

推荐（维持）

关注投资结构变化，看好运营商、光通信、专网通信

2011年10月13日

通信行业2011年四季度策略报告

上证指数 2439

行业规模

		占比%
股票家数（只）	40	2.0
总市值（亿元）	1934	0.9
流通市值（亿元）	1543	0.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-23	-13
相对表现	2	-2	-1



相关报告

- 1、《通信行业 2011 年中期投资策略：公网通信投资回暖，专网通信技术升级》2011/6/7
- 2、《通信行业 2011 年 7 月月报—行业景气度不减，中报业绩值得关注》2011/8/3

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

研究助理

陈鹏

chenpeng4@cmschina.com.cn
0755 83271951

周炎

zhouyan3@cmschina.com.cn
0755 82853775

我们通过分析全球各大研究机构对行业趋势的预判，并结合国内市场及重点公司的中报业绩表现，对通信行业发展仍然看好。随着下游投资结构发生转变，无线领域和固网宽带投资机会发生转移，并且随着专网通信的发展，未来五年进入技术升级期，我们维持整个行业投资评级为“推荐”。建议重点关注运营商、光通信、专网通信、生产代工等子行业，并选择有业绩支撑的个股，推荐海能达、中国联通、卓翼科技、中天科技。

- 全球通信领域投资稳定，宽带市场向光通信转移，3G 和数据业务引爆智能终端增长。FTTx 未来 5 年引领宽带市场增长，用户数和收入未来 5 年复合增长率分别达 25%和 22%。智能手机稳定放量，未来 5 年复合增长率达 21%。
- 国内 3G 仍然是看点，用户数增长逐渐转化为运营商收入增长。国内 LTE 的商用启动将在 2013 年，近几年随着 3G 用户渗透率越来越高，运营商开始享受 3G 高价值用户带来的收入增加。随着用户对数据业务的依赖性增加，3G 网络的差异化价值将会更加凸显。
- 维持行业“推荐”评级。2011 年全球及我国通信行业固定资产投资均有所提高，运营商资本开支未来有望在无线室内覆盖、光通信传输以及下游终端补贴上继续加大投资。从目前市场走势来看，行业内优质公司的市场认可度高，因此，我们维持行业“推荐”评级。
- 投资策略偏向有业绩支撑的领域，并且适当考虑现阶段被市场低估的子行业。在目前市场情绪依然没有转好的情况下，我们认为通信板块宜以稳定增长、确定性强为主要选择方向行业内将显现结构性机会，我们建议重点关注有投资支撑的子领域，并且适当考虑现阶段被市场低估的子行业。
- 风险提示：运营商投资低于预期，竞争激烈带来的行业整体利润率下降。

重点公司主要财务指标

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	PB	评级
海能达	24.11	0.72	1.31	2.03	33.5	18.4	3.2	强烈推荐-A
中国联通	5.36	0.12	0.32	0.53	44.7	16.8	1.5	强烈推荐-A
卓翼科技	15.7	0.5	0.8	1.14	31.4	19.6	4.4	强烈推荐-A
佳讯飞鸿	17.3	0.72	0.92	1.07	24	18.8	2.1	审慎推荐-A
中天科技	18.38	1.21	1.5	1.85	15.2	12.3	1.7	审慎推荐-A

资料来源：招商证券（2011年10月12日股价）

正文目录

一、行业变化.....	5
1、全球情况	5
2、国内情况	8
二、经营分析.....	12
1、重点公司样本池.....	12
2、经营状况	13
3、盈利能力	15
三、重点关注子行业	17
1、运营商：关注市场格局及业绩变化带来的个股投资机会	17
2、光通信：关注投资结构性变化带来的接入设备及配线设备供应商投资机会	18
3、专网通信：关注技术升级变化带来的行业性投资机会	19
4、生产代工：关注产业转移以及智能手机、光通信、平板电脑需求增长带来的代加工企业机会	20
四、行业评级与投资策略.....	22
1、估值下降明显，维持行业“推荐”评级.....	22
2、投资策略	24
3、风险提示	24
五、重点公司投资建议	25
1、海能达.....	25
2、中国联通	25
3、卓翼科技	26
4、中天科技	27

图表目录

图 1: 全球各地区移动用户情况 (百万)	5
图 2: 全球各地区 3G 用户情况 (百万)	5
图 3: 全球 2G 和 3G 用户增长率对比	5
图 4: 亚太 2G 和 3G 用户增长率对比	5
图 5: 全球上网用户数 (百万)	6
图 6: 全球宽带业务细分用户数 (百万)	6
图 7: 2010-2015 年全球智能手机出货量 (百万)	6
图 8: 2010-2015 年智能手机分区域出货量 (百万)	6
图 9: 全球手机市场规模预测	6
图 10: 亚太区手机市场规模预测	6
图 11: 全球手机上网流量预测	7
图 12: 亚太区手机上网流量预测	7
图 13: 笔记本和智能手机带动数据业务量增长 (PB)	7
图 14: 全球通信设备投资规模预测 (百万 EUR)	8
图 15: 全球有线市场 CAPEX (百万 EUR)	8
图 16: 全球无线市场 CAPEX (百万 EUR)	8
图 17: 2006-2011 年国内电信用户数 (万户)	9
图 18: 国内 3G 用户数及渗透率情况	9
图 19: 国内 3G 新增用户数及占比情况	9
图 20: 2005-2011 年国内电信投资额及同比变化情况	10
图 21: 2011 年三大运营商资本开支 (亿元)	10
图 22: 2006-2011 年国内通信行业收入及增长率	11
图 23: 三大运营商 2011 上半年总体业绩 (亿元)	11
图 24: 2011 上半年通信各子行业收入和利润同比增长情况	14
图 25: 2011 上半年各子行业收入占比	14
图 26: 2011 上半年各子行业净利润占比	14
图 27: 三大运营商 3G 市场占有率情况	17
图 28: 2011 上半年三大运营商 ARPU 情况	17
图 29: 三大运营商分季度收入及同比增长情况	17
图 30: 国内宽带市场分业务类型市场规模预测 (亿美元)	18
图 31: 我国过去十年光纤光缆市场情况	19
图 32: 全球模拟终端和数据终端市场规模	20
图 33: 全球主要 EMS/ODM 厂商 2010 年收入增长率	21

图 34: 2011 年上半年各厂家手机出货量 (单位: 万部)	21
图 35: 2011 年 1 月至今通信设备指数与沪深 300 指数对比.....	22
图 36: 通信设备行业历史PEBand	28
图 37: 通信设备行业历史PBBand	28
表 1: 通信行业上市公司选择.....	12
表 2: 2011 年上半年通信上市公司分行业经营效益情况 (百万元)	13
表 3: 2011 年上半年通信上市公司分行业收入利润同比变化情况 (百万元)	13
表 4: 2011 年上半年收入和净利润季度比较.....	15
表 5: 通信行业利润及费用分析	16
表 6: 通信行业利润及费用分析 (分季度)	16
表 7: 通信行业主要个股估值水平 (2011 年 9 月 28 日收盘价)	23

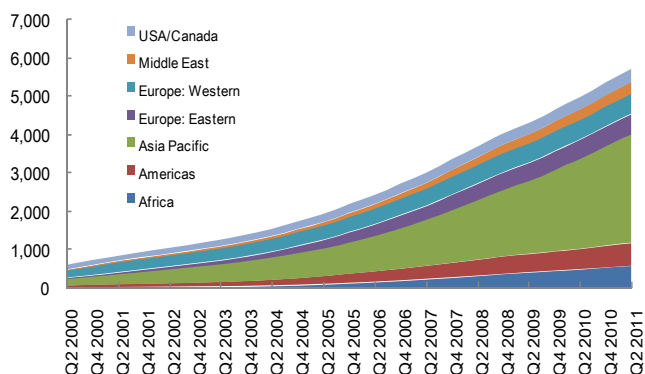
一、行业变化

1、全球情况

(1) 用户数及市场规模

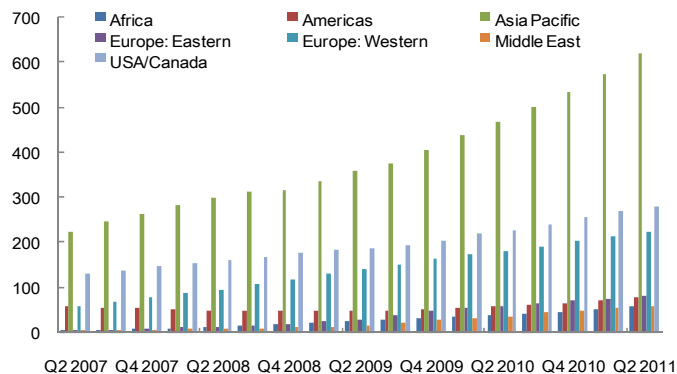
3G 仍然是移动用户未来增长点，新兴市场增速明显加快。根据 Wireless Intelligence 数据显示，截止 2011 年第二季度，全球移动用户总数达到 57 亿户，亚太区 28 亿户，占比约一半。全球 3G 用户数达到 14 亿户，其中亚太区 6.2 亿户，其次是北美 2.8 亿户和西欧 2.2 亿户。

图 1：全球各地区移动用户情况（百万）



资料来源：Wireless Intelligence，招商证券研发中心

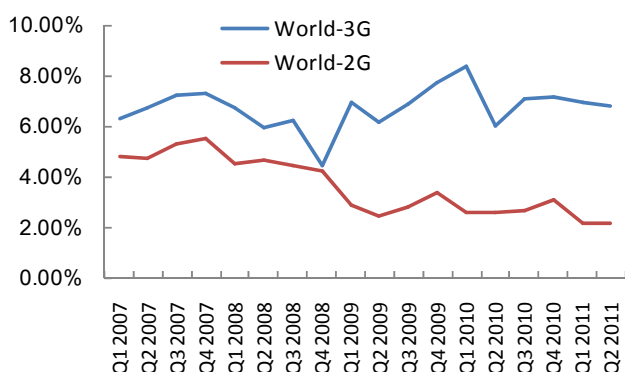
图 2：全球各地区 3G 用户情况（百万）



资料来源：Wireless Intelligence，招商证券研发中心

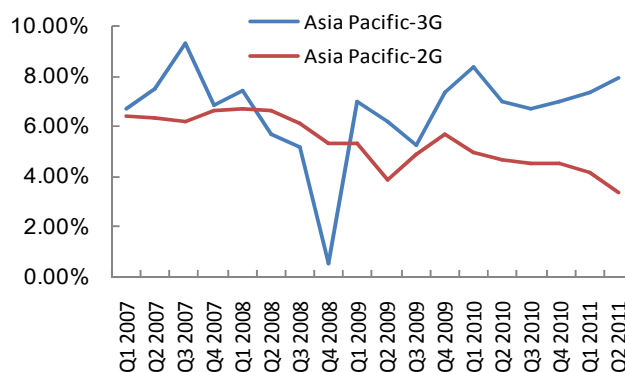
亚太区成为移动用户主要增长地区，并且全球和亚太地区的 2G 用户增速明显放慢，3G 增速稳定上升，未来 3G 用户的渗透率逐步提高。

图 3：全球 2G 和 3G 用户增长率对比



资料来源：Wireless Intelligence，招商证券研发中心

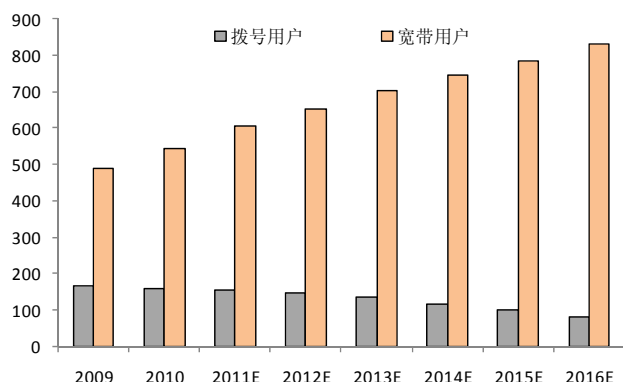
图 4：亚太 2G 和 3G 用户增长率对比



资料来源：Wireless Intelligence，招商证券研发中心

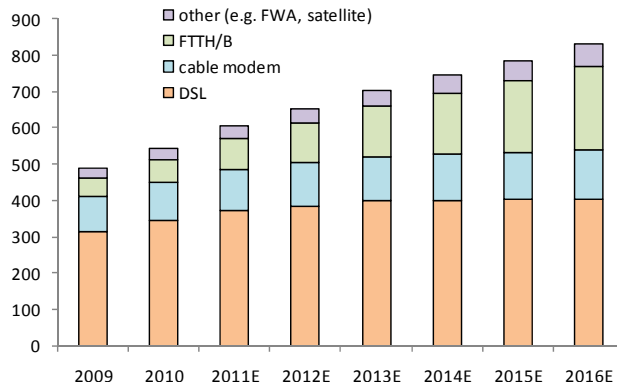
未来 5 年全球宽带市场年复合增长率 7%，FTTx 增长最快。根据 OVUM 的预测，全球宽带用户将保持快速增长，预计明年宽带用户的家庭占有率将达到 30%，占全球总人口的 8%。其中，增长最快的将是 FTTH/B，2015 年将达到 2 亿用户，占到所有宽带用户的 25%，并且未来 5 年将保持 25% 的年复合增长率。相比之下，DSL 用户的 CAGR 仅为 3%。

图 5: 全球上网用户数 (百万)



资料来源: OVUM, 招商证券研发中心

图 6: 全球宽带业务细分用户数 (百万)

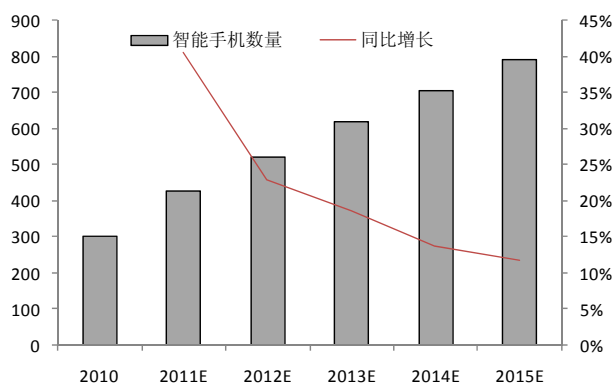


资料来源: OVUM, 招商证券研发中心

全球智能手机稳定放量, 未来 5 年复合增长率达 21%。根据 ABI 的预测, 未来 5 年智能手机出货量将保持 21% 的年复合增长, 预计今年出货量同比增长 41%, 达到 4.2 亿部, 在 2015 年达到 7.9 亿部。

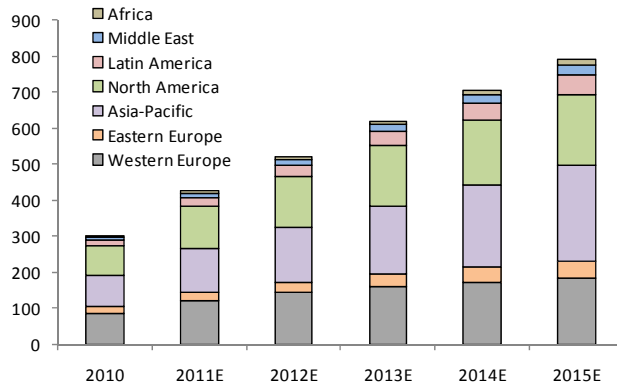
分区域来看, 新兴市场智能手机增速较快, 亚太、拉美和非洲未来 5 年 CAGR 将分别达到 21%、23% 和 20%。

图 7: 2010-2015 年全球智能手机出货量 (百万)



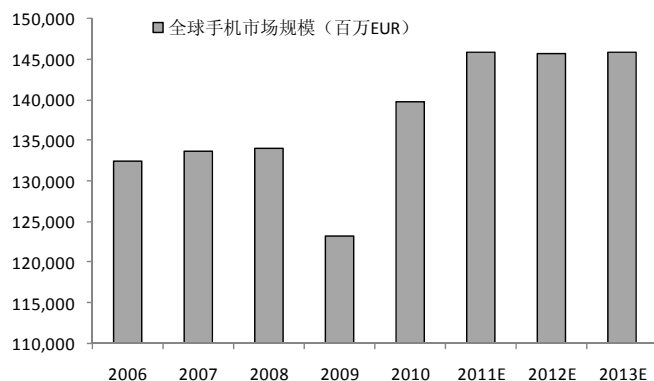
资料来源: ABI, 招商证券研发中心

图 8: 2010-2015 年智能手机分区域出货量 (百万)



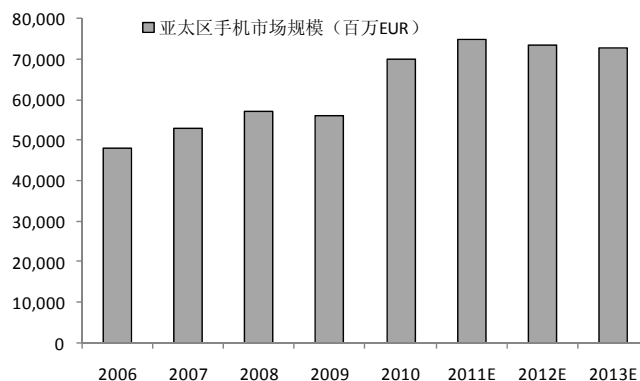
资料来源: ABI, 招商证券研发中心

图 9: 全球手机市场规模预测



资料来源: IDATE, 招商证券研发中心

图 10: 亚太区手机市场规模预测



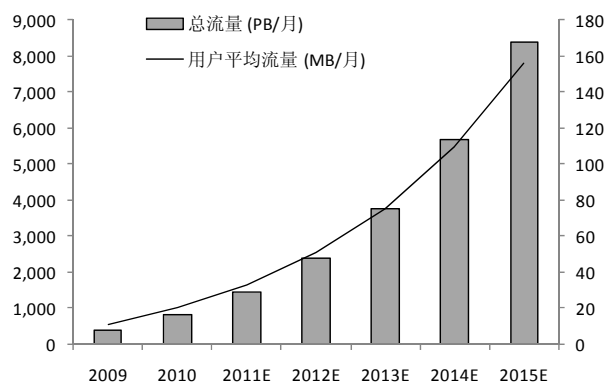
资料来源: IDATE, 招商证券研发中心

未来智能手机带动移动上网流量迅猛增长。根据 Strategy Analytics 的预测, 全球通过手机上网的流量在未来 5 年 CAGR 为 60%, 2015 年将达到 8373 PB/月, 每用户每月

平均使用流量为 156 MB，亚太区同样增长强劲，CAGR 将会达到 55%。

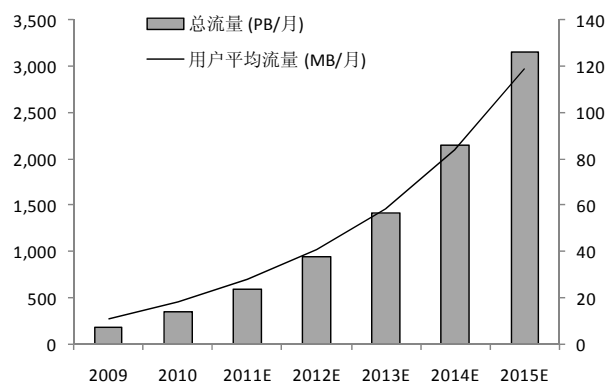
Cisco 的预测则更为乐观，认为未来 5 年全球手机上网流量复合增速为 92%，笔记本和智能手机将带动数据业务飞速增长，其中智能手机流量贡献巨大，每月平均流量 1.3 GB，为目前的 16 倍。除此之外，平板电脑在 2015 年将产生 248 PB/月的流量。

图 11：全球手机上网流量预测



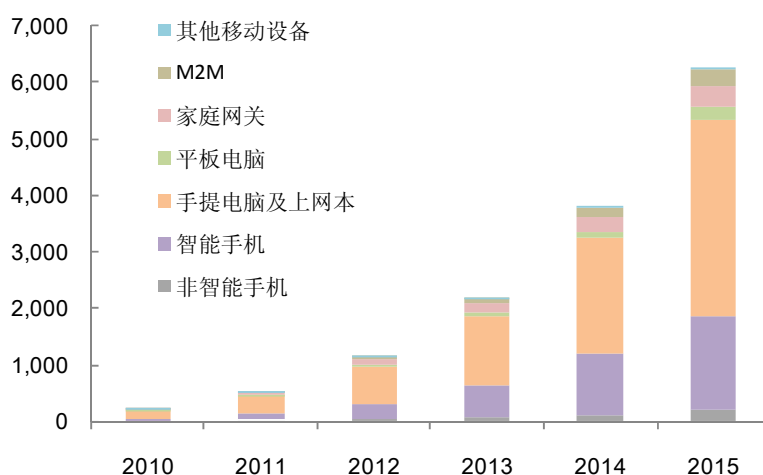
资料来源：Strategy Analytics，招商证券研发中心

图 12：亚太区手机上网流量预测



资料来源：Strategy Analytics，招商证券研发中心

图 13：笔记本和智能手机带动数据业务量增长（PB）

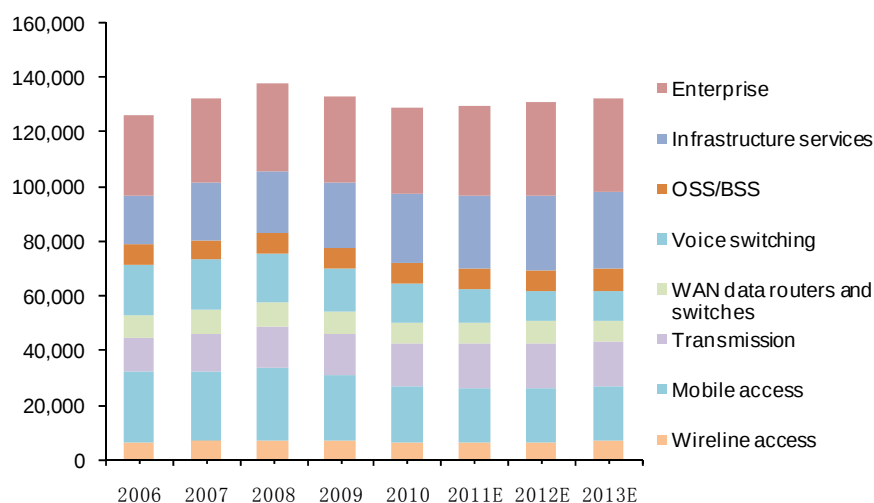


资料来源：Cisco，招商证券研发中心

（2） 资本开支

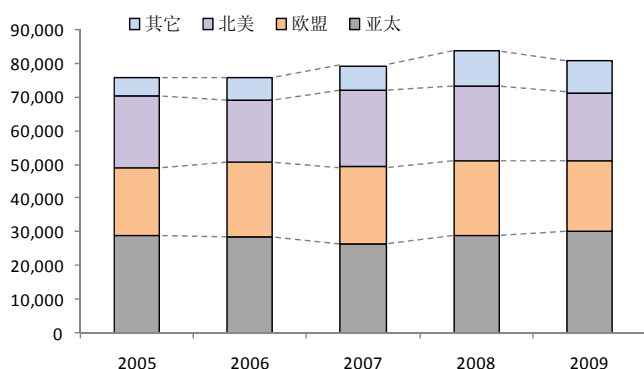
未来 3 年全球通信设备投资总额保持平稳。根据 IDATE 的预测，未来 3 年全球通信设备投资总额将保持平稳，主要原因体现在两个方面：（1）受全球金融风暴和经济衰退影响，通信设备投资难有大的起色；（2）中国设备商的迅速崛起和扩张给传统欧美厂商带来竞争压力。比如华为已经成为全球宽带市场的领导者，并且在去年和中兴分别保持 20% 和 8% 的增长。并且，国内设备商已开始进入欧洲和北美的主流市场。除设备外，华为和中兴的手机终端同样保持快速增长，后者已经成为全球前五的终端制造商。

图 14: 全球通信设备投资规模预测 (百万 EUR)



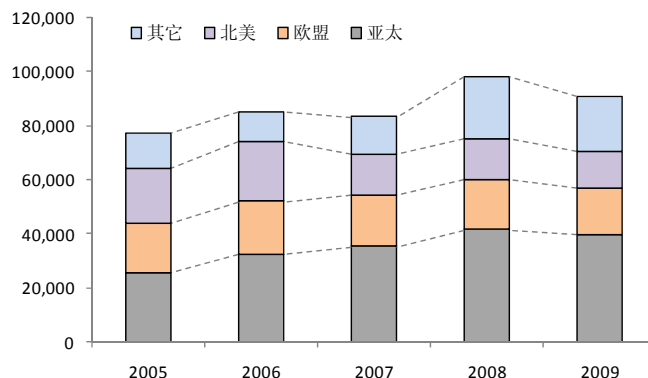
资料来源: IDATE, 招商证券研发中心

图 15: 全球有线市场 CAPEX (百万 EUR)



资料来源: IDATE, 招商证券研发中心

图 16: 全球无线市场 CAPEX (百万 EUR)



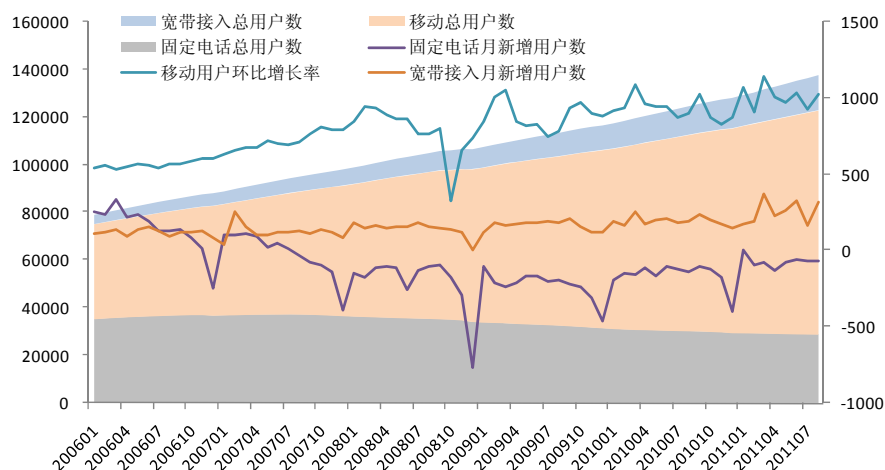
资料来源: IDATE, 招商证券研发中心

2、国内情况

(1) 用户数及市场规模

移动用户和宽带用户稳步增长。得益于 3G 用户的增长以及宽带的普及,我国移动用户数和宽带用户近年来一直保持稳步增长的趋势,截止到 2011 年 8 月,其用户数分别达到 9.4 亿和 1.46 亿。固定电话用户今年保持平稳下降趋势,截止到 2011 年 8 月,其用户数下降到 2.89 亿。

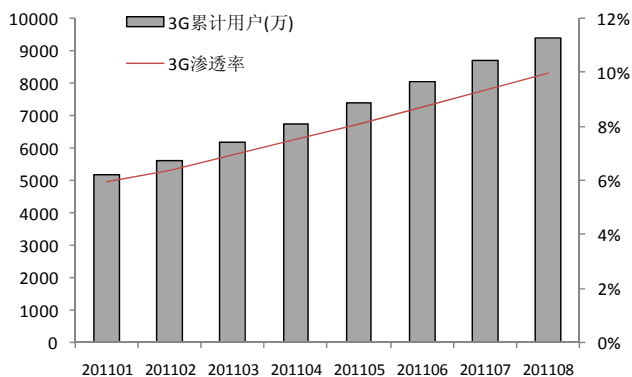
图 17: 2006-2011 年国内电信用户数 (万户)



资料来源: 工信部, 招商证券研发中心

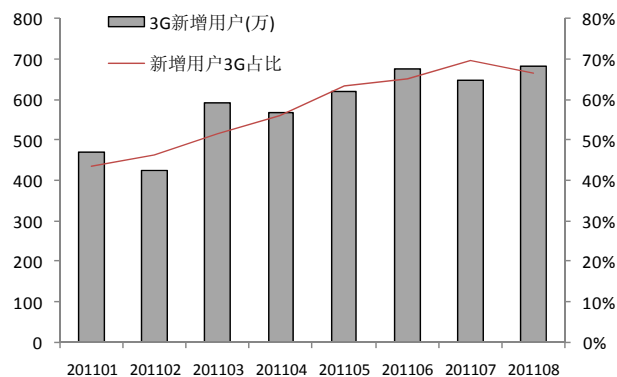
3G 用户增长迅速, 在新增移动用户中占比超 6 成。今年以来 3G 用户渗透率呈线性增长趋势, 截止到 2011 年 8 月, 我国 3G 用户数累计达到 9380 万户, 占移动总用户数的 10%。8 月份, 三大运营商月新增 3G 用户数均超过 200 万户, 并且 3G 用户在新增移动用户中占比高达 67%。根据国内外的情况, 3G 用户增长加速, 2G 用户增长放缓趋势明显, 再加上智能终端和移动互联网的快速发展, 带动运营商收入实现从 2G 到 3G, 从语音到数据的转型加速。

图 18: 国内 3G 用户数及渗透率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心整理

图 19: 国内 3G 新增用户数及占比情况

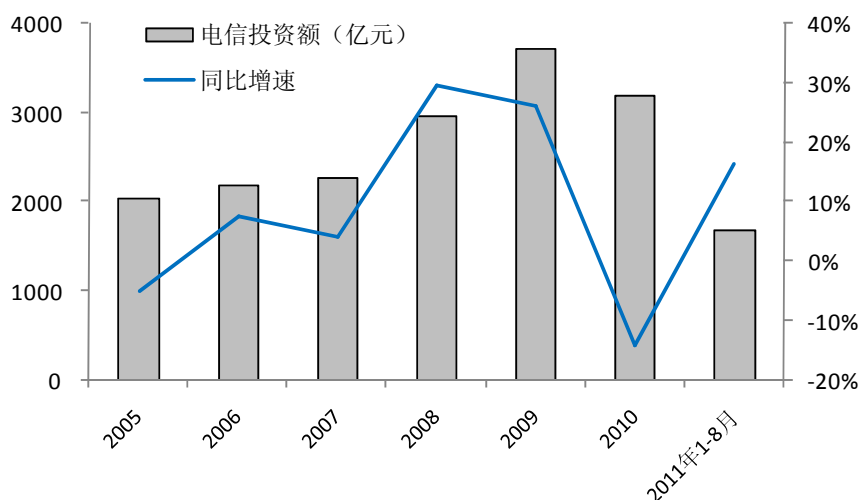


资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心整理

(2) 资本开支

整体投资今年将小幅提高, 下半年投资向话务网和宽带接入网倾斜。2008-2010 年, 受益于 3G 网络大规模建设, 国内通信行业投资维持在 3000 亿左右的高位, 2009 年达到历史最高的 3725 亿元。继 2010 年同比回落之后, 今年由于 2G 网络扩容及光纤宽带网的建设, 整体行业投资还会在 2010 年水平上小幅提高。其中, 三大运营商 (上市公司) 整体资本支出达到 2563 亿, 相比 2010 年增长 7.9%。

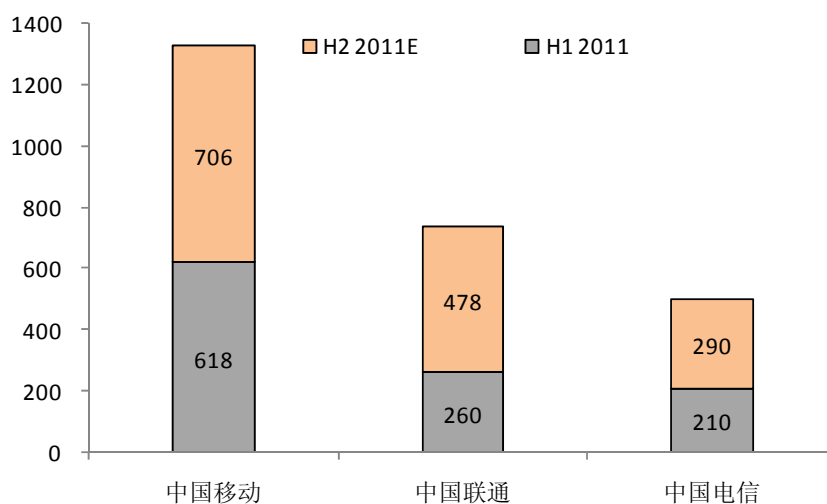
图 20: 2005-2011 年国内电信投资额及同比变化情况



资料来源：工信部，招商证券研发中心

上半年三大运营商资本支出共计 1087 亿元（上市公司），占年初总预算的 42%。投资重点放在 2G 网络扩容和光纤宽带网建设，在上半年收入稳定增长的前提下，我们认为整体行业投资还会在 2010 年水平上小幅提高，下半年投资向话务网和宽带接入网倾斜。

图 21: 2011 年三大运营商资本开支（亿元）

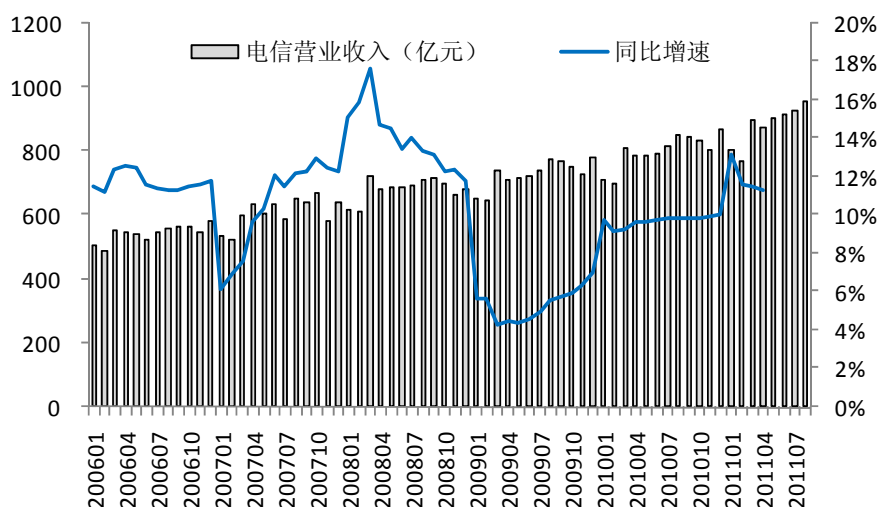


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

(3) 行业收入

3G 业务增长和宽带普及拉动行业收入稳步提升。2011 年 1-8 月我国电信行业收入合计 7031 亿元，同比增长 12.6%，今年以来收入同比增速均保持在 11%-13% 的水平，与 2008 年金融危机前水平基本持平，主要原因是 3G 业务快速发展和宽带逐渐普及拉动行业收入提升。

图 22: 2006-2011 年国内通信行业收入及增长率

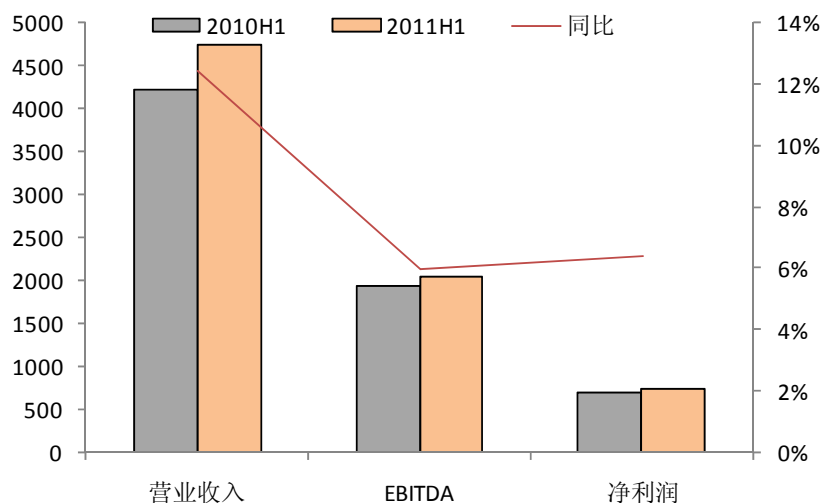


资料来源：工信部，招商证券研发中心

三大运营商营收同比增长 12%。三大运营商今年上半年共实现营业收入 4746 亿元，同比增长 12%，实现 EBITDA 和净利润同比增长分别为 6%和 6.4%，与市场预期基本一致。

分运营商来看，移动和电信的营收、EBITDA 及净利润的增长保持较为稳定。中国联通上半年营业实现快速增长，同比达到 23%，但净利润则同比下滑 5.6 个百分点，主要原因是 3G 终端补贴导致利润下滑。

图 23: 三大运营商 2011 上半年总体业绩（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

二、经营分析

1、重点公司样本池

样本选择说明: 此次我们重点选择了通信行业 A 股上市的 41 家上市公司作为分析样本, 基本上覆盖了行业的各个领域, 并且能够代表上市公司所处的不同细分行业的特征。

表 1: 通信行业上市公司选择

行业细分	公司名称	公司代码
运营商	中国联通	600050.SH
主设备商	中兴通讯	000063.SZ
增值业务	拓维信息	002261.SZ
	北纬通信	002148.SZ
	神州泰岳	300002.SZ
	鹏博士	600804.SH
光通信设备及器件	烽火通信	600498.SH
	光迅科技	002281.SZ
	日海通讯	002313.SZ
	新海宜	002089.SZ
光纤线缆	中天科技	600522.SH
	亨通光电	600487.SH
	长江通信	600345.SH
	汇源通信	000586.SZ
	特发信息	000070.SZ
	通鼎光电	002491.SZ
专网通信	海能达	002583.SZ
	海格通信	002465.SZ
	键桥通讯	002316.SZ
	东方通信	600776.SH
	佳讯飞鸿	300213.SZ
	烽火电子	000561.SZ
移动支付	东信和平	002017.SZ
	国民技术	300077.SZ
	天喻信息	300205.SZ
网络优化	世纪鼎利	300050.SZ
	中创信测	600485.SH
	奥维通信	002231.SZ
	三维通信	002115.SZ
	星网锐捷	002396.SZ
	三元达	002417.SZ
	杰赛科技	002544.SZ
	高新兴	300098.SZ
射频器件	大富科技	300134.SZ
	武汉凡谷	002194.SZ
	盛路通信	002446.SZ
生产代工	卓翼科技	002369.SZ
三网融合	捷成股份	300182.SZ
	大恒科技	600288.SH
	同洲电子	002052.SZ
	数码视讯	300079.SZ

资料来源: Wind, 招商证券

2、经营状况

2011 年上半年,重点关注的 11 个细分子行业共实现营业收入 1665.8 亿元,净利润 38.8 亿元,同比增长分别为 24%和 6%,净利润增长低于总体的营收增长水平。

表 2: 2011 年上半年通信上市公司分行业经营效益情况 (百万元)

分类	营业收入	销售费用	管理费用	财务费用	投资收益	营业利润	所得税	归属于母公司净利润
运营商	104464.0	13595.8	8476.1	772.6	444.4	3320.5	897.0	872.1
主设备商	37336.6	4913.4	1136.4	440.5	1165.3	683.7	436.4	769.3
增值业务	1908.8	116.3	319.3	(36.1)	27.6	408.6	61.9	359.9
光通信	4227.4	310.5	506.4	(13.6)	82.1	361.5	52.4	410.1
光纤光缆	7050.7	343.0	389.1	128.2	70.0	520.2	86.4	469.6
专网通信	2791.2	183.7	477.3	(10.8)	51.1	247.6	34.1	258.7
移动支付	1042.0	69.4	196.9	(24.3)	(0.3)	92.8	13.7	106.2
网络优化	2850.2	346.7	455.5	(21.8)	7.7	192.4	30.5	208.7
射频器件	1222.4	20.7	160.8	(35.8)	0.0	276.3	46.4	250.6
生产代工	566.3	5.2	17.8	(3.9)	0.0	50.4	7.2	42.6
三网融合	3121.5	218.0	315.4	17.7	25.4	127.9	26.4	129.9
通信行业	166581.1	20122.8	12451.0	1212.6	1873.1	6282.0	1692.3	3877.7

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

表 3: 2011 年上半年通信上市公司分行业收入利润同比变化情况 (百万元)

百万元 行业分类	2011H1		2010H1	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
运营商	104,464.0	872.1	84,418.6	828.5
主设备商	37,336.6	769.3	30,725.4	877.5
增值业务	1,908.8	359.9	1,474.3	317.7
光通信	4,227.4	410.1	3,474.6	324.4
光纤光缆	7,050.7	469.6	4,488.4	410.4
专网通信	2,791.2	258.7	2,339.6	229.5
移动支付	1,042.0	106.2	1,051.8	154.8
网络优化	2,850.2	208.7	2,102.4	226.0
射频器件	1,222.4	250.6	966.2	193.9
生产代工	566.3	42.6	358.5	30.0
三网融合	3,121.5	129.9	2,890.2	65.8
合计	166,581.1	3,877.7	134,289.8	3,658.5

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

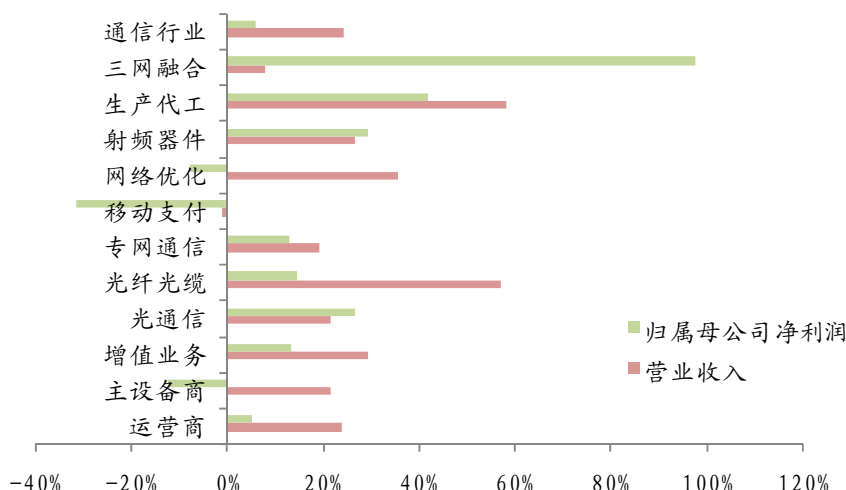
分行业来看,运营商净利增速放缓以及主设备商出现负增长是导致整个通信行业净利增速不及营收增速的主要原因。此外,网络优化、移动支付等子行业也分别出现了净利负增长的情况。

从收入来看,光纤光缆和生产代工行业增速较快,均同比超过 50%,但光纤光缆的净利率同比仅增长了 14%。我们认为,上半年运营商和国家电网对传输网的投资延续了去年的趋势。运营商的建设重点从骨干网、城域网还是转向接入网,对光纤光缆的需求仍然延续,尤其是室外馈线和室内布线的需求增长较快。国家电网十二五期间对特高压智能电网加大投资,上半年对特种导线和光电复合缆的需求不减。此外,光纤光缆中权重较大亨通光电营收同比大幅增长 206%也是影响该子行业较快增长的因素,目前,在

总体营收上，亨通光电已经超过了中天科技。然而，需求增长的背影下，也折射出恶性竞争的后果，即价格出现不理性的下跌，导致企业利润受到压缩。光纤光缆价格从去年开始大幅下跌，不过目前监管规范化、日本地震以及海外需求增长等受诸多客观因素影响，开始企稳。

主设备商中兴通讯，出现增收不增利的现象（收入同比增长 22%，净利润下滑 12%），主要原因是在海外市场采用低价强占市场的策略所致，不过长期来看，前期投入有望转化为未来收入，情况将逐渐得到改善。

图 24: 2011 上半年通信各子行业收入和利润同比增长情况

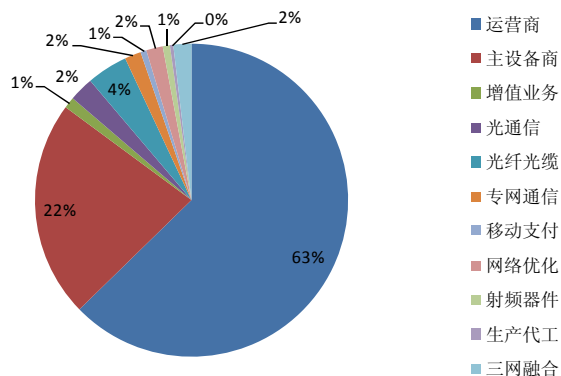


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

从整个通信行业来看，运营商仍然是行业中的大鳄，占营收总额的 63%（此处运营商仅包含中国联通一家）。主设备商占总营收的 22%，其次是光纤光缆行业，占 4%，其它行业均在 1%-2% 左右。

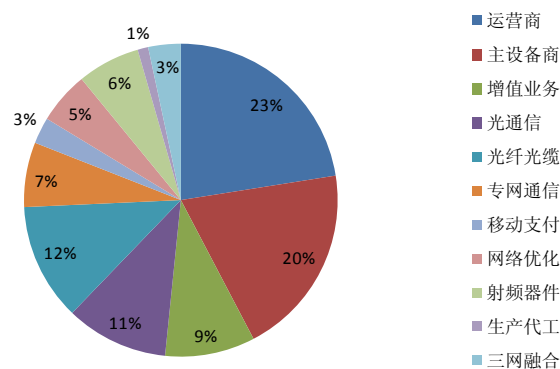
从利润角度看，运营商和主设备商为第一梯队，仍然占据了行业净利的 4 成以上，不过运营商的净利润有所降低。增值业务、光通信和光纤光缆为第二梯队，分别占 10% 左右，专网通信、射频器件和网络优化为第三梯队，占比在 5% 以上。

图 25: 2011 上半年各子行业收入占比



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 26: 2011 上半年各子行业净利润占比



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

分季度来看，通信行业二季度营收同比增长 28%，环比增长 19%，相对平稳。净利润同比增长 23%，扭转了一季度同比下降的颓势，且二季度净利环比增长达到 179%，表

现出行业向好的趋势。尤其是运营商中国联通，受 3G 业务的良好发展，收入实现稳定增长，同时，二季度受费用率稳步下降影响，使得净利大幅增长 1598%，业务反转趋势明显。主设备商中兴通讯二季度营收环比增长 48%，净利润增长 404%。

从二季度来看，专网通信子行业表现出很好的成长性，营收和净利在同比和环比指标上均大幅增长。其中，海能达作为国内专网通信领域的代表型企业，上半年净利润同比增长 391%，二季度营收同比增长 101%，净利同比增长 689%，环比增长 264%，表现出很好的成长性。

此外，整个行业季节性明显，除运营商、设备商和专网通信外，光通信设备和器件、网络优化和三网融合二季度净利环比均实现较大增幅。

表 4：2011 年上半年收入和净利润季度比较

分类	2011Q1 同比		2011Q2 同比		2011Q2 环比	
	营业收入	归属母公司净利润	营业收入	归属母公司净利润	营业收入	归属母公司净利润
运营商	22%	-87%	26%	80%	7%	1598%
主设备商	14%	16%	27%	-16%	48%	404%
增值业务	24%	10%	35%	16%	20%	37%
光通信设备和器件	10%	30%	2%	40%	64%	151%
光纤光缆	47%	65%	-3%	31%	43%	46%
专网通信	-7%	5%	83%	134%	68%	194%
移动支付	3%	-23%	-5%	-41%	-5%	-34%
网络优化	16%	-18%	54%	0%	41%	77%
射频器件	30%	51%	24%	13%	20%	3%
生产代工	61%	42%	55%	42%	15%	34%
三网融合	25%	-802%	-3%	24%	22%	118%
通信行业	20%	-19%	28%	23%	19%	179%

资料来源：Wind，招商证券研发中心

3、盈利能力

行业联动效应显著，产业链自下而上毛利率同比下降。

今年上半年通信行业毛利率下降 2.5 个百分点，净利润率同比下降 0.4 个百分点。从产业链看，主设备、光通信、以及增值业务这三条主要的产业链均体现出毛利率水平自下而上的下降趋势。分子行业看，受益于产品升级，光通信设备及器件、专网通信、射频器件、三网融合毛利率同比增长，而这种增长也仅体现在个别强势公司身上。

我们认为随着下游运营商竞争日益激烈，利润增长放缓，中游设备商和服务商，上游器件商的毛利水平逐层下行将是长期趋势，但整个过程中不乏新技术应用和产品结构性调整带来的毛利阶段性回升。

费用方面，受人员增加、研发投入的影响，移动支付、射频器件、专网通信的管理费用率同比上升，其余子行业均保持稳定或出现下降。上半年，除了光纤光缆外，财务费用率均出现下降，说明行业的现金流得到改善。

表 5: 通信行业利润及费用分析

分类	净利润率		毛利率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1
运营商	1.0%	0.8%	31.3%	29.0%	13.4%	13.0%	9.1%	8.1%	1.0%	0.7%
主设备商	2.9%	2.1%	33.5%	29.7%	13.0%	13.2%	3.7%	3.0%	2.4%	1.2%
增值业务	21.5%	18.9%	48.9%	44.7%	5.8%	6.1%	15.7%	16.7%	-0.8%	-1.9%
光通信设备及器件	9.3%	9.7%	27.6%	27.9%	7.2%	7.3%	11.1%	12.0%	0.1%	-0.3%
光纤光缆	9.1%	6.7%	23.8%	19.4%	5.7%	4.9%	5.8%	5.5%	1.5%	1.8%
专网通信	9.8%	9.3%	30.5%	31.5%	6.1%	6.6%	16.0%	17.1%	0.6%	-0.4%
移动支付	14.7%	10.2%	37.9%	33.6%	6.7%	6.7%	13.5%	18.9%	0.7%	-2.3%
网络优化	10.7%	7.3%	38.7%	36.4%	12.8%	12.2%	15.9%	16.0%	0.0%	-0.8%
射频器件	20.1%	20.5%	33.2%	36.4%	2.3%	1.7%	6.9%	13.2%	0.1%	-2.9%
生产代工	8.4%	7.5%	13.9%	12.4%	1.2%	0.9%	3.1%	3.1%	-0.5%	-0.7%
三网融合	2.3%	4.2%	18.8%	22.3%	6.0%	7.0%	9.6%	10.1%	0.5%	0.6%
通信行业	2.7%	2.3%	31.5%	29.0%	12.4%	12.1%	8.1%	7.5%	1.2%	0.7%

资料来源：招商证券研发中心

从二季度环比来看，通信行业毛利率基本持平，净利润率提升明显，主要受益于费用率的良好控制。分子行业来看，运营商和生产代工企业的毛利率环比提升，前者主要受益于中国联通费用率下降，后者是因为卓翼科技产品升级及 ODM 转型所致。

表 6: 通信行业利润及费用分析（分季度）

分类	净利润率		毛利率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2
运营商	0.1%	1.5%	27.5%	30.4%	13.4%	12.6%	8.4%	7.9%	0.9%	0.5%
主设备商	0.8%	2.9%	34.2%	26.6%	13.6%	12.8%	3.1%	3.0%	1.1%	1.2%
增值业务	17.5%	20.0%	44.0%	45.3%	6.3%	5.9%	19.5%	14.4%	-2.9%	-1.0%
光通信设备及器件	7.3%	11.2%	26.2%	28.9%	8.9%	6.4%	13.4%	11.1%	-0.6%	-0.2%
光纤光缆	6.6%	6.7%	20.2%	18.8%	5.5%	4.4%	5.9%	5.2%	1.7%	1.9%
专网通信	6.3%	11.0%	32.8%	30.8%	7.5%	6.0%	22.4%	13.9%	0.1%	-0.7%
移动支付	12.0%	8.3%	33.9%	33.3%	6.4%	7.0%	16.0%	21.9%	-1.8%	-2.8%
网络优化	6.4%	8.0%	36.3%	36.5%	14.0%	10.8%	18.5%	14.2%	-0.9%	-0.7%
射频器件	22.2%	19.1%	37.4%	35.5%	1.7%	1.7%	12.3%	13.9%	-1.6%	-4.1%
生产代工	6.9%	8.0%	11.1%	13.5%	1.1%	0.7%	2.8%	3.5%	-0.9%	-0.5%
三网融合	2.9%	5.2%	22.1%	22.4%	8.5%	5.7%	10.8%	9.5%	1.1%	0.1%
通信行业	1.3%	3.2%	28.9%	29.0%	12.7%	11.6%	7.9%	7.1%	0.8%	0.6%

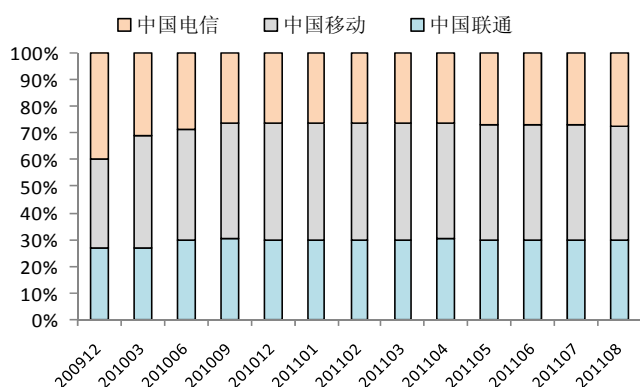
资料来源：Wind，招商证券研发中心

三、重点关注子行业

1、运营商：关注市场格局及业绩变化带来的个股投资机会

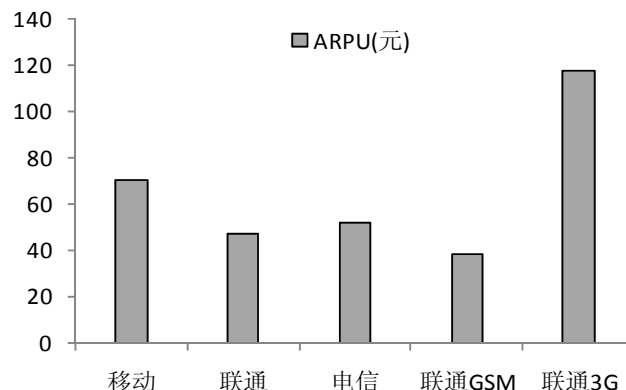
2010年下半年至今，三大运营商的3G市场份额基本保持稳定，截止到2011年8月，中国联通、中国移动、中国电信的3G市场份额分别为30%、43%、27%，3G的发展相对均衡，但中国联通3G用户质量要明显优于其他两家运营商，ARPU值仍保持在117.5元的较高水平。

图27：三大运营商3G市场占有率情况



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

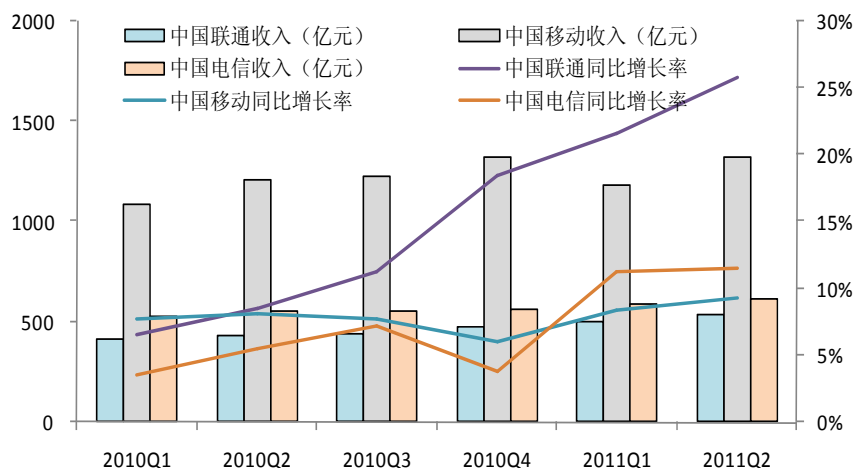
图28：2011上半年三大运营商ARPU情况



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

从收入增长情况来看，中国联通收入同比增长率明显高于中国移动和中国电信，3G对收入的拉动效应显著。未来，联通的3G用户增加将给其收入带来明显增长。

图29：三大运营商分季度收入及同比增长情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

在运营商市场中，我们认为应把握市场格局的变化，寻找在新兴3G市场中市场地位及业绩产生变化的运营商。

重点关注中国联通。

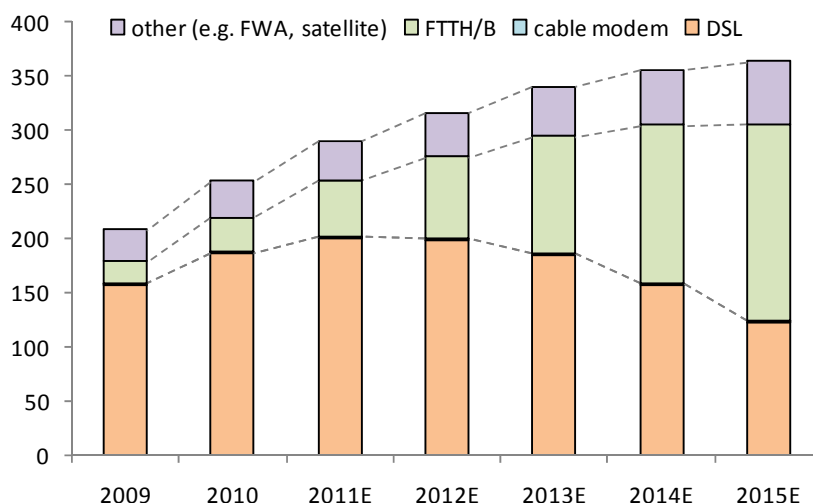
2、光通信：关注投资结构性变化带来的接入设备及配线设备供应商投资机会

FTTx 将成为我国宽带市场的主要增长点。

2010 年我国 FTTx 用户已超过 3300 万户，现网 PON 的应用规模已超过 1 亿线。2011 年仍然是国内光通信行业快速发展的一年，主要增长动力来自于运营商宽带网络的大力建设以及“三网融合”的实质性推进。

根据 OVUM 的预测，FTTx 将成为我国宽带市场的主要增长点，未来 5 年将保持 41% 的年复合增长率，在 2015 年将达到 182 亿美元，相比之下，DSL 市场在今年达到最高点后将逐年下降，被 FTTx 替代趋势明显。

图 30：国内宽带市场分业务类型市场规模预测（亿美元）



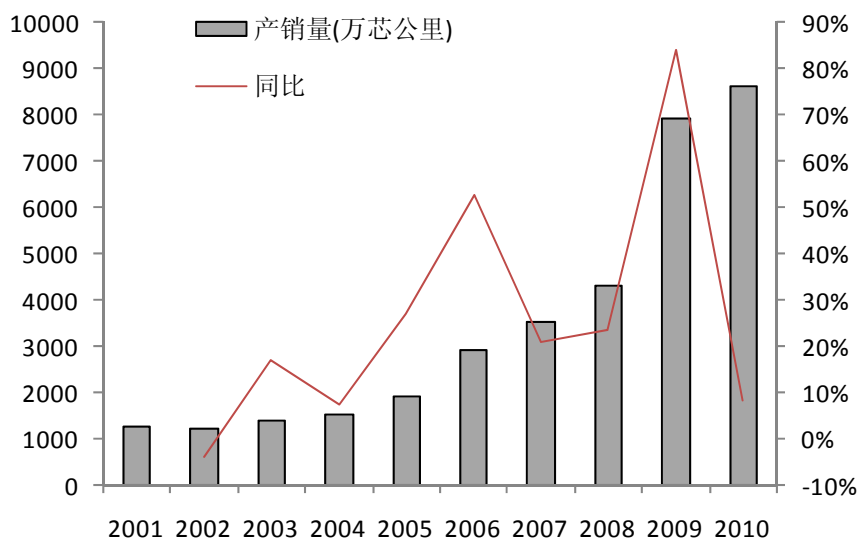
资料来源：OVUM，招商证券研发中心

光纤光缆企稳，可重点关注被低估公司

在光通信中，光纤光缆自 2005 年全球光缆市场复苏，尤其亚太市场增长迅猛，再加上国内受 2008 年运营商 3G 和 FTTx 投资需求拉动，市场保持快速增长。根据 CRU 提供的数据，2005 年至 2009 年我国光纤光缆市场的复合增长率高达 42.9%，尤其 2009 年运营商对通信设备的投入大幅增长使得我国光纤光缆市场同比增长超过 80%。此期间，受需求拉动，线缆企业经历了规模扩产，此后运营商在经历前两年骨干网和城域网大规模铺网之后，去年开始投资重心转向接入侧，光纤光缆需求增长放缓，周期性特征显著。

根据我们的预测，今年全国光纤和光缆产量分别达到 12,400 万芯公里 11,300 万芯公里，而对应的国内需求为 9,900 万芯公里和 9,000 万芯公里。国内市场，光纤光缆出现供过于求，由于产能过剩带来的价格方面的恶性竞争一度使行业遭受不良影响。

图 31: 我国过去十年光纤光缆市场情况



资料来源: CRU, 公司公告, 招商证券研发中心

宽带业务发展重心转向 FTTx，接入设备及配线设备商直接受益。

2010 年我国 FTTx 用户已超过 3300 万户，现网 PON 的应用规模已超过 1 亿线。今年上半年，三大运营商 PON 集采接近 5000 万线（分别是中国联通 2,500 万线，中国移动 800 万线和中国电信 1,600 万线），超出市场预期。截止到目前，今年三大运营商在 PON 设备采购量均较往年大幅增长。随着运营商 FTTx 的建设加快，并且在“十二五”期间，我国将构建下一代信息基础设施，统筹布局新一代移动通信网、下一代互联网、数字广播电视网、卫星通信等设施建设，形成超高速、大容量高智能国家干线传输网络，未来必然会带动整体光网城市建设提速，从而对光通信产业链上下游的发展起到良好的驱动作用。预计未来三年国内三网融合及宽带光纤接入的投资将达 6000 至 7000 亿元。

在我们看来，随着 FTTx 和三网融合的建设，接入设备及配线设备投资未来增长具有相当的确定性，具有一定的投资机会。

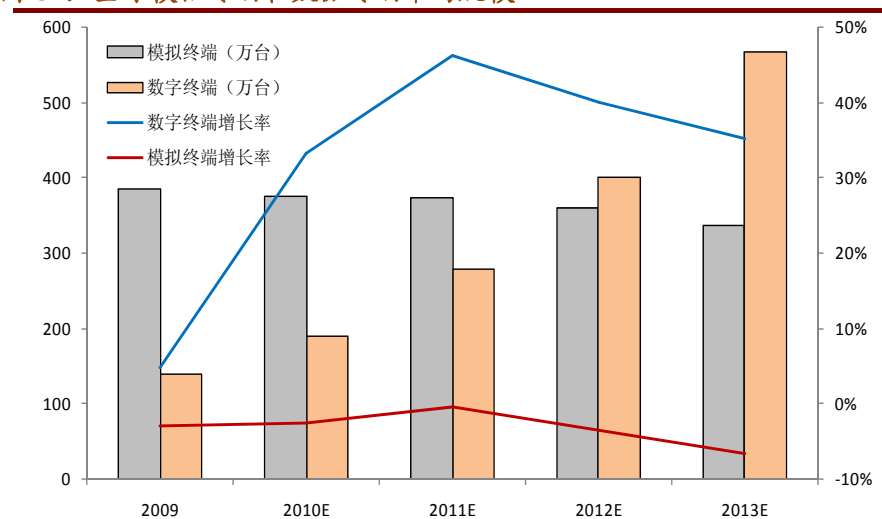
重点关注公司包括日海通讯、烽火通信、中兴通讯、中天科技、亨通光电等。

3、专网通信：关注技术升级变化带来的行业性投资机会

一方面，从技术标准而言，专网通信已经进入从模拟向数字升级的变革阶段，技术升级是行业发展的基本驱动力，美国、日本和中国相继出台了推动行业数字化升级的频率规划政策，中国专网通信数字标准也已成功推出。另一方面，以公共安全、大型活动、基础建设、企业规模为代表的社会经济的发展，会带来专网通信需求的扩大和升级，我国 2011 年 6 月 1 日开始施行的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中，也相应新增了专网通信的内容。我们认为未来五年将是专网通信行业快速成长的时期，具备整体行业性投资机会。

从整体来看，专业无线通信行业由模拟技术向数字技术转型仍将是一个长期的平滑渐进的过程，预计 2009-2013 年专业无线通信模拟产品出货量复合下降率约为 3%，收入复合下降率为 8%，数字产品出货量复合增长率约为 40%，收入复合增长率为 20%（IMS Research）。

图 32: 全球模拟终端和数据终端市场规模



资料来源: IMS, 招商证券研发中心

我们认为，在专网通信行业“模转数”技术升级过程中，具有强大技术能力和市场能力的企业在行业成长中受益更明显，竞争优势将不断被强化。

重点关注公司包括专网通信龙头海能达，以及东方通信、海格通信等。

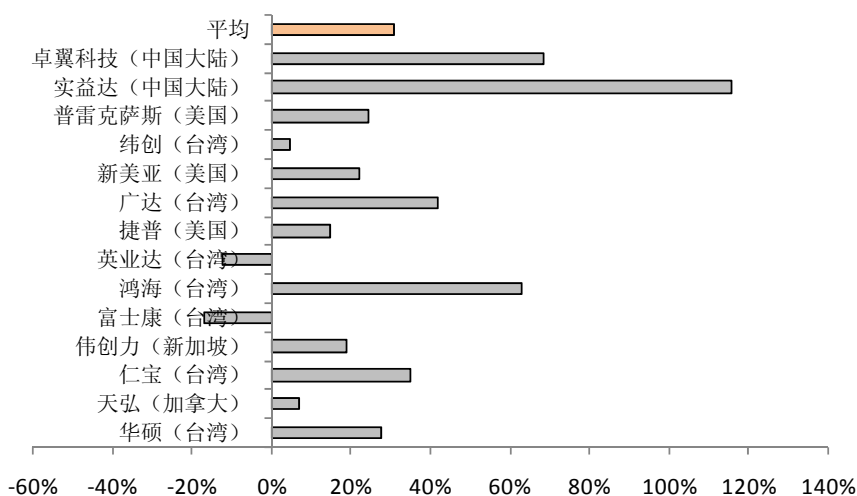
4、生产代工：关注产业转移以及智能手机、光通信、平板电脑需求增长带来的代加工企业机会

生产代工产业国内转移，具有资金先发优势的国内企业有望做大做强。国内随着技术、人才、设备等各方面资源的不断完善以及成本优势，中国大陆成为全球电子制造外包业务前夜的重点地区，富士康、伟创力、华硕等全球排名靠前的国际企业纷纷在大陆投资建厂或者采购，给大陆的本土企业带来了机会。

另一方面，华为、中兴、联想等通信设备商、IT厂商近年来在国际市场的迅速发展，也为中国大陆电子制造外包企业带来发展壮大的机会。

从 2009-2010 年全球企业的发展情况比较来看，包括卓翼科技在内的中国大陆企业的平均收入增长率在 70%以上，远远超过了全球 33%的增长率。

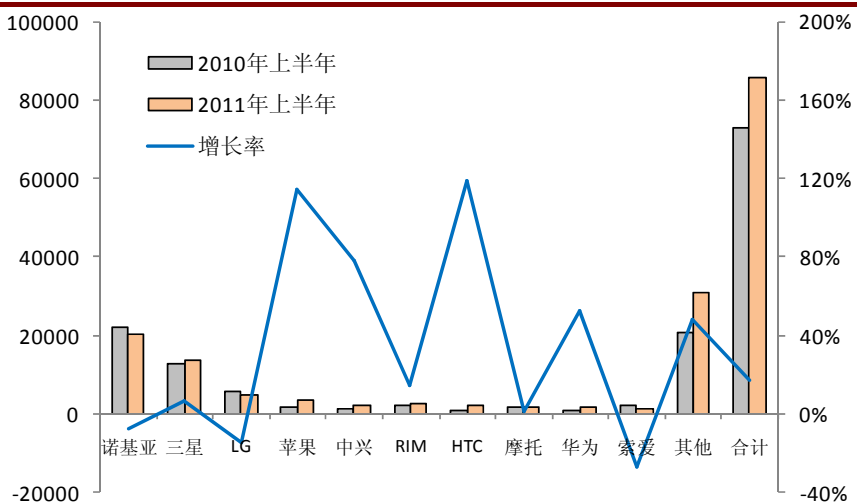
图 33: 全球主要 EMS/ODM 厂商 2010 年收入增长率



资料来源: Bloomberg, 招商证券

随着国内本土手机企业打造的“千元智能手机产业链”突围取得成功，上游本土代加工企业获得成长契机。据 Gartner 统计，得益于 Android 系统的推广以及中国地区的成本优势，2011 年上半年，中国大陆及台湾厂商的手机出货量增长迅速，中兴、华为、HTC 的增速均居前列。其中，中兴通讯是卓翼科技未来手机的主要供货商之一，2011 年上半年，手机出货量达到 2230 万台，同比增长 78%。ABI 预测，未来三年，全球手机出货量还会保持 5-7% 的增速，智能手机则会保持 20% 左右的高增长。中兴、华为这类国内公司，其增速会大大高于全球水平，作为其代工商的国内企业将会面临巨大的成长机会。

图 34: 2011 年上半年各厂家手机出货量 (单位: 万部)



资料来源: Gartner, 招商证券研发中心

重点关注卓翼科技等。

四、行业评级与投资策略

1、估值下降明显，维持行业“推荐”评级

2011 年 1 月至今，受大盘影响，通信行业市场表现较差，今年以来通信设备指数下跌 23%，同期沪深 300 指数下跌 19%。

图 35: 2011 年 1 月至今通信设备指数与沪深 300 指数对比



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

以我们的股票池为研究标的，按 2011 年 9 月 30 日收盘价计算，2011 年平均市盈率为 28 倍，相比 2010 年 41 倍平均市盈率下降 34%，已经处于除金融危机时期外的历史较低水平，但与年中时候基本持平，说明行业内的优质公司的市场认可度依然较高。

考虑到 2011 年全球及我国通信行业固定资产投资均有所提高，运营商资本开支未来有望在无线室内覆盖、光通信传输、以及下游终端补贴上继续加大投资，因此我们维持行业“推荐”评级。

未来，行业内将显现结构性机会，我们建议重点关注有投资支撑的子领域，并且适当考虑现阶段被市场低估的子行业。

表 7: 通信行业主要个股估值水平 (2011 年 10 月 12 日收盘价)

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
运营商								
600050.SH	中国联通	5.36	0.12	0.32	0.53	44.7	16.8	10.1
主设备商								
000063.SZ	中兴通讯	17.31	1.15	1.45	1.86	15.1	11.9	9.3
增值业务								
002261.SZ	拓维信息	14.84	0.59	0.82	1.13	25.2	18.1	13.2
002148.SZ	北纬通信	14.73	0.31	0.51	0.75	46.9	28.9	19.6
300002.SZ	神州泰岳	28.15	1.16	1.52	1.89	24.2	18.6	14.9
600804.SH	鹏博士	7.24	0.22	0.36	0.51	32.9	20.1	14.2
光通信设备及器件								
600498.SH	烽火通信	28.23	1.07	1.37	1.61	26.4	20.6	17.6
002281.SZ	光迅科技	33.83	1.04	1.34	1.67	32.5	25.2	20.2
002313.SZ	日海通讯	43.95	1.52	2.15	2.91	28.9	20.4	15.1
002089.SZ	新海宜	11.61	0.58	0.76	1.05	20.1	15.2	11.0
光纤光缆								
600522.SH	中天科技	18.38	1.21	1.50	1.85	15.2	12.3	9.9
600487.SH	亨通光电	22.40	1.24	1.58	1.80	18.0	14.2	12.4
002491.SZ	通鼎光电	15.87	0.76	0.94	1.22	20.8	16.8	13.0
专网通信								
002583.SZ	海能达	24.11	0.72	1.31	2.03	33.5	18.4	11.9
002465.SZ	海格通信	25.50	0.87	1.10	1.41	29.3	23.3	18.1
002316.SZ	键桥通讯	11.85	0.36	0.52	0.00	32.8	22.9	
600776.SH	东方通信	5.49	0.23	0.44	0.63	24.3	12.5	8.8
300213.SZ	佳讯飞鸿	17.30	0.72	0.92	1.07	24.0	18.8	16.1
000561.SZ	烽火电子	7.83	0.20	0.29	0.39	39.5	27.0	19.9
移动支付								
002017.SZ	东信和平	12.64	0.39	0.58	0.00	32.4	21.7	
300077.SZ	国民技术	23.53	0.77	1.00	1.32	30.6	23.6	17.9
300205.SZ	天喻信息	33.55	0.93	1.29	1.78	36.1	26.0	18.9
网络优化								
300050.SZ	世纪鼎利	17.24	1.03	1.34	1.75	16.7	12.9	9.9
600485.SH	中创信测	13.01	0.44	0.59	0.89	29.6	22.1	14.7
002231.SZ	奥维通信	14.24	0.40	0.65	0.86	35.4	21.8	16.7
002115.SZ	三维通信	15.21	0.62	0.81	1.07	24.6	18.8	14.3
002396.SZ	星网锐捷	12.68	0.52	0.67	0.83	24.5	18.9	15.2
002417.SZ	三元达	13.95	0.48	0.71	0.97	29.1	19.6	14.4
002544.SZ	杰赛科技	14.50	0.47	0.75	1.03	30.8	19.3	14.1
300098.SZ	高新兴	27.93	0.75	1.11	1.27	37.3	25.2	22.0
射频器件								
300134.SZ	大富科技	21.80	1.15	1.59	2.09	19.0	13.7	10.4
002194.SZ	武汉凡谷	10.16	0.44	0.52	0.59	23.0	19.7	17.2
002446.SZ	盛路通信	14.59	0.49	0.70	0.95	29.8	21.0	15.3
生产代工								
002369.SZ	卓翼科技	15.70	0.50	0.80	1.14	31.4	19.6	13.8
三网融合								
300182.SZ	捷成股份	36.64	0.95	1.44	2.08	38.4	25.4	17.6
600288.SH	大恒科技	8.32	0.57	0.80	0.99	14.5	10.4	8.4
002052.SZ	同洲电子	10.30	0.34	0.63	0.91	30.6	16.4	11.3
300079.SZ	数码视讯	22.56	0.95	1.28	1.71	23.8	17.7	13.2
算术平均值			0.69	0.96	1.22	28	19	15

资料来源：Wind，招商证券研发中心

2、投资策略

在目前市场情绪依然没有转好的情况下，我们认为通信板块宜以稳定增长、确定性强为主要选择方向，重点关注运营商、光通信、生产代工、专网通信等子行业，建议选择有业绩支撑的个股，推荐海能达、中国联通、卓翼科技、中天科技。

3、风险提示

运营商投资低于预期。国内 3G 网络覆盖基本建设完成，4G 网络短期大规模建设的可能性不大，运营商资本开支在短期内可能会保持稳定或有所下降，从而影响整个行业的发展。

竞争激烈带来的行业整体利润率下降。上半年全球主要通信设备商的利润率均不同程度下滑，不排除这些设备商会将其成本压力转移到其供应商，影响整体行业盈利能力。

五、重点公司投资建议

1、海能达

投资要点:

- 从行业的角度来看，专网通信行业进入“模转数”技术升级期，掌握核心技术的公司具有巨大的成长机遇。从整个行业来看，专网通信正在经历从模拟向数字升级的变革阶段。与模拟技术相比，数字技术在语音质量、通信安全、频谱效率、业务功能丰富性等诸多方面有明显的优势。美国、日本和中国相继出台了推动行业数字化升级的频率规划政策。在专网通信行业“模转数”技术升级过程中，具有强大技术能力和市场能力的企业在行业成长中受益更明显，竞争优势将不断被强化。
- 海能达掌握核心数字技术标准：国外市场上，海能达掌握主流技术标准，性价比优势明显，空间极为广阔：在海外市场上，公司收入增长点主要在 TETRA 和 DMR 产品。产品性能上，海能达不差于摩托罗拉等主流厂商，同样性能的产品，海能达的价格要比国外竞争对手便宜 30-50%，性价比优势明显。国内市场，海能达制定国产 PDT 技术标准，占据绝对优势：海能达是国内 PDT 标准的核心起草单位，是全球第一家推出 PDT 产品的厂家，技术优势非常显著。全国公安系统 PDT 网络建设规模在 120-150 亿左右，会在未来五年之内逐步建设完成。海能达至少能占据 50% 以上份额，未来五年，国内公安 PDT 市场应该至少为公司贡献 60 亿左右收入。
- 未来业绩大幅增长比较确定，承接整体解决方案项目和收购扩张提供了业绩超预期可能：自今年上半年营收同比增长 65%，净利同比增长 391%。公司未来主要增长点的数字产品出现大幅放量，数字终端收入增长 545%，传统模拟市场也保持平稳增长。公司预计今年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比将大增 100-130%。公司将来会有机会承接专网通信整体解决方案项目，投资一般在几千万美金以上，金额巨大。公司目前还有 5 亿左右的超募资金在手，不排除公司未来会通过收购兼并的方式进入军工、铁路、系统集成等市场，新兴市场的开拓将为海能达的进一步扩张提供新的空间。
- 维持公司“强烈推荐-A”投资评级：我们预计 2011-2013 年海能达 EPS 分别为 0.72/1.31/2.03 元，维持“强烈推荐-A”投资评级，6 个月目标价 33.00 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 45.8/25.2/16.3。

2、中国联通

投资要点:

- 3G 用户增长屡创新高，手机补贴规模得以控制，补贴效率大幅提升：中国联通 8 月份净增 3G 用户 204.9 万户，同比增长 102.9%，环比增长 9.3%，用户总数达到 2786.8 万户，3G 月净增用户和日净增用户再创历史新高。借助渠道、终端和内容应用，联通 3G 业务得以规模化快速发展，ARPU 保持稳定；同时，3G 手机补贴规模得到了有效控制，2010 年第四季度至 2011 年第二季度分别为 19.1、19.0、11.6 亿元，手机补贴的使用效率大幅度提升，近三个季度 3G 净增用户数分别为 350.6

万、447.5 万、541.0 万。

- **低端智能手机即成为未来全球发展主流，第四季度中国联通多款千元智能机将大量铺货，全年 3G 净增 2500 万目标无忧：**iSuppli 数据显示，2015 年前低端手机复合年均增长率为 115.4%，中高端智能机则为 16.4%，低端智能手机即成为未来全球发展主流。中国联通 10-12 月预计会向全渠道提供千元大屏 3G 智能手机 800 万部。本身 9-12 月是行业的传统旺季，再加上针对开学季推出 36 元“沃派”校园套餐，以及可能在第四季度推出的新一代 iPhone 手机，我们认为其全年 3G 净增 2500 万目标无忧。
- **联通已经渡过经营拐点，业绩反转形势确立：**上半年的经营情况，毛利率提升明显，费用率稳步下降，盈利能力迅速提高。我们认为联通的盈利能力还将持续提高，公司经营继续向好，联通已经渡过了业绩拐点，业绩开始反转。
- **维持公司“强烈推荐-A”投资评级：**我们认为，联通业绩反转形势已经确立，未来公司业绩将大幅增长。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.12/0.32/0.53 元，维持“强烈推荐-A”投资评级，给予公司 6 个月目标价 8.00 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 67.7/25.4/15.2。

3、卓翼科技

投资要点：

- **行业稳健增长，中国大陆成为产业转移的重点地区：**自 2006 年以来，除了 2009 年受到全球性金融危机影响同比下降外，全球电子制造外包行业基本上保持了 10% 以上的稳健增长，2011-2014 年收入复合增长率维持在 8% 左右。随着技术、人才、设备等各方面资源的不断完善以及成本优势，中国大陆成为全球电子制造外包业务迁移的重点地区，给大陆的本土企业带来了机会。另一方面，华为、中兴、联想等通信设备商、IT 厂商近年来在国际市场的迅速发展，也为中国大陆企业带来巨大的合作发展壮大的机会。从 2009-2010 年全球企业的发展情况比较来看，包括卓翼科技在内的中国大陆企业的平均收入增长率在 70% 以上，远远超过了全球 33% 的增长率。
- **下游需求高速增长，未来业绩增长确定：**卓翼科技传统的 DSL 业务将会通过扩大在华为、中兴等厂商的市场份额保持稳定增长。手机业务将会是未来业绩增长的主要亮点之一，全球手机出货量还会保持 5-7% 的增速，智能手机则会保持 20% 左右的高增长。中兴、华为这类国内公司，其增速会大大高于全球水平，作为其代工商的卓翼科技将会面临巨大的成长机会。目前卓翼科技的主要产品是 PCBA，以后这块业务会发展成手机整机，预计 2011 引进整机业务，2012 纳入供应链管理，做成 ODM 模式。PON 和 Wifi 受益于行业高速增长，卓翼科技作为华为、中兴的主要制造外包厂商之一，此类业务将得以蓬勃发展。同时，定向增发募投项目具有较高的盈利确定性，将为公司 2013 后的业务布局和利润增长奠定坚实基础。
- **给予公司“强烈推荐-A”投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.50/0.80/1.14 元（考虑到定增方案尚有不不确定性，以及主要项目投产时间均在 2013 年底以及 2014 年，此盈利预测未考虑定向增发项目影响），现在股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 31/20/14 倍，给予公司“强烈推荐-A”投资评级。

4、中天科技

投资要点:

- **国内运营商光通信集采超预期，海外需求增长强劲，给光纤光缆行业企稳回升营造客观条件。**三大运营商今年 PON 设备招标接近 5000 万线，光网城市建设提速，有利于对上游光纤光缆产能增长的消化。预计下半年光纤光缆市场小幅反弹，全年保持 10%左右增长。未来海外市场的强劲需求，为国内企业迎来出口转型机遇，促进产能消化。
- **“十二五”期间，公司电力线缆占比提高，特种导线和 OPGW 看好：**根据国家电网远景规划目标，我们预计公司的电缆收入将大幅提升。同时，特种导线对于普通导线的替代趋势明显，以及受 OPGW 需求拉动，使公司整体毛利水平得以维持。
- **募投项目助推公司产业升级，利好公司长期演进：**光纤预制棒项目达产后可以为公司节省约 40%的成本，届时将提升公司毛利水平，增强公司的光纤光缆一体化产业能力，并向“U 型曲线”的两端延伸。
- **受益于光纤价格企稳和公司费用率的良好控制，第二季度净利润同比和环比增长显著，毛利率环比回升。**全年，公司整体费用率将保持稳中有降。预计公司下半年净利润同比增长接近一成，环比增长超三成，由于受一季度拖累，全年保持 8%的总体增长水平。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 1.21/1.50/1.85 元，现在股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 15/12/10 倍，我们认为现阶段公司被市场低估。

图 36: 通信设备行业历史PEBand

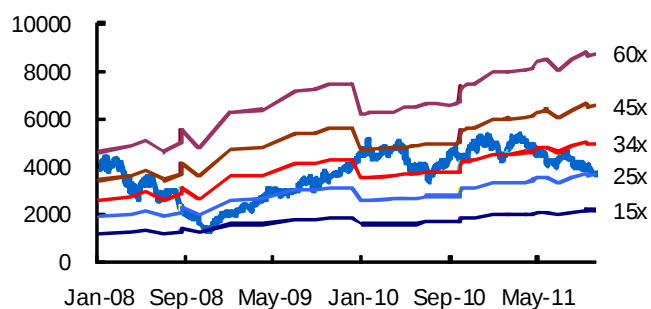
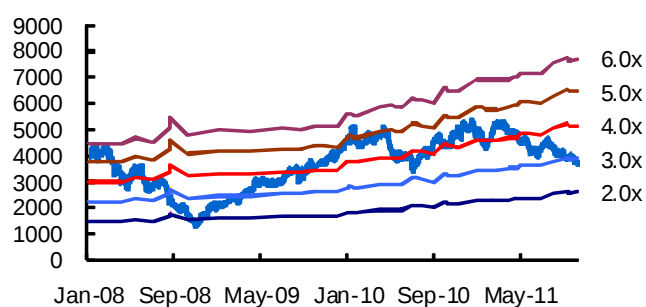


图 37: 通信设备行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯；
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

- 1、《通信行业 2011 年中期投资策略: 公网通信投资回暖, 专网通信技术升级》2011/6/7
- 2、《通信行业 2011 年 7 月月报 行业景气度不减, 中报业绩值得关注》2011/8/3
- 3、《海能达-掌握核心技术, 享受专网通信行业“模转数”盛宴(强烈推荐-A)》2011/8/3
- 4、《中国联通-中报大幅超预期, 业绩反转形势确立(强烈推荐-A)》2011/8/25
- 5、《中天科技-光纤光缆大势企稳, 公司业务多点部署(审慎推荐-A)》2011/9/12

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师，2006-2010年《新财富》电子行业最佳分析师。

陈鹏，工学学士，管理学硕士，6年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

周炎，信息与计算科学学士，理学硕士，3年运营商从业经历，目前为招商证券通信行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。