

通信牛股的路径—不急、不争、不惑

3月通信设备市场动态跟踪及前瞻

通信设备 领先大市-B
上次评级 领先大市-B

报告日期 2011-03-29

报告关键点:

3-5年的长周期中,关注积极的小公司,定位不与华为中兴重叠的中公司,战略清晰的大公司。

报告摘要:

小而不急,中而不争,大而不惑

- 小市值的公司,兼具中而不争的特征,如华星创业(服务不与华为中兴争)、盛路通信布局汽车联网、物联网(跨领域不与华为中兴争),若投资者可以有些耐心,这类的公司成长成为中型公司只是早晚一两年的问题;
- 中型公司,具有广博的定位,成长为大型公司也是具备希望的:如大富科技(配套+跨领域),世纪鼎利、日海通信(产品+服务),亨通光电+中天科技(配套+跨领域);
- 大型公司,要观察企业的长期战略。在我们看来,中兴通讯的战略较为清晰:比较确定的全球5进3的战略,以及积极布局未来增长点(终端、企业网)。中国联通,中远期的战略不够明晰,缺乏特别清楚的互联网或平台战略。景气提升和高关注度主要源于自外向内的行业驱动以及其获得了较为有利的产业链优势。从这个角度,中兴的长期增长确定性大于联通;

2月联通数据平淡,3月预计小于200万。

- 联通3G用户增长连续8个月后有所下降(94万、101万、104万、110万、112万、128万、141万、121万)。
- 我们在2月份月报中曾经提到过:3月份是关键的一个月,若能够站到200万以上,则全年3500万可期;若不能,则后续月份压力非常之大。
- 就目前我们了解的情况,3月份用户净增少于200万。

趋势提示

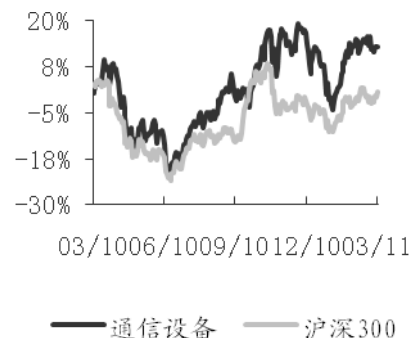
- 联通光纤集采价格的公布;
- 移动TD手机的份额公布。

风险提示

- 中小板、创业板的系统性风险。

首选股票	目标价	评级
002446 盛路通信	40.0	买入-A
300025 华星创业	45.0	买入-A
000063 中兴通讯	34.5	买入-A

12个月行业表现



侯利
021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

王学恒

010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

光、网优、华为系的主线策略小议

2011-02-27

通信设备: 1月通信设备市场动态跟踪及前瞻

2011-01-24

通信: 在不确定性中寻找亮色

2010-06-08

1. 产业拜访

本月，我拜访了一些私募客户与个人投资人，他们对通信行业充满了“敬畏之心”：看不懂，所以远离。大家感兴趣的还是比较熟悉的中兴通讯、中国联通。

作为行业研究员，我们同样思索着这些问题，如何将纷繁复杂的行业用最简单的话，最清晰的逻辑传递给投资人，让投资者从行业到个股有逐步深入了解的过程，这是我们的责任。

从长期来看，通信行业的牛股在哪里？我们试图用**三句话来概况：小而不怠、中而不争、大而不惑**。用直白的话说，小公司看人，中公司看定位，大公司看战略。

表 1：通信行业小、中、大公司的投资逻辑

	说明	个股代表
50 亿市值以下 小而不怠	小公司不应以上市为最终目标，管理者内心渴望做大，有明确的发展方向和投资方向。考察公司更多从人文、管理者心态出发。	华星创业、卓翼科技、盛路通信、顺网科技。
50-200 亿市值 中而不争	中型公司应该考虑的企业定位，在通信行业，但凡与华为、中兴直接构成竞争的很难做大，因此“不争”尤其重要，何为不争？有如下子领域： 1、服务：1000 亿市场，国内上千家公司在做，未来会慢慢整合出几家大公司； 2、配套产品：华为中兴上游厂家，但这些年厂家议价能力较差； 3、跨领域经营，做华为中兴不做的，但要看在其他领域的竞争能力。 从一定程度来看，1 和 3 更有机会走出来，2 必须有 1 或者 3 的属性才能做大。	服务：世纪鼎利 配套：亨通光电/中天科技/日海通信/大富科技 跨领域：亨通光电/中天科技/大富科技
200 亿市值以上 大而不惑	大公司要有大战略，定位、收购已经不能够帮助其更上层楼。可参照行业标杆观察此类公司如华为、日韩运营商。	中兴通讯 中国联通

数据来源：安信证券研究中心

如此来看，若能够发现小市值的公司，兼具**中而不争**的特征，如华星创业（服务不与华为中兴争）、盛路通信布局汽车联网、物联网（跨领域不与华为中兴争），若投资者可以有些耐心，这类的公司成长成为中型公司只是早晚一两年的问题；

中型公司，若将 1 与 2 结合或者 2 与 3 结合，成长为大型公司也是具备希望的：如大富科技（配套+跨领域），世纪鼎利、日海通信（产品+服务），亨通光电+中天科技（配套+跨领域）；

大型公司，要观察企业的长期战略。在我们看来，中兴通讯的战略较为清晰：比较确定的全球 5 进 3 的战略，以及积极布局未来增长点（终端、企业网）。中国联通，中远期的战略不够明晰，缺乏特别清楚的互联网或平台战略。景气提升和高关注度主要源于自外向内的行业驱动以及其获得了较为有利的产业链优势。**从这个角度，中兴的长期增长确定性大于联通；**至此，对联通仍需要以 3G 用户规模上量为依据去发现介入机会（例如 200 万、250 万、300 万、超过 300 万，都会给资本市场带来不同的反应）。

但由于创业板、中小板的估值整体偏高，因此我们提示，投资者仍需有些耐心。**这是个 3-5 年的投资逻辑。**

至此，对于 2011 年投资主线（网优+华为系）的讨论，以及未来 3-5 年投资逻辑

（不急、不争、不惑）已经小结完毕。尽管我们现在覆盖的广度和深度还不足，但我们会在后续的工作中不断实践与总结，来验证、优化如上逻辑。

2. 电信运营月度回顾

2.1. 运营商发展点评

2 月份较为平淡。

联通 3G 用户增长连续 8 个月 after 有所下降（94 万、101 万、104 万、110 万、112 万、128 万、141 万、121 万）。

我们在 2 月份月报中曾经提到过：3 月份是关键的一个月，若能够站到 200 万以上，则全年 3500 万可期；若不能，则后续月份压力非常之大。就目前我们了解的情况，3 月份用户净增少于 200 万。

2 月宽带大幅净增 65.9 万，表现正常，固话流失在较低水平。

移动 2 月 3G 用户净增 191 万户，继续维持较高增速，2G 月净增用户为 565 万，此水平相当之高（考虑到春节休假）。

中国电信手机用户月净增 240 万，差强人意。固话仅流失 86 万户，宽带净增用户 89 万户。

3G 净增用户比例：

移动：联通：电信=45%：29%：26%。

2.2. 月度大事回顾

2.2.1. 中国移动王建宙两会提案：扩大 TD-LTE 全球应用推广

我国具有自主知识产权的 TD-SCDMA 技术作为 3G 国际标准之一，实现了与欧美主导的 3G 技术同台竞争。目前，中国移动建立的 TD-SCDMA 网络已经覆盖至全国各市县，用户总数超过 2000 万户。但是，由于起步较晚，产业基础薄弱，在技术和产品成熟度上仍有一定的差距。

王建宙表示，TD-LTE 是我国主导的新一代移动通信技术，已经入选成为第四代移动通信的国际标准。丹麦、波兰的运营商已经签订 TD-LTE 商用网建设合同，印度多个运营商已经发布 TD-LTE 商用计划，预计 2011 年将有超过 10 个国家和地区开始 TD-LTE 商用部署。

小结：我们并不看好 TD-LTE 在全球的产业链联盟能够有效形成，TD-LTE 较之 TD-SCDMA 在全球会有一定进展，但距离全球主流标准 FDD-LTE 还有相当差距。

2.2.2. 第五次电信分拆报告幕后：引发运营商强烈反弹

2 月 23 日，社科院信息化研究中心抛出一份《第五次电信分拆方案研究》，建议将中国电信、中国联通的互联网数据中心业务（即 IDC）分拆出来整体打包并入广电，与中国有线电视网络公司合并，再加上广电的视频内容业务，共同组建国家广播电视网络集团公司。

这份设想大胆的分拆建议引起了电信运营商的强烈反弹。3 月 3 日，中国电信市场部有关人士告诉本报记者明确表示：“这份报告是广电方面意愿的最佳体现，电信运营商是不会放弃 IDC 业务的控制权。”

小结：IDC 是电信运营商三网融合的最重要一张牌，是互联网的稀缺资源，我们估计广电很难拿走该资源。

2.2.3. 杨骅：TD 手机已接近 iPhone 水平 希冀今年 TD 用户破 7000 万

TD 产业链的成熟带动了用户数的持续增长，截至到 2010 年底，我国在网 TD 用户规模已经突破 2000 万。杨骅认为，“TD 标准的成功，扭转了我国移动通信产业‘大而不强’的尴尬局面。”对于未来，他表示，“希望 2011 年 TD 新增用户能达到 5000 万，TD 用户总数能够突破 7000 万。”

终端问题一直是制约 TD 发展的一大瓶颈，在“十一五”期末，TD 终端种类也更加丰富。杨骅称，截至 2011 年 1 月底，获得工信部入网许可证的各类 TD 终端已达 746 款，其中包括 TD 手机、无线座机、无线上网卡等。

小结：我们认为今年 TD 新增用户 5000 万代表了产业联盟的美好愿望，但从中国移动的实际动作上，似乎并未依此设定目标，而倾注更多的心思在 LTE 上。

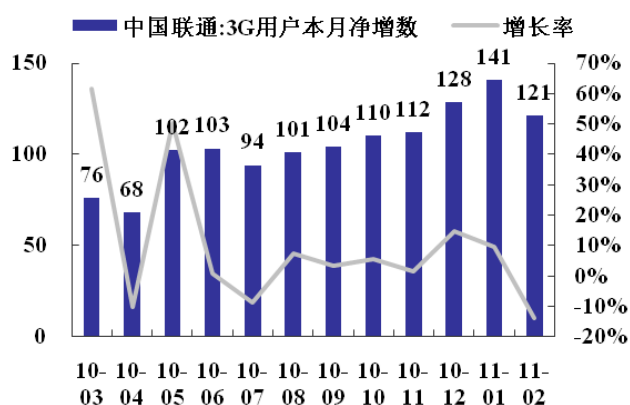
3. 趋势提示

4 月，光缆价格招标（联通）将会公告；

4 月，移动公布终端集采结果。

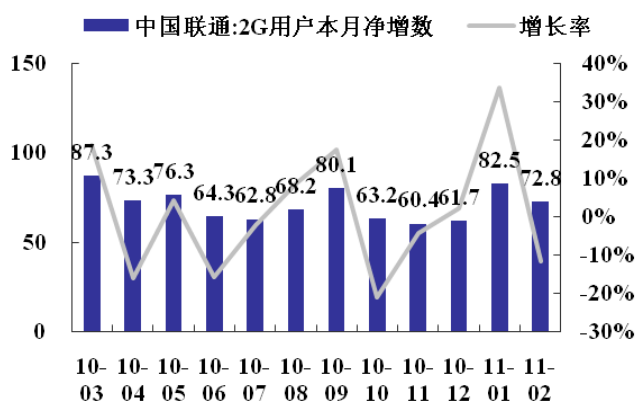
附表：各运营商重点业务发展情况

图 1 季节性波动 2 月 3G 净增用户微幅下滑



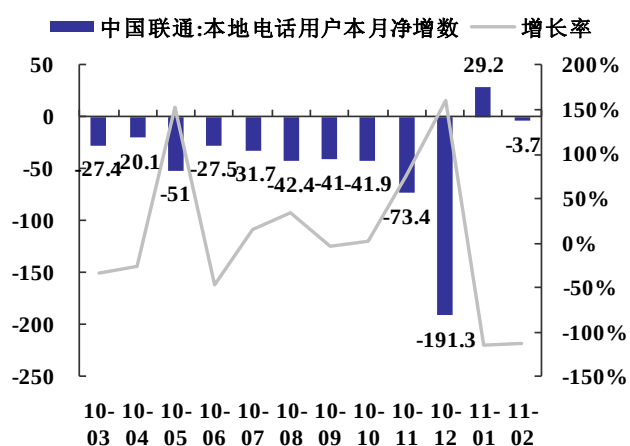
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 2 2G 用户增长平平



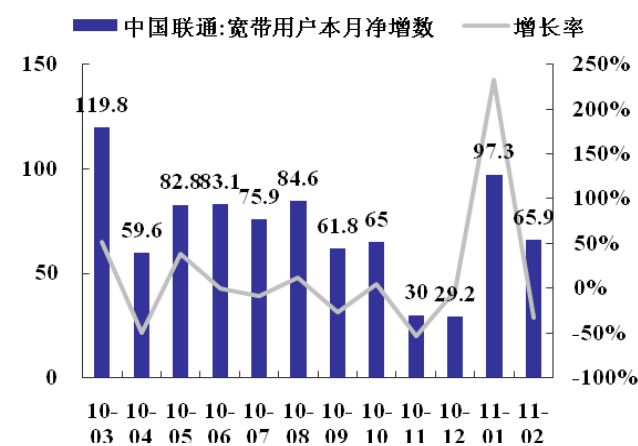
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 3 联通固话流失-3.7 万户



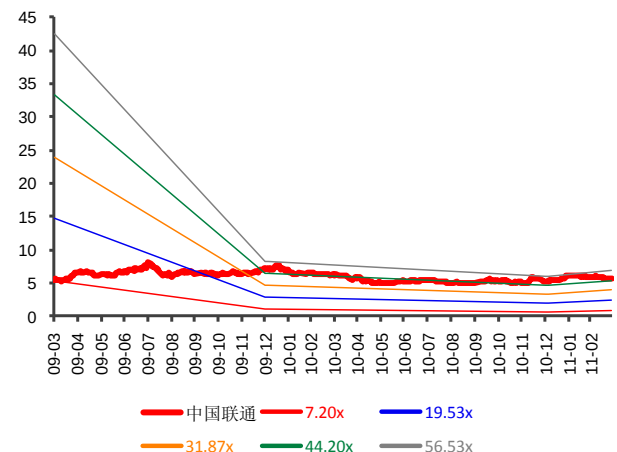
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 4 联通宽带用户月增长 65.9 万，较低水平



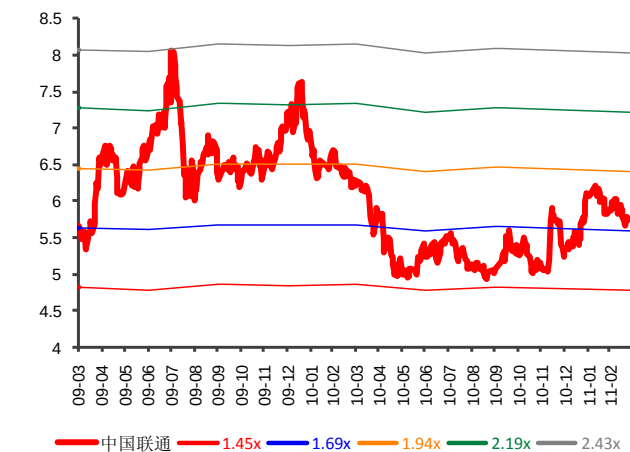
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 5 联通 24 个月 PE band，历史高位



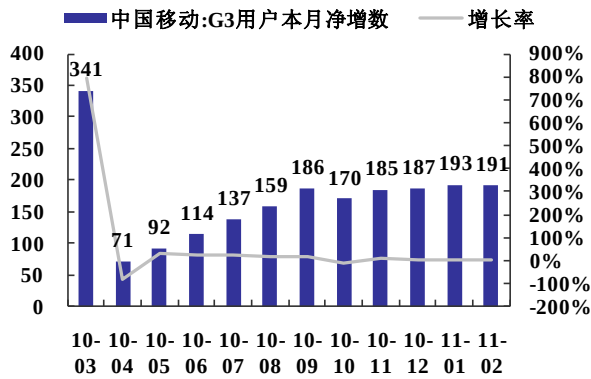
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 6 联通 24 个月 PB band，历史中低位



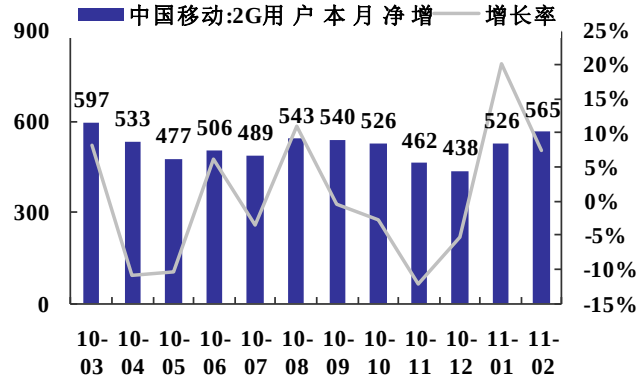
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 7 移动 3G 用户增长 191 万户，维持高增速



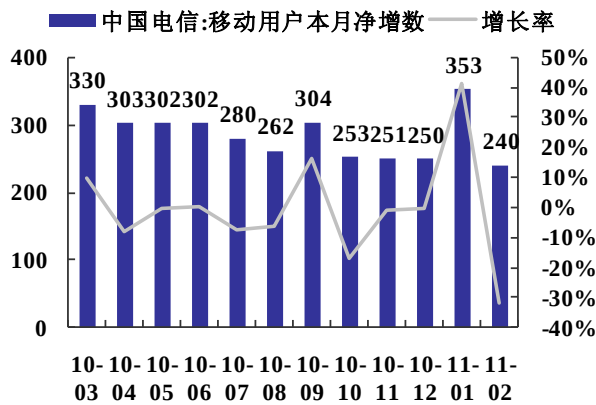
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 8 移动 2G 用户增长 565 万户，中高位水平



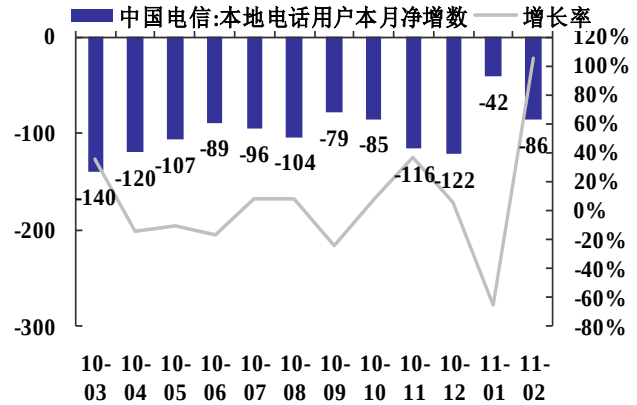
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 9 电信手机用户增长 240 万户，创 12 个月新低



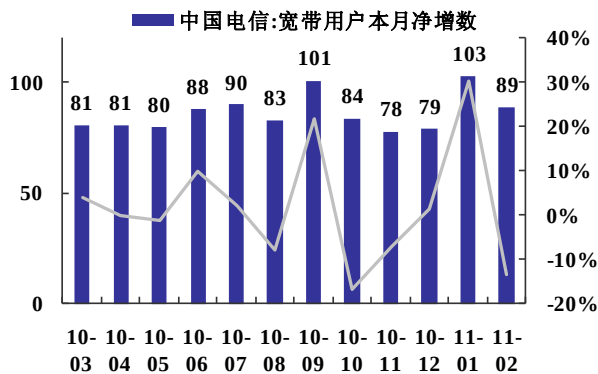
数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 10 电信固话月流失 86 万户，历史中低位



数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

图 11 电信宽带用户增长 89 万，12 个月内中高位



数据来源：运营商月报，安信证券研究中心

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034