

通信行业四季度投资策略报告

研究员：马仁敏 执业证书编号：S0570510120059

☎ 025-83290929 ✉ marenmin1982@hotmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4055

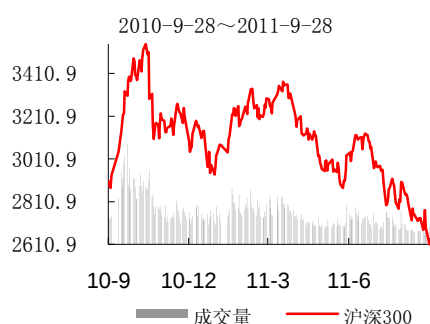
——通信设备投资触底反弹，行业增长可期

行业评级：增持

通信设备制造 II（增持）

通信运营 II（中性）

市场走势图



相关研究

投资要点：

◆ 2011 年三季度以来，由于对运营商投资总额增长缓慢以及对人力成本、原材料成本价格上涨、产品价格下滑的担忧，投资者对于通信设备制造行业业绩增长信心不足，通信设备指数跑平大盘。而通信运营指数前半季度跑平大盘。8 月 25 日中国联通半年报公布后，则明显跑赢大盘。

◆ 根据工信部统计 2011 年 1-8 月，电信主营业务收入累计完成 6477.3 亿元，比上年同期增长 10.1%。随着 3G 网络的日益普及，数据流量激增以及光纤宽带的普及，新的 3G、宽带服务成为了运营商新的业绩增长点，电信行业正在进入一轮新的增长周期。

◆ 联通公布的半年报支持了投资者的预期，归属母公司净利润同比下滑的趋势得到了遏制，但从全年的角度来讲我们认为联通业绩大幅反弹的可能性不高，高额手机补贴、设备折旧等影响公司业绩表现的因素持续存在。且近期公司股价反弹力度较强，总体估值水平依旧偏高，继续维持通信运营行业“中性”评级。

◆ 工信部披露 2011 年前 8 个月我国电信固定资产投资总计完成 1693.1 亿元，同比上升 16.5%，彻底摆脱了 2010 年行业总体投资下滑的阴影。我们预计投资总额的提升将较好的带动通信制造行业的业绩增长，帮助通信制造企业摆脱业绩下滑的泥潭。维持“增持”评级。

重点公司

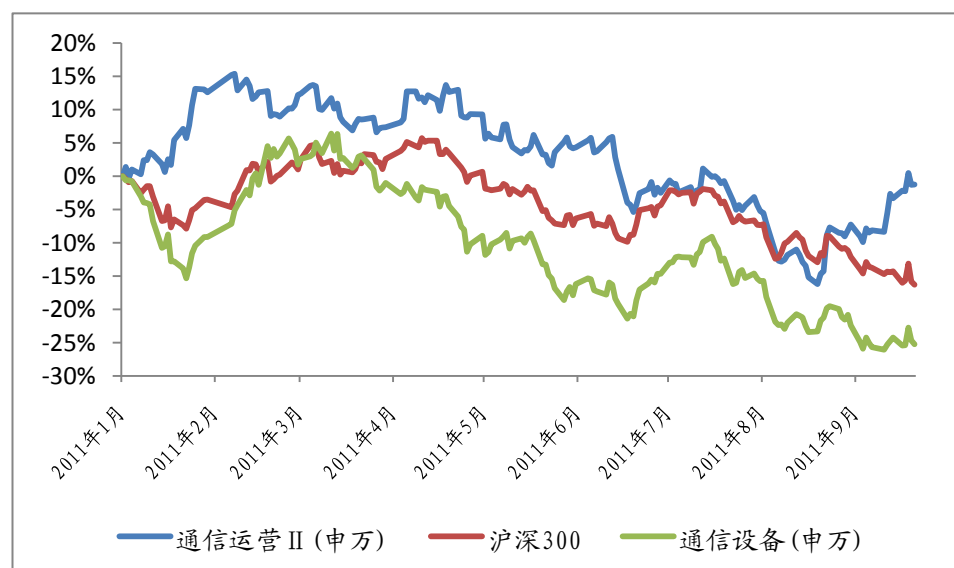
股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
中兴通讯	19.25	买入	0.94	1.10	1.54	2.02	20.48	17.50	12.50	9.53
通鼎光电	15.82	买入	0.53	0.79	1.07	1.37	29.85	20.03	14.79	11.55
三元达	14.20	推荐	0.29	0.55	0.69	0.90	48.97	25.82	20.58	15.78
华星创业	13.32	推荐	0.33	0.50	0.73	1.09	40.36	26.64	18.25	12.22

一、通信设备、通信运营指数分化

1.1. 行业指数走势

从申万二级行业指数观察，自2011年三季度，通信设备指数走势基本跑平大盘。而通信运营指数前半季度跑平大盘，而8月25日中国联通半年报公布后，则明显跑赢大盘。

图 1：通信设备、通信运营指数 VS 沪深 300



资料来源：Wind，华泰证券

由于市场对于运营商投资总额增长缓慢以及对人力成本、原材料成本价格上涨、产品价格下滑的担忧，投资者对于通信设备制造行业业绩增长信心不足，导致通信设备行业指数未能跑赢大盘。

对于通信运营指数而言，由于中国联通中报业绩同比停止了下滑，市场对中国联通的业绩反转继续维持较高预期，因此自年中以来跑赢了大盘并在9月份表现的较为强势。

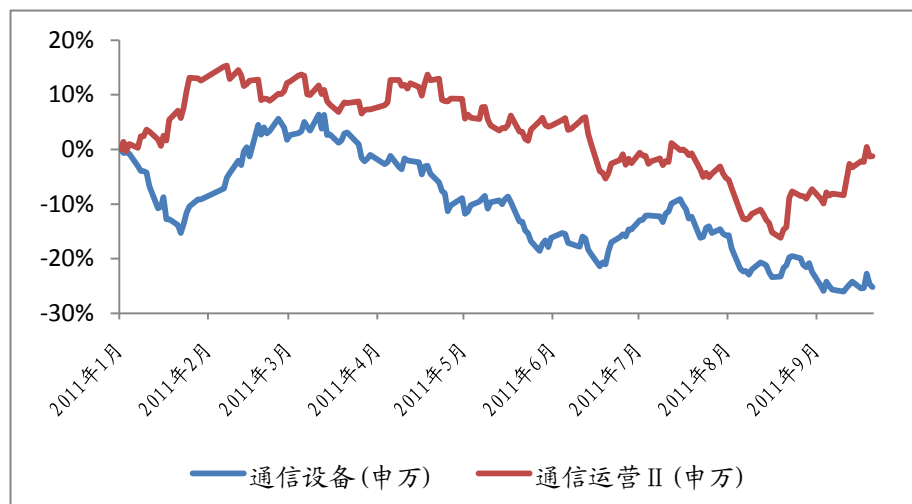
1.2. 通信设备指数 vs 通信运营指数

目前通信设备行业指数已经逼近去年年中时的行业低点。从各家公司半年报公布的业绩来看，在运营商投资总额增长不明显的市场环境下，行业内竞争加剧，总体毛利率水平呈下降趋势。但一部分实力过硬、市场营销能力强的公司继续保持了业绩的平稳增长。此外，也有一部分公司股价跌幅较大，估值水平已经显著低于公司的合理价值。因而我们继续维持行业“增持”评级。建议重点关注业绩有保障以及超跌公司的投资机会。

在通信运营指数中占绝对权重的中国联通近半年以来走势相对平稳，主要原因在于市场对于联通业绩从下行转变为上行存在较高的预期。联通公布的半年报支持了投资者的预期，归属母公司净利润同比下滑的趋势得到了遏制，但从全年的角度来讲我们认为联通业绩大幅反弹的可能性不高，高额手机补贴、设备折旧等影响公司业绩表现的因素持续存在。且近期公司股价反弹力度较强，总体估值水平依旧偏高，继续

维持“中性”评级。

图 2：通信设备指数 VS 通信运营指数



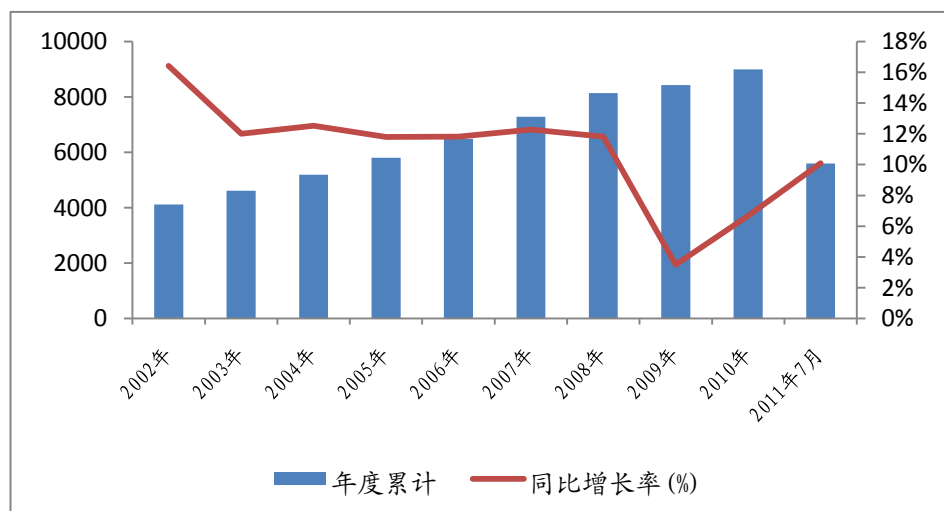
资料来源：Wind，华泰证券

二、通信运营行业分析

2.1. 通信运营行业收入增速继续回升

从国家工业和信息化部公布的数据来看，2011年1-8月，全国电信业务总量累计完成7699.9亿元，比上年同期增长16.1%；电信主营业务收入累计完成6477.3亿元，比上年同期增长10.1%。随着3G网络的日益普及，数据流量激增以及光纤宽带的普及，新的3G、宽带服务成为了运营商新的业绩增长点。全年电信主营业务收入增长超过GDP已经是大概率事件，电信行业正在进入一轮新的增长周期。

图 3：电信主营业务收入增速



资料来源：工信部，华泰证券

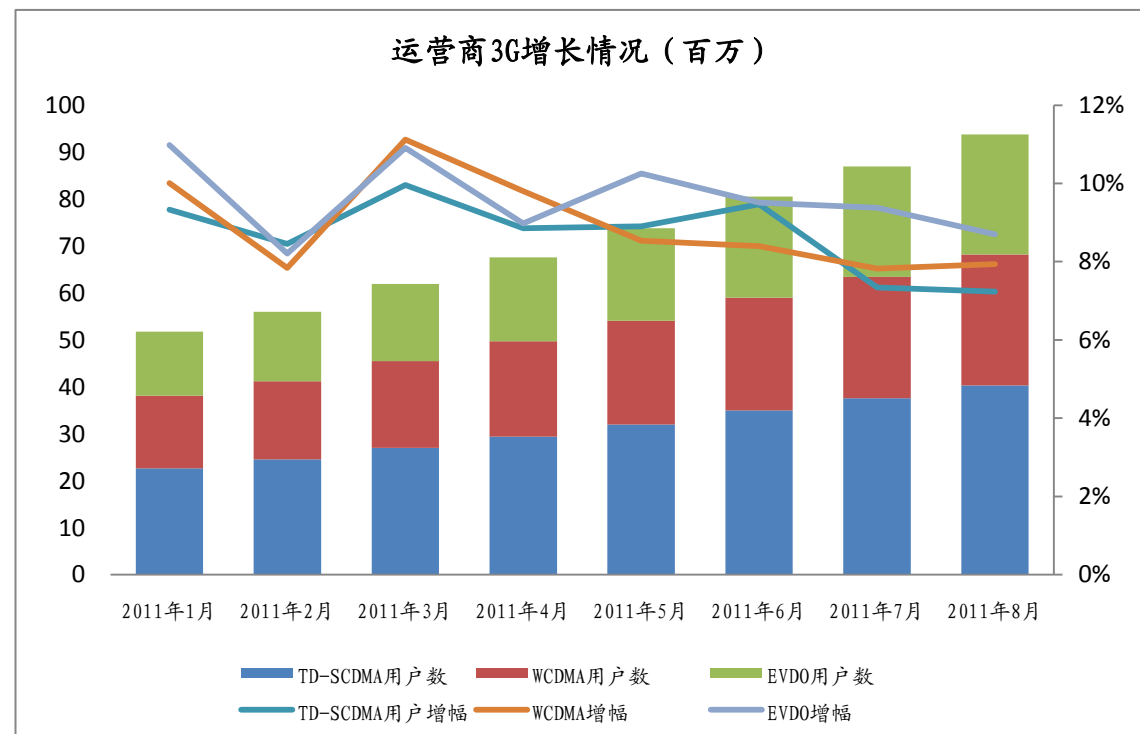
用户数量方面，根据工信部公布的最新数据，2011年1-8月份，全国固定电话用户减少554.5万户，达到28879.7万户。移动电话用户累计净增8108.2万户，达到94008.5万户。移动电话用户中，3G用户净增4707.0万户，达到9412.1万户，渗透率达10.01%。基础电信企业的互联网用户进一步趋向宽带化。1-8月份，基础电信企业互联网宽带接入用户净增2033.2万户，达到14662.3万户，而互联网拨号用户减少了18.3万户，达到571.8万户。我国互联网宽带化继续稳步推进。从营业收入和用户数量增长情况来看，电信行业保持着平稳运行。

2.2. 运营商用户数量增长维持平稳，3G 渗透率上升

根据三大运营商公布的最新一期8月份运营数据，2011年三季度前两个月中国电信表现较为抢眼，3G增速名列前茅，7、8两个月份环比上升9.4%和8.7%，其次是中国联通，分别为7.8%和7.9%。中国移动表现则相对较差，我们预计和移动3G用户基数较为庞大有关。从目前市场份额来看，移动：电信：联通基本维持在4:3:3的水平。

从半年报公布的业绩来看，三家运营商中中国联通已经改变了过度依赖 iPhone 的策略，主打中低端安卓智能手机降低手机补贴的策略已经开始逐步奏效，用户数量继续平稳增长，业绩下滑的势头被成功遏制，表现好于我们此前的预期。

图 4：电信运营商 3G 增长情况



资料来源：工信部，华泰证券

三、通信设备行业分析

3.1. 运营商投资回升

从 2010 年年报公布的数据来看，经过 2009 年的投资高峰和 2010 年的投资低谷，三大运营商 2011 年投资额计划为 2792 亿元，与 2010 年相比已经开始从谷底回升：

图 5：电信运营商 2011 年投资计划

	2009	2010	2009vs2010	2011E	2010vs2011E
中国移动	1294	1243	-3.9%	1324	6.52%
中国电信	920.42	700.37	-23.9%	730	4.23%
中国联通	1124.7	701.9	-37.6%	738	5.14%
合计	3339.12	2645.3	-20.8%	2792	5.55%

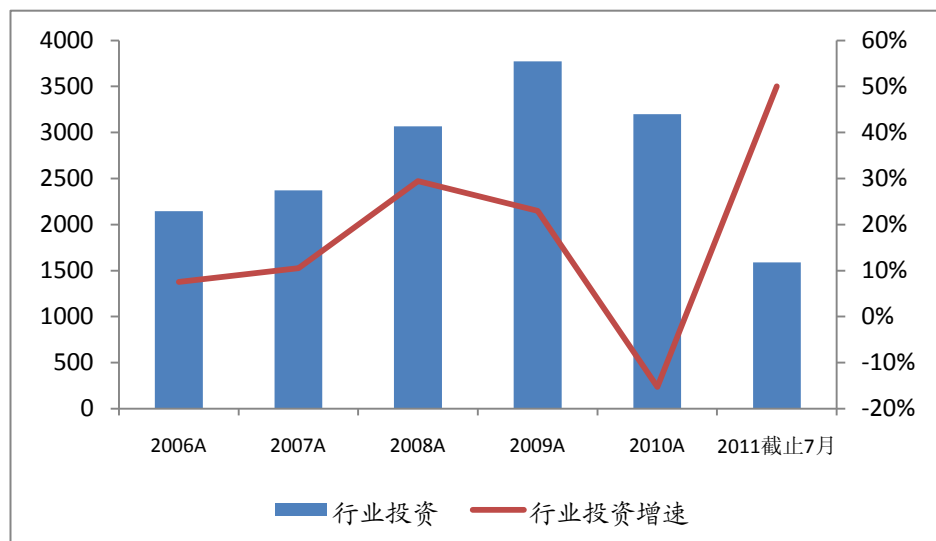
资料来源：公司公告，华泰证券

其中，中国移动 11 年资本开支预算为 1324 亿元，比 10 年实际开支增长 6.5%，其中基础网络建设的比重提升 9 个百分点至 53%，传输网络投资减少到 140 亿，相比 10 年减少近一半。宽带接入是投资重点，WLAN 建设继续受重视。从存量用户和网络规模角度来说，中国移动拥有国内最大的移动通信网，年投资规模也最大，11 年移动资本开支计划超出预期，相比 10 年呈现增长态势，总额超过 1300 亿，其投资方向转变，加大投资宽带接入是对整个光通信行业的重大利好。

而中国电信 11 年资本支出 430 亿元，较 09 年增长 13%，计划 11 年资本支出 500 亿，增长 16%，其中宽带建设投资占比从 10 年 54.1% 提升为 64.2%，继续加快宽带业务，加大光纤化改造和宽带能力建设。

中国联通预计 11 年资本支出 738 亿，增长 5%，与去年支出基本持平，基础设施和传输网的投资计划为 195 亿，有所上升，移动网络略降至 229 亿，宽带及数据网络减少至 186 亿。

图 6：电信行业投资增速



资料来源：工信部，华泰证券

而从工信部披露的 2011 年 1-8 月我国电信固定资产投资完成额数据来看, 2011 年前 8 个月我国电信固定资产投资总计完成 1693.1 亿元, 同比上升 16.5%, 彻底摆脱了 2010 年行业总体投资下滑的阴影。我们预计投资总额的提升将较好的带动通信制造行业的业绩增长, 帮助通信制造企业摆脱业绩下滑的泥潭。

3.2. 运营商主要投资方向

由于整体投资额度的回升以及投资热点的转变, 我们预计在今年投资的热点行业企业业绩将会有比较大的提高。从投资方向上看今年整个通信设备行业有以下看点:

一、基础网络投资规模扩大, 光通信网络大幅度发展。从基础网络投资预算来看, 移动投资额由 10 年的 540 亿增长至 700 亿, 我们认为这与移动去年底表示将新增 150 亿投资给铁通建设宽带网络相符。电信投资增长超 100 亿, 这也与去年下半年电信表示 11 年将新增 100 亿宽带业务投资有关。

在运营商纷纷加大宽带建设投入力度的同时, 广电三网融合、国家电网的智能电网规划、鹏博士及长城宽带等第二梯队运营商加大用户覆盖投入等都使得光纤光缆的市场需求持续扩大。此外, 运营商为了增加用户数量并且维持用户粘性, 将手机、固定电话和宽带捆绑在一起销售, 同时进行大规模光纤网络覆盖与升级, 将原有老旧而且传输速度有限的 ADSL 铜缆网络逐步替换为大容量传输速率的光纤网络, 为用户提供随时可以满足的光纤宽带接入覆盖能力。

二、各大运营商逐步重视网络优化服务。虽然目前 2G 网络用户数量仍然占据了手机用户数量的绝对多数, 但 3G 用户所占比率正在迅速提高。在 2G、3G 网络同时运营以及 3G 网络覆盖基本完善的情况下, 运营商对于网络优化的需求正在不断提升。随着用户数量的增长, 新建基站以满足用户需求已经不再经济, 如何更好的实现网络覆盖和保证网络运行流畅、满足 2G、3G 双网运行环境下的切换、干扰等问题已经是运营商关注的焦点, 广大网络优化服务提供商的市场需求正在逐步扩大。

三、WLAN 网络将加快覆盖建设。由于中国移动在 TD 上的短板短期内无法补足, 采取“曲线救国”的方式用 WLAN 作为 2G/3G 移动网络的补充, 可以有效地低成本地分流数据流量。对于中国电信和中国联通来说, WLAN 网络亦是其最具竞争优势的宽带网络的延伸, 因此整个 WLAN 产业都受到了运营商的额外重视。

四、重点公司推荐

4.1. 中兴通讯 (000063)

中兴通讯是全球领先的综合性通信制造业上市公司和全球通信解决方案提供商之一。该公司产品涵盖无线、核心网、接入承载、业务、终端产品等五大产品领域, 市场范围包括国内和海外市场。公司在 TD 标准以及 CDMA2000 标准方面的优势使得公司成为国内 3G 市场份额最大的设备制造商之一。

根据半年报显示, 中兴通讯上半年业绩不如人意, 净利润同比下滑 15.8%, 销售毛利率同比下滑 4.17 个百分点, 引发市场对于其未来成长能力的质疑。但我们认为中兴通讯目前处于剧烈的市场拓展时期, 公司在设备市场上采取了较大的降价措施扩大市场占有率, 从而保证客户未来设备维护和设备更新换代时继续选择使用公司的产品。此外公司在海外市场捷报频传, 手机终端产品更是打入了欧美等发达国家的通信

市场，未来增长依然有较强的保障。

目前公司股价经历一轮下跌之后估值已经处于低位，在保证市场占有率的前提下公司未来业绩大幅提升属于大概率事件。预计 11-13 年 EPS 分别为 1.10 元、1.54 元和 2.02 元。

4.2. 通鼎光电（002491）

公司自设立以来一直立足于通信传输设备行业，从事光纤光缆、通信电缆的研发、生产和销售，主要产品包括通信光缆、通信电缆。公司通信电缆产品主要用于近距音频通信、远距高频载波和数字通信及信号传输的电缆。根据用途和使用范围的不同，公司通信电缆产品可进一步细分为市内通信电缆、数字电缆、铁路信号电缆和射频同轴电缆等。公司通信光缆产品是以一定数量的光纤按照一定方式组成缆芯，用以实现光信号传输的通信线路。相比电缆而言，光缆具有传输容量大，中继段距离长、体积小、重量轻、无电磁干扰等优势，目前已广泛应用于长途干线、市内中继、近海及跨洋海底通信，局域网、专用网等有线传输线路。目前国内电信运营商的采购都采用集团公司或省级公司集中招标确定入围供应商的方式进行。运营商在确定入围供应商时通常要考虑供应商的规模、产品的质量、品牌、售后服务等因素。公司已经成为国内三大电信运营商中国移动、中国电信和中国联通的重要供应商之一；此外，公司也是铁道部铁路信号电缆的重要供应商之一。

公司上半年公布的中标情况超过我们的预期。在电信 2011 年度集中采购招标中份额排名全国第一，光缆中标 245 万芯公里，光纤中标 152.74 万芯公里。公司光缆产品在联通 2011 年度集中采购招标中份额排名全国第二，中标 68,157.00 皮长公里，光纤中标 98.60 万芯公里。经我们测算，公司今年在中国电信、中国联通光缆集采中中标额度同比上升约 40%，光纤集采中中标额度同比上升约 250%。公司光纤光缆产品在中国电信和中国联通集采中份额实现大幅度提升。我们预期公司 2011-2013 EPS 分别为 0.79 元、1.07 元和 1.37 元。

4.3. 三元达（002417）

三元达是专业从事无线网络覆盖及优化的公司。其主要为运营商提供移动通信网络覆盖、网络优化、室内分布系统、无线接入的施工及产品。解决方案涵盖了 WCDMA、TD-SCDMA、CDMA200、GSM、CDMA、WLAN 等所有目前主流网络。公司近年来毛利率一直较为稳定，在电信运营商方面有较好的口碑。在 WLAN 成为运营商投资重点方向后，公司在 WLAN 市场上取得了不俗的市场份额，并且在未来运营商连续布点的投资过程中将持续受益。

公司毛利率保持稳定，盈利水平将在投资拉动下持续提升。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.55 元、0.69 元和 0.90 元。

4.4. 华星创业（300025）

公司是国内移动通信技术服务及移动通信网络测试优化系统的领军企业。主要从事移动通信网络的普查、评估、优化以及各种网络测试用系统产品的销售。公司通过为运营商提供网络普查、覆盖优化和特殊

场景网络优化的施工以及网络测评并提交网络优化解决方案协助运营商提高网络覆盖质量以及网络运行效率。此外，公司还向运营商及主设备商提供网络测试系统用于其自行检测和评估网络运行状况以及设备运行情况。

近年来公司通过一系列并购整合延长了公司的产品线并且成功打入了电信和联通的网络优化市场，在网优行业整合度较低的市场环境下公司有望凭借领先的技术优势和成本控制能力进一步扩大市场份额，巩固已有的领先优势。

我们预计，随着运营商用户数量的提升以及网络的逐步复杂化，对于网络优化以及网络覆盖的需求也在不断提升，我们预期公司 2011-2013 年 EPS 分别是 0.50 元、0.73 元和 1.09 元。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。