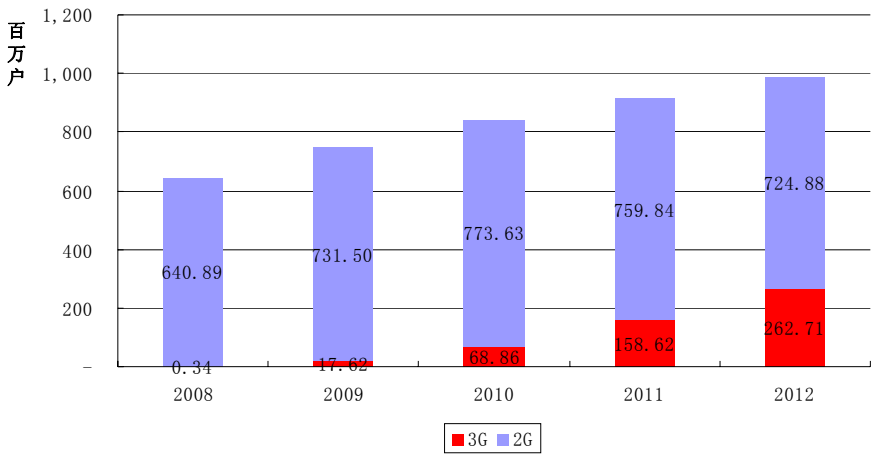
图 2：截止到 2010 年 10 月底，我国 3G 用户数达到 3864 万户



资料来源：工信部，各公司公告，东方证券研究所

工信部通信信息研究所在 2009 年预测，2009 年 2G 与 3G 用户分别增长 9061 和 1728 万户。随着 2G 用户不断向 3G 升级，2009-2012 年分别年均增长 2100 万和 6559 万，3G 新增为 2G 新增的 3 倍多。

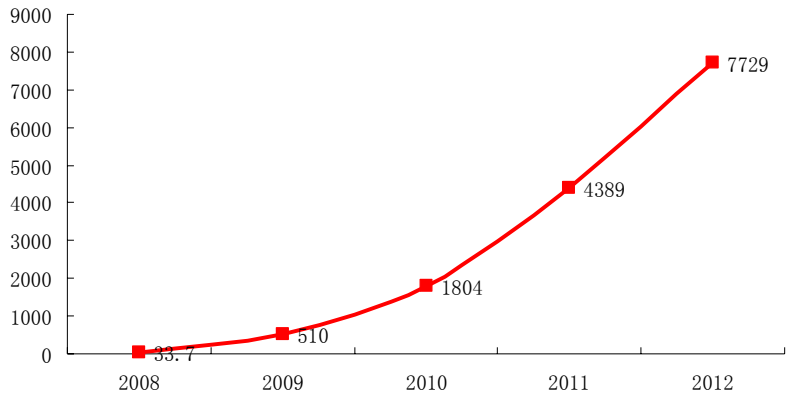
图 3：我国未来 3 年移动用户数预测



资料来源：工信部通信信息研究所，东方证券研究所

此外，根据工信部的预测数据显示，中移动 TD 用户数在 10-12 年末将分别达到 1804 万户、4389 万户和 7729 万户，鉴于联通的技术产业链优势，以及开展的营销补贴，我们预计联通的 3G 用户数与移动的将大体相当。

图 4：中移动未来 3 年移动用户数预测



资料来源：工信部，东方证券研究所

设备商：三大“不确定”潜伏超预期可能

我们依然看好十二五期间电信投资对设备商的巨大推动作用。十二五期间预计宽带全面在城市普及并向农村拓展，带宽有望比当前翻三番，移动渗透率接近发达国家水平，三网融合将获得实际推进——预计十二五期间通信行业总投资规模将达到 2.06 万亿-2.16 万亿，实现同比十一五大幅增长。作为开局的三年，预计十二五投资将会在 2011-2013 年较为集中的体现。我们认为，电信投资作为物联网、工业化信息化、云计算等诸多新兴产业的基础和关键，在十二五期初加快投资以支撑推动相应产业的发展是符合逻辑的。

表 1：十二五期间通信行业累计投资规划测算

投资驱动类型	投资驱动的具体用户量	投资总额测算
固网：宽带光通信投资	✓ 预计城镇全面普及宽带，农村部分普及 ✓ 宽带提速至 10M 或者以上	4500-5500 亿（仅设备投资，折算 CAPex 约为 7000-8000 亿左右）
移动通信网络投资	✓ 仍然有较大用户发展空间，规模接近十一五发展用户数 4.7 亿 ✓ 3G 基站完全覆盖空间很大，4G 望启动 ✓ 数据业务需求对移动网络带宽需求大幅提升，移动网络升级投资	预计同比十一五增长 20%左右，达到 12000 亿 CAPex 口径投资
广电 NGB 投资	按照测算 1000 亿以上，其中 2011 年启动至 2013 年为集中投资期，完成 1200 亿投资	5 年 1600 亿

物联网投资	对通信网络需求体现在固网和移动网络通信建设需求中；针对具体典型应用领域投资	预计针对各项领域的专项支持在千亿规模之上
预计十二五累计投资	**与通信网络投资相关的投资总额**	**2.06 万亿-2.16 万亿**

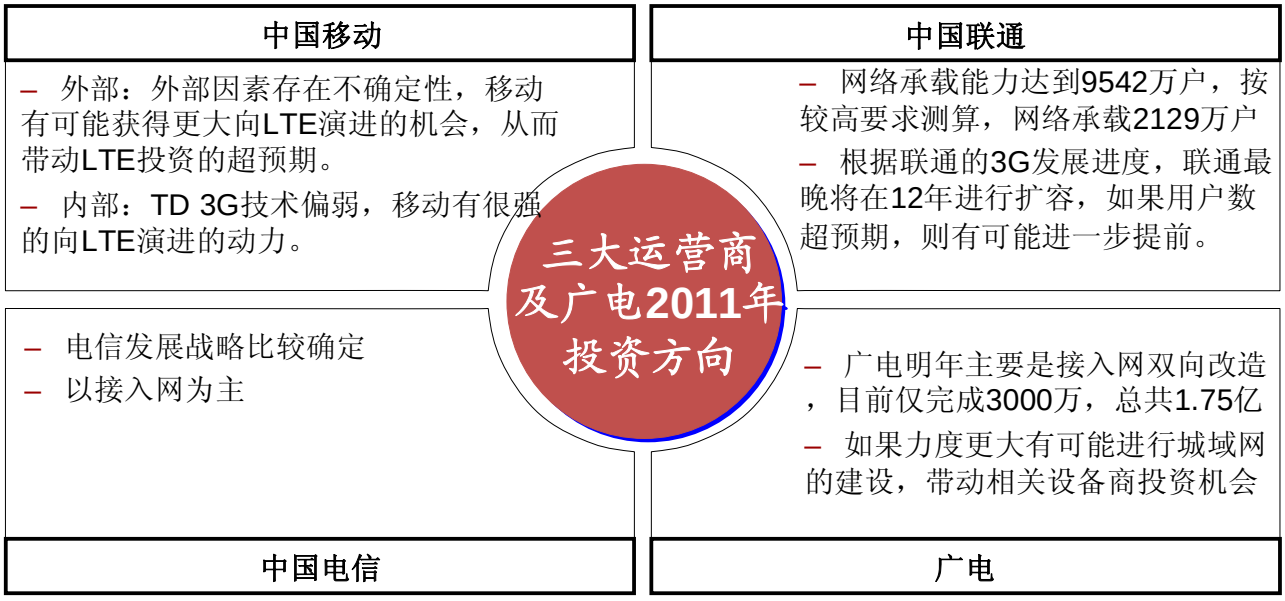
资料来源：东方证券研究所

从明年情况来看，明年不会是通信行业十二五的投资高点，主要原因是 3G 的扩容需求还不充分，而广电的投资进度不会立刻高企，明年作为十二五第一年资本开支相对平缓，预计和今年基本持平，移动+电信+联通+广电，约等于 3400 亿，和今年基本持平。

虽然明年总的资本开支与今年持平，但是由于包括广电在内的四大运营商业务发展上的不确定性，资本开支依然有超预期的可能。

- **移动外部因素的不确定，有可能使得 TD-LTE 建设进程超预期；**
- **联通 3G 发展的不确定，有可能使得其网络扩容有所提前；**
- **广电接入网改造的不确定，有可能使得其城域网改造存在超预期。**

图 5：三大运营商及广电 2011 年投资方向



资料来源：东方证券研究所

中国移动

从内、外两个角度来说，移动不但有向 LTE 演进的动力，还有可能获得向 LTE 演进的更大机遇。外部因素的不确定性，移动有可能获得更大的向 LTE 演进的机会，从内部角度来说，由于 TD 3G

技术偏弱，移动有很强的向 LTE 演进的动力。综合内、外两个原因，移动 LTE 投资的有可能超预期。

中国联通

目前，联通的主要任务是大力发展 3G 用户，一方面在 3G 市场上获得更大的份额，另一方面也可以为 LTE 时代多积累一些客户资源。目前，联通的网络承载能力在 9000 万户左右（按较低标准测算），若按较高要求测算，网络承载 2000 多万户。我们认为，根据联通的 3G 发展进度，联通最晚将在 12 年进行扩容，如果用户数超预期，则网络扩容有可能进一步提前。

中国电信

目前，电信的发展战略较为确定，依然是进一步利用固网资源，大力发展宽带业务，预计电信明年的资本开支以接入网为主。

广电

三网融合后，广电进入运营商市场已经没有政策障碍。但我们估计，广电需要 2-3 年时间，才能真正对运营商形成业务上的威胁。因此，明年广电的主要任务依然是接入网双向改造，广电总用户数在 1.75 亿左右，目前仅完成 3000 万的改造。但如果广电的接入网改造力度超预期，则有可能进行更大规模的城域网的建设。

子行业策略：三大子行业+两大主题

运营商：联通 C 套餐圈定中端用户，用户数 3200 万可期

我们已经反复强调过，联通明年的用户数预期在 3200 万左右。从今年的发展趋势看，市场或许会怀疑这一场景能否实现？从中国通信市场的结构特性看，实现这一目标是可能的。我们认为，若联通维持现在关注 ARPU 值为 100 元以上的高端用户的策略，其客户发展速度将较为有限，若其关注 ARPU 值为 50-100 元的新市场，则将有可能达成这一目标。这一细分市场的用户数约为 2 亿，其中 1.75 亿在移动和电信手中，若联通能从其他两大运营商中夺取 20%的用户，则将有可能完成工信部提出的目标，以 ARPU 值平均 75 元一人计算，将新增收入 315 亿元。联通新推出的 C 套餐，价格在 46、66 和 96 元，更加印证了我们这一观点。

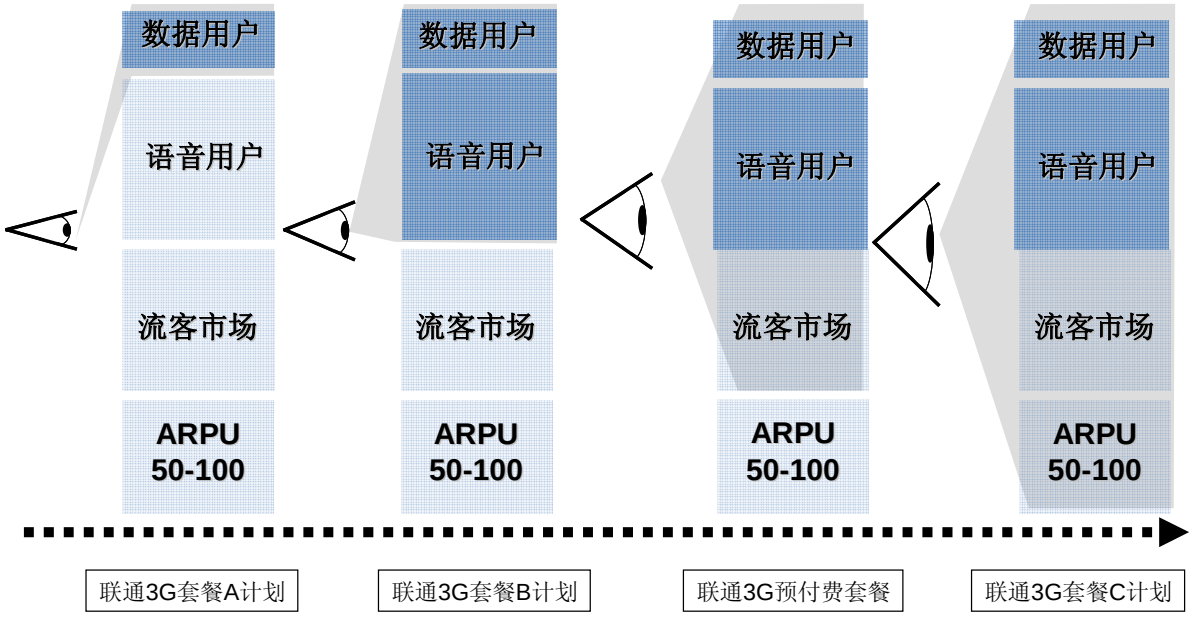
表 2：联通套餐 C 计划

套餐月费（元）	46	66	96
基本通话拨打分钟数	220	320	550
国内数据流量	40MB	60MB	80MB
包 M 个数	3	6	12

包 T 个数	5	10	20
国内可视电话拨打分钟数	5	10	10
超出部分国内语音拨打	0.25 元/分钟	0.20 元/分钟	0.15 元/分钟
接听免费范围	全国（含可视电话）		
超出部分国内可视电话拨打	0.60 元/分钟		
超出部分国内数据流量	0.0003 元/KB		
赠送增值业务	手机邮箱 来电显示		
其他	执行标准资费		

资料来源：联通官网，东方证券研究所

图 6：联通各个套餐计划针对不同的目标市场，指向性明确



资料来源：东方证券研究所

我们认为，联通在 3G 业务发展之初，针对网络容量及服务质量的考虑，对用户进行适当的价格歧视，优先发展 ARPU 值较高（100 元以上）的用户，其发展策略较为成功，从其他运营商手上夺去了相当多高质量的用户。据媒体披露，为了使用 iPhone4，从中国移动“叛逃”到中国联通的比例是 73%，其中约有 35%～38%的用户，计划在 6 个月之内保持双网双号的状态。用户办理 iPhone4 入网业务时，需要提供联络号码，其中 80%以上的联络号码属于竞争对手的。

我们认为，联通 C 套餐的推出，表明其将从攫取“高”端用户向开拓“中高”端用户倾斜，把工作重心放在开拓 ARPU 值为 50 元-100 元的细分市场上，在把 ARPU 值维持在较高水平的基础上，加速用户数的推进。

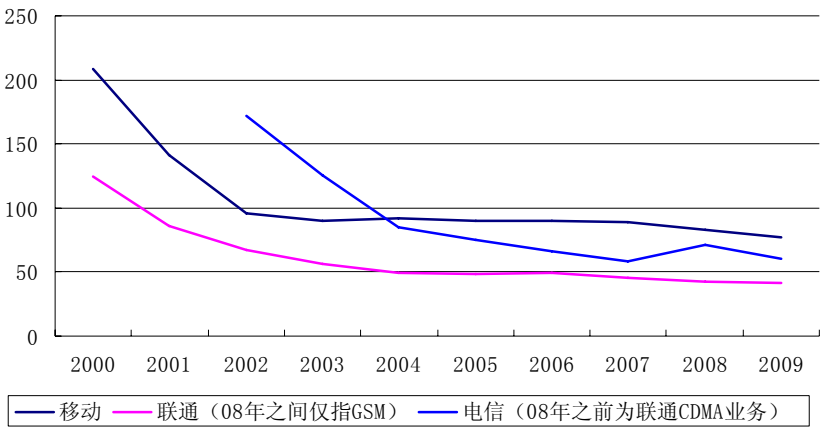
根据测算，三家运营商中 ARPU 值在 50-100 元左右的用户在 2 亿户左右（测算见下表），电信和移动合计有 1.75 亿户，若联通能在这 1.75 亿户中发展 20%的 W 网用户，就是 3500 万户，以 ARPU 值平均 75 元一人计算，新增收入 315 亿元。

表 3：三大运营商高端、中高端用户测算

	联通	电信	移动	合计
总用户数(截止到 2010 年 10 月)	16380.1	8551	57501.6	
100 元以上占比	*7%*	*6%*	*17.50%*	
50-100 元	*15%*	*20%*	*27.50%*	
100 元以上（万户）	1146.607	513.06	10062.78	11722.447
50-100 元（万户）	2457.015	1710.2	15812.94	19980.155
主要假设：中移动 ARPU 值显著高于其他两大运营商，表明其高端和中高端用户较多，预计 100 元以上为 15%-20%，50-100 元为 25%-30%，以区间中值估计 运营商整合前，联通 CDMA 用户 ARPU 值要高于 GSM，因此，电信的中高端用户占比要相对联通要高一些，而联通之前的 3G 高端策略实施，使得其 100 元以上的用户数占比要高于电信				

资料来源：运营商财报，东方证券研究所

图 7：三大运营商历史 ARPU 值情况



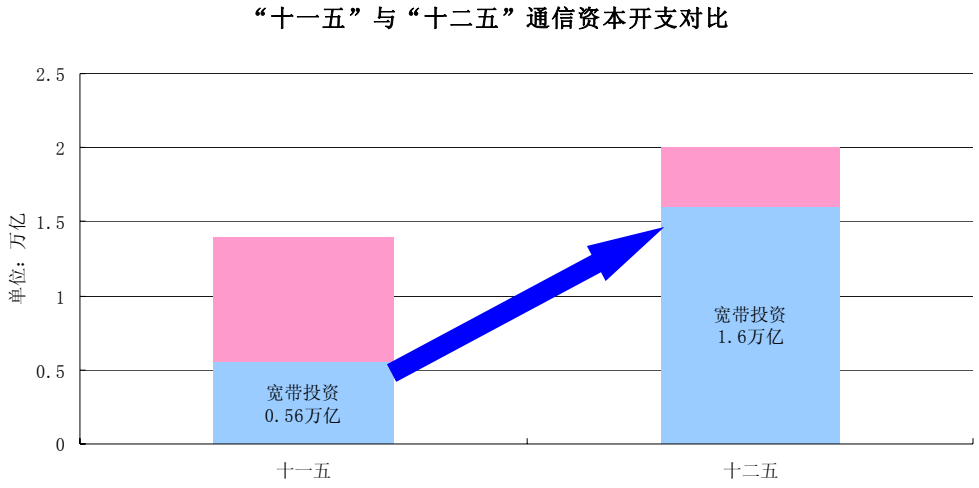
资料来源：运营商财报，东方证券研究所

设备商：光纤到户、WLAN、终端三大需求利好相关设备商

光纤到户：明年接入网建设进入高峰期

“十二五”期间，我国电信业总体投资规模将达到2万亿元，其中宽带投资约占总体投资的80%。“十一五期间，我国电信业累计投资达1.5万亿元；而在十二五期间，预计电信业投资将达到2万亿元的规模，较十一五期间增长36%。从结构上来看，“十一五”期间电信业的投资有40%用于宽带建设，“十二五”期间，将有80%的投资用于宽带建设，包括移动宽带和固定宽带建设。

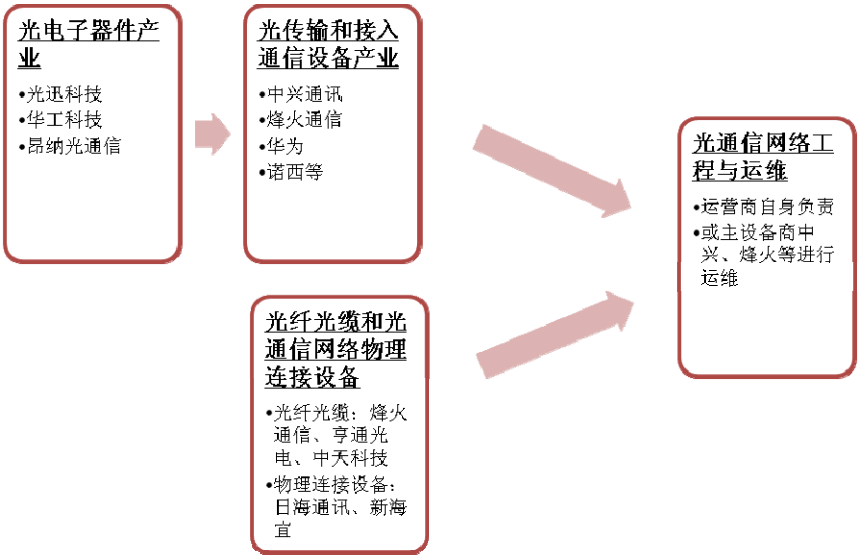
图8：十二五期间通信资本开支将大幅上升，宽带投资提升更加明确！



资料来源：工信部，东方证券研究所

十二五光通信投资将是以接入网为主的投资，建设顺序必将是首先铺设接入网基础设施如配线柜、分配线路、接入光路等等，然后在用户发展阶段按需求部署局端设备和用户端设备，同时配套的升级骨干网和城域网。因此我们建议的受益强度将分别是物理连接设备行业、光电子器件行业、光传输设备和接入设备行业。

图 9：光通信产业链相关企业将全面受益十二五投资大幅增长



资料来源：东方证券研究所

表 4：四大运营商接入网建设都处于高峰期

运营商	建设规模
中国电信	明年达到 2000 万 FTTH，后年达到 4000 万
中国移动	拨 150 亿给铁通进行宽带建设
中国联通	预计将从跟进中国电信的光纤到户建设
广电系统	当前 1.75 亿用户，双向改造仅 3000 万，宽带用户仅 500 万，2011 年是广电接入改造关键一年

资料来源：公开资料，东方证券研究所

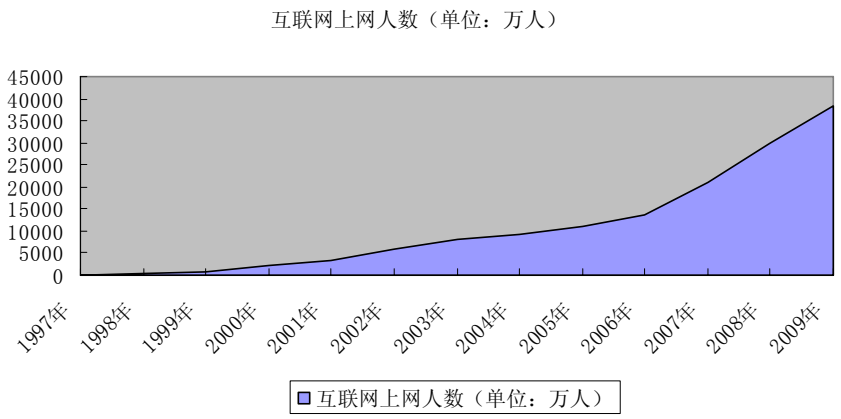
我们预计，四大运营商明年将蓄势待发冲刺宽带接入，相关行业全面受益：

- 接入设备（EPON、GPON）提供商：**烽火通信**、**中兴通讯**
- 配线设备（光配线系统）提供商：**日海通讯**、**新海宜**
- 光电子器件商：**光迅科技**、**华工科技**

WLAN：无线数据业务快速增长带来的机会

随着智能手机普及，现存最大的问题就是数据业务爆炸性增长。中国移动董事长王建宙日前在一个会议上表示，目前用户对数据业务的需求是爆炸性增长，不是 20%、30%的增长，而是 300%、500%、600%的增长，现有网络无论怎么扩容也无法满足需求。互联网网民数庞大，也对宽带接入提出了巨大的需求。

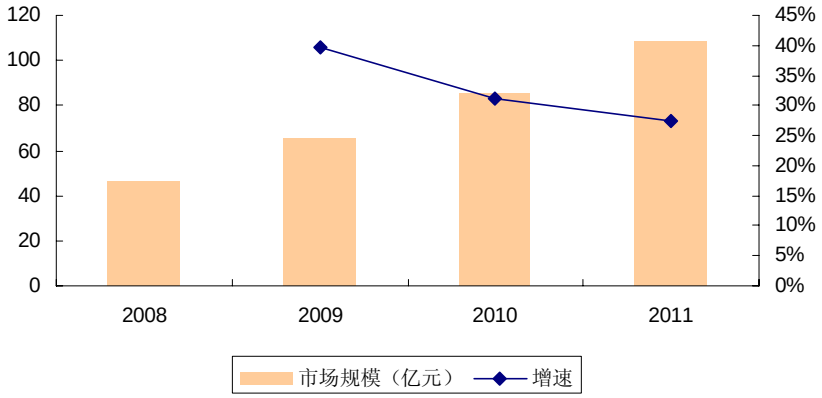
图 10：中国互联网上网人数



资料来源：统计局，东方证券研究所

三大运营商迫于 3G 数据业务压力提出了 3G+WLAN 的发展策略，现在运营商们正大力建设 WiFi 的热点。诺达咨询预计，2009 年产业规模将达到 57.1 亿元，比 08 奶奶增长 35.6%。到 2011 年，中国 WLAN 总体规模将达到 85.3 亿元。易观国际估计，到 2015 年该产业的市场规模将达到 400 亿。

图 11：WLAN 产业市场规模



资料来源：诺达咨询，东方证券研究所

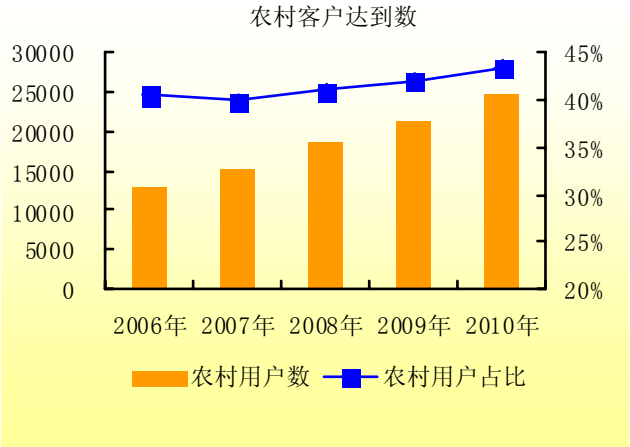
WLAN 建设的主要受益标的：星网锐捷。

手机终端：受益 3G 发展与农村信息化

终端产业受益 3G 发展。3G 在 2011 年将会加快发展，成为行业发展的重要推力。2009 年 3G 刚刚开始，三家运营商对 3G 的主要精力放在网络建设方面。2011 年随着三家运营商网络建设逐步完善和 3G 业务的不断推广，3G 将迎来更大的市场，从而带动终端产业的进一步发展。移动、联通都在终端运营上有动作，如移动集采 4000 万 TD 终端、70%是手机。

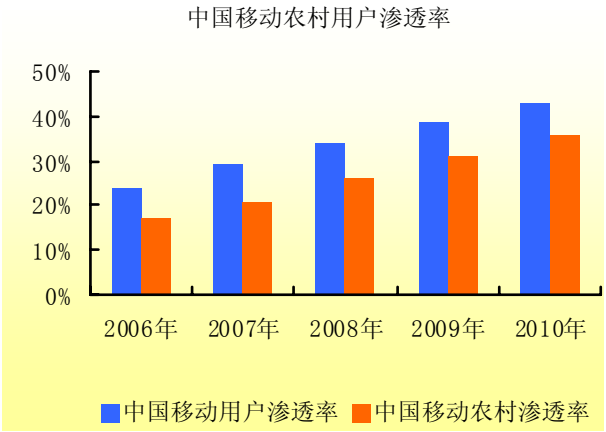
以农村市场为主的新兴市场正在不断扩大。随着我国城镇化建设和新农村建设的推进，农民收入持续增长，农村和城市之间的交流日益频繁，农村通信需求大幅上升，客观上促使移动运营商从用户需求导向出发满足农村通信需求。农村市场已经成为拉动电信运营商发展的重要动力。国务院为进一步刺激农村市场消费，在全国推广“家电下乡”，对手机等家电产品进行补贴。根据中国移动的规划，十二五期间，农村用户的占比将进一步升高，农村用户占净增用户比例呈现越来越高的趋势，部分发达地区需要在十二五后期重点考虑农村 TD 用户发展。从移动业务上来说，计费时长占比稳步上升，农村用户数据流量快速增长，农村信息化是十二五期间内的重要考虑因素。

图 12：中移动农村客户达到数



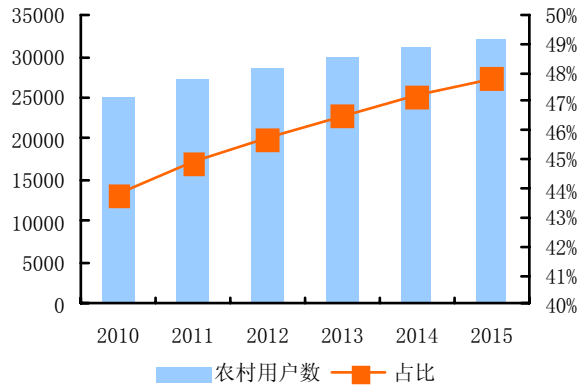
资料来源：中国移动，东方证券研究所

图 13：中移动农村用户渗透率



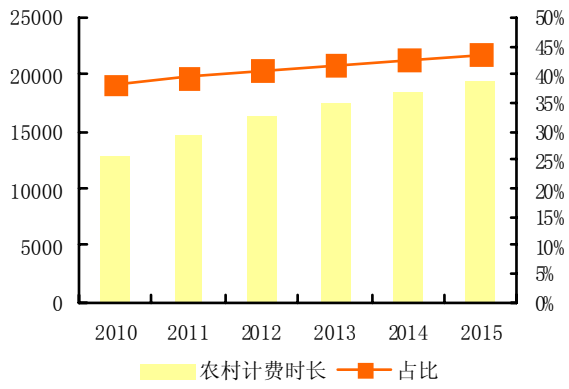
资料来源：中国移动，东方证券研究所

图 14：中移动十二五期间规划的农村用户数（万户）



资料来源：中国移动，东方证券研究所

图 15：中移动十二五期间规划的农村计费时长（亿分钟）



资料来源：中国移动，东方证券研究所

图 16：中国移动的十二五期间农村市场发展策略

农村市场规模较大，中国移动客户渗透率较低

- **地区特点**
  - 总体经济水平中上等，属于农业大省，发展空间大
- **发展策略**
  - 进一步提升农村用户市场开发力度，带动公司整体用户规模的提升
  - 在经济相对发达、数据业务需求大的农村，开展数据业务和农村信息化业务

农村市场规模较小，中国移动客户渗透率较高

- **地区特点**
  - 多为大城市、直辖市、发达省市等
- **发展策略**
  - 继续保持相对于竞争对手的网络和服务优势
  - 在保障农村客户基本通话需求的基础上，积极推广农村信息化产品
  - 适当推广农村家庭信息化产品

农村市场规模较大，中国移动客户渗透率较高

- **地区特点**
  - 总体经济水平高，农村经济水平普遍较发达
- **发展策略**
  - 进一步挖掘现有客户的消费潜力，在保障农村客户基本通话需求的基础上，积极推广农村信息化产品
  - 适当推广农村家庭信息化产品

农村市场规模较小，中国移动客户渗透率较低

- **地区特点**
  - 多为经济落后的省市，以西部省市为主，市场空间有限
- **发展策略**
  - 业务发展仍以话音业务营销为主，适当发展数据增值业务

资料来源：中国移动，东方证券研究所

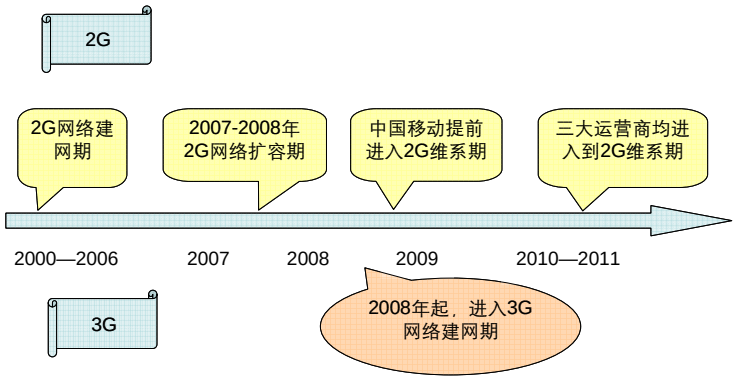
放眼 2011，3G 业务大发展及农村信息化的建设将使得手机终端产业获得巨大的发展机遇，受益公司包括：

- 手机制造产业：**中兴通讯**
- 手机分销商：**天音控股**、**爱施德**

网络优化：受益后 3G 建设，行业稳健增长

国内电信运营商在经历了 2008-2009 年的 3G 集中建设高峰期之后，在 2011 年将步步入用户扩容期带来的网络优化需求启动。

图 17：三大运营商分网络分时期网络优化进程图



资料来源：东方证券研究所

三大运营商 3G 网络的成形和 3G 用户存量的具备推动着 3G 竞争走向白热化，推动 3G 发展加速，使得运营商 3G 网络优化进入用户发展高峰期所带来的扩容期优化阶段，需求大幅增长。

表 5：网络优化高峰期时段

网优高峰期的时段	侧重点	网优规模主要影响因素
网元增长高峰期（建网期）	侧重新增网元性能优化	基站建设情况
用户发展高峰期（扩容期）	侧重市场和新用户需求优化	存量用户数
用户维系高峰期（维系期）	侧重对在网用户需求的快速优化响应和优化实施	存量用户数
网元维护高峰期	侧重根据用户需要对网元进行适应性的优化配置等	

资料来源：东方证券研究所

从 2G 和 3G 网络的不同网络优化时间阶段来看，在 2010-2012 年间网络优化需求增长的主要来源是 3G 网络扩容期所带来的快速增长。

我们认为，3G 应用内容的区别和增加，将导致网络优化费用必需增加，合理的增加量估计在 50%左右。具体来看，3G 应用内容区别和变化主要体现在以下方面：

- ✓ 用户体验不同：2G 主要是语音业务，3G 偏向数据业务等种类丰富的新业务；
- ✓ 优化技术不同：3G 时代相对 2G，在优化方法等方面新增了许多内容，如在参数设置方面大幅增加；
- ✓ 工具需求不同：3G 时代对测试工具、优化工具等方面均有增加，如测试手机、测试仪表、网优平台 3G 统计和分析等；
- ✓ 工作量增加：3G 时代增加了许多工作量，如在全网对比测试时，要增加 3G 的测试内容；
- ✓ 培训需求：需要对原 2G 网优工程师进行系统的 3G 培训，以便提升网优能力。

表 6：三大运营商网络优化时期表

运营商和业务	网元增长高峰期	用户发展高峰期	用户维系高峰期
电信1X	2009年上半年	2009年－2012年	2010年－2015年
电信EVDO	2009年上半年（Rev A） 2009年下半年－2010年上半年（含Rev B建设计划）	2009年－2012年	2010年－2015年
移动GSM	2009年以前已完成	2009年以前已完成	2009年－2015年
移动TD-SCDMA	2009年（TD-SCDMA） 2010年（TDD-LTE预期）	2009年－2012年	2010年－2015年
联通GSM	2009年	2009年－2010年	2009年－2015年
联通WCDMA	2009年	2009年－2012年	2010年－2015年

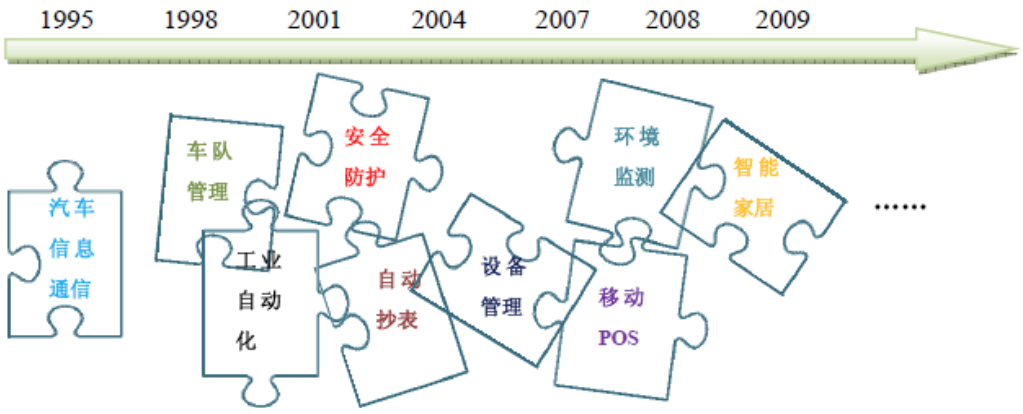
资料来源：东方证券研究所

我们预计，明年三大运营商主要以拓展 3G 业务份额为主，网络优化行业整体稳健增长。受益公司包括：三维通信、中兴通讯、盛路通信、国脉科技、华星创业、世纪鼎利。

主题一：物联网—关注行业的典型应用

物联网的发展目前处在特定应用高速发展并向综合应用转换的过程中，当前阶段物联网的局部应用比如交通监控、机场安全、重要物流、关键区域环境监控等领域会得到快速发展，同时局部典型的物联网应用将逐步与互联网连接并向集成阶段全面的整合迈进。

图 18：物联网进入成长期伴随着典型应用行业的不断拓展

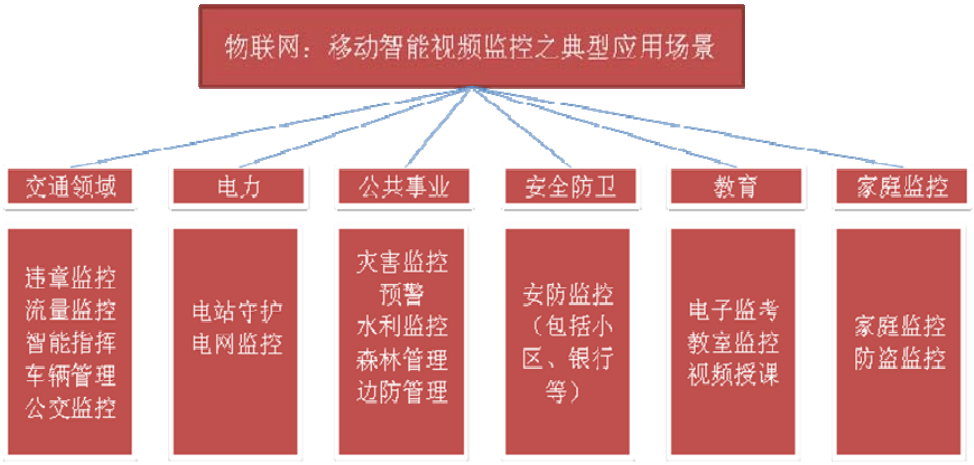


资料来源：东方证券研究所

视频监控行业仍然处在高增长的过程中

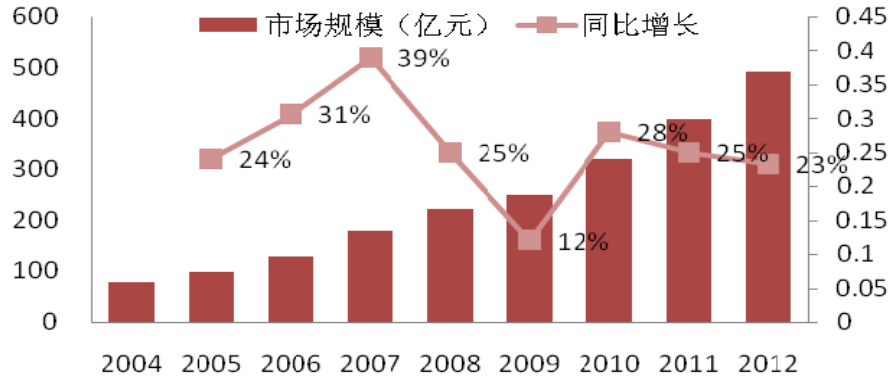
3G 视频监控应用领域广泛，其典型应用场景涵盖交通、电力、公用事业、安全防卫、教育、家庭等多个方面。而目前主要应用为交通、安全防卫等领域，其他领域应用正在迅速拓展，随着已有应用的不断拓宽深入和在新行业领域的不断应用，3G 视频监控应用发展潜力巨大。未来三年国内视频监控市场将达到 500 亿以上。

图 19：3G 视频监控应用领域众多



资料来源：东方证券研究所

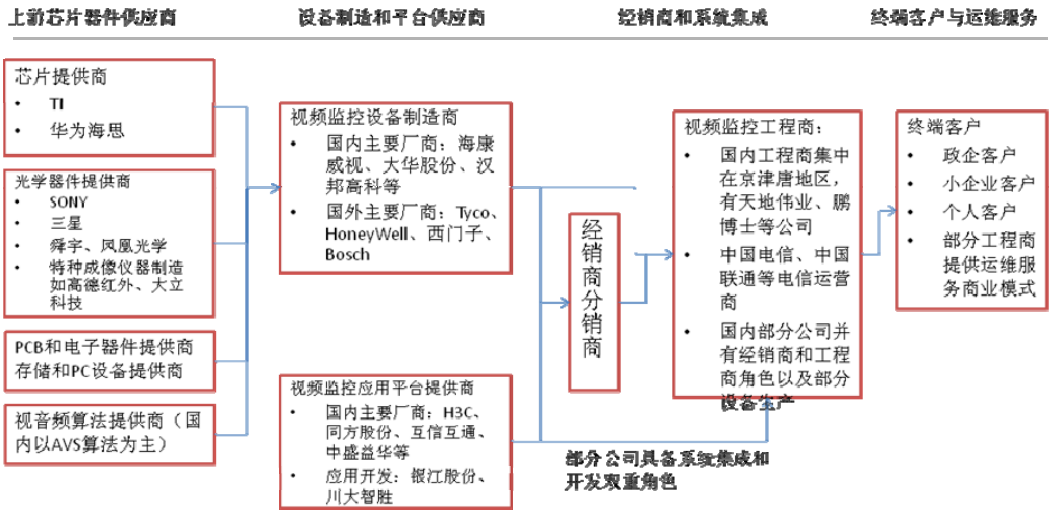
图 20：国内视频监控市场规模与增速



资料来源：赛迪顾问，东方证券研究所预测

3G 视频监控的产业链已经成型，形成贯穿上游芯片与器件制造商、监控设备制造商、监控应用平台开发商、经销商和系统集成商、终端客户和运维服务商为链条的完整产业链。

图 21：从 3G 视频监控产业链定位具体投资标的



资料来源：东方证券研究所

从升级的角度来看，主要体现为前几年设备的替换需求和 IP 化、无线化、智能化方向升级的需求。总体来看，应用领域的不断扩大和升级需求，使得移动视频监控行业体现出典型的行业生命周期爬坡阶段的特征，行业需求处在高增长阶段，行业利润对于相对领先的企业来说处于较高水平。

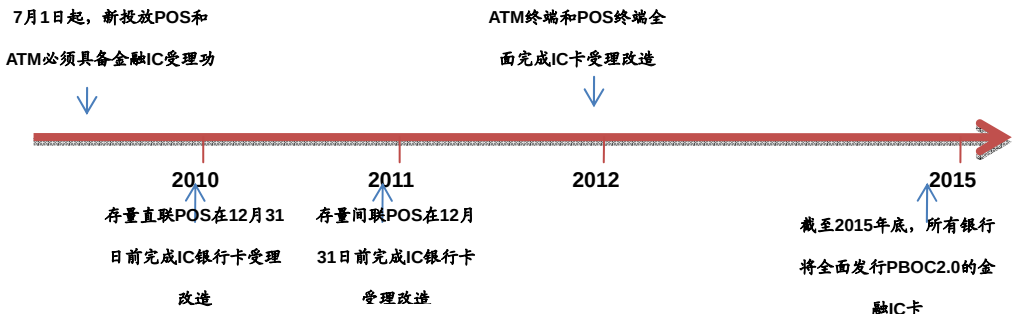
视频监控主要受益的厂家包括：大华股份、英飞拓、大立科技（红外监控）等

金融 IC 行业迎来爆发期

银行 IC 卡迁移、手机 IC 支付芯片、USBkey 是驱动金融 IC 需求的三架马车。

监管层面推动银行 IC 卡迁移已到转折时机。银行 IC 卡迁移已提及多年，随着各项条件的具备，银行 IC 卡迁移已到转折时机。2010 年 5 月 19 日，人民银行发布新的《中国金融集成电路(IC)卡规范》，明确了推进的具体时间里程，拖延多年的银行 IC 卡迁移将成为现实，考虑到安全性问题和对 VISA 等国际巨头竞争问题，迁移趋势将不可能再回头。

图 22：央行 PBOC2.0 迁移时间表



资料来源：人民银行，东方证券研究所

我们将银行 IC 卡需求、手机支付 IC 芯片需求、USBkeyIC 需求累计进行计算，以银行 IC 卡年均出货量 3.5 亿张、价格 10 元左右；手机支付 NFC IC 模块出货量 1500 万张每年、价格 40 元左右；USBkey 每年 15%的增速来测算。预计金融 IC 卡市场将带来金融 IC 卡产业的整体繁荣——**3.95 亿新增 IC 卡出货量，对比 2009 增幅超过 20%；37.5 亿新增 IC 卡市场，对比 2009 增幅为 50%**。

表 7：金融 IC 类年均市场规模估算

金融 IC 类型	年均出货量估算（平均）	价格估算	年均市场额度估算	市场类型
银行 IC 卡	新增发卡 2.8 亿+5 年均替换 4.3 亿=7.1 亿，考虑到发卡上限和替换年限延长因素，假设年均出货为一半 3.5 亿张	10 元左右	考虑批量采购因素 30 亿左右	新增市场
手机支付芯片	中国移动年均 TD 用户发展数为 1000 多万，假设为 1500 万 NFC 芯片出货量	按照大规模采购为 40 元左右计算	6 亿左右	新增市场
USBkey	2009 年发展 3000 万，预计后续按照每年 15%的·增长	按照 30 元价格测算	年增市场额度 1.5 亿左右	存量规模增长市场
累计数据	**3.95 亿出货量**	**金融 IC 启动导致 37.5 亿的新增 IC 市场**		

资料来源：东方证券研究所

银联构筑 N3 平台加速推进银行 IC 卡的智能应用，提升银行卡 IC 迁移的现实意义。融合趋势下的金融 IC 卡有望成为集多行业应用和安全性需求为一体化的支付平台。中国银联已经推出 N3 平台计划，将未来各种与支付相关的应用如充值、电子商务、医保、水电煤气、安防、积分优惠等应用全面融合到银行 IC 卡中。

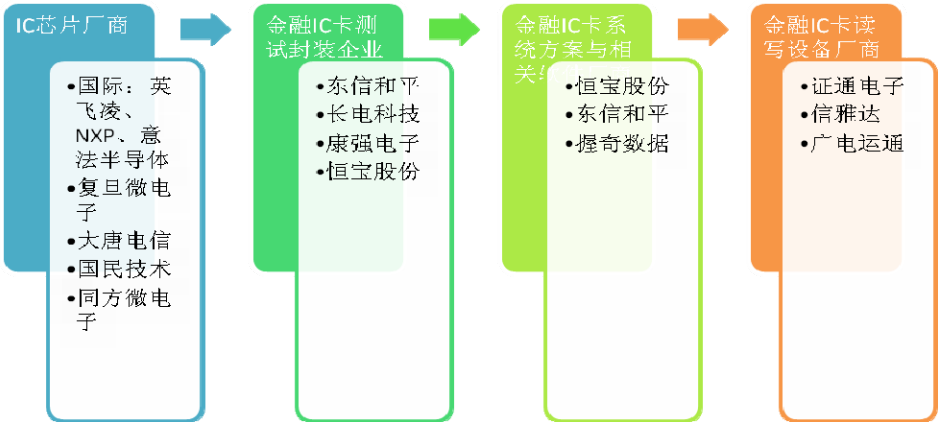
图 23：银联 N3 平台将基于银行 IC 卡构筑融合智能支付应用

资料来源：中国银联，东方证券研究所

国内的金融 IC 产业链已经初步成型。金融 IC 产业链主要可以区分为芯片设计、封装、测试与软件系统、金融读写机具、加密算法等等：

- **芯片设计。**国内 IC 卡芯片主要还是依靠国外进口，国际厂商包括英飞凌、NXP 等等。金融 IC 的推进必然涉及到金融安全问题，预计芯片设计的趋势将是逐步国产化。而相关的国内公司包括复旦微电子、大唐电信、同方股份、国民技术等等；
- **测试封装。**测试封装的产业主要都在国内，测试封装包括芯片封装成 IC 卡以及形成最终消费者使用的卡的形式，由于金融 IC 对安全的保密要求较高该领域的门槛也较高。国内企业主要包括东信和平、恒宝股份、长电科技、康强电子等等；
- **IC 系统方案与软件**。由于 IC 卡本身即可视为一个小系统，因此 IC 卡都有内嵌的微系统，涉及该方面的国内企业主要包括恒宝股份、东信和平、握奇数据等等；
- **金融机具。**主要包括消费者受理终端 POS 机和 ATM 机，目前 POS 已经实现了大规模的改造，ATM 的改造将主要是从 ATM 局部来进行，金融 IC 的推广使得支付更为便捷也将推动 POS 和 ATM 等的发展。国内相关的上市公司包括证通电子、信雅达、广电运通、信雅达等等。
- **加密算法。**可关注卫士通等等。

图 24：国内金融 IC 产业链情况



资料来源：东方证券研究所

行业受益者包括 IC 卡芯片制造商、封装、卡商等。主要受益标的包括：东信和平、大唐电信、恒宝股份、上海复旦等。

主题二：云计算——趋势明确，政府投资热情高涨

信息技术是经济增长的倍增器、结构转型的助推器、商业模式的使能器。云计算已成为信息技术的新趋势，作为一项有望大幅降低 IT 成本、改变 IT 业态的新兴技术，正日益受到众多公司的追捧。

云计算的服务导向模式，简单地说，就是卖“计算机”的不卖“机”了，卖“计算”了；卖“存储器”的不卖“器”了，卖“存储”了。一句话：不卖“服务器”卖“服务”了。

云计算诞生后，众多 IT 企业趋之若鹜，因服务导向、按需付费、降低成本、节能降耗、增加灵活性、增强延展性等优势，正在掀起新一轮产业变革，重塑 IT 产业格局。许多国家对云计算的市场前景和产业机遇高度关注，纷纷出台相关战略规划和政策措施，以加快推动云计算的发展和应用，抢占未来云计算产业的战略制高点。

表 8：国外政府云计划项目

国家	项目名称	功能	消息时间
英国	G-cloud项目	G-Cloud虚拟网络如同一个资源库，所有的政府部门和组织都可以根据自己的需求来挑选与组合他们所需的服务。目的在于节约政府开支。	2009.06
美国	Apps.gov网站	帮助政府机构降低成本，推动创新。该网站列出的基于云计算的软件可通过多种设备使用，包括商务应用、云计算服务、办公应用和社交媒体软件等。	2009.09
韩国	搞活云计算综合计划	在2014年之前向云计算领域投资36亿人民币，争取使韩国云计算市场的规模扩大为目前的四倍。根据该计划，政府将从211年开始引入供多个部门同时使用的云系统等。同时成立大型云检测中心，为中小云计算企业提供服务。	2009.12
印度	电子政府服务计划	通过云技术实现电子政府协作将覆盖90%的市民服务	2010.03
日本	云计算特区计划	日本政府计划2011年春天在北海道或东北设立云计算特区，将成为日本最大规模数据库，投资约5.37亿美元	2010.04

资料来源：中国移动通信研究院，东方证券研究所

表 9：国内云计划政府项目

省市	项目名称	功能	消息时间
无锡	无锡云计算中心一期、二期	一期由政府资助的云计算中心，希望借此激发本地化软件创新并增强这一区域的技术经济增长，二期搭建基于IBM云计算基础架构的三大云计算服务平台，即：商务云平台、开发云平台以及政务云平台	2008、2009
东营	黄河三角洲云计算中心	便于东营的石油产业开发出更多的创新应用服务。另外，云计算中心可以帮助东营市政府网站应对不断攀升的用户数量以及计算能力的需求	2009.05
北京	北京云计划	“北京云”成立的初衷是为了解决北京市的中小企业的计算问题。提供服务化的Ansys、Fluent、Abaqus、BLAST、Gromacs等20余种工业计算、生物计算和科学计算应用软件，用户可基于Web Portal、命令行方式提交作业，实现应用服务定制	2009.10
山东	山东省云计算公共服务平台	通过一个中心(即云计算管理中心)、三个平台(即服务平台、灾备平台和科研平台)的建设，打造面向全省的公共服务平台	2010.04
重庆	北部新区云计算平台	重庆主城区北部新区将创立西部首个集软件、硬件、网络等服务为一体的“云计算”公共信息平台	2010.04
佛山	与世纪互联合作项目	建设包括三大部分：下一代数据中心基础设施及服务运营中心、下一代数据中心暨智慧能源技术创新及示范中心、外包管理输出及培训中心等，预计总投资12亿元	2010.04

资料来源：中国移动通信研究院，东方证券研究所

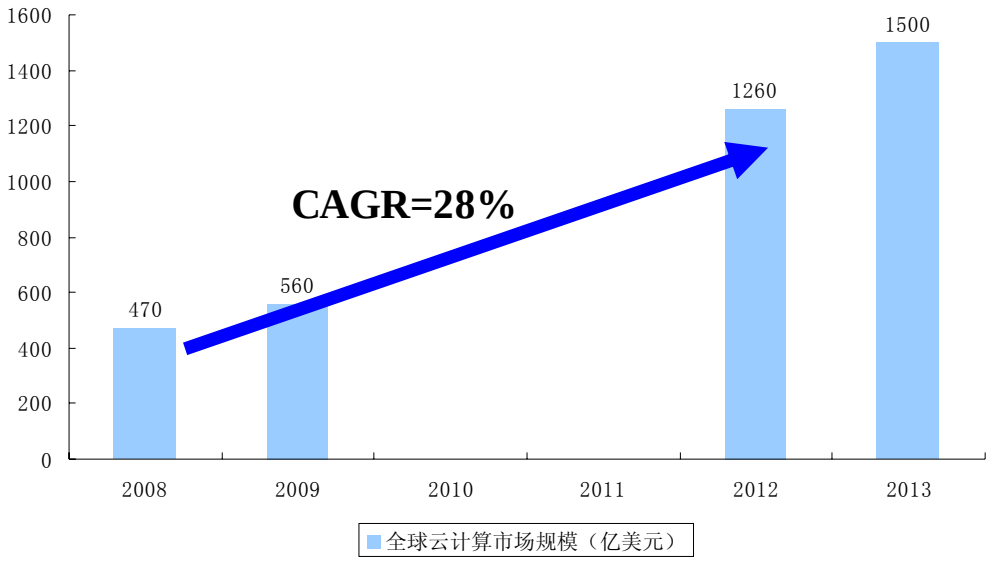
图 25：Gartner 公司排出的 2010 年 10 大具有战略意义的技术中，云计算排名首位

排名	2010	2009	2008
1	云计算	虚拟化	绿色IT
2	高级分析	云计算	统一通信
3	客户端计算	计算架构	商业流程管理
4	绿色IT	面向互联网架构	元数据管理
5	新式数据中心	企业级聚合	虚拟化
6	社交计算	专业化系统	聚合（Mashups）
7	安全——行为监控	社交计算	Web平台
8	闪存	统一通信	计算架构（Computing fabric）
9	虚拟化	商业智能	真正的万维网
10	移动应用	绿色IT	社交计算

资料来源：Gartner Group，东方证券研究所

根据 Gartner 公司对云计算市场的整体预测，云计算市场将以 28%的复合年增长率迅速扩张，销售额从 2008 年的 470 亿美元增长到 2012 年的 1260 亿美元。到 2013 年云计算市场的销售总额将达到 1500 亿美元。到 2012 年，云计算技术将相当普及，五分之一企业将没有任何 IT 资产。

图 26：Gartner Group 预测，云计算市场将以 28%的复合年增长率迅速扩张

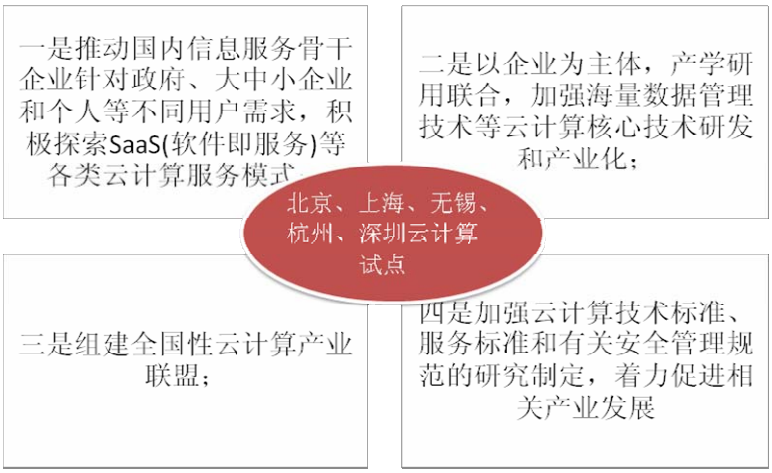


资料来源：Gartner Group，东方证券研究所

工信部和发改委所提出的《工业和信息化部和发展改革委联合启动云计算服务创新发展试点示范工作》的通知，将使得在十二五期间，云计算产业产生巨大变化：

- **政府投资有助激活产业链。**云计算发展初期的较大问题在云计算各个产业链条均为独立行业，而云计算需要一定的协作性，从而使得比如 IDC 等局部成本对国内较小云服务商来说不具规模效应，而政府的投资有望打通相关环节激活整个产业链；
- **国内领先企业将得到重点扶持。**作为十二五期间重点发展的行业，培育培植具有国内国际竞争力的云计算相关企业将是政策的重要目标所在，星网锐捷等领先企业有望得到政策扶植；
- **业内整合将出现**。云计算之前的 IT 服务体现为软件、IDC、网络设备、IT 基础设施等厂商各自面对客户的情况，而云计算则要求对客户来说更为集中和统一的 IT 服务，这将促进大量的行业整合出现。

图 27：云计算五城市试点主要方向示意



资料来源：工业与信息化部，东方证券研究所

云计算受益个股：星网锐捷、焦点科技等。

个股投资建议

综合上述结论，我们筛选投资标的如下：

- 运营商：**中国联通**
- 主设备商：**中兴通讯**
- 光通信：**烽火通信**
- WLAN 和云计算：**星网锐捷**、**焦点科技**
- 物联网：**东信和平**

表 10：推荐标的

代码	名称	EPS				PE				目标价
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010	2011	2012	
600050	中国联通	0.15	0.08	0.17	0.35	38.65	71.50	33.65	16.34	8.18
000063	中兴通讯	0.86	1.12	1.45	1.87	31.67	24.32	18.79	14.57	40
600498	烽火通信	0.59	0.98	1.43	1.76	67.20	40.46	27.73	22.53	42.9
002396	星网锐捷	0.62	0.83	1.21	1.94	66.16	49.42	33.90	21.14	60.5
002315	焦点科技	0.78	1.31	2.03	2.83	104.04	61.95	39.98	28.67	106.5
002017	东信和平	0.20	0.21	0.70	1.05	116.50	110.95	33.29	22.19	28

资料来源：工业与信息化部，东方证券研究所

中国联通 600050.SH

两年时间窗口，加紧发展 3G

东方证券 ORIENT SECURITIES

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

张杰伟 通信行业分析师
18601712550
zhangjiewei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110080004

投资评级	**买入** 增持 中性 减持 **（维持）**
股价（2010 年 12 月 27 日）	5.41
目标价格	8.18
总股本（万股）	2119659.64
国家/地区	中国
行业	通信
报告日期	2010 年 12 月 28 日

股价表现

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158,369	165,344	186,449	213,420
利润总额	12,181	6,771	14,319	28,624
净利润	9,374	5,213	11,026	22,040
EBITDA	59,499	56,198	66,562	83,047
EPS（元）	0.15	0.08	0.17	0.35
每股经营现金	2.80	2.96	1.72	2.26
每股净资产	3.35	3.41	3.55	3.83
净资产收益率	4.4%	2.4%	4.9%	9.1%
P/E（X）	35.61	63.95	30.24	15.13
P/B(X)	1.57	1.54	1.48	1.37

相关研究报告

3G 用户单月净增 110 万！	2010.11.22
市值增长空间巨大，终端优势将使得用户数	2010.10.14
预付费套餐重拳出击“流动客户”市场	2010.07.22
联通 3G 业务何时盈利？	2010.07.22

- **工信部要求明年 3G 用户发展超过 1 亿，联通将三分天下取其一。**2010 年 4 月 8 日，工信部牵头的八部委联合印发《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》，对我国 3G 业务发展制定了近期目标，其中就包括 2011 年 **3G 用户达到 1.5 亿户**，考虑到今年累计用户数约 5000 万，明年新增用户将超过 1 亿。我们预计，在中国的 3G 市场上，联通将改变弱势运营商的地位，取得 3G 用户市场份额的三分之一强，则明年联通发展 3G 用户数将达到 3000 万以上。
- **从中国通信市场的结构特性看，实现这一目标是可能的。**从今年的发展趋势看，市场或许会怀疑这一场景能否实现？我们认为，若联通维持现在关注 ARPU 值为 100 元以上的高端用户的策略，其客户发展速度将较为有限，若其关注 ARPU 值为 50-100 元的新市场，则将有可能达成这一目标。这一细分市场的用户数约为 2 亿，其中 1.75 亿在移动和电信手中，若联通能从其他两大运营商中夺取 20%的用户，则将有可能完成工信部提出的目标，以 ARPU 值平均 75 元一人计算，将新增收入 315 亿元。
  - 过去：联通在 3G 业务发展之初，针对网络容量及服务质量的考虑，对用户进行适当的价格歧视，优先发展 ARPU 值较高（100 元以上）的用户，其发展策略较为成功，从其他运营商手上夺去了相当多高质量的用户。
  - 现在：联通目前工作重心，将从攫取“高”端用户向开拓“中高”端用户倾斜，把工作重心放在开拓 ARPU 值为 50 元-100 元的细分市场上，加速用户数的推进。明年有望新发展用户 3200 万
  - 未来：从长远角度来看，联通还有两年时间窗口，明、后年只有加紧发展 3G，才能和移动鼎足而立，从而在一个更好的平台发展 4G。退一万步说，到 LTE 时代，联通即使没有竞争优势，也不会有太大的竞争劣势，联通 FDD 技术甚至比 TDD 技术略好一些。
- **投资建议**：我们认为，若联通明年发展 3200 万用户数，相当于月均 250 万，这将大大超出市场预期。加上公司迎来业绩上的拐点，市场将会认可联通的投资价值。预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.08 元、0.17 元和 0.35 元。我们给予公司 2010 年 2.4 倍 PB 估值，目标价 8.18 元，维持公司的“买入”评级。
- **风险因素**：大盘系统性风险；3G 业务发展低于预期

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

年度策略

【行业·研究报告】

附表：中国联通财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8828	9094	10255	11738
交易性金融资产	0	600	1100	1600
应收账款	16538	17679	20434	24246
存货	2412	2657	2908	3181
预付账款	1853	2041	2234	2444
其他流动资产	1066	1164	1221	1227
流动资产合计	**30723**	**39849**	**45611**	**52972**
可供出售金融资产	7977	7977	7977	7977
持有至到期投资	5000	5000	5000	5000
长期股权投资	15	15	15	15
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	730237	714036	694738	673285
无形资产	19645	18663	17730	16843
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4081	0	15	0
其他非流动资产	-378445	-378445	-378445	-378445
资产总计	**419232**	**407095**	**392641**	**377647**
短期贷款	63997	34832	32983	20790
应付款项	101948	112282	85199	56638
预收账款	21136	22067	24883	28483
应付职工薪酬	3598	3963	4338	4744
应交税费	912	780	1072	1579
其他流动负债	8021	8815	9546	10230
流动负债合计	**199612**	**182739**	**158021**	**122464**
长期借款	759	759	759	759
应付债券	7000	7000	7000	7000
递延所得税负债	266	138	115	115
其他非流动负债	2749	2749	2749	2749
负债合计	**210387**	**193386**	**168644**	**133087**
归属于母公司所有者权益	70984	72381	75337	81244
少数股东权益	137862	141328	148660	163316
股东权益	**208845**	**213709**	**223997**	**244560**
负债及股东权益	**419232**	**407095**	**392641**	**377647**
基本指标				
EPS	0.148	0.082	0.174	0.348
BVPS	3.35	3.41	3.55	3.83
PE	35.61	63.95	30.24	15.13
PEG	1.08	1.94	0.92	0.46
PB	1.57	1.54	1.48	1.37
EV/EBITDA	2.94	2.58	2.14	1.55
ROE	4.4%	2.4%	4.9%	9.1%

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	**158369**	**165344**	**186449**	**213420**
营业成本	105654	116106	127243	139435
毛利	**52715**	**49237**	**59206**	**73985**
%营业收入	*33.3%*	*29.8%*	*31.8%*	*34.7%*
营业税金及附加	4487	4685	5283	6047
%营业收入	*2.8%*	*2.8%*	*2.8%*	*2.8%*
销售费用	20957	23549	23552	21342
%营业收入	*13.2%*	*14.2%*	*12.6%*	*10.0%*
管理费用	14048	14667	16539	18931
%营业收入	*8.9%*	*8.9%*	*8.9%*	*8.9%*
财务费用	944	1458	1058	858
%营业收入	*0.6%*	*0.9%*	*0.6%*	*0.4%*
资产减值损失	2376	-225	66	-207
公允价值变动收益	1239	600	500	500
投资收益	212	200	200	200
营业利润	**11356**	**5904**	**13409**	**27714**
%营业收入	*7.2%*	*3.6%*	*7.2%*	*13.0%*
营业外收支	825	867	910	910
利润总额	**12181**	**6771**	**14319**	**28624**
%营业收入	*7.7%*	*4.1%*	*7.7%*	*13.4%*
所得税费用	2807	1557	3293	6583
净利润	9374	5213	11026	22040
归属于母公司所有者的净利润	**3137.0**	**1746.7**	**3694.1**	**7384.4**
少数股东损益	6237	3467	7332	14656
EPS（元/股）	**0.15**	**0.08**	**0.17**	**0.35**

现金流量表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	**59309**	**62691**	**36471**	**47946**
取得投资收益收回现金	272	200	200	200
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-80929	-31653	-31864	-32134
其他	-9321	0	0	0
投资活动现金流净额	**-90250**	**-31453**	**-31664**	**-31934**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	43833	-29164	-1849	-12193
筹资成本	6505	-1808	-1797	-2335
其他	-21812	0	0	0
筹资活动现金流净额	**28526**	**-30972**	**-3646**	**-14528**
现金净流量	**-2415**	**266**	**1161**	**1483**

资料来源：东方证券研究所

中兴迎来 LTE 建设高峰

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

张杰伟 通信行业分析师
18601712550
zhangjiewei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110080004

- **中兴迎来国内外 4G 市场大机遇。**我们 9 月 2 日的深度报告《即将迎来 4G 市场大机遇》的逻辑得到了充分的印证。根据媒体披露，中兴已获得 LTE 商用合同 7 个，明年至少获 14 个。我们更加确信，LTE 的建设将使得中兴通讯迎来新一轮的发展机遇，不但中国的 TD-LTE 建设将使得中兴受益，海外的 LTE 建设也将为中兴迎来新一轮的增长。而且中兴在 LTE 上的积累也比 3G 更加深厚，在 4G 时代会有更好的表现。
- **4G 时代混合组网有利于缩短中兴的产品线，提升其规模效应。**中兴与和黄合同部署的是 TDD/FDD 混合组网，也印证了我们深度报告中的观点。TD-LTE 与 TD 3G 走的是两个不同的技术路线，TD 3G 是独立的提出标准，在国际上申请与 WCDMA、CDMA2000 并行的技术体制，造成了 TD 推广的难度较大。而 4G 时代，TD-LTE 是 LTE 的一个分支，推广难度上小了很多。中兴通讯的 TD-LTE 与 FDD-LTE 的软件版本预计在今年实现基本同步，如中兴通讯新一代 SDR 基站平台。在 4G 时代，中兴的产品线大大缩短，期间费用率大大降低，可以产生巨大的规模效应。
- **从国家竞争力优势来看，发展中国自主创新的 TD-LTE 是我国国家竞争优势的体现。**瑞典是全球最先尝试 LTE 的，全球设备龙头爱立信也是一家瑞典公司。通信行业的领先体现了瑞典的国家竞争优势。我们认为，若仅仅是海外运营商部署 LTE 倒逼中国建设 TD-LTE，则中国的 LTE 建设将再一次沦为“跟随者”。要体现中国的竞争优势，只有中国自己主动发展 TD-LTE 建设，使得 TD-LTE 的应用先在中国全面推广，中国的 TD-LTE 才能领先，才能体现中国的国家竞争优势。因此，中国将加速 TD-LTE 的建设，而中兴作为设备商的龙头无疑将受益。
- 我们预测，中兴通讯 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.12、1.45 和 1.87 元。我们给予公司 11 年 25-30 倍 PE 的估值水平，目标价 40 元，重申买入评级！

投资评级	买入 增持 中性 减持 （维持）
股价（2010 年 12 月 27 日）	26.25
目标价格	40.00
总股本（万股）	286,673.2.00
国家/地区	中国
行业	通信设备
报告日期	2010 年 12 月 28 日

股价表现

财务预测

（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	60,273	70,044	84,178	105,317
利润总额	3,325	4,335	5,625	7,248
净利润	2,696	3,514	4,561	5,877
EBITDA	3,848	5,104	6,745	8,693
EPS（元）	0.86	1.12	1.45	1.87
每股经营现金	1.30	1.72	1.94	2.05
每股净资产	5.87	7.92	8.89	10.14
净资产收益率	14.61%	14.12%	16.32%	18.44%
P/E （X）	34	26	20	15
P/B(X)	3.14	2.33	3.25	2.85

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

TD-LTE 建设明确，调升目标价至 40 元	2010.10.22
即将迎来 4G 市场大机遇	2010.09.02

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

附表：中兴通讯财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	14497	16847	20247	25331
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	16379	19035	22875	28620
存货	9325	10749	12861	15952
预付账款	355	410	490	608
其他流动资产	14259	16399	19193	24013
流动资产合计	**55594**	**64345**	**76755**	**95885**
可供出售金融资产	254	254	254	254
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	440	440	440	440
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6047	7030	8095	9493
无形资产	614	583	554	526
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	644	142	206	308
其他非流动资产	4749	4749	4749	4749
资产总计	**68342**	**77544**	**91053**	**111656**
短期贷款	4923	1953	3595	10617
应付款项	21532	24821	29698	36835
预收账款	2338	2717	3265	4085
应付职工薪酬	2399	2765	3308	4104
应交税费	78	96	119	152
其他流动负债	9826	11320	13463	16737
流动负债合计	**41095**	**43671**	**53448**	**72529**
长期借款	2396	2763	3306	4101
应付债券	4000	4000	4000	619
递延所得税负债	4	0	0	0
其他非流动负债	2898	2898	2898	2898
负债合计	**50393**	**53332**	**63652**	**80147**
归属于母公司所有者权益	16825	22692	25479	29069
少数股东权益	1124	1433	1835	2353
股东权益	**17949**	**24125**	**27314**	**31422**
负债及股东权益	**68342**	**77457**	**90966**	**111569**
基本指标				
EPS	0.857	1.118	1.451	1.869
BVPS	9.19	12.39	8.89	10.14
PE	33.65	25.81	19.89	15.43
PEG	1.13	0.87	0.67	0.52
PB	3.14	2.33	3.25	2.85
EV/EBITDA	20.67	14.61	10.88	8.36
ROE	14.6%	14.1%	16.3%	18.4%

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	**60273**	**70044**	**84178**	**105317**
营业成本	40623	46836	56042	69520
毛利	**19649**	**23208**	**28136**	**35797**
%营业收入	*32.6%*	*33.1%*	*33.4%*	*34.0%*
营业税金及附加	693	805	968	1211
%营业收入	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*
销售费用	7044	8186	9838	12309
%营业收入	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*
管理费用	8113	9246	10564	13217
%营业收入	*13.5%*	*13.2%*	*12.6%*	*12.6%*
财务费用	785	892	858	828
%营业收入	*1.3%*	*1.3%*	*1.0%*	*0.8%*
资产减值损失	738	753	1089	1629
公允价值变动收益	13	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
营业利润	**2301**	**3326**	**4819**	**6603**
%营业收入	*3.8%*	*4.7%*	*5.7%*	*6.3%*
营业外收支	1261	1008	807	645
利润总额	**3325**	**4335**	**5625**	**7248**
%营业收入	*5.5%*	*6.2%*	*6.7%*	*6.9%*
所得税费用	629	820	1064	1371
净利润	2696	3514	4561	5877
归属于母公司所有者的净利润	**2458.1**	**3204.8**	**4159.0**	**5358.9**
少数股东损益	238	310	402	518
EPS（元/股）	**0.86**	**1.12**	**1.45**	**1.87**

现金流量表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	**3729**	**4935**	**5549**	**5878**
取得投资收益收回现金	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-2053	-1751	-2104	-2633
其他	-248	0	0	0
投资活动现金流净额	**-2301**	**-1751**	**-2104**	**-2633**
债券融资	0	0	0	-3381
股权融资	46	3720	0	0
银行贷款增加（减少）	2286	-2604	2186	7817
筹资成本	1045	-1949	-2230	-2596
其他	-2090	0	0	0
筹资活动现金流净额	**1287**	**-834**	**-45**	**1840**
现金净流量	**2715**	**2350**	**3399**	**5084**

资料来源：东方证券研究所

烽火通信 600498.SH

黑白兼修，一切皆有可能

东方证券 ORIENT SECURITIES

吴友文 通信行业高级分析师
63325888*6091
wuyouwen@orientsec.com.cn;
执业证书编号：S0860210090002

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

投资评级	买入 增持 中性 减持 （维持）
股价（2010 年 12 月 27 日）	37.88 元
目标价格	42.9 元
总股本/A 股（万股）	44180
国家/地区	中国
行业	通信及相关设备制造
报告日期	2010 年 12 月 28 日

股价表现

相关研究报告

通信行业：优选光纤宽带建设下的光通信机会	2010.04.12
烽火通信：黑白兼修，价值凸显	2010.05.28

盈利预测（亿元）

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	46.88	68.99	89.80	104.77
营业同比	36.81%	47.16%	30.17%	16.66%
净利润(元)	2.61	4.32	6.31	7.76
EPS	0.59	0.98	1.43	1.76
ROE	8.19%	11.96%	15.96%	16.69%
每股净资产	8.12	8.24	9.68	11.37
P/E(X)	56.59	34.20	23.42	19.07
P/B(X)	4.12	4.06	3.46	2.94

资料来源：东方证券研究所

研究结论

- **黑白兼修，通信行业光通信建设需求稳健增长，超预期因素众多**：
  - ✓ **之白：光通信投资高景气推动主业稳健增长**。首先，三网融合推动电信运营商加速带宽升级应对新竞争，中国电信提出的未来一年半内追加 150 亿宽带投资行动将起到示范作用，光通信投资将逆整体的电信投资而上升。其次，从国内宽带的实际情况来看普遍为 2M 带宽，与国外如日本普遍在 15M 以上的情况相比，实际需要的建设空间巨大。另外具体来看，FTTx 建设推动下，PON 类别产品今年将有望大幅增长；PTN 等传输产品均处在升级的时间点，以及网络流量的持续提升和当前国际环境下国内主设备国产化要求的积极执行，增长趋势显著；光纤光缆预计今年价格下降成定局，但随着预制棒项目推进有望提升盈利能力和抗风险能力。
  - ✓ **之黑，智能电网光通信投资、家庭网关、广电新增投资、央企整合预期**。按照国家电网规划智能电网预计在 2012-2015 进入光通信部分建设高峰期，之前为研制阶段，预测 2012-2015 投资规模在 1000-1400 亿之间，相当于新增一个固网运营商规模，前景值得期待。家庭网关已经进入运营商规模布局前夜，我们预计 2010-2012 年家庭网关将会为烽火带来较大收益。广电新增投资方面在全国性网络整合推进之后有望带来新增投资。另外，随着央企整合的深入，我们预计烽火通信或者邮科院纳入整合框架的预期正在逐步提高，值得关注。
- **公司随网络发展趋势加强接入层面产品发展战略思路清晰**。公司发展起步于网络传输主设备，随着当前网络逐步向“最后一公里”“最后一公尺”的延伸，战略上已加强接入层面产品发展，有望全面受益三网融合。
- **必须强调，在国内光通信市场，三分天下有其一**。其在国内光通信市场，与中兴、华为等在多项产品方面三足鼎立，势头强劲。且随着经济发展特别是高铁建设，坐享武汉经济区位升级所带来的发展优势。
- **投资建议**：我们预计 2010-2012 年三年 EPS 分别为 0.98、1.43、1.76 元，目标价 42.9 元，维持 “买入”评级。
- **催化剂因素**：十二五规划对国家宽带战略的提出、PTN 升级的深入发展、家庭网关启动招标、智能电网光通信投资的启动
- **风险提示**：三网融合进程滞后风险；电信投资的不确定性风险。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

年度策略

【行业·研究报告】

附表：烽火通信财务报表预测与比率分析

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	342696	468839	689924	898046	1047688
销售成本	-249902	-342108	-507547	-656717	-762859
销售利润	92794	126731	182377	241329	284829
其他利润	4781	2750	-552	-718	-838
销售及管理费用	-73286	-88949	-122116	-158954	-185441
EBI TDA	24289	40532	59708	81656	98550
折旧	-8185	-9374	-10634	-12525	-14528
摊销	-844	-1066	-918	-1078	-905
EBI T	15261	30091	48156	68054	83116
利息收入	0	0	0	0	0
投资等营业外收入	5937	8624	13798	17961	20954
财务费用	1360	248	-2442	-2491	-2464
终止经营业务利润	0	0	0	0	0
税前利润	22557	38964	59513	83524	101605
所得税	836	-4370	-6546	-9188	-11177
少数股东损益	-5942	-8464	-9734	-11194	-12873
净利润	17452	26129	43233	63142	77555
EPS(人民币)	0.40	0.59	0.98	1.43	1.76
每股派息	0.00	0.00	0.24	0.36	0.44

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产					
现金与现金等价物	119709	183003	126234	121592	138502
应收账款	118063	124580	172481	224511	261922
其他应收账款	23564	32009	48845	63580	74174
预付账款	7649	8234	12428	16081	18680
存货	201145	250430	380660	492538	572144
短期存款/投资	0	0	0	0	0
流动资产合计	470131	598255	740649	918302	1065422
固定资产	82216	94359	108512	125874	146014
无形资产	8664	8267	9659	8980	9429
商誉	0	0	0	0	0
递延税款资产	481	703	-693	-962	-1165
其他非流动资产	3947	22296	17336	22565	26326
总资产	565439	723880	875463	1074760	1246027
负债和所有者权益					
应付账款	83047	115229	180223	233191	270880
其他应付款	191463	184893	274075	354627	411944
短期借款	600	34044	34044	34044	34044
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0
其他流动负债	3248	6399	7456	9705	11322
流动负债合计	278358	340565	495798	631567	728191
长期负债	0	15705	15705	15705	15705
递延税款负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债(不付息)	0	0	0	0	0
总负债	278358	356270	511503	647272	743895
少数股东权益	32875	38965	873	12067	24941
股本(普通股)和股本溢价	41000	44180	44180	44180	44180
总留存(储备、拟派发与留存)	204998	275675	318907	371241	433011
所有者权益	278873	358820	363960	427488	502131
负债和所有者权益合计	557230	715090	875463	1074760	1246027

现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量					
净利润	23393	34593	52967	74336	90429
固定资产折旧	9028	10440	11552	13602	15434
财务费用	-1360	-248	2442	2491	2464
投资损失	0	0	0	0	0
存货的减少	-40274	-49285	-130230	-111878	-79607
经营性应收项目的减少	-27867	-7101	-52096	-55683	-40010
经营性应付项目的增加	17895	32182	64994	52968	37690
其他流动资产项目的减少	310	360	-7394	269	202
其他流动负债项目的增加	1066	3151	1057	2249	1617
经营活动产生的现金流量净额	-17808	24093	-56709	-21645	28220
投资活动产生的现金流量					
投资收益	0	0	0	0	0
短期存款的净减少	0	0	0	0	0
长期投资净额的减少	-119	-18349	4960	-5230	-3760
固定资产净额(除折旧)的减少	-18712	-21517	-24788	-29886	-34668
无形及其他非流动资产的减少	-404	-669	-2309	-399	-1354
投资活动产生的现金流量净额	-19234	-40536	-22137	-35515	-39782
筹资活动产生的现金流量					
短期借款的增加	-20088	33444	0	0	0
一年内到期的非流动负债的增加	0	0	0	0	0
长期借款的增加	-23375	15705	0	0	0
其他非流动负债项目的增加	0	0	0	0	0
减去：财务费用	1360	248	-2442	-2491	-2464
减去：股利	-7747	-8018	-10808	-15785	-19389
减去：少数股东损益	-5942	-8464	-9734	-11194	-12873
普通股的增加	0	3180	0	0	0
资本公积的增加	2902	52566	10808	4977	3603
少数股东权益的增加	5209	6090	-38092	11194	12873
筹资活动产生的现金流量净额	20853	79737	22077	52518	28473
期末现金及现金等价物余额	119709	183003	126234	121592	138502
减：期初现金及现金等价物余额	135899	119709	183003	126234	121592
现金及现金等价物净增加额(2)	-16189	63294	-56769	-4642	16910

经营比率（%）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税前ROI C	8.0%	11.1%	14.5%	16.8%	17.7%
经营利润率	3.4%	4.5%	5.5%	6.6%	41.5%
毛利率	27.1%	27.0%	26.4%	26.9%	27.2%
SG&A/收入	21.4%	19.0%	17.7%	17.7%	17.7%
折旧/收入	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	11.2%
平均资本周转率	232.4%	245.9%	265.6%	254.5%	42.6%
经营流动资金/收入	22.8%	22.6%	22.6%	24.3%	144.7%
固定资产/收入	20.1%	15.7%	14.0%	13.9%	83.7%

资料来源：东方证券研究所

东信和平 002017.SZ

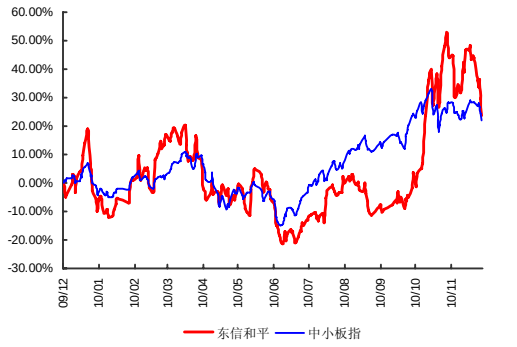
全面受益于金融 IC 产业的爆发

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

吴友文 通信行业高级分析师
63325888×6091
wuyouwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110030045

投资评级	买入 增持 中性 减持 （维持）
股价（2010 年 12 月 27 日）	22.90 元
目标价格	28 元
总股本/A 股（万股）	19846.25
国家/地区	中国
行业	其它电子设备制造业
报告日期	2010 年 12 月 28 日

股价表现



	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	8.70%	-8.85%	9.17%	57.83%
EBITA 同比	6.16%	-30.36%	0.78%	215.66%
ROE	9.31%	8.07%	7.72%	21.81%
ROIC	8.56%	7.02%	7.44%	22.31%
EPS	0.20	0.21	0.70	1.05
每股净资产	2.38	2.62	2.84	3.54
P/E(X)	122.2	117.0	35.5	23.5
P/B(X)	10.4	9.4	8.7	7.0

相关研究报告

物联网应用系列研究报告之四——关注金融 IC 产业爆发机会 2010.10.26

研究结论

- **银行 IC 卡迁移、手机支付、USBkey 多因素促进金融 IC 产业爆发。**银行卡向 PBOC/EMV2.0 迁移的时机从政策面和硬件基础设施层面看来都已经成熟，使得年发卡量近 3 亿张、存量卡量近 22 亿的银行卡市场成为推动金融 IC 产业的主力军；而手机支付方面，中国移动推进的 NFC 标准已经成为金融 IC 实际的增长量，有望年出货量达到 1500 万片左右；继 2009 年出货量达到 3000 片后，USBkey 已经步入平稳增长阶段，成为金融 IC 产业的重要部分。我们认为，金融 IC 产业在多种因素促进下已经迎来了爆发的大机遇。
- **金融 IC 卡有望推动市场规模提升 50%，出货量提升 20%以上，带来市场大机遇。**我们将银行 IC 卡需求、手机支付 IC 芯片需求、USBkeyIC 需求累计进行计算，以银行 IC 卡年均出货量 3.5 亿张、价格 10 元左右；手机支付 NFC IC 模块出货量 1500 万张每年、价格 40 元左右；USBkey 每年 15%的增速来测算。预计金融 IC 卡带来年均 3.95 亿新增 IC 卡出货量，对比 2009 增幅超过 20%；37.5 亿新增 IC 卡市场，对比 2009 增幅为 50%。类似于二代身份证的效果将带来金融 IC 产业的规模提升。而中国银联推进的 N3 平台、中国移动的 TD NFC 应用更是带来相关产业的协同提升，迎来金融 IC 产业的大机遇。
- **东信和平是中移动 RFSIM 主要封装商，中国银联 N3 平台合作伙伴，将全面受益于金融 IC 产业的爆发式发展。**
- **投资建议**：我们预计东信和平 2010-2012 年三年 EPS 分别为 0.21、0.70、1.05 元。考虑到同类公司估值水平，基于 2011 年 EPS 的 40 倍估值，给予 6 个月目标价 28 元，给予“买入”评级。
- **风险提示**：金融 IC 卡迁移进程低于预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

附表：东信和平财务报表预测与比率分析

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	83862	76437	83450	131710	175000
销售成本	-63300	-57710	-62588	-92197	-122500
销售利润	20562	18727	20863	39513	52500
其他利润	0	0	0	0	0
销售及管理费用	-13428	-13759	-15856	-23708	-28875
EBITDA	7134	4968	5007	15805	23625
折旧	-2789	-1452	-1395	-2002	-2527
摊销	-11	-5	-5	-8	-11
EBIT	4335	3511	3607	13795	21087
利息收入	0	0	0	0	0
投资等营业外收入	1692	994	1085	1712	2275
财务费用	-1284	-5	7	-4	12
终止经营业务利润	0	0	0	0	0
税前利润	4743	4500	4699	15504	23374
所得税	-493	-450	-470	-1550	-2337
少数股东损益	-45	-43	-44	-147	-221
净利润	4205	4008	4184	13807	20816
EPS(人民币)	0.21	0.20	0.21	0.70	1.05
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产					
现金与现金等价物	8313	16868	20352	14468	18065
应收账款	12827	11695	12768	20152	26775
其他应收账款	1003	917	1001	1581	2100
预付账款	1159	1056	1145	1687	2242
存货	20037	18179	19715	29042	38588
短期存款/投资	0	0	0	0	0
流动资产合计	43339	48715	54981	66929	87770
固定资产	20906	19109	18359	26342	33250
无形资产	518	474	517	817	1085
商誉	0	0	0	0	0
递延税款资产	949	863	899	2975	4482
其他非流动资产	0	0	0	0	0
总资产	65712	69161	74756	97063	126587
负债和所有者权益	0	0	0	0	0
应付账款	11240	10249	11116	16374	21756
其他应付款	5567	5073	5501	8104	10768
短期借款	959	959	959	959	959
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	17767	16281	17576	25437	33483
长期负债	0	0	0	0	0
递延税款负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债(不付息)	855	780	851	1343	1785
总负债	18622	17061	18427	26781	35268
少数股东权益	66	873	917	1064	1286
股本(普通股)和股本溢价	15345	15345	15345	15345	15345
总留存(储备、拟派发与留存)	31874	35882	40067	53873	74689
所有者权益	47285	52100	56329	70283	91319
负债和所有者权益合计	65907	69161	74756	97063	126587

现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量					
净利润	4250	4050	4229	13953	21037
固定资产折旧	2800	1457	1400	2010	2538
财务费用	1284	5	-7	4	-12
投资损失	0	0	0	0	0
存货的减少	-210	1859	-1536	-9327	-9545
经营性应收项目的减少	-1994	1235	-1162	-7926	-7178
经营性应付项目的增加	-2469	-991	866	5259	5382
其他流动资产项目的减少	-274	281	-36	-2076	-1507
其他流动负债项目的增加	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	3387	7896	3754	1897	10714
投资活动产生的现金流量	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
短期存款的净减少	0	0	0	0	0
长期投资净额的减少	0	0	0	0	0
固定资产净额(除折旧)的减少	-1331	345	-645	-9985	-9435
无形及其他非流动资产的减少	0	39	-49	-307	-279
投资活动产生的现金流量净额	-1331	384	-694	-10292	-9714
筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0	0
短期借款的增加	959	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债的增加	0	0	0	0	0
长期借款的增加	0	0	0	0	0
其他非流动负债项目的增加	-315	-75	72	492	442
减去：财务费用	-1284	-5	7	-4	12
减去：股利	-82	0	0	0	0
减去：少数股东损益	-45	-43	-44	-147	-221
普通股的增加	3541	0	0	0	0
资本公积的增加	-3459	0	0	0	0
少数股东权益的增加	45	807	44	147	221
筹资活动产生的现金流量净额	154	276	423	2512	2598
期末现金及现金等价物余额	8313	16868	20352	14468	18065
减：期初现金及现金等价物余额	6103	8313	16868	20352	14468
现金及现金等价物净增加额(2)	2209	8556	3483	-5883	3597

经营比率（%）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
税前ROIC	9.2%	8.2%	8.1%	20.6%	24.2%
经营利润率	5.7%	4.2%	2.7%	7.9%	4.9%
毛利率	24.5%	24.5%	25.0%	30.0%	30.0%
SG&A/收入	-16.0%	-18.0%	-19.0%	-18.0%	-16.5%
折旧/收入	-1.9%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	-2.0%
平均资本周转率	162.0%	194.2%	296.8%	261.3%	494.8%
经营流动资金/收入	34.8%	29.0%	20.0%	23.5%	12.7%
固定资产/收入	25.0%	22.0%	20.0%	19.0%	26.0%

资料来源：东方证券研究所

焦点科技 002315.SZ

“三流合一”的第三方 B2B 电子商务平台

注：“三流”指电子商务中的**信息流**、**资金流**和**物流**。

研究结论

- **B2B 电子商务“三流合一”的大环境下，物流合作、在线支付是重要的发展方向。**中国 B2B 电子商务产业正由信息服务向交易服务方向转换。信息服务模式解决企业间信息不对称的问题，而交易服务模式更关注帮助客户实现在线交易，实现信息流、物流和资金流的三流合一。B2B 电子商务未来发展趋势是服务精细化和盈利多元化。
- **2009 年，B2B 电子商务只到半山腰，空间依然巨大。**在全球经济危机下，使用电子商务的线上中小企业的存活率要高出传统线下企业 5 倍。2009 年，使用付费 B2B 电子商务服务的中小企业数量为 100.7 万家，占使用第三方 B2B 电子商务的中小企业数量的比例为 5.9%，较 08 年比例有所提高，提升空间依然巨大。
- **焦点科技作为一个高速发展的第三方 B2B 电子商务平台，航运拼单、认证服务、保险等业务符合未来 B2B 电子商务“三流合一”的发展趋势。**中国制造网以市场 2%的流量获得了市场 3.5%的市场份额，表明用户对网站的黏性较大。航运拼单业务有利于公司“物流”业务的开展。会员认证和贸易保险是 B2B 电子商务大额支付的安全性问题的基础，有利于在线大额支付业务的开展，保障“三流”中资金流的通畅，进而为用户提供全方位的金融服务。
- 我们预计，焦点科技 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.31、2.03 和 2.83 元。考虑到 B2B 电子商务是互联网业务模式最为成熟、发展潜力最大的业务形态之一，同时参考可比公司的估值水平，我们给予公司相对于 11 年 EPS 的 50 倍 PE 的估值，对应的目标价 106.5 元，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：B2B 电子商务行业竞争风险、人民币汇率上升导致国家出口下滑。

与市场不同的观点

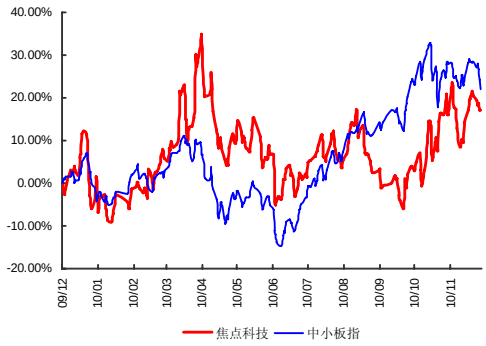
B2B 电子商务中，赢家不能通吃。下游（中小企业）会本能地选择多家 B2B 供应商，以打开更多的营销渠道，并降低供应商议价能力过高的风险。易观研究表明，75.5%的客户使用 1-3 家 B2B 平台开展电子商务，其中仅使用 1 家 B2B 平台的占 27.2%，使用 2-3 家电子商务平台的占 48.3%。而使用 10 家以上电子商务平台的也有 8.8%的比例。

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

张杰伟 通信行业分析师
18601712550
zhangjiewei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110080004

投资评级	**买入** 增持 中性 减持 **（维持）**
股价（2010 年 12 月 27 日）	75.98 元
目标价格	106.5 元
总股本/A 股（万股）	11750
国家/地区	中国
行业	互联网
报告日期	2010 年 12 月 28 日

股价表现



财务预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	229.95	346.21	545.71	791.12
利润总额	101.36	171.15	265.98	370.53
净利润	91.08	153.78	239.00	332.93
EBITDA	108.51	144.21	232.39	330.38
EPS（元）	0.78	1.31	2.03	2.83
每股经营现金	1.21	1.64	2.59	3.60
每股净资产	12.53	13.84	15.87	18.70
净资产收益率	6.19%	9.46%	12.82%	15.15%
P/E(X)	90.32	53.49	34.42	24.71
P/B(X)	5.59	5.06	4.41	3.74

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

增加专业平面杂志服务，跑步进入台湾市场	2010.09.15
“三流合一”的第三方 B2B 电子商务平台	2010.08.29

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

附表：焦点科技财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1519	1736	2067	2522
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1	2	4	5
存货	0	0	0	0
预付账款	2	3	5	8
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	**1523**	**1742**	**2076**	**2535**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	39	39	42	48
无形资产	29	28	26	25
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1
资产总计	**1593**	**1810**	**2146**	**2609**
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	1	1	2	3
预收账款	3	5	8	11
应付职工薪酬	6	10	16	25
应交税费	2	3	4	6
其他流动负债	104	161	246	361
流动负债合计	**116**	**179**	**277**	**407**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	**121**	**184**	**281**	**412**
归属于母公司所有者权益	1472	1626	1865	2198
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**1472**	**1626**	**1865**	**2198**
负债及股东权益	**1593**	**1810**	**2146**	**2609**
基本指标				
EPS	0.775	1.309	2.034	2.833
BVPS	12.53	13.84	15.87	18.70
PE	90.32	53.49	34.42	24.71
PEG	1.67	0.99	0.64	0.46
PB	5.59	5.06	4.41	3.74
EV/EBITDA	61.81	45.00	26.50	17.27
ROE	6.2%	9.5%	12.8%	15.2%

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	**230**	**346**	**546**	**791**
营业成本	36	55	89	138
毛利	**194**	**292**	**456**	**653**
%营业收入	*84.2%*	*84.2%*	*83.6%*	*82.6%*
营业税金及附加	8	12	20	28
%营业收入	*3.6%*	*3.6%*	*3.6%*	*3.6%*
销售费用	70	100	156	225
%营业收入	*30.2%*	*29.0%*	*28.5%*	*28.5%*
管理费用	20	40	55	75
%营业收入	*8.7%*	*11.5%*	*10.0%*	*9.5%*
财务费用	-4	-29	-34	-41
%营业收入	*-1.8%*	*-8.5%*	*-6.3%*	*-5.2%*
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**100**	**168**	**261**	**366**
%营业收入	*43.4%*	*48.6%*	*47.8%*	*46.2%*
营业外收支	1	3	5	5
利润总额	**101**	**171**	**266**	**371**
%营业收入	*44.1%*	*49.4%*	*48.7%*	*46.8%*
所得税费用	10	17	27	38
净利润	91	154	239	333
归属于母公司所有者的净利润	**91.1**	**153.8**	**239.0**	**332.9**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.78**	**1.31**	**2.03**	**2.83**

现金流量表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	**142**	**192**	**304**	**424**
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-13	-5	-7	-11
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-13**	**-5**	**-7**	**-11**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1195	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	0	29	34	41
其他	-8	0	0	0
筹资活动现金流净额	**1187**	**29**	**34**	**41**
现金净流量	**1317**	**217**	**331**	**454**

资料来源：东方证券研究所

星网锐捷 002396.SZ

步入加速增长期的云计算实质受益股

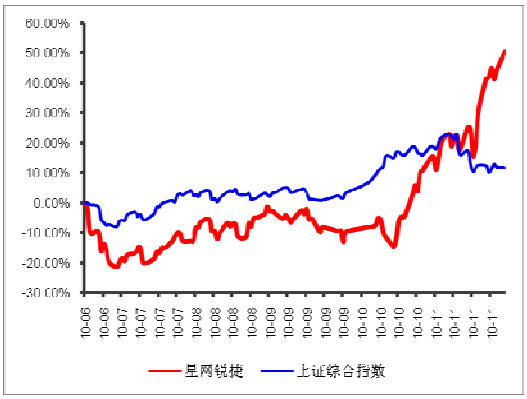
东方证券 ORIENT SECURITIES

吴友文 通信行业高级分析师
63325888*6091
wuyouwen@orientsec.com.cn;
执业证书编号：S0860210090002

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

投资评级	买入 增持 中性 减持 （维持）
股价（2010 年 11 月 30 日）	39.80 元
目标价格	60.5 元
总股本/A 股（万股）	17553
国家/地区	中国
行业	通信设备制造业
报告日期	2010 年 12 月 1 日

股价表现



相关研究报告

华东电脑：上海云计算产业龙头

研究结论

- **云计算实质受益股。**星网锐捷的主要产品都将实质受益云客户端的发展，其瘦客户机和企业级网络产品都将是云计算在客户端落地的首选；而公司在瘦客户领域雄踞国内市场首位，企业级网络产品方面与思科、华三等分庭抗礼，技术和市场能力优秀；公司云计算战略明确，已推出云计算整体解决方案，并强化对外合作如同美国虚拟服务器巨头 VMware 合作，内生外延战略全面布局云计算。我们认为，星网锐捷是云计算实质受益股，其优秀的技术市场能力、明确的战略部署将使其最大化受益云计算发展。
- **十二五将加速增长。**云计算五大城市试点有望激活云计算产业链，带动产业链走入加速上升阶段；云端投资的推动将使得瘦客户机的应用范围从当前的特定行业如金融等不断扩展，使得需求呈现倍数级增长；云计算对坚强网络和高带宽的需求将推动企业网络产品的同步加速。我们认为，十二五开局年试点政策和投资的落实，将推动星网锐捷从 2011 年下半年开始步入加速增长阶段，全面受益云计算提速。
- **WLAN、ePOS 系列产品带来更多看点。**公司 WLAN 系列产品有望受益运营商对 WLAN 的加快布局，成为一大亮点；ePOS、无线通等产品有望实现平稳增长；公司还推出诸如 DMB、VOIP 等多种产品，为未来市场储备充分。
- **投资建议：**我们认为，星网锐捷在云计算试点启动之后将迎来加速发展阶段。我们预计星网锐捷 2010-2012 年三年 EPS 分别为 0.83、1.21、1.94 元，CAGR 为 53%左右。考虑到公司当前增长受到行业本身向上和国家政策未来预期重点扶持和投资的影响，并参考云计算相应板块估值，以 PEG 一倍为基准，基于 2011 年 EPS 的 50 倍 PE，给予 12 个月目标价 60.5 元，首次给予“买入”评级。
- **股价催化剂：**云计算政策不断落实。
- **风险提示：**国家政策不确定性、竞争风险、价格风险。

财务预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1725	2094	2799	3914
同增长(%)	30.81%	21.41%	33.69%	39.81%
净利润	108	145	212	340
同比增长	51.79%	33.67%	46.02%	60.66%
EPS	0.62	0.83	1.21	1.94
P/E	73.8	55.2	37.8	23.6
P/B	14.1	5.5	4.7	3.7

资料来源：东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责申明。

附表：星网锐捷财务报表预测与比率分析

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	1318	1725	2094	2799	3914
销售成本	-779	-1016	-1259	-1700	-2352
销售利润	540	709	834	1099	1562
其他利润	5	5	-2	-2	-3
销售及管理费用	-437	-553	-660	-840	-1135
EBITDA	107	161	173	257	424
折旧	-15	-13	-15	-17	-19
摊销	-1	-4	-3	-3	-4
EBIT	91	144	155	237	401
利息收入	0	0	0	0	0
投资等营业外收入	47	51	73	92	117
财务费用	-27	-14	0	0	1
终止经营业务利润	0	0	0	0	0
税前利润	111	181	228	330	519
所得税	-3	-16	-18	-26	-42
少数股东损益	-36	-57	-65	-92	-138
净利润	71	108	145	212	340
EPS(人民币)	0.41	0.62	0.83	1.21	1.94
每股派息	0.00	0.00	0.21	0.30	0.48

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产					
现金与现金等价物	232	364	1154	1337	1620
应收账款	351	360	419	560	783
其他应收账款	22	23	38	50	71
预付账款	9	37	24	33	45
存货	252	278	340	459	635
短期存款/投资	0	0	0	0	0
流动资产合计	866	1062	1975	2439	3153
固定资产	106	109	125	142	160
无形资产	20	19	29	28	35
商誉	2	2	0	0	0
递延税款资产	4	5	6	8	13
其他非流动资产	18	44	42	56	78
总资产	1017	1240	2176	2674	3439
负债和所有者权益					
应付账款	130	219	268	362	501
其他应付款	224	331	378	510	706
短期借款	213	65	65	65	65
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	567	614	711	937	1271
长期负债	9	8	8	8	8
递延税款负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债(不付息)	0	17	12	16	22
总负债	577	640	731	961	1301
少数股东权益	95	138	873	965	1103
股本(普通股)和股本溢价	132	132	132	132	132
总留存(储备、拟派发与留存)	190	296	441	617	904
所有者权益	417	566	1446	1713	2138
负债和所有者权益合计	993	1206	2176	2674	3439

现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量					
净利润	108	165	210	304	478
固定资产折旧	16	17	18	20	23
财务费用	27	14	0	0	-1
投资损失	0	0	0	0	0
存货的减少	-20	-26	-62	-119	-176
经营性应收项目的减少	49	-37	-46	-150	-235
经营性应付项目的增加	-70	89	49	94	139
其他流动资产项目的减少	2	9	-35	-2	-5
其他流动负债项目的增加	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	113	231	134	146	222
投资活动产生的现金流量					
投资收益	0	0	0	0	0
短期存款的净减少	0	0	0	0	0
长期投资净额的减少	-1	-25	2	-14	-22
固定资产净额(除折旧)的减少	-23	-16	-31	-35	-36
无形及其他非流动资产的减少	-9	-2	-11	-1	-11
投资活动产生的现金流量净额	-33	-43	-40	-50	-69
筹资活动产生的现金流量					
短期借款的增加	-47	-148	0	0	0
一年内到期的非流动负债的增加	0	0	0	0	0
长期借款的增加	-1	-1	0	0	0
其他非流动负债项目的增加	-9	17	-5	4	6
减去：财务费用	-27	-14	0	0	1
减去：股利	-35	-40	-36	-53	-85
减去：少数股东损益	-36	-57	-65	-92	-138
普通股的增加	0	0	0	0	0
资本公积的增加	33	38	36	17	32
少数股东权益的增加	10	43	735	92	138
筹资活动产生的现金流量净额	-86	-56	696	87	130
期末现金及现金等价物余额	232	364	1154	1337	1620
减：期初现金及现金等价物余额	238	232	364	1154	1337
现金及现金等价物净增加额(2)	-6	132	790	183	283

经营比率（%）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税前ROIC	16.5%	30.9%	0.3%	0.4%	0.7%
经营利润率	5.3%	7.0%	5.6%	6.1%	0.2%
毛利率	40.9%	41.1%	39.8%	39.3%	39.9%
SG&A/收入	33.1%	32.0%	31.5%	30.0%	29.0%
折旧/收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.0%
平均资本周转率	309.9%	440.8%	5.6%	7.1%	334.1%
经营流动资金/收入	23.9%	15.3%	1792.4%	1411.2%	29.8%
固定资产/收入	6.3%	6.0%	5.1%	4.1%	0.1%
营业收入同比	6%	31%	21%	34%	40%
EBITA同比	2%	50%	8%	49%	65%
ROE	19%	22%	14%	13%	18%
ROIC	17%	26%	1%	0%	1%
EPS	0.41	0.62	0.83	1.21	1.94
每股净资产	2.37	3.23	8.24	9.76	12.18
P/E	112.1	73.8	55.2	37.8	23.6
P/B	19.2	14.1	5.5	4.7	3.7

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向

资金流向 (截止2010-12-27)
烽火通信 MA (5,10,20,30) MA1=39.740 ↓ ,MA2=41.097 ↓ ,MA3=41.123 ↓ ,MA4=40.423 ↑
45
40
35
30
29.66
超级资金 当日超户=-0.055% ↓ ,60日累计=0.748% ↓ ,10日均值=0.925% ↓
1.0%
0.0%
-1.0%
散户资金 当日散户=0.148% ↑ ,60日累计=2.893% ↑ ,10日均值=2.358% ↑
4.0%
3.0%
2.0%
1.0%
0.0%
日线
2010/9/15
2010/10/8
2010/11/1
2010/12/1

资金流向 (截止2010-12-27)
星网锐捷 MA (5,10,20,30) MA1=42.622 ↓ ,MA2=45.028 ↓ ,MA3=44.821 ↓ ,MA4=43.624 ↑
40
30
25.72
超级资金 当日超户=-0.058% ↑ ,60日累计=-5.620% ↑ ,10日均值=-4.277% ↓
5%
0%
-5%
散户资金 当日散户=0.452% ↓ ,60日累计=13.941% ↑ ,10日均值=10.966% ↑
10%
5%
0%
日线
2010/9/14
2010/10/8
2010/11/1
2010/12/1

注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn