

通信运营及通信设备行业

署名人: 王鹏

S0960207090131

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

执业证书编号: S0960111010004

0755-82026841 qining@cjis.cn

王大鹏

CFA Chartered pending

0755-82026819 wangdapeng@cjis.cn

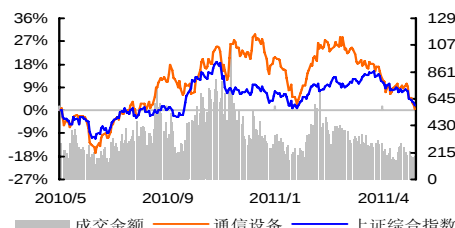
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	35
总市值(亿元)	2248
占A股比例(%)	0.42%
平均市盈率(倍)	69.43

行业表现

(%)	1M	3M	6M
通信设备	-9.54	-19.54	-19.27
上证综合指数	-7.37	-5.86	-5.63



相关报告

《通信行业 2011 年二季度投资策略: 紧跟集采时点, 把握光通信及无线板块布局良》
《中兴通讯-中移动 G 网扩容规模史无前例, 中兴通讯突破在即》2011-3-11

通信行业 2011 年下半年投资策略

看好

鱼与熊掌兼得, 寻找成长中的安全边际

尽管运营商公布的全年CAPEX超预期, 但一季报显示多数通信类公司业绩出现下滑。我们认为价格竞争激烈及通胀、人力成本上升对于成本费用构成的压力是业绩未下滑的主要因素。在当前资本市场情绪偏于谨慎的背景下, 我们认为下半年应侧重配置具有安全边际, 业绩增长有保证的公司。

投资要点

■ **行业基本面: 通信主业指标持续向好, 行业增速重回上升通道。**2011年1-4月, 全国电信主营业务收入累计完成3083.6亿元, 同比增长9.4%。全国移动电话用户累计净增4138.6万户, 突破9亿大关, 达90038.9万户。其中, 3G用户净增2052.1万户, 达到6757.2万户; 全国固定电话用户减少293.3万户, 达29145.0万户。其中无线市话用户减少387.0万户, 达到2476.2万户, 在固话用户中占比从上年底的9.7%下降到8.5%; 宽带接入用户净增958.3万户, 达到13592.0万户。

■ **下半年投资策略: 寻找增长明确, 具有成本控制能力的公司。**通信行业一季报多数表现不佳, 其原因在于下游竞价激烈, 成本费用上涨较快。根据上市公司一季报情况, 我们建议配置如下类公司: (1) 未来空间广阔, 上游议价能力强, 业务发展呈快速提升势头类的公司。典型选择为通信运营商; (2) 凭借技术实力实现市场突破, 全面受益运营商CAPEX提升, 毛利水平保持稳定的通信设备龙头公司; (3) 产品定制化程度高, 行业增长明确, 议价能力相对较强的光通信细分子行业龙头。

■ **重点公司推荐。**我们建议下半年配置四个公司: 1、**中国联通**。公司3G用户上半年快速增长, 市场份额不断提升, 而唯一影响盈利因素的终端补贴下半年将出现拐点, 公司3G网络市场价值仍然低估; 2、**中兴通讯**。公司凭借明显提升的技术实力实现了中移动GSM扩容、马来西亚等重要市场的突破, 我们认为公司全年业绩有望增长23%, 目前估值显著偏低; 3、**日海通讯**。公司产品高度定制化, 毛利水平相对稳定, 产能瓶颈受限打开, 且受益光通信行业高景气度, 业绩具有超预期潜能;

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
600050	中国联通	0.06	0.07	0.22	0.43	93	80	25	13	强烈推荐
000063	中兴通讯	1.14	1.48	2.01	2.55	22	17	13	10	强烈推荐
002313	日海通讯	1.01	1.53	2.03	2.98	41	28	20	14	推荐

正文目录

一、行业基本面回顾及展望	4
1.1 通信运营业：步入新一轮繁荣，弱势运营商崛起	4
1.1.1 主业明显复苏	4
1.1.2 运营商强弱差距明显缩小	5
1.1.3 非对称管制与技术环境决定弱势运营商赶超态势将继续	8
1.2、通信设备业：机遇与挑战并存	8
1.2.1 运营商无线、宽带及传输 CAPEX 增加，无线设备厂商及光通信厂商有望受益	8
1.2.2 成本费用上涨对业绩形成压力	10
二、板块股价表现回顾及下半年投资策略	12
2.1、板块股价表现回顾	12
2.2、下半年投资策略	12
三、重点公司推荐	13
3.1 中国联通：3G 用户快速增长，3G 网络价值低估	13
3.2 中兴通讯：全面受益运营商 CAPEX 增长	14
3.3 日海通讯：行业高景气，业绩高增速	16

图表目录

图 1 2008-2011 年 1-4 月主营业务月增状况一览	4
图 2 2008-2011 年 1-4 月移动用户各月净增情况比较	4
图 3 2008-2011 年 1-4 月宽带用户净增情况一览	5
图 4 2008-2011 年 1-4 月固话用户净增情况一览	5
图 5 三大运营商存量 3G 用户市场份额对比	6
图 6 三大运营商新增 3G 用户市场份额对比	6
图 7 三大运营商对比单月净增 3G 用户对比	6
图 8 中移动、中国联通 ARPU 值对比	6
图 9 中国联通 3G ARPU 与 3G 用户占比变化趋势	6
图 10 中国电信历年 CAPEX	9
图 11 中国电信近年 CAPEX 结构	9
图 12 中国移动历年 CAPEX	9
图 13 中国移动 CAPEX 结构	9
图 14 中国联通历年 CAPEX	10
图 15 中国联通 CAPEX 结构	10
图 16 2011 年 1-4 月通信板块股价走势回顾	12
图 17 中移动 GSM 载频存量份额情况	15
图 18 中兴通讯毛利及营收、利润变化	15
图 19 固网运营商 FTTH 组网图	16
图 20 固网运营商 FTTB 组网图	16
图 21 公司存货呈迅速提升态势	18
图 22 公司预收账款稳定增长	18
表 1 三大 3G 技术体制对比	5
表 2 三大运营商首季度收入增速对比	7

表 3 三大运营商首季度利润增速对比	7
表 4 中国联通成本科目占比变化	7
表 5 三大运营商上市公司 2010-2011 年 CAPEX 一览	8
表 6 三大运营商上市公司 2010-2011 年宽带及传输领域 CAPEX 一览	9
表 7 通信板块主要上市公司一季报业绩分析.....	10
表 8 2011 年下半年主要推荐公司估值水平及驱动因素一览.....	13
表 9 中国联通盈利预测	14
表 10 中兴通讯盈利预测	16
表 11 运营商 FTTB 与 FTTH 建设成本构成比较（蓝色为日海通讯涉及产品领域）	17
表 12 日海通讯盈利预测	18

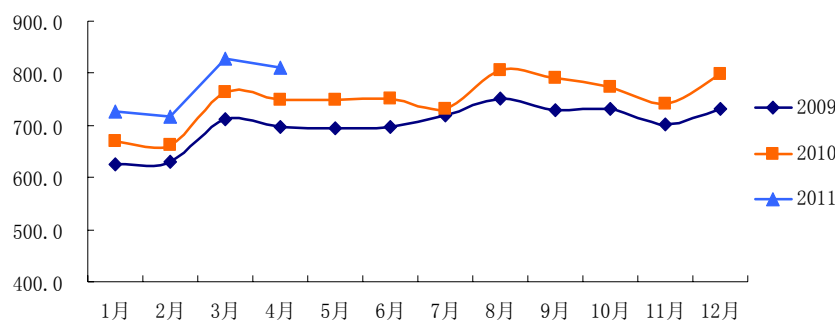
一、行业基本面回顾及展望

1.1 通信运营：步入新一轮繁荣，弱势运营商崛起

1.1.1 主业明显复苏

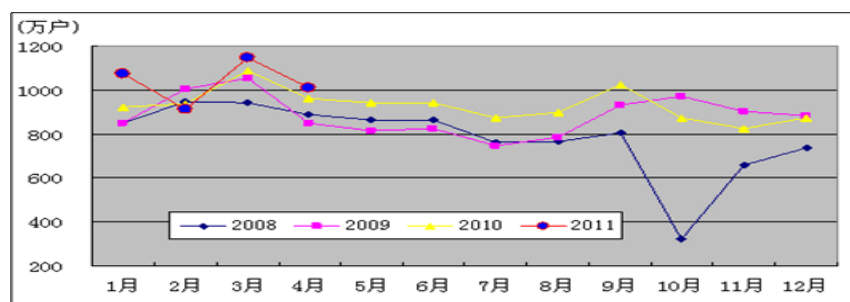
2011年1-4月，全国电信主营业务收入累计完成3083.6亿元，比上年同期增长9.4%，增速呈明显回升势头。各类通信用户增速明显回升：全国移动电话用户累计净增4138.6万户，突破9亿大关，达90038.9万户。其中，3G用户净增2052.1万户，达到6757.2万户；全国固定电话用户减少293.3万户，达到29145.0万户。固定电话用户中，无线市话用户减少387.0万户，达到2476.2万户，在固定电话用户中所占的比重从上年底的9.7%下降到8.5%；宽带接入用户净增958.3万户，达到13592.0万户。总体来看，在网络和宽带网络升级的拉动下，通信市场已进入消费升级通道，无线宽带及有线宽带用户都将进入一个快速增长时期，行业整体将进入新一轮的繁荣周期。

图 1 2008-2011 年 1-4 月主营业务月增状况一览



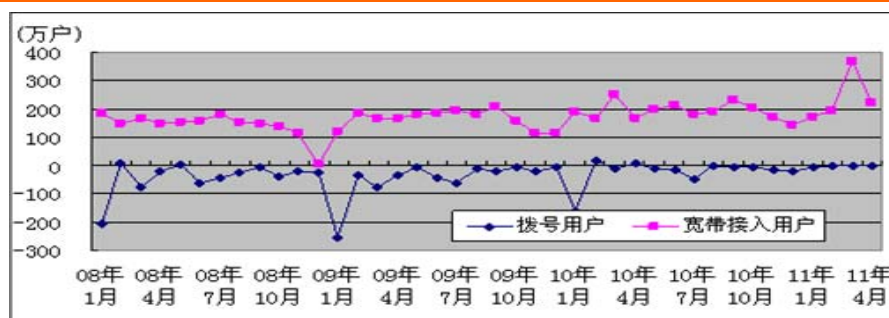
资料来源：工信部

图 2 2008-2011 年 1-4 月移动用户各月净增情况比较



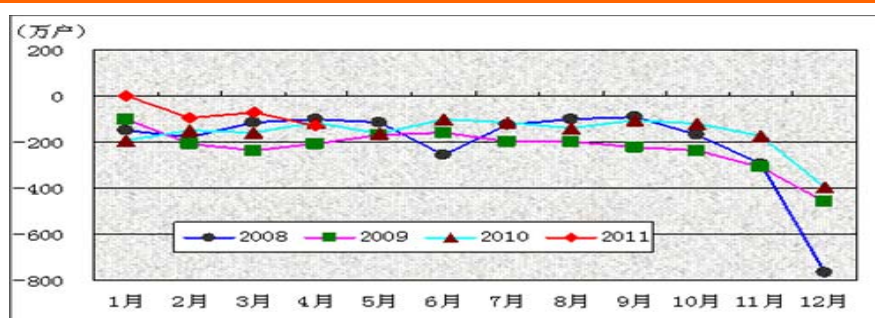
资料来源：工信部

图 3 2008-2011 年 1-4 月宽带用户净增情况一览



资料来源：工信部

图 4 2008-2011 年 1-4 月固话用户净增情况一览



资料来源：工信部

1.1.2 运营商强弱差距明显缩小

出于培育国产标准的需要，中国 3G 市场比计划滞后约 3 年，而 3G 牌照的颁发采取非对称方式：联通获得最成熟的 WCDMA，而电信获得稍弱的 CDMA2000，移动则获得民族标准 TD-SCDMA。从“终端、网络、内容/应用”的框架来比较，TD 产业链在终端和网络速率两环节处于下风。虽然中移动近年大量建设 TD-LTE 试验网，但回顾全球最成熟的 WCDMA 发展历程，从其原型机出厂到全球大面积商用花了近 10 年时间，我们预计 TD-LTE 的成熟至少也需要 3 年时间。因此中移动还将在较长时期内受到技术制约，电信和联通已经具有时间上的先发优势。

表 1 三大 3G 技术体制对比

	中国移动 TD-SCDMA	中国联通 WCDMA	中国电信 CDMA2000
全球手机品种	404 款	3000 款	1000 余款
终端			
主要支持厂商	Samsung、中兴、宇龙	苹果、Nokia、Motorola、中兴、华为	Motorola、Samsung、中兴、华为、宇龙
上网速率（各技术体制最高版本）	HSDPA 版本：下行 2.8M/秒；上行 1.6M/秒	HSPA+版本：下行 28M / 秒；上行 5.8M/秒	Rel.B 版本：下行 9.3M/秒、上行 5.4M/秒
网络			
全球用户	2070 万	5.45 亿	2.53 亿
全球商用网络数量	1 张	711 张	149 张
业务/应用	手机支付、手机阅读、手机电视、手机邮箱等	手机支付、手机阅读、手机电视、手机邮箱等	手机支付、手机阅读、手机电视、手机邮箱等

资料来源：中投证券研究所

从 2010 年（3G 运营元年）以来的实际运营情况看，我们发现联通、电信在 3G 市场上已经对移动形成了强有力挑战。体现在 3 个方面：

首先，从用户市场份额角度看，网络资源禀赋在运营效果方面的差异已经显现，无论在新增还是存量用户市场中，三家运营商市场份额差距明显缩小，增速差距也不断缩小，中移动单月净增用户相比 2010 年已经出现下降；其次，从 ARPU 值角度比较看，中移动移动业务综合 ARPU 值呈显著趋降，而中国联通移动业务 ARPU 值则明显上升，高 ARPU 值的 3G 用户占比快速提高，对营收的拉动作用已经充分显现；最后，从收入增速上看，中移动已明显落后，联通、电信崛起势头已经显现。

图 5 三大运营商存量 3G 用户市场份额对比

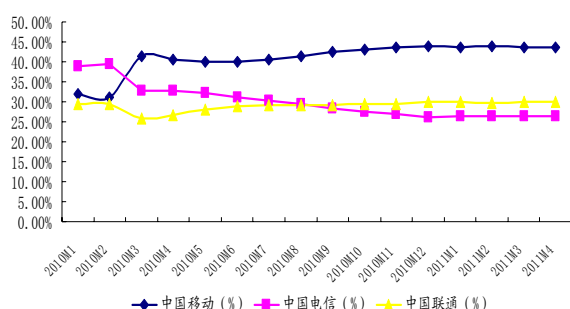
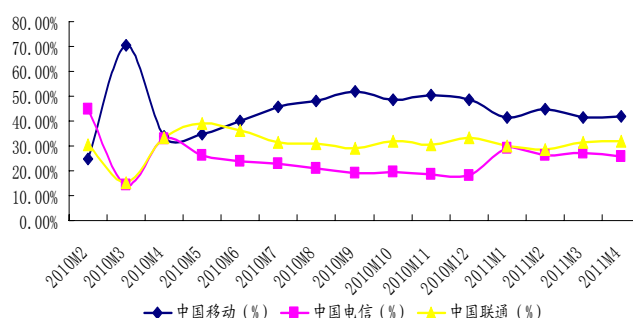
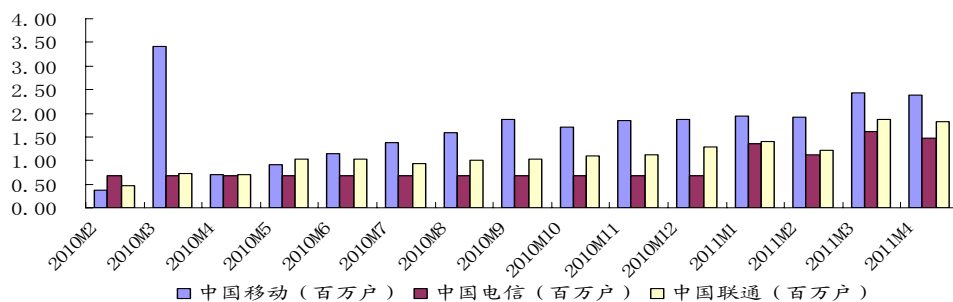


图 6 三大运营商新增 3G 用户市场份额对比



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

图 7 三大运营商对比单月净增 3G 用户对比



资料来源：上市公司公告

图 8 中移动、中联通 ARPU 值对比

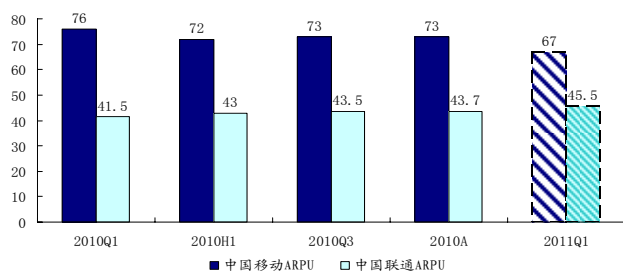
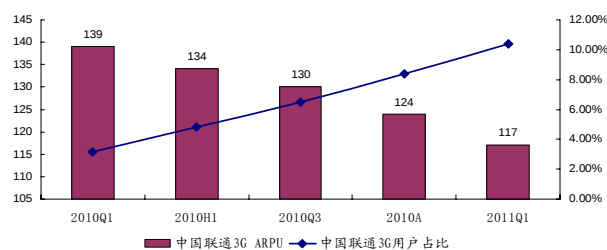


图 9 中国联通 3G ARPU 与 3G 用户占比变化趋势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 三大运营商首季度收入增速对比

收入	2010Q1	2011Q1
中移动(亿元)	1091.14	1181.7
YOY		8.30%
中电信(亿元)	527.17	586.74
YOY		11.30%
中国联通(亿元)	415.45	505.29
YOY		21.62%

资料来源：公司公告

表 3 三大运营商首季度利润增速对比

净利润	2010Q1	2011Q1
中移动(亿元)	252	254.8
YOY		1.11%
中电信(亿元)	42.72	46.81
YOY		9.57%
中国联通(亿元)	10.97	1.46
YOY		-86.69%

资料来源：公司公告

尽管从利润的角度来看，联通一季报出现利润明显下滑，与其它两家运营商对比明显。但我们认为这种利润下滑不可持续，理由是：

(1) 除终端补贴一项外，其它各项成本费用增速低于收入增速，规模效应已经显现。从联通的成本费用结构来看，一季度各主要成本费用项目中，除终端补贴一项以外，增速均低于收入增速，占收入比重呈明显下降势头。

表 4 中国联通成本科目占比变化

	2010Q1	2011Q1
折旧占比	31.87%	28.04%
网络运营及支撑成本占比	15.00%	13.57%
销售费用占比	13.70%	13.47%
终端补贴占比	0.24%	3.77%

资料来源：中投证券研究所

(2) 随着存量用户增加与中低端市场扩展，单用户终端补贴有望持续下降。首先，终端补贴面向的是新增用户，当新增用户转化为存量用户之后，后期贡献收入全部转化为利润，能够弥补新增量带来的终端成本。其次，从长期看，3G 市场未来发展的趋势在于中低端用户，而高端用户的单机补贴显著高于中低端用户，因此随着市场的不断拓展，终端补贴占收入比重有望下降。

1.1.2 非对称管制与技术环境决定弱势运营商赶超态势将继续

我们认为牌照资源的分配已经显示政府在电信运营市场上的非对称管制意愿。从技术角度看，虽然中移动近年大量建设 TD-LTE 试验网，但回顾全球最成熟的 WCDMA 发展历程，从其原型机出厂到全球大面积商用花了近 10 年时间，我们估计 TD-LTE 的成熟至少也需要 3 年时间。因此我们估计中移动还将在较长时期内受到技术制约，电信和联通已经具有时间上的先发优势。而纵观国际市场，弱势运营商凭借时间上的先发优势改写 3G 市场格局已有先例，中国将有望复制这一进程。

1.2、通信设备业：机遇与挑战并存

1.2.1 运营商无线、宽带及传输 CAPEX 增加，无线设备厂商及光通信厂商有望受益

根据三大运营商年报中披露的情况，2011 年总体 CAPEX 比 2010 年增长约 8%，超出市场预期，将主要集中在 2 个方面：

(1) **无线领域**：从三家情况看，只有中国电信宣布将无线开支从 270 亿调减至 230 亿元。而中移动将基础网投资上调 28% 至 700 亿；中联通将 3G 开支上调 24% 至 194.7 亿元。总体看运营商在无线开支领域 CAPEX 比 2010 年增长约 15.5%，达到 1124.7 亿元。

(2) **宽带及传输领域**：虽然联通调减宽带资本开支约 16% 至 187.5 亿元，但其传输投资由 169 亿增长 15% 到 195 亿元，而中电信宽带投资额从 275 亿上调 43% 至 395 亿元，中移动此前又宣布由集团公司追加 150 亿元给铁通进入宽带领域，因而合并来看，运营商在宽带及传输领域的总投资比 2011 年仍有增加。

表 5 三大运营商上市公司 2010-2011 年 CAPEX 一览

	2010	2011
中国电信（亿元）	430.37	500
中国移动（亿元）	1243	1324
中国联通（亿元）	702	738
合计（亿元）	2375.37	2562
YOY		7.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 三大运营商上市公司 2010-2011 年宽带及传输领域 CAPEX 一览

	2010	2011
中国电信 (亿元)	275	395
中国移动 (亿元)	286	346
中国联通 (亿元)	394	382
合计 (亿元)	955	1123
YOY		17.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 中国电信历年 CAPEX

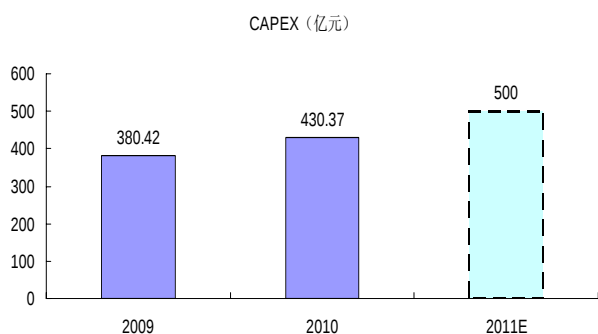
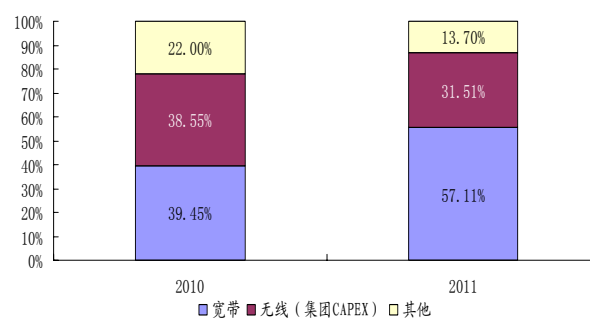


图 11 中国电信近年 CAPEX 结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 中国移动历年 CAPEX

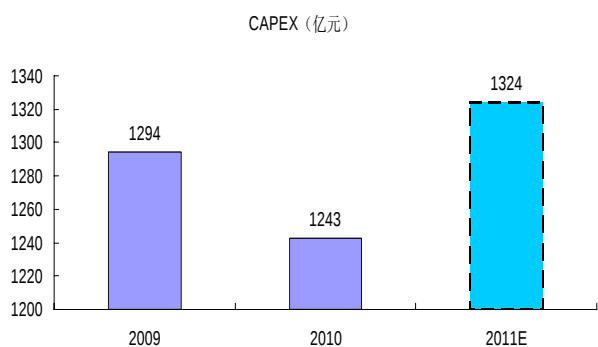
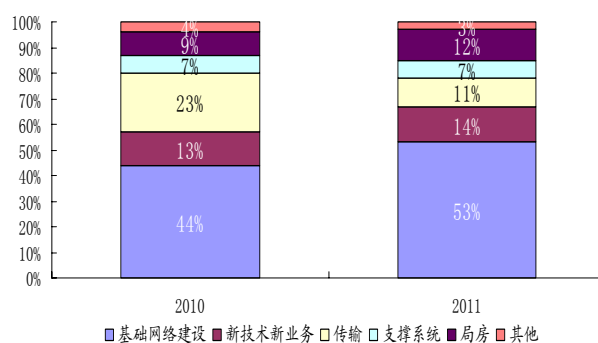


图 13 中国移动 CAPEX 结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 中国联通历年 CAPEX

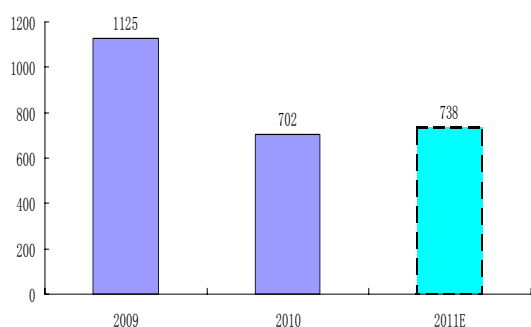
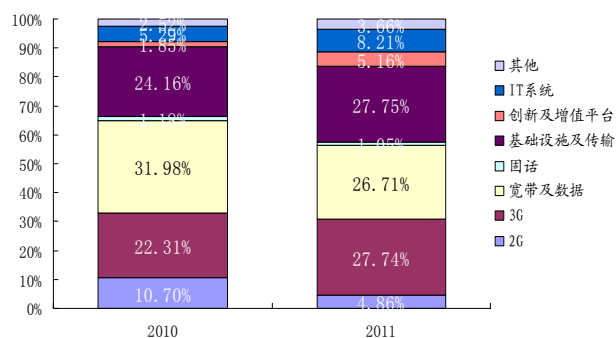


图 15 中国联通 CAPEX 结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

运营商用于无线领域的 CAPEX 追加主要用于无线网络覆盖、室内优化等环节，而宽带领域 CAPEX 的追加主要用于靠近用户侧的接入网建设，因此从行业机会上看，我们认为无线设备子行业、光通信行业中与接入网相关的配线架、通信线缆等子行业存在受益机会。

1.2.2 成本费用上涨对业绩形成压力

当前市场对于通信板块一季报业绩十分疑惑，全年运营商公告的资本开支比去年上涨，但多数从事设备制造类的上市公司一季报业绩出现下滑。为回答这一问题，我们对上市公司一季报业绩进行了分析。（如下表所示）

从下表来看，我们发现大部分上市公司收入增速尚可，业绩下滑主要源于毛利率及费用率的明显上涨。由于通信板块多数上市公司属于以运营商为下游客户的制造类企业，我们认为毛利及费用率上涨主要源于如下因素：

1、运营商设备集采价格显著趋降。从近两年的情况看，运营商处于 3G、宽带业务拉动的新一轮增长周期，客观上具有较大的投资需求。但从其成本结构而言，固定成本占绝对比重，因此对于网络建设成本具有比较苛刻的要求，必然将其压力传导给上游设备制造企业。而从上游设备制造业而言，前期以价格优势圈占市场份额，后期依靠网络扩容和维护提升盈利是其必然选择。因此，运营商设备集采价格呈现显著下降趋势。

2、通胀带来成本控制难题。通信设备制造类行业与运营商成本结构相反，多数是固定成本比重偏低，而可变成本（尤其是原材料成本）偏高的公司。而从上半年情况看，有色金属、化工原材料成本呈现显著上升势头，同时人力成本也显著上升，因此给企业带来巨大的成本控制压力。

表 7 通信板块主要上市公司一季报业绩分析

证券简称	2011 Q1 收入 同比增速	2011 Q1 净利润 同比增速	2011 Q1 毛利率	2010 年 Q1 毛利率	2011 Q1 期间费用率	2010 Q1 期间费用率
华星创业	121.54%	19.62%	39.27%	43.62%	20.05%	17.77%
大富科技	111.32%	166.39%	40.89%	0.00%	12.00%	0.00%
高鸿股份	96.88%	39.50%	5.18%	10.71%	5.54%	12.26%

奥维通信	88.87%	140.54%	22.08%	24.24%	19.54%	22.47%
梅泰诺	87.09%	46.71%	18.31%	24.60%	14.95%	13.29%
长江通信	65.84%	-10.97%	22.91%	19.99%	24.15%	22.43%
大唐电信	53.20%	-46.99%	12.60%	17.58%	15.24%	18.67%
拓维信息	48.04%	20.57%	58.76%	61.72%	30.32%	26.33%
天源迪科	46.74%	15.06%	58.71%	54.68%	49.19%	41.59%
日海通讯	41.05%	48.25%	31.62%	31.37%	21.68%	23.16%
上海普天	37.73%	23.70%	5.01%	10.21%	10.17%	15.15%
恒宝股份	36.29%	12.63%	34.63%	36.22%	21.97%	19.56%
高新兴	24.76%	752.38%	35.45%	0.00%	30.05%	0.00%
中创信测	24.64%	17.73%	63.88%	54.15%	56.78%	55.75%
新海宜	23.94%	-20.24%	30.06%	37.06%	17.06%	15.10%
神州泰岳	22.85%	29.18%	71.56%	78.07%	40.61%	38.17%
世纪鼎利	22.24%	5.16%	62.44%	67.78%	21.53%	17.13%
海格通信	22.22%	-30.68%	40.61%	0.00%	34.68%	0.00%
中国联通	21.30%	-87.58%	27.52%	31.62%	22.75%	23.75%
通鼎光电	19.21%	17.07%	25.78%	0.00%	8.76%	0.00%
国脉科技	16.64%	42.77%	53.45%	49.58%	20.90%	22.90%
亨通光电	16.00%	-27.57%	19.00%	20.00%	14.49%	15.44%
三维通信	15.74%	12.57%	36.06%	35.02%	21.63%	23.17%
中兴通讯	13.80%	16.08%	34.23%	33.37%	17.83%	21.37%
信维通信	13.11%	38.85%	64.86%	0.00%	18.75%	0.00%
华胜天成	13.00%	4.48%	19.13%	18.06%	12.70%	11.56%
东信和平	12.90%	-13.76%	26.03%	27.34%	19.96%	18.77%
中天科技	11.23%	-21.54%	20.03%	25.71%	10.02%	11.63%
烽火通信	9.22%	-12.88%	25.10%	25.92%	23.83%	21.19%
北纬通信	4.98%	-63.28%	44.81%	42.70%	37.39%	23.41%
盛路通信	4.79%	61.03%	24.17%	0.00%	15.40%	0.00%
二六三	2.76%	20.31%	58.33%	0.00%	26.52%	0.00%
武汉凡谷	-0.19%	-11.37%	38.54%	31.87%	11.73%	4.11%
星网锐捷	-0.40%	-205.91%	34.35%	33.88%	45.06%	32.84%
法尔胜	-5.60%	-17.33%	13.78%	14.92%	13.33%	11.95%
光迅科技	-7.47%	-15.80%	25.40%	25.44%	14.24%	13.09%
动力源	-7.54%	-158.52%	31.69%	36.92%	33.69%	34.40%
三元达	-9.51%	-17.02%	39.93%	36.24%	33.71%	26.38%
亿阳信通	-12.72%	-32.48%	68.35%	60.87%	58.79%	49.09%
永鼎股份	-14.88%	-23.94%	9.90%	24.00%	6.56%	7.44%
恒信移动	-25.57%	-47.55%	36.27%	25.83%	32.60%	20.96%
东方通信	-29.68%	84.11%	19.41%	14.64%	17.95%	11.92%
中卫国脉	-52.46%	64.36%	16.44%	4.79%	20.57%	11.51%

资料来源: WIND、中投证券研究所

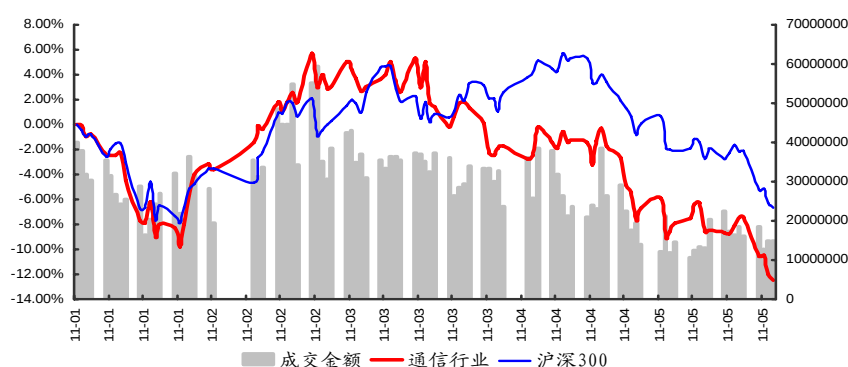
从以上分析来看，我们认为在当前宏观通胀的环境下，通信设备行业虽然受益于运营商资本开支增长，但在上游面临成本压力，下游环节面临价格压力，这一现象在一季报当中已经有所反映。因此，我们不认为运营商 CAPEX 追加对于所有设备厂商都构成利好，我们主张根据每个公司的成本结构和当前估值情况，结合业绩增长或修复的可能性进行投资判断。

二、板块股价表现回顾及下半年投资策略

2.1、板块股价表现回顾

上半年通信板块呈现先扬后抑走势。一季度随着市场对于运营商全年资本开支超预期的强化，以中兴通讯为龙头的板块崛起，行业指数略微跑赢大盘。二季度，由于上市公司公布的一季报普遍未达预期，业绩出现下滑，板块出现大幅回落，跑输大盘约 8 个百分点。

图 16 2011 年 1-4 月通信板块股价走势回顾



资料来源：WIND，中投证券研究所

2.2、下半年投资策略

根据前文对行业基本面的分析，我们认为下半年应重点配置如下品种：

（1）配置未来空间广阔，业务发展确定，上游议价能力强，规模效应逐渐提升的投资品种。此类投资品种典型的选择是通信运营商。从用户数增速来看，我国 3G 用户呈现快速发展势头，而通信主营收入增速也明显提升，而网络运营巨大的规模效应也使其单位成本具有显著的下降区间。

（2）配置增长确定，产品定制化程度高，对于下游具有相对议价能力，盈利能力保持稳健的投资品种。虽然集采程度提高使得多数设备制造类企业面临竞价压力，但仍有一些产品定制化程度较高的通信设备制造类企业不参与集采，因此能够保持相对议价能力。此类企业能够保持相对稳健的盈利能力，并且其一季报业绩已经体现出来。

(3) 制造类企业龙头，市场份额获得重要突破，业务领域全面受益资本开支提升，成本控制能力相对较强的公司。我们认为通信制造类企业的龙头公司以其显著的生产规模效应因而对于通胀具有一定程度的“免疫”能力。而从下游来看，龙头公司因产品序列全，因而能够不受运营商资本开支结构性调整的影响，可以全面分享 CAPEX 上升带来的好处。此外，国内龙头企业还凭借其优异的技术实力，在国内外市场取得重要突破，市场份额持续提升。

三、重点公司推荐

表 8 2011 下半年主要推荐公司估值水平及驱动因素一览

名称	2011 EPS	2011PE	2011 年业绩 增速预测	驱动因素	风险提示
中国联通	0.07 元	73	16%	3G 用户加速成长，盈利拐点呈现	电信提前拿到 IPHONE 经营权，网络质量不能及时好转
中兴通讯	1.40 元	19	23%	运营商资本开支超预期，技术实力提升全球市场份额	海外市场开拓受政治因素影响
日海通信	1.48 元	27	45%	行业景气度高	武汉基地运作未达预期
通信平均 PE				21	
A 股平均 PE				41	

资料来源：WIND，中投证券研究所

3.1 中国联通：3G 用户快速增长，3G 网络价值低估

■ 3G 用户保持快速增长，市场份额不断提升。从前 4 个月 3G 用户增速表现来看，公司在三大运营商中表现突出，新增及存量市场份额都呈持续增长态势，全年有望达到 2500 万户左右。从市场份额表现来看，新增和存量市场份额显示，三大运营商的差距日渐缩小，考虑到中移动 3G 统计用户中实际上有相当部分使用 2G 网络，而中电信 3G 用户增量一直长期低于联通，我们认为联通在 3G 市场中已经开始占据优势。

■ 中低端市场快速拓展降低每用户补贴成本，终端补贴长期不影响盈利改善。4 月起取消 IPHONE 286 元零元购机套餐后，市场曾担忧月用户数下滑，事实证明用户增量保持在 3 月的高起点位置。办理 286 零元购机套餐的用户比重占办理 IPHONE 套餐用户比重的 6-7 成，此次取消后，公司将一方面大力拓展中低端用户市场，单用户补贴额将显著降低；另一方面，零元购机门槛提高将使得补贴占比较高的 286 元套餐退出市场（零元购机从 386 起），有效降低补贴压力。只要在中低端市场快速拓展的情况下能保持用户数继续快速增长，我们认为补贴额对于业绩的压力将有效稀释。此外，从公司一季报来看，除手机补贴一项大幅增长外，其他成本费用增速均低于收入增速，占比有所降低，因此总体上看，公司盈利好转的趋势已经显现。

■ **3G 网络价值低估，估值仍有吸引力。**我们结合公司市值与中移动、中国电信港股市值对公司 3G 网络价值进行反推。首先根据联通 2G 用户数、ARPU 值与中移动的对应指标的比例关系，在中移动市值的基础上进行调整，反推得到联通 3G 网络市值；再根据中国电信港股市值按同样方法反推得到联通固网加宽带价值。最后，在中联通 H 股总市值的基础上再减去反推得到的 2G 网络价值和固网加宽带价值，发现公司当前 3G 网络价值约为 522 亿，仅为中移动市值 1/25，约对应于一张 1730 万 3G 用户网络带来的价值。而按照公司当前发展速度，今年底时 3G 用户就能达到 4000 万户，新用户贡献市值约 1200 亿港元左右，在当前市值的基础上还有约 30% 的上涨空间。当前公司 A-H 股已经几乎没有溢价，具有明显的投资空间。

表 9 中国联通盈利预测

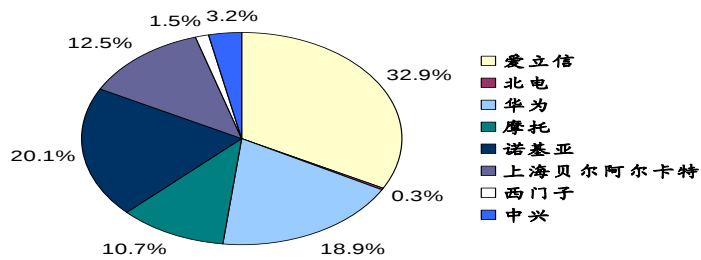
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176168	193503	240030	295464
同比 (%)	11%	10%	24%	23%
归属母公司净利润(百)	1228	1430	4766	9192
同比 (%)	-61%	17%	233%	93%
毛利率 (%)	29.8%	31.1%	34.7%	37.1%
ROE (%)	1.7%	2.0%	6.3%	11.0%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.22	0.43
P/E	100.66	86.40	25.93	13.44
P/B	1.74	1.72	1.63	1.48
EV/EBITDA	5	4	3	2

资料来源：中投证券研究所

3.2 中兴通讯：全面受益运营商 CAPEX 增长

■ **中移动 GSM 大举扩容，公司获得史无前例份额突破。**中移动 2011 年 GSM 网络大举扩容，新增近 200 万载频，我们认为中兴将获得其中接近 20% 份额，而公司在中移动存量载频份额中仅 3%。回顾 2009 年，中兴拿下联通首轮 WCDMA 建设份额的 21.5%，大幅超出市场预期，两次市场份额的巨大突破显示公司显示公司技术实力的显著增强，以及整网交付能力的快速提升。

图 17 中移动 GSM 载频存量份额情况

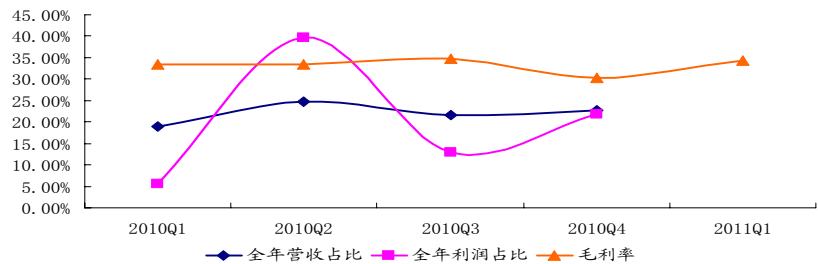


资料来源：中投证券研究所

■ **起诉事件频发显示公司实力提升，全球市场份额有望继续提升。**虽然近期公司遭到爱立信、华为在专利方面的控告，但我们认为此事件恰恰反映出公司整体实力的提升。公司近期在马来西亚获得 4 亿美元 2G/3G/4G 统一无线网络大单，而马来西亚又属于爱立信、华为的传统势力范围，因此我们起诉事件实际源于爱立信与华为的竞争性需要。近期事件实际上反映出公司在全球市场份额的不断提升。

■ **一季度业绩略显平淡，但毛利率保持稳定，全年业绩仍有望符合预期。**公司一季度收入及利润增速不快，但毛利率保持稳定，在同行业当中较为少见，且从历史来看全年来看一季度业绩仅占全年很小比重，考虑到运营商投资计划需要时间来实施，全年业绩仍有望符合预期。

图 18 中兴通讯毛利及营收、利润变化



资料来源：中投证券研究所

表 10 中兴通讯盈利预测

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	70264	87750	112064	137005
同比(%)	17%	25%	28%	22%
归属母公司净利润(百)	3250	4008	5337	6786
同比(%)	32%	23%	33%	27%
毛利率(%)	32.6%	32.8%	33.0%	33.2%
ROE(%)	14.1%	14.7%	16.4%	17.2%
每股收益(元)	1.13	1.40	1.86	2.37
P/E	22.98	18.63	13.99	11.01
P/B	3.16	2.68	2.24	1.85
EV/EBITDA	15	13	10	7

资料来源: 中投证券研究所

3.3 日海通讯: 行业高景气, 业绩高增速

■ 运营商 FTTB 整体推进到 FTTH, 公司受益明显。年初中国电信公布 3000 万 FTTH 用户发展计划, 标志着运营商 FTTX 建设从 FTTB (光纤到楼) 整体推进到 FTTH (光纤到户)。与 FTTB 相比, FTTH 将光纤延伸到用户侧, 其建设模式决定运营商在 ODF 架、配线箱、分路器等方面比 FTTB 具有更加大量的需求, 因此公司所涉及产品领域是整个光通信领域中最为确定的受益板块。

图 19 运营商 FTTH 组网图

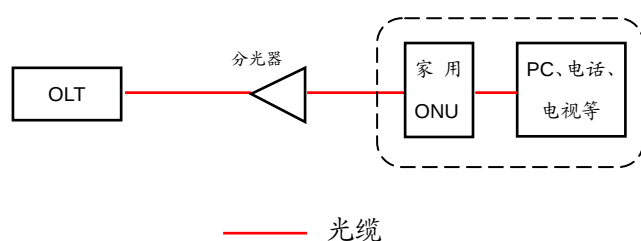
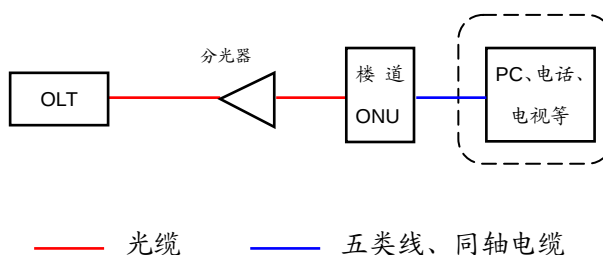


图 20 运营商 FTTB 组网图



资料来源: 中投证券研究所

表 11 运营商 FTTB 与 FTTH 建设成本构成比较（蓝色为日海通讯涉及产品领域）

单位：万元		FTTB+LAN+IAD	FTTH (分光比 1:32)	FTTH (分光比 1:64)
局端设备	OLT	22.1	87.8	43.9
	MDU	206.5	0.0	0.0
主干段 (不含工程)	ODF	0.2	1.0	0.5
	馈线段光纤	10.4	41.3	20.6
	交接箱 (FDT)	0.7	2.6	1.3
	接头盒	8.8	8.8	8.8
驻地网 (不含工程)	配线段光纤	16.6	8.3	8.3
	小区 ODF	2.0	1.0	0.5
	分纤盒 (FAT)	0.0	84.5	84.5
	分光器	6.6	33.0	38.0
楼内工程	垂直光缆	0.0	11.5	11.5
	水平光缆	0.0	126.7	126.7
	快速接头	0.0	73.9	73.9
	跳线	0.0	42.2	42.2
	终端盒	0.0	63.4	63.4
	网络箱	132.0	0.0	0.0
	入户铜缆	161.1	0.0	0.0
	接地	99.0	0.0	0.0
	外电引入	118.8	0.0	0.0
	楼内布线工程人工费	146.6	137.7	137.7
总成本 (万)		931.4	723.7	661.8
每用户建设成本 (元)		882.0	685.3	626.7
终端 (SFU) 成本 (元)		0.0	500.0	500.0

资料来源：中投证券研究所¹

■ **行业景气度高，一季报一枝独秀。**在通信行业一季报表现普遍不佳情况下，公司一季报仍然保持了毛利与往年持平且稳健增长：收入增长 41%，利润增长 48%，毛利率稳定在 31% 左右。收入增长源于 FTTX 建设导致对于 ODF、机柜等产品的旺盛需求，而毛利率稳定则源于公司进入高毛利率的定制化产品领域，以及产能大规模扩张所带来的规模效应。而从一季报存货及预收账款情况来看，环比数据显示相关指标呈稳定增长态势。从全年来看，我们认为在 FTTX 建设保持高度景气的前提下，行业需求将持续旺盛，而公司业绩也将保持稳定增长。

¹ 表中成本核算假定的小区模型是：12 层建筑，每栋楼 2 个单元，一梯 2 户，每小区 11 栋楼，假定覆盖 20 个小区，用户数 10560 户。

图 21 公司存货呈迅速提升态势

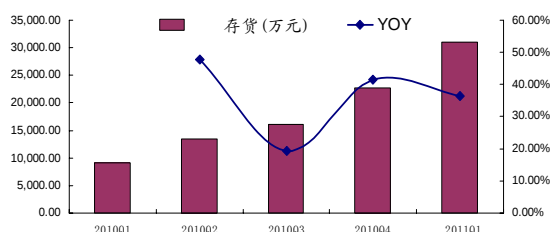
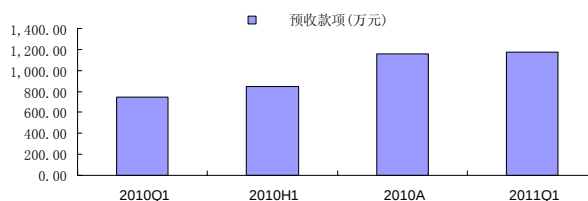


图 22 公司预收账款稳定增长



资料来源：中投证券研究所

■ **产能瓶颈打开，新业务提供想象空间。**公司武汉基地将于 2012 达产，替代深圳基地作为国内产品生产基地，而深圳生产基地产能将用于开拓国外市场，而国外市场产品毛利率相对较高。公司与加拿大 ENABLANCE 公司合资成立日海易能，生产光器件及 PLC 芯片，产业链得到扩充，预计今年有可能将实现量产。公司扩展基站工程、FTTX 类工程施工及代维业务，目前正在广西实现试点，远期目标是每省工程收入规模 5000 万左右，全国达到 16 亿左右，2011 年有可能并购具有系统集成资质的公司，实现快速拓展。

表 12 日海通讯盈利预测

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	902	1485	2135	3076
收入同比 (%)	32%	65%	39%	44%
归属母公司净利润	101	153	203	298
净利润同比 (%)	39%	52%	33%	47%
毛利率 (%)	31.4%	29.4%	29.0%	28.6%
ROE (%)	10.9%	14.6%	16.4%	20.2%
每股收益 (元)	1.01	1.53	2.03	2.98
P/E	47.73	31.38	24.43	16.62
P/B	5.19	4.58	4.01	3.36
EV/EBITDA	36	25	19	14

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年移动运营商工作经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434