



信息技术

2011.09.23

3G 提升联通价值，设备投资景气回升

	康凯	杨昊帆
	0755-23976023	021-38676207
	kangkai@gtjas.com	yanghaofan008183@gtjas.com
编号	S0880511010009	S0880511090001

本报告导读：

新终端、新套餐带动联通 3G 用户增长，提升公司价值。行业投资下半年景气回升，设备板块业绩与估值双升。

摘要：

- 中国电信业收入增速超过 GDP 增速，行业出现复苏。移动通信收入占比持续提升，而移动数据流量高速增长。三大运营商力量进一步均衡，中国移动仍在空窗期，联通与电信凭借 3G 逐步提升移动通信市场份额。
- 12.5 期间 3G/4G 网络总体投资或将达到 1 万亿。Juniper 预测，移动网络承载数据流量激增将激发千亿级美金回传设备需求。中国联通与中国移动后期均可能加快 3G/4G 网络建设投入，多重利好预示行业投资持续提升。
- 下半年行业投资增长明确，带动设备厂商业绩与估值双升。行业投资增速上半年持平，预计下半年行业投资同比增长将在 13.4%。历史来看，行业投资增速与二级市场行情高度相关，下半年投资提速将带动设备厂商业绩和估值的显著提升。
- “十二五”期间，通信行业投资宽带化特点显著。通信“十二五”规划 3G 用户由 1 亿增长至 3.5 亿，宽带用户由 1.26 亿增长至 2.5 亿，其中 FTTH 用户 7000 万。这些用户的产生将加速数据业务的消费。相对应，“十二五”期间通信行业投资将明显偏向于宽带领域。
- 我们看好移动数据爆发式增长下的联通。在设备方面，根据“十二五”规划选择能够持续受益，维持长期增长的标的，看好光通信产业链上游企业光迅科技，资产注入为最强烈催化剂，带来规模的翻倍以及 30% 以上的 EPS 提升。同样看好光通信核心标的烽火通信，和 FTTx 网络建设最为受益的日海通讯；Wlan 网络建设中，我们认为三元达受益最为明显，弹性最大；移动网络中 LTE 建设为显著增量，在其过程中，我们认为中兴通讯将最终核心受益。
- 2011 年是三网融合的关键一年，广电业务平台重要性凸显。我们看好同洲电子在三网融合业务创新、一体机终端产品升级以及渠道创新带来的机会，公司目前已处于业绩拐点。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

电信运营	增持
企业市场	

相关报告

通信设备及服务：《多重利好预示行业投资持续提升，板块迎来上升行情》

2011.09.22

信息技术：《一周通信行业新闻回顾》

2011.09.11

信息技术：《一周通信行业新闻回顾》

2011.09.05

信息技术：《一周通信行业新闻回顾》

2011.08.29

信息技术：《三网融合发展趋势及投资机会》

2011.08.23

1. 移动数据业务流量不断攀升

电信业开始出现复苏。2011年1-7月，全国电信主营业务收入累计完成5594.6亿元，比上年同期增长10.1%，同比增速超过GDP增速，电信业出现了复苏。移动通信收入累计完成4000.5亿元，比上年同期增长14.2%，在电信主营业务收入中所占的比重从上年同期的68.98%上升到71.51%；固定通信收入累计完成1594.1亿元，比上年同期增长1.2%，在电信主营业务收入中所占的比重从上年同期的31.02%下降到28.49%。得移动通信者得天下。移动通信收入的同比增速仍然超出整体增速，占比继续提升。

移动数据业务流量均出现了大幅度的增长。中国移动、中国电信、中国联通3G的移动数据流量分别同比增长了156.2%、78.3%、602.2%。中国移动今年重点扩容GSM网络，并采用了WiFi对现有负担沉重的GSM网络进行了分流，收到了一定的效果，但数据业务的压力仍然很大。

终端普及推动3G用户提升。从移动数据业务的PV分析来看，中国移动凭借巨大的用户基数，PV占比占据绝对主导位置，2G仍然是最多的制式。包括PV的手机平台、手机品牌等均支持这一结论。我们判断：3G用户的发展目前仍然只是靠终端出货推动，而不是靠应用驱动，没有形成因移动互联网应用的引发的雪崩式发展。但Android和iOS的访问PV占比正在快速提升，智能机占比正在提升，3G将步入加速发展阶段。

三大运营商之间的力量对比逐步平衡。三大运营商的形式判断。

——中国移动：毫无疑问到了一个瓶颈。营业利润增速过慢，同比只有2%左右，净利润的提升中利息收入（35亿）和与其他公司联营净利（20）贡献了净增利润35亿中的30亿（2010H1利息收入26亿）。上半年全球通套餐降低资费标准在2011年报中才能充分展现出来。数据流量的压力仍在继续加大，空窗期的痛苦在年报中才能充分展现。

——中国电信：家底很厚，如何增长？移动业务的高端上，中国电信无论是ARPU值（电信80元左右，联通接近120元），还是用户规模上也处于落后（7月数据电信2356万，联通2582万）。电信家底很厚，还能够以更大的补贴力度来支持发展，但也将逐步缓慢下来。C+W的模式有望能让中国电信占据一定的优势。

——中国联通：盈利改善是确定性的，用户发展还需给力。中报最大的惊喜在于中国联通3G用户ARPU值的保持了，新增用户的质量确实很好。中国联通的策略中明确提出要扩大目标用户群覆盖，更多千元级终端的推出，沃派套餐，新增3G用户数量提升我们认为是确定性的。自由现金流为正，使得中国联通更值得期待。

2. 多重利好预示行业投资将持续提升

“十二五”期间3G/4G网络总体投资或将达到1万亿。C114消息，“未来5年我国3G和4G产业的发展目标已写入《宽带网络基础设施“十二五”规划》征求意见稿，预示着3G和4G将成为“十二五”期间带动我国电信业持续增长的双引擎，总投资规模预计将超过1万亿元。”

移动网络承载数据流量激增激发回传设备需求。根据 Juniper 最新移动研究报告，由于用户数据业务的迅速发展和无线接入网中数据流量的增长，全球移动运营商未来 5 年需要花费近 8400 亿美元来解决其回程网络的严重瓶颈。到 2016 年远东和中国的运营商将花费 2330 亿美元来满足移动宽带用户需求，主要由光纤回程部署推动。

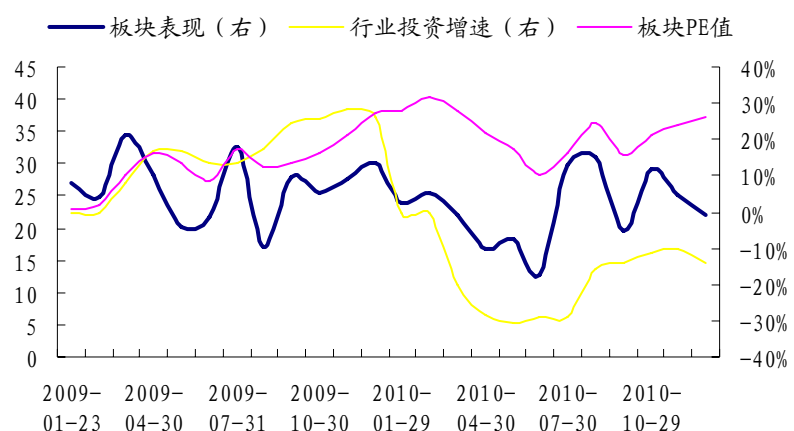
运营商无线网络建设规模将进一步扩大。根据我们推断，中国联通计划将增加资本开支，扩大其 WCDMA 网络覆盖，尤其在乡镇地区的覆盖。另外，由于移动网络的数据瓶颈严重，中移动预计将加快 TD-LTE 部署，2012 年势必扩大 LTE 试验网络规模。终端发展将超预期，2012 年上半年预计 LTE 多模终端将能够达到商用水平，全年整体 LTE 相关投资至少在 200 亿。

总结来看，3G 用户规模不断增加，数据流量的增长，运营商对于 3G/4G 网络投入将持续增加。传输网络相应扩容需求提升。电信业收入增速上半年达到 10.1%，2007 年以来首次超越 GDP 增速，预示运营商业务转型逐渐取得成效。运营商将进入“投资——收获”较为良性的循环发展阶段，行业投资未来能够保持持续稳定增长。

3. 下半年行业投资增长明确，带动设备厂商业绩与估值双升

行业投资增速决定行情表现。通信设备行业和行情表现具有“超周期”的特点。运营商的投资决定了设备厂商的业绩经营，和二级市场的行情表现。而运营商投资有其独立的规划性，受宏观经济影响较小。因此，通信设备板块常常能够走出独立行情。历史来看，行业投资增速提高，将带动设备厂商业绩和估值的显著提升。

图 1：行业投资趋势决定板块表现（09-10）



数据来源：Wind；国泰君安证券研究

图 2: 电信固定资产投资额累计增速

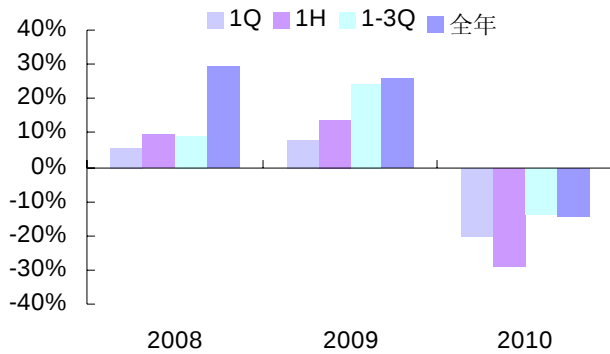
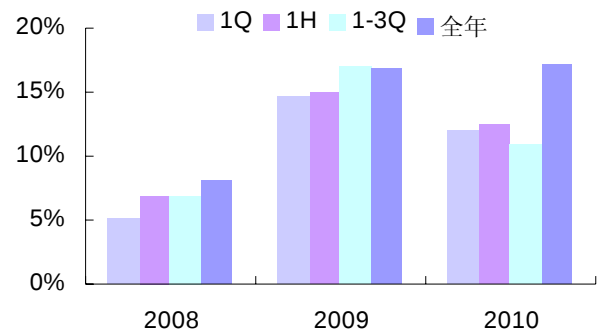


图 3: 通信设备厂商累计收入增速



数据来源: Wind; 国泰君安证券研究

我们年初判断, 通信行业投资在经历 2010 年回落之后, 将筑底回升, 成稳定增长的态势。2011 年预计行业投资整体增速将为 10.7%。根据三大运营商 2011 年半年报披露显示, 行业投资今年上半年进行缓慢, 总体(上市公司)规模为 907 亿元, 与去年同期大体持平。以此推算下半年行业投资同比增长将在 13.4%, 增速回升明显。行业基本面的好转, 势必将带来更好的行情表现。

4. “十二五”行业投资宽带化特点显著, 依据长期投资趋势选择投资标的

2000 年开始, 尤其在“十一五”期间, 国内通信业发展主要解决的问题是“通信普及”。无论是移动网络业务还是固定网络业务发展, 其发展目标均为扩大网络覆盖和用户规模。“十一五”期间, 我国移动用户数由不到 4 亿户增长至 8.6 亿户, 增长 1 倍有余。而移动电话渗透率则由 30%提高至 64%, 达到成熟市场水平。宽带用户则有不足 4000 万增长至 1.26 亿户。

图 4: “十一五”期间移动用户增长情况

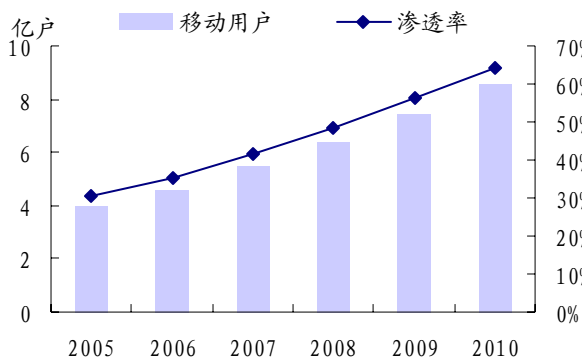
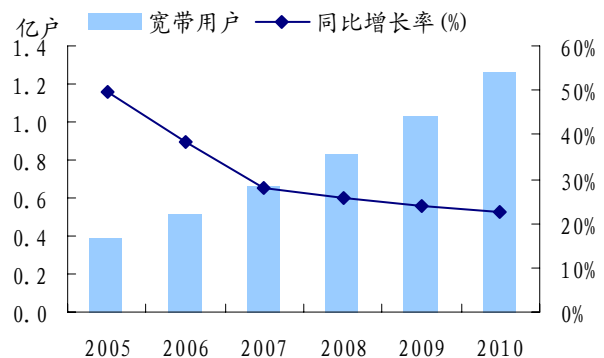


图 5: “十一五”期间宽带用户增长情况



数据来源: Wind; 国泰君安证券研究

而随着智能终端和移动互联网业务的兴起, 加上互联网多媒体内容的不断丰富, 终端用户的消费偏好发生显著变化——从单纯的语音沟通升级

为以数据业务为主的增资服务消费。这种消费偏好的变化，在运营商的业务发展和收入中得到明显体现。

以中国移动的无线网络为例，从 2009 年到今年上半年，话务量增速由 19.6% 下降至 13.3%；而同期数据业务量增速则在 100% 以上，并且有不断提高的趋势。

图 6：中移动话务量规模及增长

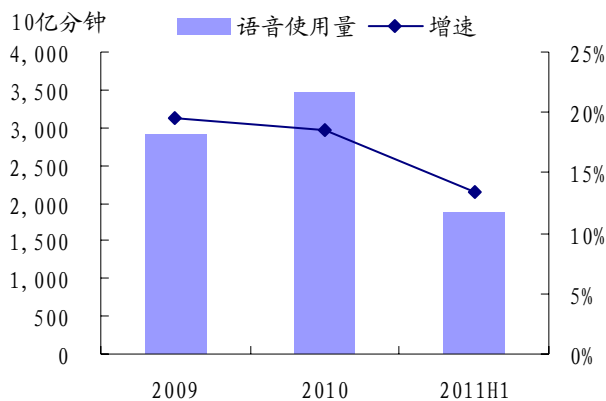
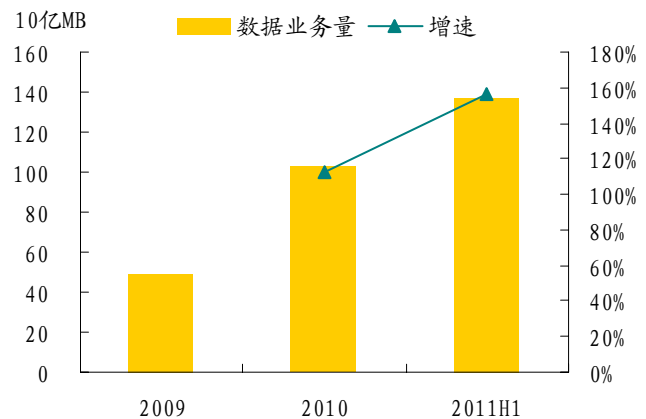


图 7：中移动数据业务量增长趋势



数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

根据通信行业“十二五”规划，到 2015 年，全国 3G 用户数将由现今的 1 亿用户发展至 3.5 亿用户。宽带用户则预计达到 2.5 亿户，其中 FTTH 用户则由 1000 万发展到至少 7000 万，端口达到 1.2 亿。用户数和业务量的快速增长必然要求运营商不断的网络建设投入。

根据市场预计，“十二五”期间电信投资至少达到 2 万亿，与“十一五”相比增长 30% 以上。而投资重点领域，包括接入网络的宽带化，也即 3G/LTE 网络、WLAN 热点覆盖和 FTTx 网络建设；和传输网的升级与提速。

根据“十二五”规划长期投资趋势，我们看好属于光通信产业链的光迅科技、烽火通信和日海通讯；Wlan 领域则认为三元达受益最为显著；无线网络 LTE 建设过程中，我们认为主设备商中兴通讯最为受益，而网络覆盖优化厂商三维通信、世纪鼎立等受益时间则有一定滞后。

5. 三网融合开始破题

2011 年是三网融合的关键一年。随着技术（特别是显示技术与网络技术）的进步、版权保护的发展，加上电视屏幕的价值与特殊属性，中国三网融合的投资机会将逐步显现。国外 Google、Apple、三星、微软等巨头在电视领域的开拓、智能电视的兴起也印证了电视上存在的机会。在中国，从三网融合的政策时间考虑，2011 年将是三网融合试点的关键一年，新的应用、新的业务模式与盈利模式将不断涌现。成功案例将在全国范围内得到推广，实现三网融合的加速发展。

业务平台成为竞争焦点。互联网时代，得平台者得天下，越来越多的厂

商开始意识到这一点。同洲电子、数码视讯、佳创视讯等成为市场关注的公司。掌握平台，也就掌握了所覆盖的终端市场，并能从未来的增值应用中受益。

业态创新破题中国三网融合。三网融合内涵从一线接入到多屏互动，Apple TV 和 Google TV 等为中国三网融合的提供了启示。甩信等创新应用推动了广电运营商、电信运营商之间的合作，破题了政策壁垒下的三网融合。

6. 重点公司推荐：中国联通、光迅科技、烽火通信、 日海通讯、三元达、中兴通讯、同洲电子

中国联通（600050）：千元级智能终端促进用户增长，3G 提升公司价值
中国联通更改 iPhone 套餐后，千元级智能机一时间内没有跟上，公司在 3G 用户发展上一时出现青黄不接。8 月份在新增 36 的沃派套餐，中兴智能机上市大卖，再加上传统旺季，突破 200 万在情理之中。联通从 iPhone 更多转向更多的普及型智能终端，在策略上的选择无疑是必须且正确的，公司需要普及型智能终端提升用户规模，并推动数据业务发展。我们从联通中报披露的 3G 用户 ARPU 值可以看出，中国联通在 3G 用户的份额上一直保持的很好，而用户的质量则是遥遥领先。3G 业务收入的份额毫无疑问是 3 大运营商中的第一。在移动数据业务持续发展的前提下，我们认为公司价值将持续提升。11-13 年预计 EPS 为 0.11、0.25、0.40 元，给予公司 7.50 元目标价，增持评级。

光迅科技（002281）：位居光通信产业链上游，资产注入催生国内光器件巨头

公司位于光产业链上游，面对客户为烽火、中兴等设备厂商，充分受益“十二五”期间 FTTx 和传输网络投资。今年 9 月新厂房搬迁完毕后，将会增加 3000 平米高精尖生产环境，有助于公司 PLC 芯片产品与 ROADM 等新型子系统的研发和生产突破。公司预计将并购全国最大的光有源器件厂商 WTD。并购完成后，新公司规模翻倍，至少达到 20 亿，将成为国内无论是规模还是产品线方面最具优势的公司，市场份额的获得能力也将显著提高。我们预计光迅科技 11-12 年 EPS 分别为 1.01、1.31 元；若资产注入成功，11-12 年备考 EPS 为 1.29、1.71 元。给予公司 51.33 元目标价，增持评级。注入资产的业绩有超预期可能，公司未来面临风险主要为行业投资增速低于预期，和行业竞争加剧带来公司利润率下降。

烽火通信（600498）：光通信产业链核心标的，产品线最为全面

烽火通信为光通信产业链中业务覆盖最广泛的企业。产品线包括传输设备、FTTx 全产品链，和光纤光缆，全方位受益光通信行业投资。公司近期发布增发方案，意图提早布局“十二五”光通信产业建设，进一步加强自身竞争实力。移动数据回传需求快速提升，公司 PTN 产品受益。PON 设备与 ODN 产品将受益 FTTx 网络投资快速增长。“十二五”规划发展 FTTH 用户 7000 万，公司家庭网关设备增长具有很强爆发性。预

计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.10、1.41 元，现股价对应 11-12 年 PE 值分别为 25x、20x。维持 36.93 目标价，增持评级。10 月份通信/宽带“十二五”规划可能正式颁发，对公司应构成显著利好。

日海通讯 (002313): ODN 市场龙头企业, FTTx 建设初期最为受益

来自于 FTTx 投资需求拉动，公司今年预计增长超过 50%。2012-2013 年 FTTx 投资增速仍将保持在 40%。公司产品线不断丰富，光器件芯片和无线工程业务有望给公司带来业绩超预期。海外市场若扩张顺利，公司发展空间将更为广阔。预计公司 11-12 年 EPS 至 1.63 元、2.29 元，年均增长率 50%。不利因素为，增发项目短期摊薄股本，造成 PE 值提升。但即使按 30%股本摊薄，测算 2012 年摊薄后 EPS 1.76 元，现股价对应 PE 值仅为 25x。长期来看，增发项目预计在 3 年后为公司带来 2 倍规模增长，成长性优异。给予公司 65.45 元目标价，增持评级。

三元达 (002417): 进取型公司, WLAN 建设受益弹性最大

公司为传统室内覆盖市场开拓型厂商。在新兴 wlan 市场前期准备充分，市场份额现阶段居前。预计三大运营商今年 AP 设备招标量达到 200 万台，三元达合同金额能够达到 1.5 亿元。假设公司能够实现 1 亿收入确认，相比去年 4.96 亿销售收入增厚明显。展望明年 WLAN 市场规模，至少有 50%以上增长。公司今后另一业绩贡献点为西安海天天线，为公司打开百亿级市场。预计海天 2012 年开始正常运作，稳定后收入规模至少达到 1 亿元。我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.46、0.65 元。12 年 EPS 没有考虑天线业务贡献。给予公司目标价 16.3 元，增持评级。

中兴通讯 (000063): 短期阵痛不改长期发展趋势, LTE 时代竞争地位显著提升

公司业务国际化效果显著。上半年国内投资不景气，而公司海外收入增长 36.4%，其中高端市场欧美地区增速达到 62.3%。欧洲无线产品新增份额已经能够达到 15%，公司近些年的海外市场开拓成果显著。

虽有 100 亿美金规模，但仍有巨大增长空间。按规模来讲，公司与行业老大爱立信有 200 亿美金的差距，而和排名第四的诺西相比，相差也有 65 亿美金。随着公司产品与服务综合实力不断提升，对诺西和阿朗竞争能力将逐渐增强，未来发展空间仍然广阔。

借 TD-LTE 全球推广，中国“制、造”挺进国际。我们在年初提到，4G 时代，TD-LTE 由于对频谱资源的利用更为有效，势必将在全球占据一席之地。而 TD-LTE 推广中，“国家支持+中移动营销+中兴建设”的国家队战略符合信息时代国家利益，中兴通讯在 LTE 时代的竞争地位将显著获得提升。

市场拓展带来毛利率下滑为短期阵痛，规模效应确保公司长期受益，公司股价为长期低点。公司短期股价表现重点在于公司毛利率提升的速度和幅度。虽然这点我们较难把握，但根据较严格假设，我们认为公司 11 年 EPS 达到 1.12 元不成问题，若给予公司 11 年 20x PE 值也非常安全合理。综合考虑，预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.12 元、1.32 元，目标价 26.34 元，增持评级。

同洲电子 (002052): 平台跑马圈地，一体机带来公司盈利拐点

过去 5 年的持续投入，公司已完成 8000 万广电有线电视用户的平台覆盖。一体机将作为公司广电三网融合业务展开的第一步。公司将以广电、IT 连锁等作为一体机销售主渠道，特别是广电对一体机进行补贴的方式进行营销模式创新，从而提升一体机产品的盈利水平。11-12 年预计 EPS 为 0.20、0.85 元，给予公司 17.00 元目标价，增持评级。

作者简介:

康凯:

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

余周军 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110158

电话: 010-59312728

邮箱: yuzhoujun008983@gtjas.com

杨昊帆:

执业资格证书编号: S0880511090001

电话: 021-38676207

邮箱: yanghaofan008183@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		