

通信及通信设备行业

行业研究报告

评级：中性 下调

毛利率拐点将让冬天延续
——2011 年下半年通信行业投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
华星创业 (300025)	买入
中天科技 (600522)	买入
中兴通讯 (000063)	买入
亨通光电 (600487)	买入
通鼎光电 (002491)	增持
烽火通信 (600498)	增持

投资要点:

通信板块上半年大幅下跌，估值依然偏高。受到今年 1 季度业绩低于预期的影响，今年上半年，申万通信设备指数下跌 17.86%，同期上证指数下跌 2.20%。目前通信设备行业整体 PE 水平为 31 倍，处于历史较低水平。但是相对于上证指数整体 14 倍的 PE，通信设备行业 PE 估值是上证指数的 2.18 倍，相对估值依然处于历史较高水平。

毛利率拐点到来。今年 1 季度通信设备行业整体毛利率为 29.44%，同比下降 0.67%，结束了 07 年以来毛利率上升的趋势，出现了明显的拐点。受行业内的大量扩产和运营商集中采购的影响，我们认为今后两年毛利率将维持下降趋势。

全年营业收入将增长 18%左右。通信设备行业营业收入主要受电信固定资产投资和通信设备出口的影响，根据今年运营商投资预算，全年电信固定资产投资预计将增长 8%，出口增长 40%，预计全年通信设备行业营业收入将增长 18%左右。

投资策略：由于通信行业整体毛利率拐点到来，同时整体相对于上证指数的估值偏高，我们对行业总体保持谨慎态度，评级下调至“中性”。我们建议下半年重点关注估值合理，营业收入增长明确，毛利率下降不明显的上市公司。重点推荐华星创业、中天科技、中兴通讯、亨通光电、通鼎光电。

通信行业研究小组

证书编号 S0120209080060

联系人

夏根大

8621-68761616-8502

xiagd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

目 录

一、 通信板块前期市场表现回顾	3
二、 毛利率拐点到来	4
三、 下半年营业收入将稳步增长	6
3.1 通信设备行业营业收入影响因素	6
3.2 下半年营业收入增速将提高	8
四、 投资策略和重点关注公司	9
4.1 华星创业（300025）	9
4.2 中天科技（600522）	10
4.3 亨通光电（600487）	11
4.4 通鼎光电（002491）	13

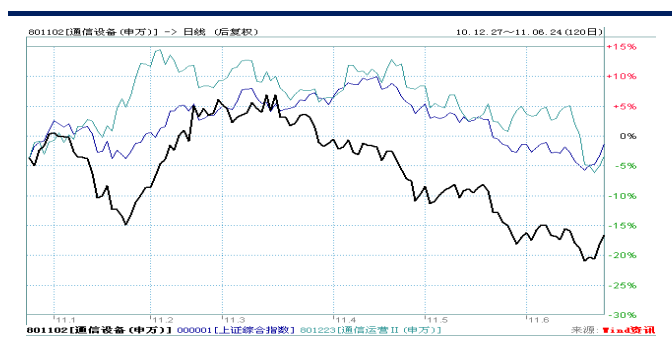
图表目录

图 1：通信行业最近半年市场表现	3
图 2：每年一季度通信设备行业净利润同比增长率	3
图 3：通信设备行业 PE 处于历史较低水平	3
图 4：通信设备行业相对大盘溢价水平较高	3
图 5：通信设备行业毛利率拐点出现	4
图 6：3 家光纤上市公司光纤产能扩张迅速（万芯公里）	5
图 7：电信固定资产投资额变化情况	7
图 8：2010 年通信设备行业上市公司国外销售收入占比上升	7
图 9：电信固定资产投资额变化情况	8

一、通信板块前期市场表现回顾

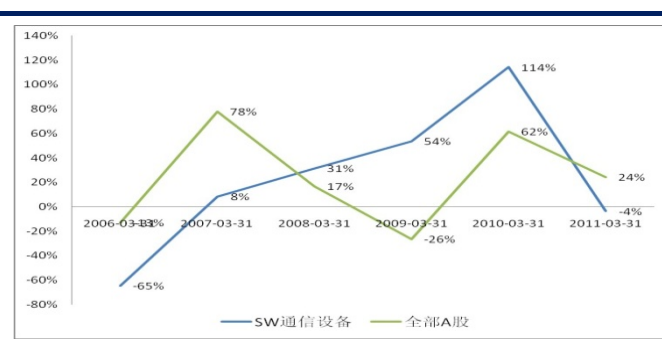
通信设备行业今年 1 季度净利润同比下降 4%，业绩表现明显低于市场预期。低迷的业绩导致通信行业上半年大幅下跌，申万通信设备指数下跌 17.86%，同期上证指数下跌 2.20%。

图 1：通信行业最近半年市场表现



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 2：每年一季度通信设备行业净利润同比增长率



资料来源：wind，德邦证券研究所

经过上半年的大幅下跌，目前通信设备行业整体 PE（TTM，剔除负值）水平为 31 倍，处于历史较低水平。但是相对于上证指数整体 14 倍的 PE，通信设备行业 PE 估值是上证指数的 2.18 倍，处于历史较高水平，估值压力依然较大。

图 3：通信设备行业 PE 处于历史较低水平



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 4：通信设备行业相对大盘溢价水平较高

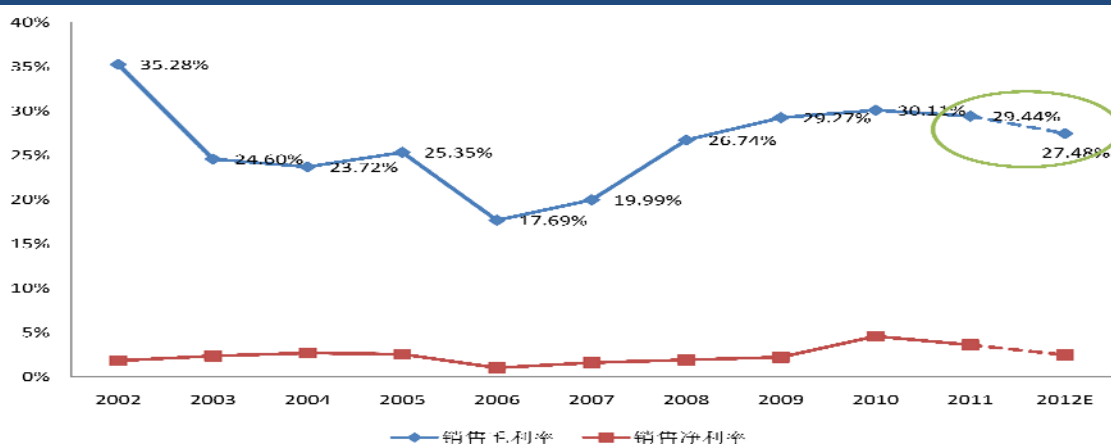


资料来源：wind，德邦证券研究所

二、毛利率拐点到来

通信设备行业今年 1 季度营业收入同比增长 15%，净利润却同比下降 4%，主要原因就是毛利率拐点到来，毛利率到达 2010 年高点后开始下降，今年 1 季度行业整体毛利率 29.44%，同比下降 0.67%。

图 5：通信设备行业毛利率拐点出现

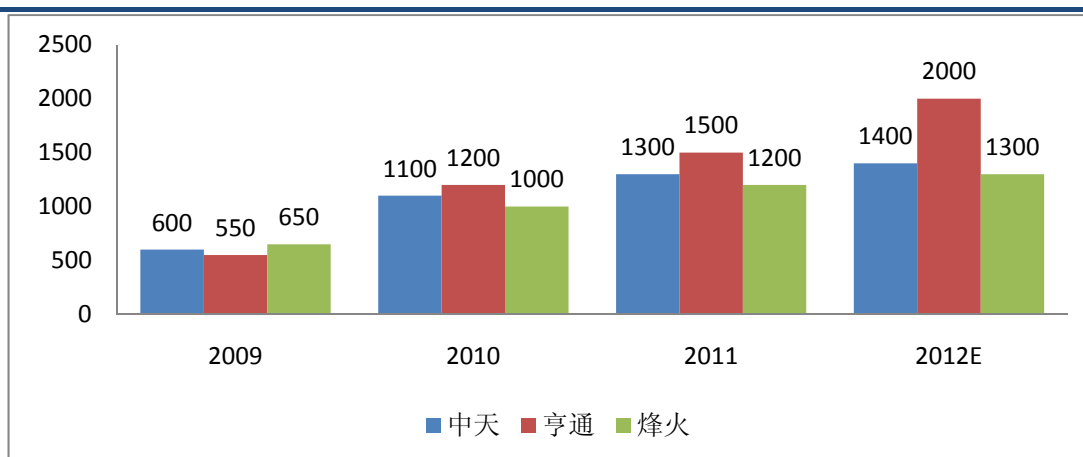


资料来源：wind、德邦证券研究所

通信设备行业毛利率出现拐点，开始下降的主要原因如下：

- 一、由于 09 年 3G 投资的高速增长，出现了行业内产品供不应求，价格和毛利率大幅攀升的状况，使得各家公司这两年大幅扩大产能，从而出现产能过剩的状况。例如中天、亨通、烽火这 3 家光纤上市公司，光纤产能从 09 年初的合计 1800 万芯公里，扩张到现在的 4000 万芯公里，短短两年产能扩张 1 倍以上。我们认为由于扩产具有一定的建设周期，明年通信行业的产能依然会进一步扩张，供过于求的状况可能会进一步加剧。

图 6：3 家光纤上市公司光纤产能扩张迅速（万芯公里）



资料来源：通鼎光电招股说明书、公司公告、德邦证券研究所

二、 电信运营商集中采购模式降低了通信设备商的毛利率。电信运营商权力持续向集团集中，越来越多的产品实行集团集中采购，反向竞标的集中采购模式大幅压低了通信设备商的毛利率。由于运营商自身的营业收入长期处于个位数的增长幅度，势必需要压低营业成本，所以集中采购的趋势将难以改变。但是目前反向竞标大幅压低了价格，出现了很多质量问题，今后运营商的集中采购可能会加大质量的参考比重，降低价格的参考比重，那样的话对优秀的上市公司将会是利好。

总体来看，我们认为通信设备行业毛利率拐点已经到来，今年和明年毛利率将会持续下降，从而拖累上市公司业绩。

毛利率下次拐点预计将要等到 4G 建设高峰的到来，中国移动由于 TD-SCDMA 产业链的先天不足，所以最急于发展 4G，目前中国移动在上海、杭州、南京、广州、深圳、厦门 6 个城市组织开展 TD-LTE 规模技术试验，并在北京建设演示网络。从技术上来看，TD-LTE 要基本具备商用条件，预计在 2013 年左右。主要原因在于：一方面仍需

解决诸多在多小区蜂窝组网环境下存在的技术问题，同时 TD-LTE 采用与以前不同的扁平网络结构，取消了 RNC，对基站和核心网提出了在智能处理、低时延等方面更高的要求，仍需通过技术试验进一步验证；另一方面，为满足 TD-LTE 终端在性能和功耗等方面的指标，对芯片的工艺也提出了更高要求，预计 TD-LTE 手机芯片需要 28nm 的工艺水平。

所以我们预计 4G 牌照的发放会在 2013 年之后，最快在 2013 年下半年。参考 3G 建设时的投资规模，我们预计到时候电信固定资产投资将出现 20%以上的增速，毛利率将会重现 08、09 年时的大幅增长。

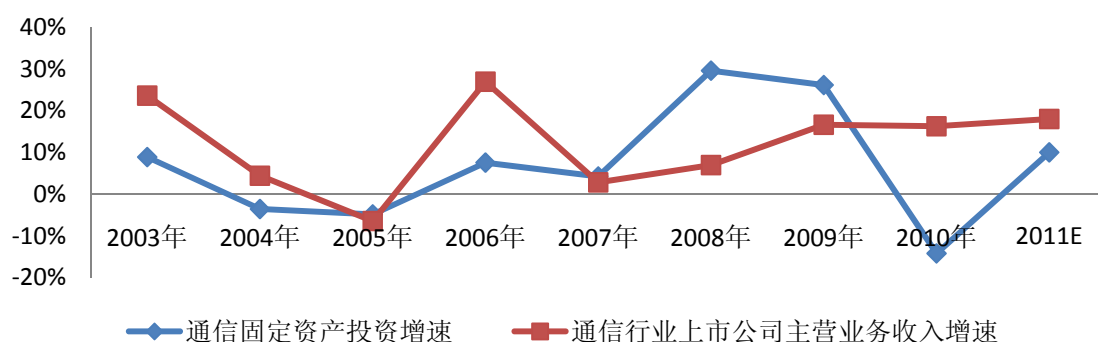
三、下半年营业收入将稳步增长

3.1 通信设备行业营业收入影响因素

通信设备行业营业收入主要受电信固定资产投资和通信设备出口的影响。

从下图可以看出，通信设备行业上市公司的营业收入与我国电信固定资产投资紧密相关，但是去年开始，这种相关性开始降低，去年通信固定资产投资增速为-14.18%，但是通信行业上市公司的主营业务收入同比增加 16.25%，这主要是因为我国通信设备行业出口金额大幅增加，国外市场对国内上市公司影响加大。

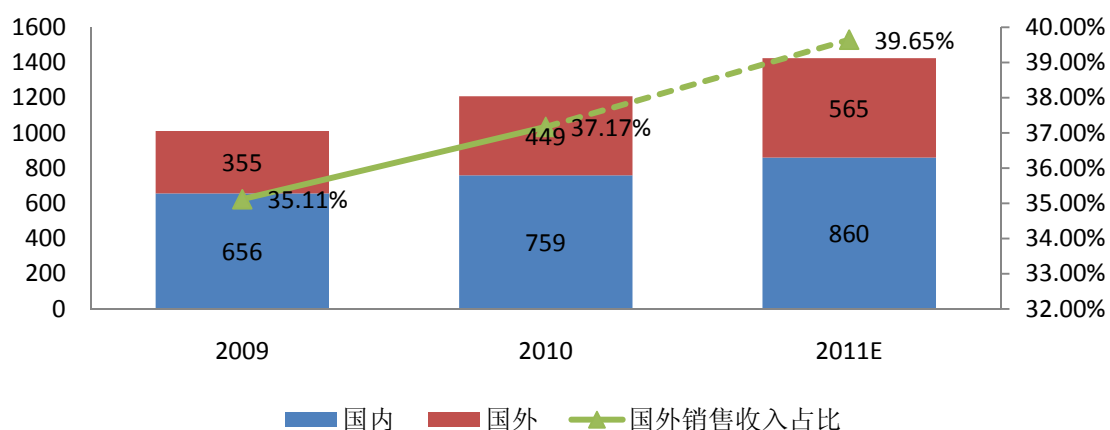
图 7：电信固定资产投资额变化情况



资料来源：工信部网站、德邦证券研究所

根据工信部网站数据，2010年，我国通信设备出口 1027 亿美元，同比增长 22.8%，2011 年 1-4 月，我国通信设备出口 275 亿美元（其中手机出口 175 亿美元），同比增长 41.3%。通信设备行业出口增加一方面是因为国内企业综合实力增强，在国际舞台上占据日益重要的位置，另一方面是因为国内企业扩产速度快于国内投资增速，企业必须将部分产品销往海外。

图 8：2010 年通信设备行业上市公司国外销售收入占比上升



资料来源：wind、德邦证券研究所

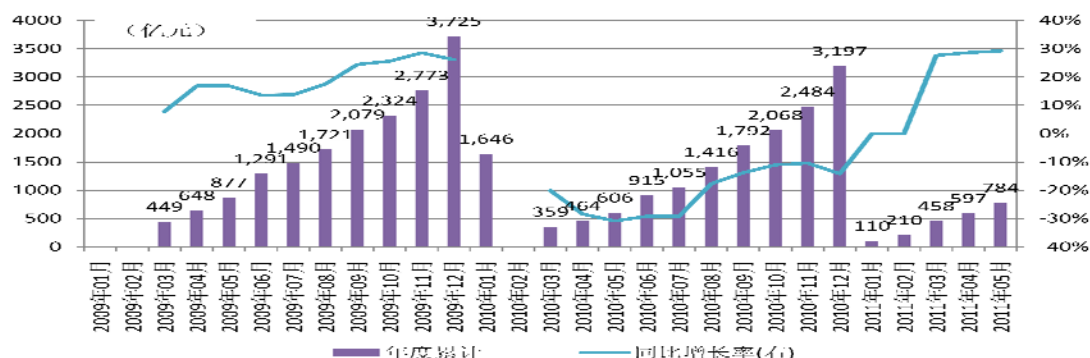
3.2 下半年营业收入增速将提高

今年 1 季度我国基础电信企业完成固定资产投资同比增长 27.64% ,达到 457.6 亿元 ,今年 1-5 月份合计完成固定资产投资 783.7 亿元 ,同比增长 29.24%。今年年初 3 家运营商投资预算合计增长 5.5% ,我们预计今年全年电信固定资产投资同比增长 8% ,达到 3452 亿元。

由于国内企业综合实力的增强和国际通信设备需求的复苏 ,我们预计通信设备出口全年将保持高速增长势头 ,今年全年将保持 40% 的高速增长。

综合前面的预测结果 ,我们预计通信设备行业全年营业收入将增长 18% 左右 ,下半年的营业收入增速有望超越上半年。

图 9：电信固定资产投资额变化情况



资料来源：工信部网站、德邦证券研究所

四、投资策略和重点关注公司

由于通信行业毛利率拐点到来，同时相对于上证指数的估值偏高，我们对行业总体保持谨慎态度，下调评级至“中性”。另外一方面，由于上市公司扩产和国内外固定资产投资的复苏，全年营业收入将会保持 18%左右的高速增长，对行业构成相对利好。

我们建议下半年重点关注估值合理，营业收入增长明确，毛利率下降不明显的上市公司。

4.1 华星创业（300025）

- **无线网络优化行业高度景气。**公司主要提供移动通信技术服务及研发、生产、销售测试优化系统。随着国内 3G 建设接近尾声，3G 的网络优化业务快速增长，无线网络优化业务量由原来单独的 2G 改变成 2G+3G，业务量倍增。根据 CCID 的预测，今后 3 年无线网络优化服务市场复合增长率将达到 23.1%，无线网络优化测试分析系统复合增长率将达到 8.9%。
- **公司正处于快速的外延式扩张阶段。**公司去年 5 月份收购明讯网络，使公司网络优化服务的客户从中国移动扩展到中国联通、中国电信和主要设备运营商。公司今年又收购了上海鑫众，使公司业务扩展到室内覆盖行业。针对网络优化行业整合度不高的现状，公司可能会继续通过外延式扩张取得行业的领先地位和营业收入的快速增长。
- **积极进军 WLAN 市场。**2011 年 3 家运营商都提出要加大建设 WLAN，继 2 月中国移动宣布 3 年内 wifi 热点总数目标 100 万个后，5 月中国电信披露“无线中国”计划，预计到 2012 年其 wifi 热点将达到 100 万个，中国联通计划今年

wifi 覆盖 4 万个单体楼宇。公司积极把握 WLAN 建设机遇,年初成立了 WLAN 事业部,将会受益于 WLAN 建设高峰。

- **风险提示：**收购后整合管理的风险；外延式扩张停止后收入增速下滑的风险。
- **盈利预测及估值分析。**我们预计公司今年营业收入将会增长 82.23%，达到 4.40 亿元，归属于母公司净利润增长 50.36%，达到 0.60 亿元。公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.50、0.64、0.84 元，对应市盈率分别为 25、19、15 倍，首次给予买入评级。

重要财务指标					单位：百万元
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	156	241	440	550	676
收入增幅 (%)	32.94%	55.10%	82.23%	25.00%	22.99%
净利润	26	40	60	77	101
净利增幅 (%)	51.22%	50.53%	50.36%	29.03%	30.63%
毛利率 (%)	45.68%	42.86%	42.22%	41.63%	40.93%
ROE (%)	10.25%	13.74%	17.52%	18.89%	20.32%
摊薄 EPS (元)	0.22	0.33	0.50	0.64	0.84

4.2 中天科技（600522）

- **光通信市场最近两年将高度景气。**根据 CNNIC 的数据，我国平均上网速度只有 857kbps，接入速度远远落后于美国、日本、韩国等互联网发达国家。各运营商都把使用 FTTx 提高宽带速度作为自己的目标，中国电信年初就提出“宽带中国·光网城市”的计划，光通信市场最近两年将高度景气。
- **预制棒项目将来大幅降低公司成本。**2010 年 7 月 12 日公司发布公告，拟公开增发 8000 万股筹集资金，其中投资建设的光纤预制棒项目，预计达产后能年产 400 吨光纤预制棒，建设周期为 2 年，此项目建成后每年将为公司节约成本 1.2 亿元左右。

- **智能电网将成为公司未来重要利润增长点。**中天科技是国内仅有的 2 家 OPLC 生产厂家之一，有望成为行业龙头，预计 OPLC 今后 5 年将能为公司带来超过 56 亿元的产值。
- **公司深海海缆业务蓄势待发。**公司深海海缆产品已通过 UJ、UC 认证，并已与华为海洋网络公司建立战略合作，由于深海海缆具有总价和毛利率高的特点，将会成为公司未来发展的新引擎。
- **风险提示：**1、光纤价格超预期下跌的风险；2、智能电网发展低于预期的风险；3、增发项目未能如期实施的风险；4、光棒项目生产经营情况不及预期的风险。
- **盈利预测及估值分析。**我们预计公司 2011-2012 年营业收入分别同比增长 15.80%，13.77%，在不考虑增发对股权的稀释的情况下，EPS 分别为 1.50 元/1.87 元。公司当前股价为 23.78 元，对应 2011-2012 年 PE 分别为 16 倍/13 倍，价格低估，给予买入评级。

重要财务指标					单位：百万元
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3724	4347	5034	5727	6527
收入增幅 (%)	27.88%	16.73%	15.80%	13.77%	13.97%
净利润	335	437	481	601	703
净利增幅 (%)	129.42%	30.43%	10.07%	25.04%	16.88%
毛利率 (%)	24.48%	22.11%	21.18%	21.55%	21.67%
ROE (%)	20.29%	22.25%	11.73%	12.87%	13.16%
摊薄 EPS (元)	1.04	1.36	1.50	1.87	2.19

4.3 亨通光电（600487）

- **光通信市场最近两年将高度景气。**根据 CNNIC 的数据，我国平均上网速度只有 857kbps，接入速度远远落后于美国、日本、韩国等互联网发达国家。各运营商都把使用 FTTx 提高宽带速度作为自己的目标，中国电信年初就提出“宽带

中国“光网城市”的计划，光通信市场最近两年将高度景气。

- **预制棒投产大幅降低公司成本。**公司自主研制的预制棒项目在 3、4 月份开始投产，目前年产能为 200 吨。目前因光棒投产时间尚短，生产成本较高，无法给公司带来实质性业绩拉动，我们预计明年可节约成本 6000 万元左右，由此提高毛利率 3 个百分点。
- **高压电缆和特种光缆业务下半年开始将带动公司业绩大幅增长。**公司高压电缆和特种光缆预计将于今年下半年投产，其中仅高压光缆项目预计年销售收入 20 亿元，净利润 2 亿元，超过公司 09 年 18.9 亿元营业收入，这两个子公司将在今年和明年为公司带来营业收入和净利润的大幅增长。
- **国内产品系列最为齐全的综合线缆公司。**年初公司完成了电缆、力缆业务的资产重组工作，目前公司又积极开拓装备电缆、高速信号线缆、ODN 等市场，公司已经成为国内产品最为齐全的综合线缆公司。
- **风险提示：**光棒项目生产经营情况不及预期的风险；公司扩张产能未能完全消化的风险。
- **盈利预测及估值分析。**在不考虑公司即将进行的非公开增发对公司财务和股本的影响下，我们预测公司 2011-2013 年 eps 分别为 1.06、1.31 和 1.56 元，维持目标价 30 元，对应 11 年 28 倍 pe，维持买入评级。

重要财务指标					单位：百万元
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1887	2085	5520	6738	8276
收入增幅 (%)	31.26%	10.49%	164.74%	22.07%	22.83%
净利润	184	163	219	272	324
净利增幅 (%)	72.68%	-11.49%	34.32%	24.31%	19.17%
毛利率 (%)	27.67%	29.06%	19.20%	18.96%	18.46%
ROE (%)	14.24%	11.52%	10.13%	11.51%	12.44%
摊薄 EPS (元)	0.89	0.79	1.06	1.31	1.56

4.4 通鼎光电（002491）

- 公司在今年的联通和电信光缆招标中排名靠前，订单饱满。公司在今年联通和电信的光缆招标中，排名靠前。公司目前光缆订单饱满，预计全年普通光缆（不含室内光缆）产量在 700 万芯公里左右。
- 募投的光纤项目年底达产后将提高公司毛利率。公司去年上市募投项目年产光纤 700 万芯公里项目将于今年 10 月份达产，超募资金投资的年产 300 万芯公里光纤项目将于今年 12 月份达产。达产后两个项目将能提高公司光纤光缆业务毛利率，每年为公司带来净利润 8500 万元。
- 大举进入室内光缆市场。FTTx 的发展将会带动室内光缆需求的快速提升，公司今年开始大举进入室内光缆市场，室内光缆将成为公司营业收入重要的增长引擎。
- 射频电缆业务今年将有大幅增长。公司去年开始发展射频电缆业务，预计今年射频电缆业务将为公司新增 2 亿元左右的营业收入。
- 风险提示：通信电缆市场加速萎缩的风险；原材料光棒供应紧张的风险。
- 盈利预测及估值分析。我们预计公司今年营业收入将会增长 35.38%，达到 18.13 亿元，归属于母公司净利润增长 34.41%，达到 1.9 亿元。公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、0.87、1.06 元，对应市盈率分别为 21、17、14 倍，给予增持评级。

重要财务指标					单位：百万元
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	954	1339	1813	2103	2533
收入增幅 (%)	44.44%	40.32%	35.38%	16.02%	20.41%
净利润	84	143	190	232	285
净利增幅 (%)	58.60%	70.30%	32.65%	22.01%	22.73%
毛利率 (%)	19.92%	23.56%	22.61%	23.20%	23.40%
ROE (%)	22.42%	10.15%	11.87%	12.65%	13.44%
摊薄 EPS (元)	0.31	0.54	0.71	0.87	1.06

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。