

通信及通信设备行业

行业研究报告

评级：中性 维持

毛利率拐点将让冬天延续
——2012 年通信行业投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
中国联通 (600050)	买入
中兴通讯 (000063)	买入
通鼎光电 (002491)	买入
华星创业 (300025)	买入
亨通光电 (600487)	买入
神州泰岳 (300130)	增持
中天科技 (600522)	买入
烽火通信 (600498)	增持
三元达 (002417)	增持

投资要点:

通信板块今年大幅下跌，估值依然偏高。受到今年前三季度业绩低于预期的影响，今年以来申万通信设备指数下跌 31.26%，同期上证指数下跌 17.29%。目前通信设备行业整体 PE 水平为 30 倍，处于历史较低水平。但是相对于上证指数整体 12 倍的 PE，通信设备行业 PE 估值是上证指数的 2.59 倍，相对估值依然处于历史较高水平。

毛利率拐点到来。今年前三季度通信设备行业整体毛利率为 27.49%，同比下降 2.49%，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，我们认为明年毛利率将维持下降趋势。

2012 年营业收入将增长 20%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，预计明年电信固定资产投资预计将增 9%，出口增长 29%，预计全年通信设备行业营业收入将增长 20%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，维持“中性”评级。我们建议 2012 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。重点推荐利润拐点到来的**中国联通**，价值低估的**中兴通讯**，行业地位上升的**通鼎光电**，行业整合者**华星创业**和移动互联网的**神州泰岳**，同时建议关注价格超跌的**中天科技**和**亨通光电**。

相关报告

- 《通信行业 2011 年四季度策略报告》2011.10.13
- 《通信行业 2011 年中期策略报告》2011.7.1
- 《通信行业 2011 年策略报告》2010.12.11
- 《通信行业 2010 年 4 季度策略报告》2010.10.21

通信行业研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

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>

请务必阅读正文后的免责声明部分

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、 预计 2012 年通信设备行业营业收入同比增长 20%	6
3.1 通信设备行业营业收入影响因素	6
3.2 明年营业收入稳步增长	7
四、 通信子行业投资策略	8
4.1 电信运营商	8
4.2 系统设备商	9
4.3 光纤光缆	10
4.4 网络优化	11
4.5 移动互联网	12

图表目录

图 1: 通信行业 2011 年市场表现	3
图 2: 每年上半年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	6
图 8: 通信设备行业上市公司国外销售收入占比持续上升(亿元)	7
图 9: 电信固定资产投资额变化情况	7
图 10: 运营商具有明显的规模效应	8
图 11: 中国联通营业收入和净利润预测（亿元）	8
图 12: 2008-2015 年全球电信投资规模统计及展望（单位：十亿美元）	9
图 13: 国内光纤价格保持下降趋势（单位：元）	10
图 14: 中国手机上网网民规模	12
图 15: 智能手机出货量和渗透率	12
表格 1: 中兴通讯在 LTE 基础设施供应商综合评分排名中位列第三	9
表格 2: 国内 2011 年和 2012 年光纤产能（万芯公里）	10
表格 3: 华星创业盈利预测	11
表格 4: 通信行业重点关注公司评级	13

一、通信板块前期市场表现回顾

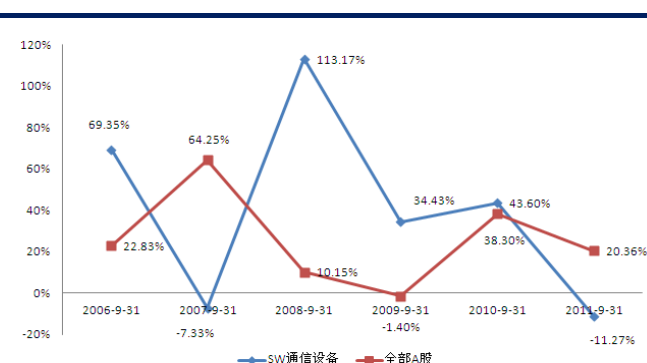
通信设备行业 2011 年前三季度净利润同比下降 11.27%，业绩表现低于市场预期。低迷的业绩导致通信行业股价今年大幅下跌，申万通信设备¹指数下跌 31.26%，同期上证指数下跌 17.29%，通信设备行业整体跑输大盘。

图 1：通信行业 2011 年市场表现



资料来源：wind，德邦证券研究所

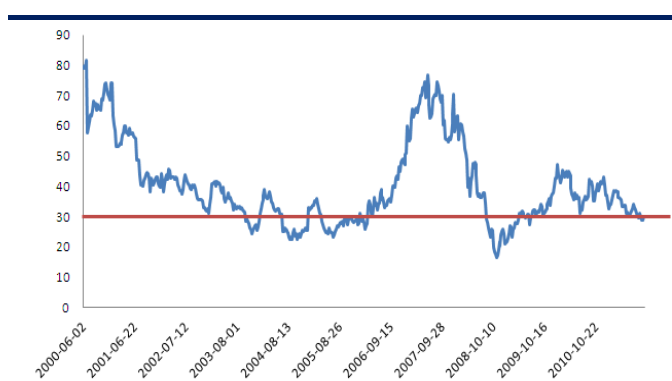
图 2：每年上半年通信设备行业净利润同比增长率



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 30 倍，处于历史较低水平。但是相对于上证指数整体 12 倍的 PE，通信设备行业 PE 估值是上证指数的 2.59 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



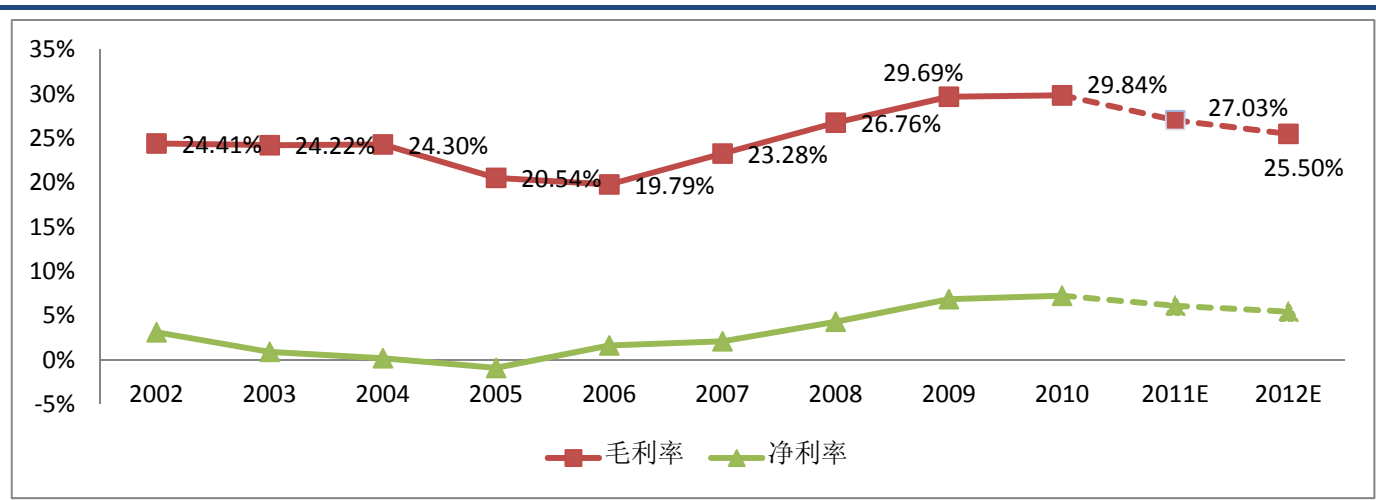
资料来源：wind，德邦证券研究所

¹ 本篇报告中申万通信设备行业剔除了象屿股份（600057），后面相同。

二、毛利率拐点到来

通信设备行业 2011 年前 3 季度营业收入同比增长 26.36%，净利润却同比下降 11.27%，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 2011 年前三季度行业整体毛利率 27.49%，同比下降 2.79 个百分点。预计 2011 年毛利率下降到 27.03%，2012 年下降到 25.50%，从而降低行业最近两年的净利润。

图 5：通信设备行业毛利率拐点出现



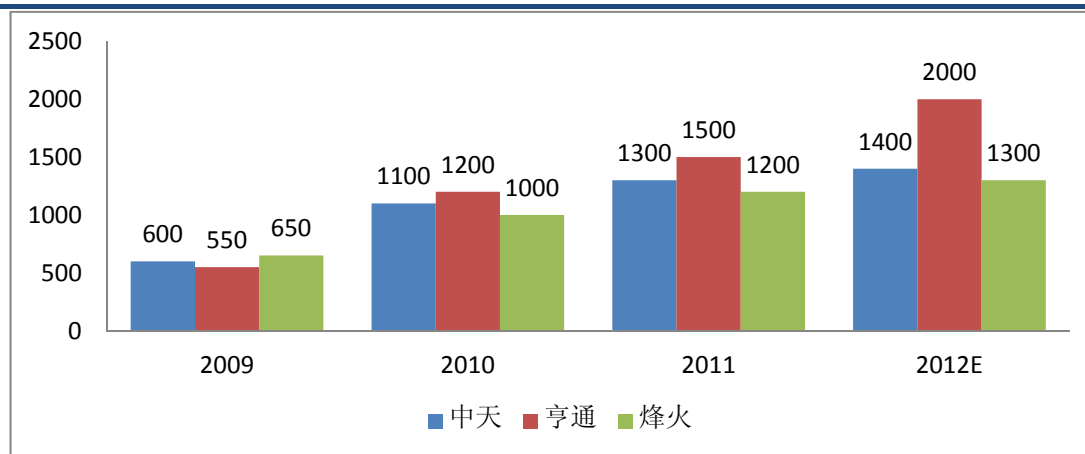
资料来源：wind、德邦证券研究所

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，2012 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。
- 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。

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

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，预计最早在 2013 年。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。

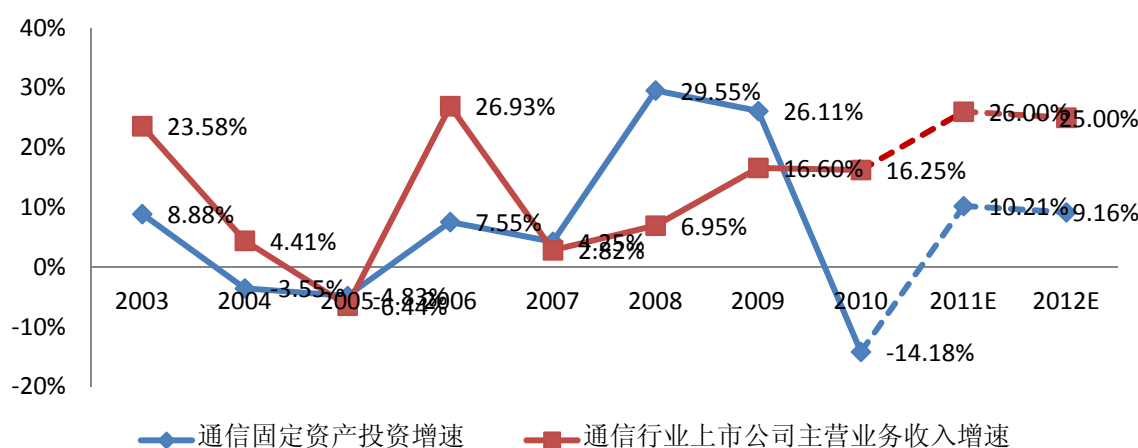
三、 预计 2012 年通信设备行业营业收入同比增长 20%

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。

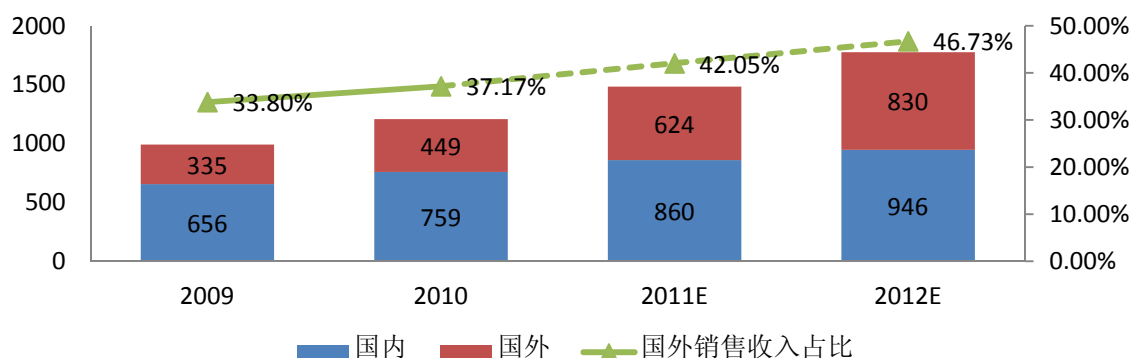
图 7：电信固定资产投资额变化情况



资料来源：工信部网站、wind、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 1-10 月份，我国通信设备出口 1026 亿美元，同比增长 30.3%。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: 通信设备行业上市公司国外销售收入占比持续上升(亿元)



资料来源: wind、德邦证券研究所

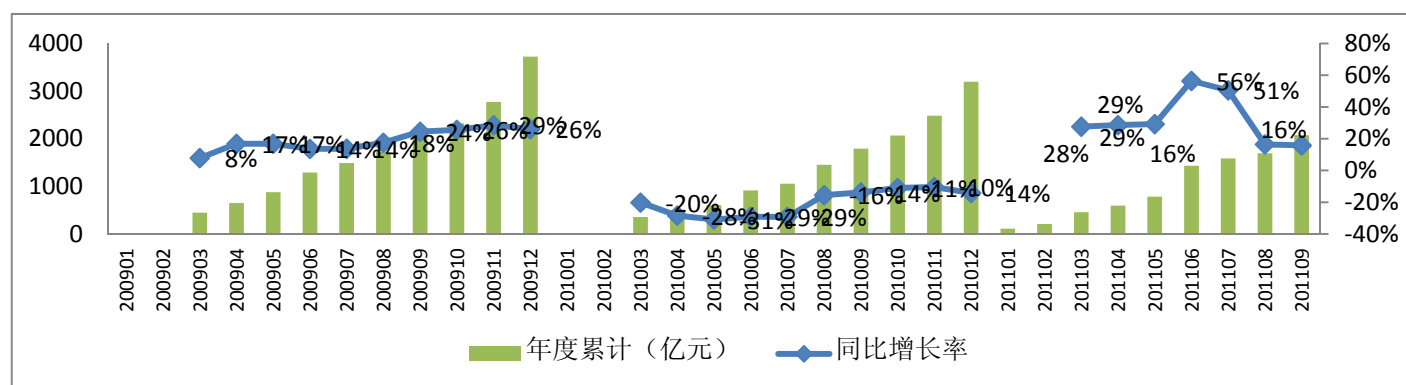
3.2 明年营业收入稳步增长

2011 年 1-9 月份我国基础电信企业完成固定资产投资同比增长 15.78% 达到 2074.4 亿元。今年年初 3 家运营商投资预算合计增长 5.5%，我们预计 2011 年和 2012 年电信固定资产投资分别同比增长 10.21% 和 9.16%，分别达到 3523 亿元和 3846 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最近 2 年将保持高速增长势头，2011 年和 2012 年增速将分别达到 31% 和 29%。

综合前面的预测结果，我们预计 2011 年和 2012 年通信设备行业营业收入增速分别是 23% 和 20%。

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

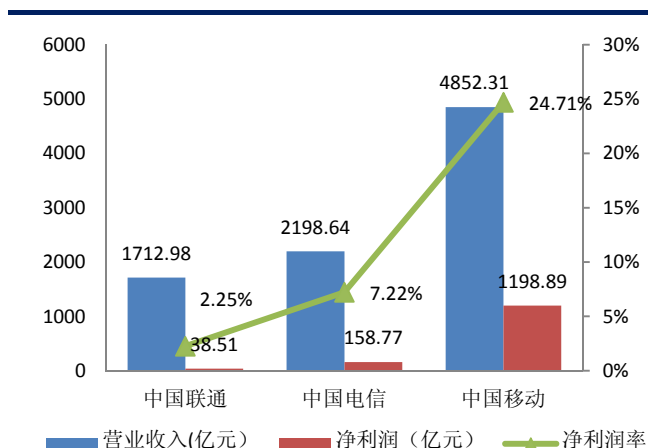
四、通信子行业投资策略

4.1 电信运营商

电信运营商我们建议重点关注中国联通，中国联通目前正处于业绩拐点阶段，给予买入评级。

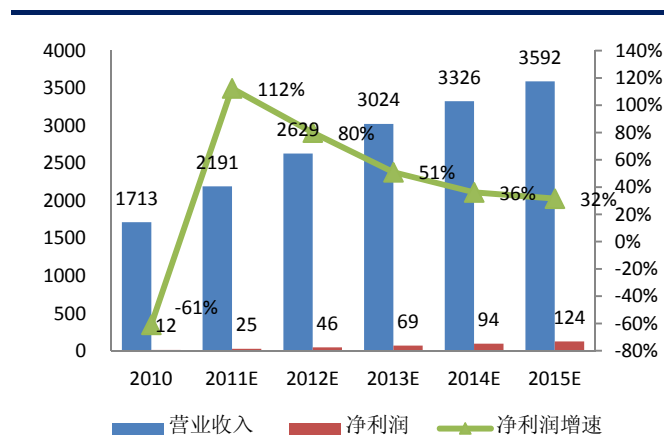
- **中国联通品牌竞争力大幅加强。**2、3年前，由于中国联通手机信号弱于中国移动，中国联通往往是低端客户的代名词，高端人士根本不考虑联通的号码，但是随着3G的推出，中国联通品牌竞争力大幅加强；
- **中国联通营业收入持续增长。**得益于3G用户数的快速增长，2011前三季度营业收入同比增长23.58%，预计全年营业收入将增长27.90%。
- **规模效应将使中国联通净利润快速增长。**运营商存在明显的规模效应，当用户数和营业收入快速增长的时候，人工成本、折旧、运营及支撑成本上升幅度将大幅低于营业收入的增长。预计接下来5年中国联通净利润都将保持30%以上的增速。
- **中国联通将会长期收益于3G模式。**由于中国联通使用的WCDMA 3G模式拥有更成熟的产业链，预计在LTE-4G推出之前（最快2003年底），中国联通将长期收益于更为成熟的3G模式。

图 10：运营商具有明显的规模效应



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 11：中国联通营业收入和净利润预测（亿元）

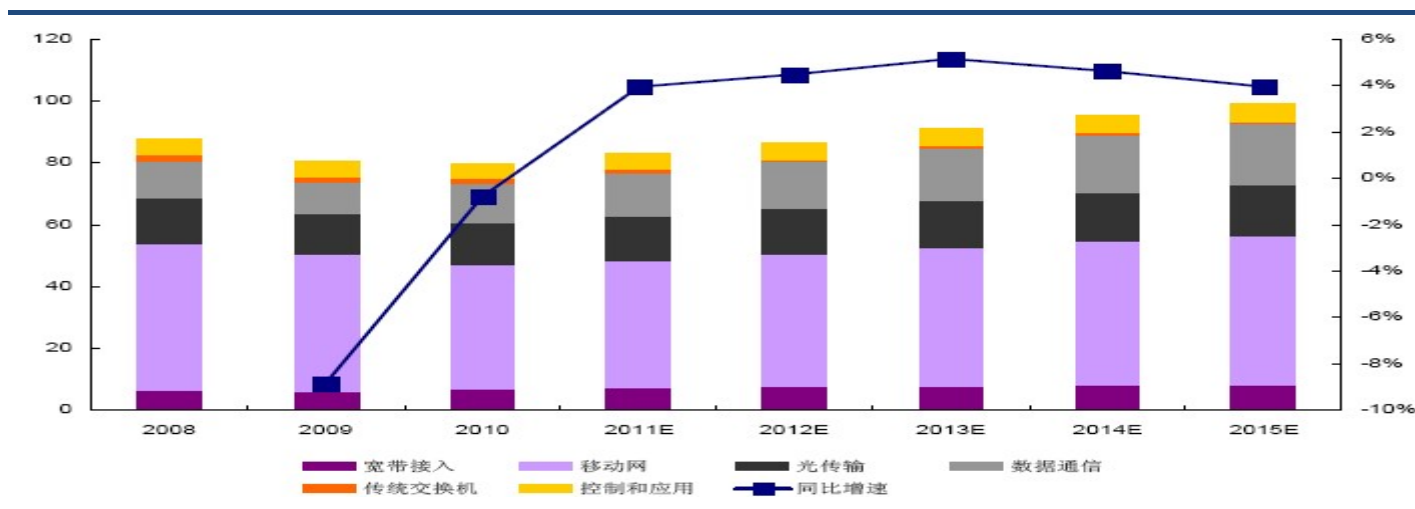


资料来源：wind，德邦证券研究所

4.2 系统设备商

全球咨询机构 Gartner 在 2011 年 9 月预测，全球电信设备的投资规模在经历连续两年下滑之后，于 2010 年达到底部，从 2011 年开始迎来至少连续五年的温和上升，复合增速 4.5%。我们认为，全球电信投资规模将稳步探底回升，从而为系统设备商的规模扩张提供较好的市场环境。

图 12：2008-2015 年全球电信投资规模统计及展望（单位：十亿美元）



资料来源：Gartner、德邦证券研究所

系统设备商我们推荐估值低估的中兴通讯，LTE-4G、云计算、企业网的发展将为中兴通讯带来机会，LTE-4G 的技术储备上，公司已经与爱立信、华为没有明显差距，公司将在 LTE-4G 建设中获得突破性的发展。

表格 1：中兴通讯在 LTE 基础设施供应商综合评分排名中位列第三

供应商	总分	产业贡献度		市场竞争力		产品竞争力	解决方案竞争力
		广度	专利	新增合同	累计合同		
权重	100%	15%	10%	15%	15%	25%	20%
爱立信	4.75	5	4.8	5	4.7	4.7	4.6
华为	4.73	4.2	4.8	4.7	4.8	4.8	4.8
中兴	4.55	4	4.8	4.5	4.6	4.6	4.7
诺西	4.53	4.2	5	5	4.5	4.5	4.4
阿朗	3.68	3.8	3	4	3.7	3.7	3.8

数据来源：OVC、德邦证券研究所

公司 2011 年前三季度营业收入同比增长 26.53%，净利润同比下降 21.51%，主要是因为公司采取低价策略开拓欧洲市场，随着公司今后两年在欧洲市场站稳脚跟，公司毛利率将能维持稳定，净利润将大幅反弹。

4.3 光纤光缆

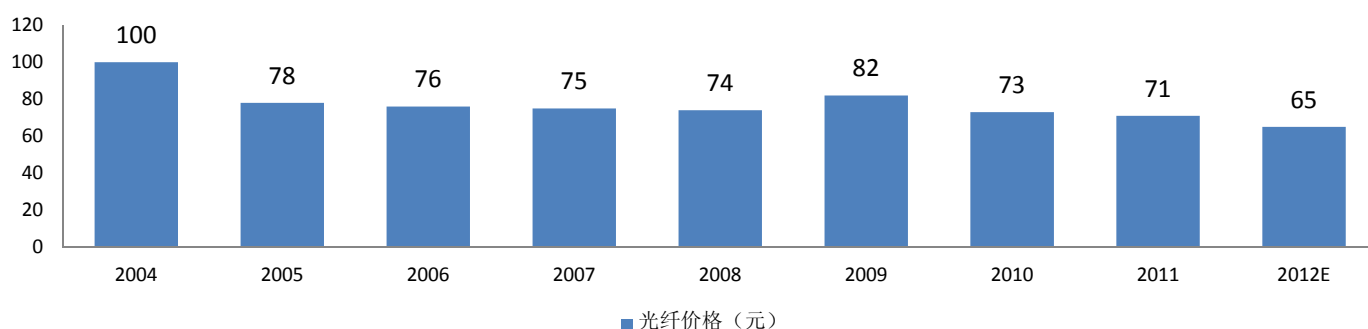
光纤光缆行业 2009 年开始扩产严重，2011 年国内光纤市场产能大概为 1.25 亿芯公里，2012 年产能将达到 1.42 亿芯公里。预计 2011 年国内市场的光纤需求量在 9000 万芯公里左右，行业存在供过于求的状况，预计光纤价格存在进一步下跌空间，向上游光纤预制棒延伸和增加出口占比成为业内企业的战略方向。

表格 2：国内 2011 年和 2012 年光纤产能（万芯公里）

企业	2011 年	2012 年
长飞	2500	2500
亨通	1500	2000
中天	1300	1400
烽火	1200	1300
富通	1500	1900
通鼎光电	350	1000
康宁（上海）有限公司	1500	1500
天津鑫茂科技股份有限公司	1200	1200
江苏法尔胜股份有限公司	600	600
深圳特发信息德拉克光纤有限公司	190	190
其他	630	630
合计	12470	14220

数据来源：公司公告、德邦证券研究所

图 13：国内光纤价格保持下降趋势（单位：元）



资料来源：Gartner、德邦证券研究所

光纤光缆行业我们推荐**通鼎光电**，公司在 2011 年电信和联通的光缆招标中，排名分别是第一名和第二名，行业地位突飞猛进，一举进入第一集团。公司去年上市募投项目年产光纤 700 万芯公里项目已经于 2011 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 2011 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。

4.4 网络优化

随着 3G 建设高峰的结束，网络优化的景气高峰已经过去，网络优化产品的需求量下降，毛利率降低，网络优化服务相对平稳，毛利率保持稳定。网络优化行业集中度低，随着运营商采购权力的上移，行业有集中的趋势，我们看好具有收购兼并能力，网络优化服务行业的龙头**华星创业**。

- **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。
- **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 109.90%，达到 5.07 亿元，归属于母公司净利润增长 38.60%，达到 0.55 亿元。公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.46、0.60、0.83 元，对应市盈率分别为 27、21、15 倍，维持买入评级。

表格 3：华星创业盈利预测

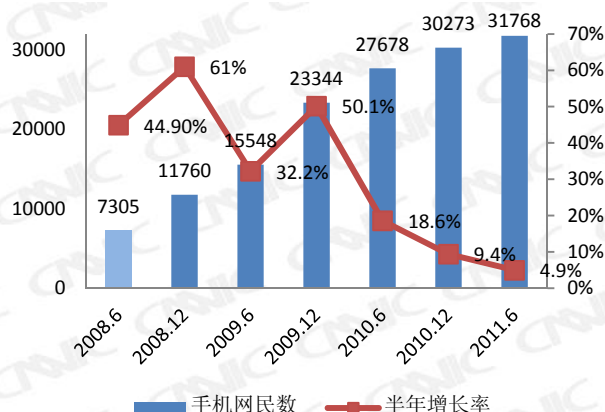
重要财务指标					单位：百万元
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	156	241	440	550	676
收入增幅 (%)	32.94%	55.10%	82.23%	25.00%	22.99%
净利润	26	40	60	77	101
净利增幅 (%)	51.22%	50.53%	50.36%	29.03%	30.63%
毛利率 (%)	45.68%	42.86%	42.22%	41.63%	40.93%
ROE (%)	10.25%	13.74%	17.52%	18.89%	20.32%
摊薄 EPS (元)	0.22	0.33	0.50	0.64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

数据来源：德邦证券研究所

4.5 移动互联网

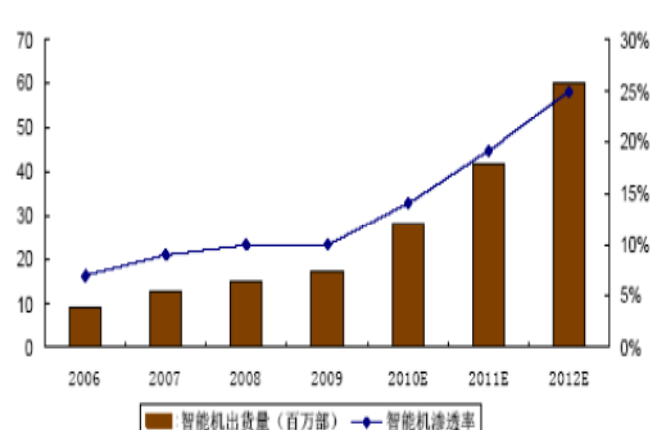
截至 2011 年 6 月底，我国手机网民达 3.18 亿，占总体 4.85 亿网民的 65.57%。随着 3G 用户数的发展和智能手机的迅速普及，手机网民的数量和平均上网时长将不断增长，从而带动移动互联网的蓬勃发展。

图 14：中国手机上网网民规模



资料来源：CNNIC，德邦证券研究所

图 15：智能手机出货量和渗透率



资料来源：Thinkbank，德邦证券研究所

我们看好移动互联网行业的发展前景，目前上市公司主要有神州泰岳、北纬通信和拓维信息，我们推荐神州泰岳。

- **看好飞聊和飞信在移动互联网中的发展。**神州泰岳目前在给中国移动的进行飞聊和飞信的运维工作，飞聊有运营商背景并且和腾讯的微信发布时间没有太大差异，将有希望成为移动互联网 IM 软件的领军者，和飞信业务一起成为公司重要收入来源。
- **IT 运维管理业务发展空间广阔。**公司 IT 运维管理业务上半年同期增幅较大，为 68.74%。IT 运维管理市场空间巨大，电信、银行、保险等行业都有很大的需求，随着公司资本实力和技术实力的提高，预计公司今后 3-5 年的 IT 运维管理业务将保持 30%左右的持续增长。
- **超募资金将来可能会给公司带来超额收益。**公司还有 3.32 亿的超募资金没有明确投资方向，我们认为如果合理使用这部分资金，将有助于公司的利润增长。

表格 4：通信行业重点关注公司评级

公司简称	最新股价	EPS				PE				评级
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	
通鼎光电	12.60	0.53	0.73	0.87	1.07	24	17	14	12	买入
中国联通	4.85	0.06	0.16	0.33	0.46	84	30	15	11	买入
中兴通讯	17.45	1.13	1.15	1.40	1.70	15	15	12	10	买入
华星创业	12.82	0.33	0.46	0.60	0.83	39	28	21	15	买入
神州泰岳	21.25	0.86	1.04	1.22	1.47	25	20	17	14	增持
亨通光电	17.30	0.79	1.06	1.31	1.56	22	16	13	11	买入
中天科技	16.24	1.12	1.08	1.27	1.48	15	15	13	11	买入
烽火通信	27.86	0.85	1.04	1.32	1.60	33	27	21	17	增持
三元达	13.83	0.37	0.42	0.59	0.80	37	33	23	17	增持

数据来源：德邦证券研究所

注：为了方便比较，2010 年 $\text{eps} = \text{2010 年净利润} / \text{现在总股本}$ ；

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。