



2008年12月15日

通讯设备及服务

中金公司研究部

分析员：李源, lilisa@cicc.com.cn  
赵苏, zhaosu@cicc.com.cn

联系人：邱爽, qius@cicc.com.cn  
(8610) 6505 1166

## 国内电信投资高峰年，关注 3G 影响

### 通讯设备行业 09 年策略

#### 投资要点：

**2009 年投资建议：重点关注国内 3G 投资带来的影响。**预计 2009 年全球电信投资将趋缓，但国内电信投资反弹趋势已基本明确。12 月 12 日工信部部长表示 3G 牌照将于 08 年年底或 09 年年初发放，并预计将启动近 2000 亿的相关投资。因此，国内 3G 项目所带来的电信投资及对相关行业的影响将成为投资者关注的焦点。

#### ◆ 2009 年全球通讯设备行业展望：行业格局加速调整

全球经济下行，整体电信投资可能略降 2.3%，主要是发达国家地区电信投资受到宏观经济影响较明显，电信投资增速与 GDP 相关性较大，09 年可能同比下滑 9.3%；发展中国家也不可避免受到影响，使得投资增速放缓，但电信普及率仍有较大提高空间，同时为消除与发达国家间的“数字鸿沟”仍会保持一定增长。

**市场格局有望重新划分，将为中国厂商带来重大机遇，为海外业务持续增长提供保证：**随着全球宏观经济衰退带来的电信投资紧缩，我们认为行业整合趋势有望加速，海外厂商市场份额将逐步减少，而中国厂商有望获得更多市场份额。由于成本费用较高，国际厂商均面对较大经营压力，纷纷采取收缩性战略。而中兴、华为的低成本高效率优势得以延续，在新兴市场将有机会进一步扩大市场份额，并将可能加速切入发达国家市场。

#### ◆ 关注国内 3G 投资带来的影响：

**09 年是国内电信投资的高峰年：**08 年实际电信投资额并不高，主要是重组和奥运封网导致的投资推迟。展望 2009 年，由于各运营商的投资计划尚未公布，我们仅就目前的情况作出初步判断，2009 年 3 大运营商电信投资规模有望达到 2700 亿元~3000 亿元，较 08 年 2450 亿元左右的投资明显反弹。

**网络投资结构有所调整：**随着电信重组完成，目前的 3 家运营商均成为全网运营商，年底 3G 发牌后，09 年的投资结构可能有所调整：①无线网投资占比进一步提升；②网络优化、测试和网络监测相关投入有望加大；③光纤缆投资仍然旺盛。

#### ◆ 投资时机及个股选择：

**板块投资，上半年表现更好：**09 年上半年，通讯设备板块在行业利好消息及实际业绩增长带动下将有望跑赢大盘：①3G 牌照即将于 08 年底或 09 年初发放，从而带来相应的投资反弹；②通讯设备行业 09 年上半年业绩增长将可能较为突出：首先，08 年上半年由于重组，投资推迟，大部分公司业绩基数较低。其次，部分 3G 项目跨年度，主要是新联通的 WCDMA 网招标将于 1 月中左右结束，大部分收入将确认在 09 年上半年。而下半年起，市场将会更关注海外签单进展、国内重点移动网络招标情况及在实际业绩中的体现，通讯设备板块可能受到整体市场行情和消息面的影响较多。

**个股选择，A 股首选中兴，3G 受益最直接；**另外，我们建议关注直接受益于电信投资结构调整，业绩增长潜力较大的中创信测、中天科技及亨通光电，认为其有机会领跑，但由于是中小盘股需注意流动性风险。**港股积极选中兴，**估值较低，有相当的投资价值；**稳健选中通服：**虽估值较中兴略高，但业务基本集中在国内，受国际宏观经济影响较小，业绩的确定性较高。

## 目录

<b>投资要点</b> .....	<b>4</b>
2008 年通讯设备指数表现 .....	4
2009 年板块投资建议 .....	4
<b>全球宏观经济挑战与市场重新划分机遇</b> .....	<b>6</b>
全球经济下行，整体电信投资可能略降 .....	6
全球行业加速整合，市场格局有望重新划分 .....	9
<b>3G 发牌或促 09 年为国内电信投资高峰年</b> .....	<b>12</b>
09 年有望成为国内电信投资高峰年 .....	12
网络投资结构有所调整 .....	13
<b>中兴通讯 (000063.CH/26.98 元, 0763.HK/18.80 港币): 推荐</b> .....	<b>14</b>
<b>中通服 (0552.HK/4.34 港币): 审慎推荐</b> .....	<b>15</b>
<b>中创信测 (600485/11.30 元): 上调评级至审慎推荐</b> .....	<b>16</b>
<b>中天科技 (600522.CH/8.14 元): 审慎推荐</b> .....	<b>18</b>
<b>亨通光电 (600487.CH/9.40 元): 推荐</b> .....	<b>20</b>
<b>烽火通信 (600498.CH/10.27 元): 中性</b> .....	<b>21</b>

## 插图

图 1: 2008 年 A 股、港股和国际通讯设备指数 .....	4
图 2: 09 年国内移动网络招标进度 .....	5
图 3: 全球电信投资预测 .....	6
图 4: 电信普及率 .....	7
图 5: 发达国家电信投资与 GDP 关系 .....	7
图 6: 主要运营商收入增速放缓 .....	8
图 7: 发展中国家电信投资与电信普及率高度相关 .....	8
图 8: 美国及日本 FTTH 用户情况 .....	9
图 9: 全球光线缆市场增速 .....	9
图 10: 2006 年主要厂商无线设备市场份额 .....	10
图 11: 中兴海外市场份额 .....	10
图 12: 人均研发费比较 .....	11

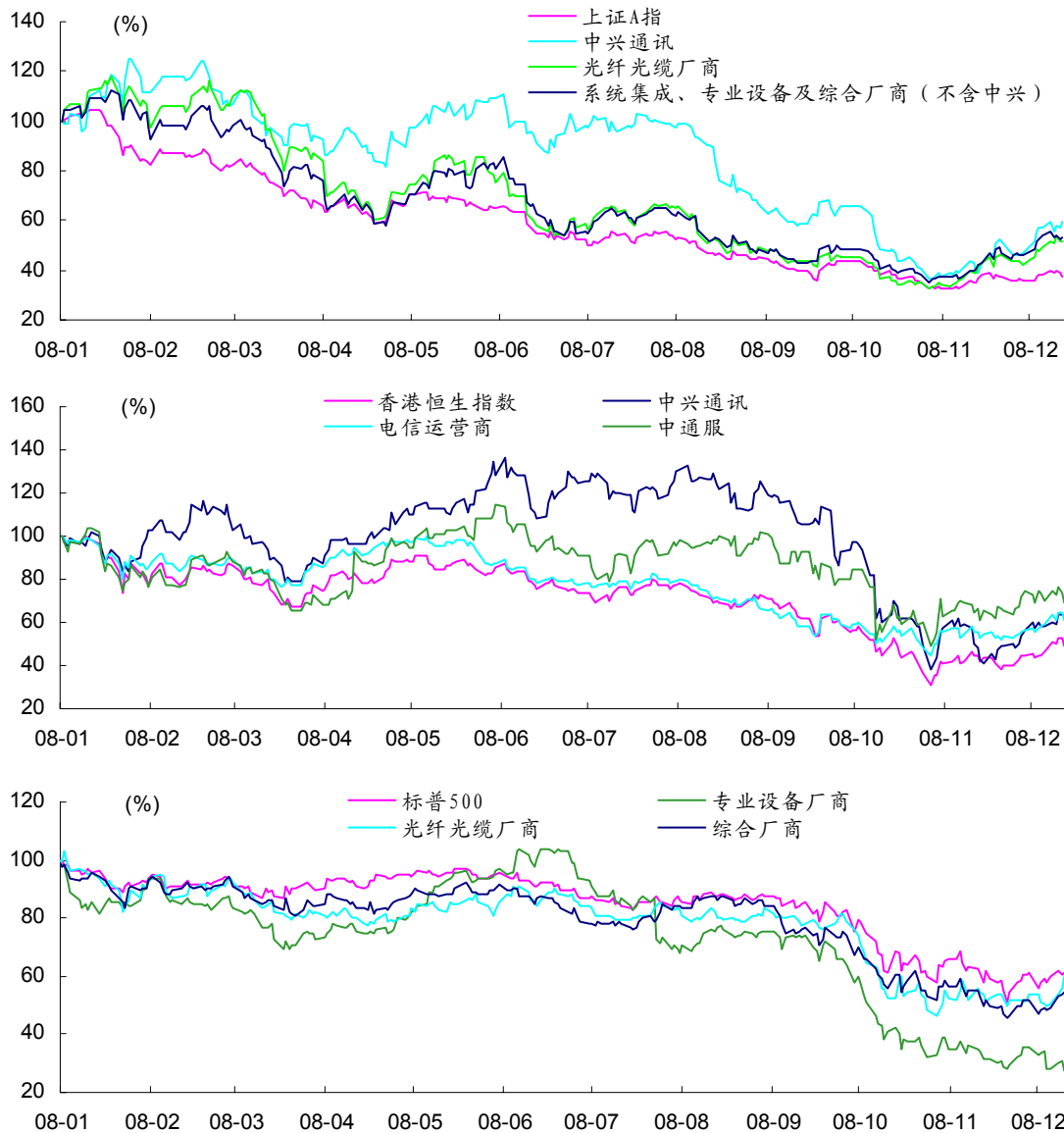
## 表格

表 1: 中金覆盖公司概况 .....	5
表 2: 国际厂商近期经营情况及未来展望 .....	11
表 3: 2009 年电信投资预测 .....	12
表 4: 无线网投资占比有望进一步提升 .....	13

## 投资要点

### 2008年通讯设备指数表现

图 1：2008年A股、港股和国际通讯设备指数



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

### 2009年板块投资建议

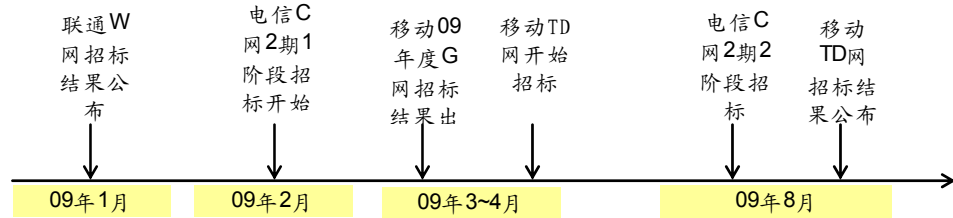
#### ➤ 板块投资，上半年表现更好

我们判断，09年上半年，通讯设备板块在行业利好消息及实际业绩增长带动下将有望跑赢大盘：  
①3G牌照即将于08年底或09年初发放，从而带来相应的投资反弹；②通讯设备行业09年上半

年业绩增长将可能较为突出：首先，08 年上半年由于重组，投资推迟，大部分公司业绩基数较低。其次，部分 3G 项目跨年度，主要是新联通的 WCDMA 网招标将于 1 月中左右结束，大部分收入将确认在 09 年上半年。

而下半年起，市场将会更关注海外签单进展、国内重点移动网络招标情况及在实际业绩中的体现，通讯设备板块可能受到整体市场行情和消息面的影响较多，投资者可关注重点项目招标进度及相应结果对股价造成的影响（图 2）。

图 2：09 年国内移动网络招标进度



资料来源：中金公司研究部

### ➢ 个股选择，A 股中兴，港股中兴、中通服

A 股方面，中兴通讯仍是我们的首选，3G 受益最直接。另外，我们建议也关注直接受益于电信投资结构调整，且业绩增长潜力较大的中创信测、中天科技及亨通光电，认为其有机会领跑，但由于是中小盘股需注意流动性风险。

H 股方面，明确受益于国内电信投资主题的股票主要是中兴通讯和中通服，我们建议投资者根据自己的投资偏好进行选择：①积极投资者建议选中兴 H 股，估值较低，有相当的投资价值；②稳健投资者建议选中通服，虽估值较中兴略高，但业务基本集中在国内，受国际宏观经济影响较小。

表 1：中金覆盖公司概况

行业	子板块	上市公司	评级	币种	股价@	最近1月	最近3月	年初至今	08 EPS	09 EPS	10 EPS	08 PE	09 PE	10 PE
					08.12.12	涨跌	涨跌	涨跌						
上证A股指数	-	-	-	-	2,052	-1.7%	-6.0%	-62.8%	-	-	-	-	-	-
恒生指数	-	-	-	-	14,758	9.0%	-23.7%	-46.9%	-	-	-	-	-	-
通讯设备	主设备	中兴通讯-A	推荐	CNY	26.98	51.5%	1.4%	-40.7%	1.32	1.86	2.16	20.4x	14.5x	12.5x
		中兴通讯-A(不含激励成本)	推荐	CNY	26.98	51.5%	1.4%	-40.7%	1.54	2.02	2.32	17.5x	13.4x	11.6x
		中兴通讯-H	推荐	HKD	18.80	48.0%	-40.3%	-37.3%	1.53	2.11	2.38	12.3x	8.9x	7.9x
		中兴通讯-H(不含激励成本)	推荐	HKD	18.80	48.0%	-40.3%	-37.3%	1.80	2.30	2.55	10.5x	8.2x	7.4x
		ST大唐	中性	CNY	5.70	30.1%	8.4%	-69.9%	0.09	0.12	0.16	66.0x	48.6x	35.1x
		南京熊猫-A	中性	CNY	4.62	26.6%	6.2%	-57.7%	0.09	0.13	0.14	49.4x	36.7x	32.3x
		南京熊猫-H	中性	HKD	0.98	24.1%	-4.9%	-65.5%	0.11	0.14	0.16	9.0x	6.9x	6.2x
		<b>主设备平均</b>				<b>36.1%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-54.2%</b>				<b>30.5x</b>	<b>22.7x</b>	<b>18.5x</b>
	辅助设备	武汉凡谷	审慎推荐	CNY	16.89	20.5%	21.9%	-34.9%	0.64	0.85	1.17	26.3x	19.9x	14.5x
		亿阳信通	审慎推荐	CNY	8.86	22.2%	24.8%	-43.4%	0.47	0.63	0.73	19.1x	14.1x	12.2x
		华胜天成	审慎推荐	CNY	9.75	34.1%	31.4%	-55.6%	0.46	0.60	0.75	21.0x	16.2x	12.9x
		中创信测	中性	CNY	11.30	32.8%	42.9%	-22.8%	0.31	0.53	0.80	36.6x	21.3x	14.2x
		动力源	中性	CNY	4.77	19.0%	13.3%	-64.6%	0.00	0.06	0.12	1,508.6x	84.9x	40.0x
		波导股份	回避	CNY	2.55	20.3%	7.1%	-55.4%	-0.13	0.00	0.02	-	1,318.0x	163.4x
		<b>辅助设备平均</b>				<b>24.8%</b>	<b>23.6%</b>	<b>-46.1%</b>				<b>25.8x</b>	<b>17.9x</b>	<b>13.4x</b>
	工程及服务	中通服	审慎推荐	HKD	4.34	13.3%	-25.6%	-44.0%	0.28	0.34	0.39	15.6x	12.7x	11.1x
	光通信设备	亨通光电	推荐	CNY	9.40	20.1%	21.4%	-57.8%	0.53	0.64	0.81	17.6x	14.7x	11.7x
中天科技		审慎推荐	CNY	8.14	29.2%	14.5%	-40.3%	0.50	0.67	0.80	16.3x	12.2x	10.1x	
烽火通信		中性	CNY	10.27	28.1%	28.7%	-44.2%	0.40	0.44	0.54	25.6x	23.1x	19.1x	
		<b>光通信设备平均</b>				<b>22.7%</b>	<b>9.8%</b>	<b>-46.6%</b>				<b>18.8x</b>	<b>15.7x</b>	<b>13.0x</b>

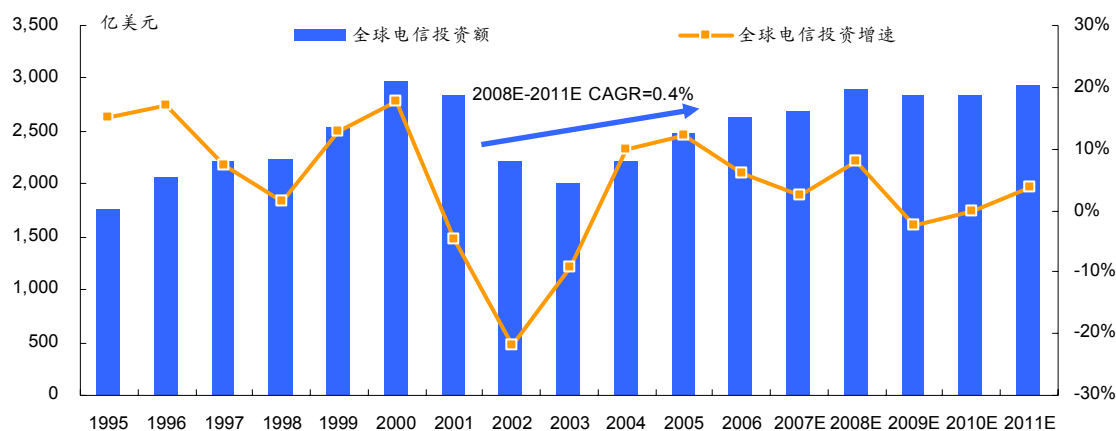
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 全球宏观经济挑战与市场重新划分机遇

### 全球经济下行，整体电信投资可能略降

我们判断，2009年全球电信投资增速可能略降2.3%。其中，主要是发达国家地区电信投资受到宏观经济影响较明显，电信投资增速明显下滑9.3%；发展中国家也将受到部分影响，投资增速将逐步放缓，但由于其电信普及率仍有较大提高空间，同时为消除与发达国家间的“数字鸿沟”电信投资额仍会保持一定增长。光纤缆市场可能出现结构性变化，FTTH短期增长可能略有放缓；而海底光缆仍有望保持快速增长。

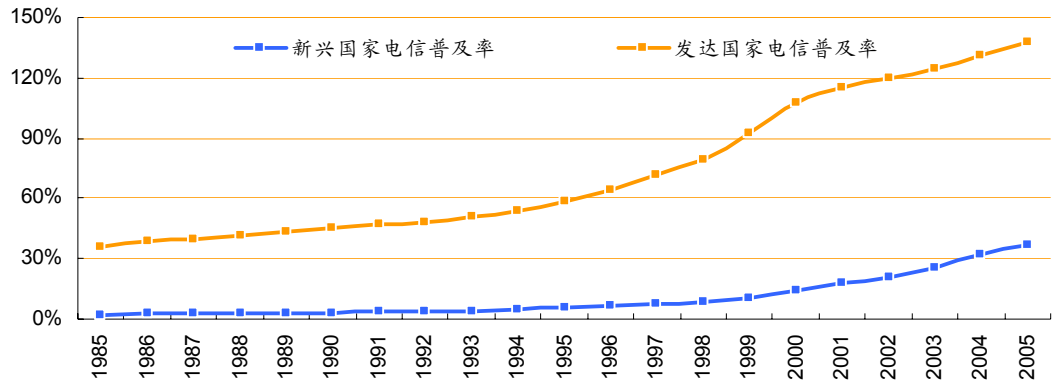
图3：全球电信投资预测



资料来源：ITU，中金公司研究部

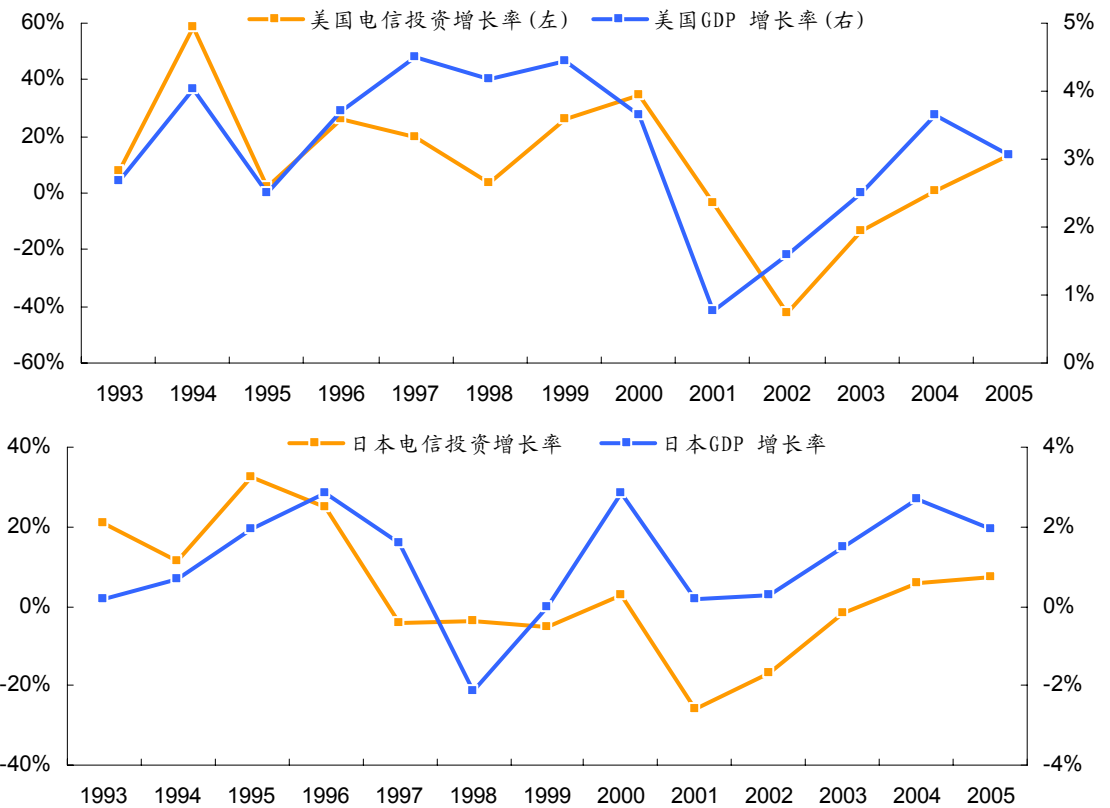
- 1、我们认为，2009年发达国家地区电信投资将会明显下降9.3%，主要原因是：①发达国家电信普及率已经接近饱和，电信投资与所在国家和地区的GDP相关性较大。因此，在经济衰退周期，电信投资不可不免出现下降；②更直接的原因是，发达国家和地区的电信运营商受到宏观经济影响，其收入和盈利预期下降，节省开支的意愿加强，且目前其电信用户普及率已接近饱和，而宏观经济不景气对增值业务这部分可选性消费需求将可能造成一定影响，因此相应网络建设投资将趋缓。
- 2、发展中国家电信投资增速可能较2003年至2007年14%左右的高速发展略有放缓，但我们认为仍能保持6.8%的增长：①发展中国家的电信普及率仍有较大提升空间。在发展中国家，电信投资与电信普及率变动数的相关性要明显强于GDP；②发展中国家和地区政府为消除与发达国家和地区的“数字鸿沟”，仍会保持电信投资的一定增长。
- 3、光纤缆市场可能出现结构性变化，FTTH覆盖率仍有一定提升空间，但随着宏观经济变化，运营商财务趋紧，短期增长可能略有放缓；而海底光缆由于基数较低，仍有望保持快速增长，尤其是印度洋和地中海国家之间的海底传输。

图 4: 电信普及率



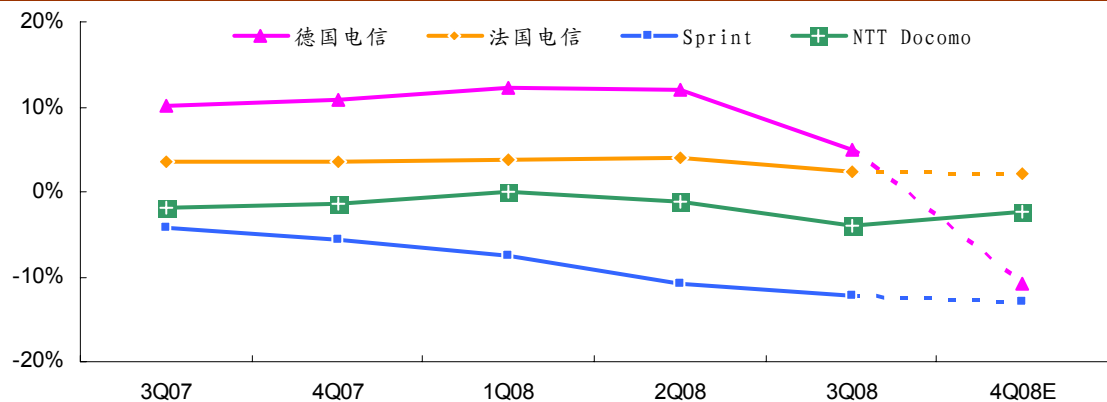
资料来源: ITU, 中金公司研究部

图 5: 发达国家电信投资与 GDP 关系



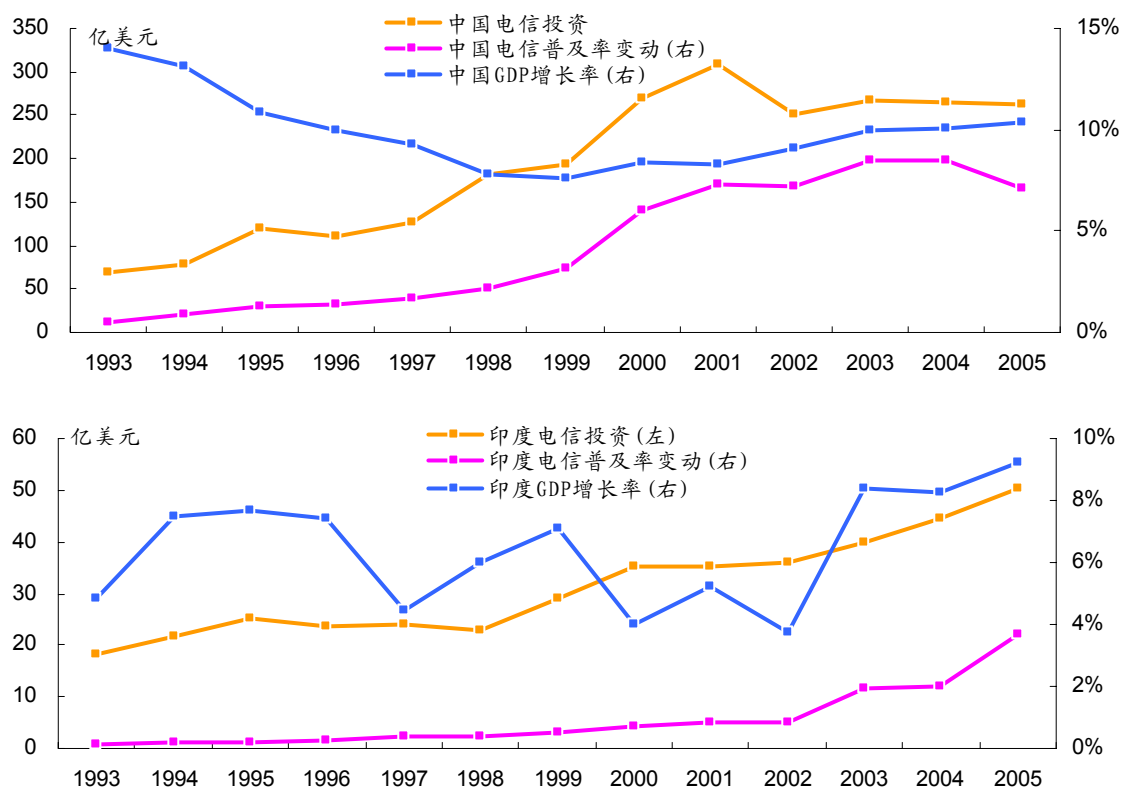
资料来源: ITU, Global insight, 中金公司研究部

图 6：主要运营商收入增速放缓



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

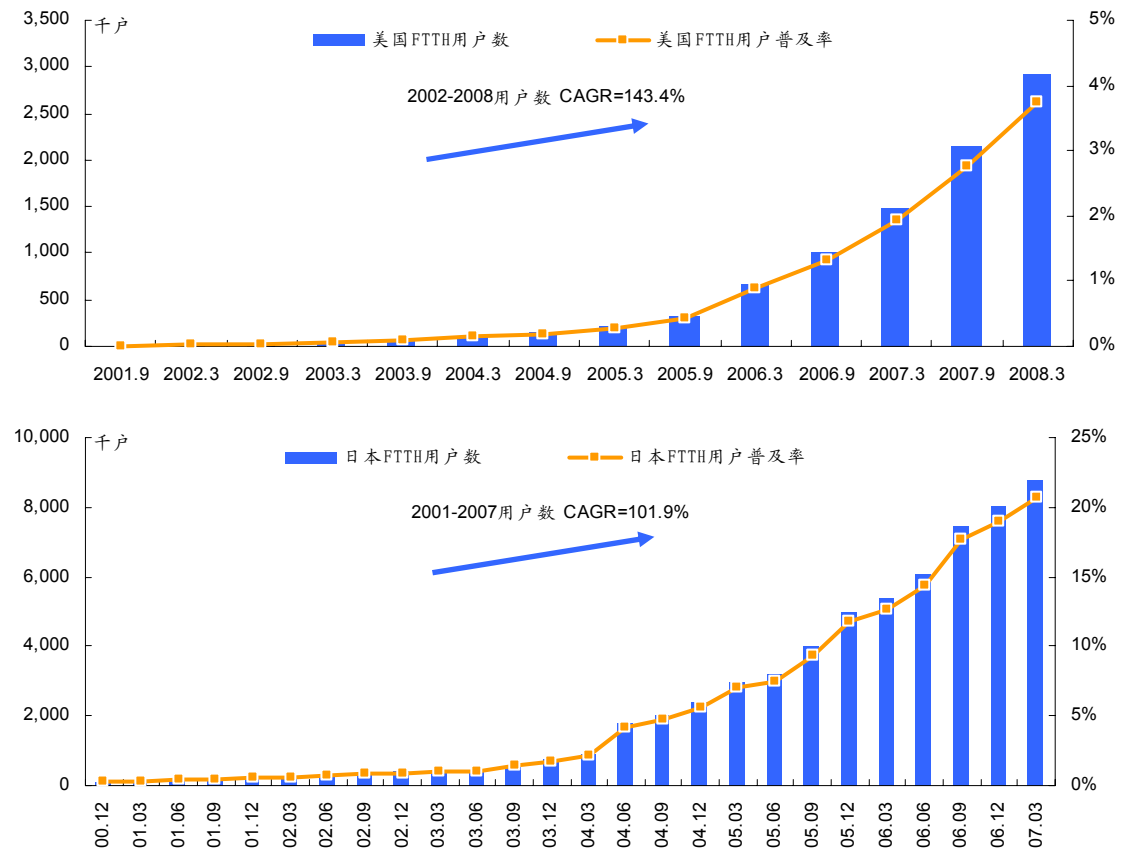
图 7：发展中国家电信投资与电信普及率高度相关



资料来源：ITU，Global insight，中金公司研究部

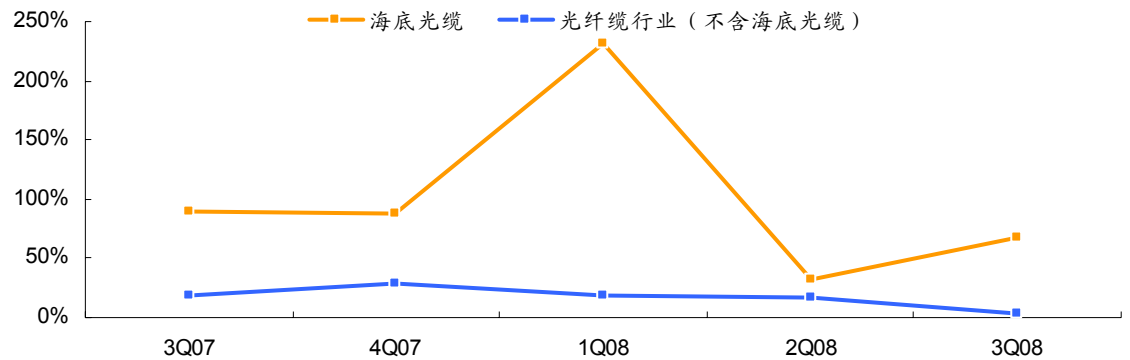


图 8: 美国及日本 FTTH 用户情况



资料来源: FTTH Council, RVALLC, 中金公司研究部

图 9: 全球光线缆市场增速

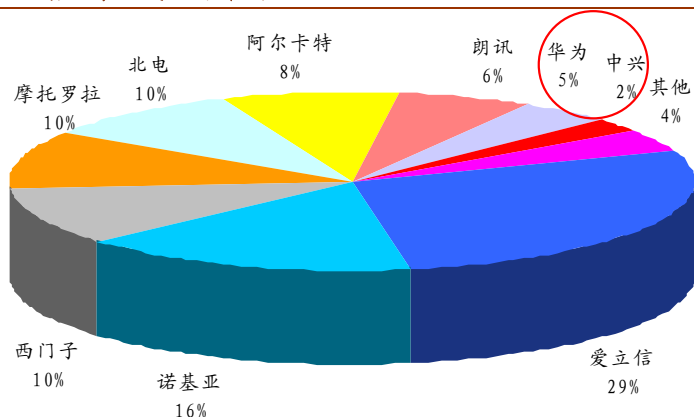


资料来源: Ovum, 中金公司研究部

### 全球行业加速整合，市场格局有望重新划分

随着全球宏观经济衰退带来的电信投资紧缩，我们认为行业整合趋势有望加速，海外厂商市场份额将逐步减少，而中国厂商有望获得更多市场份额。

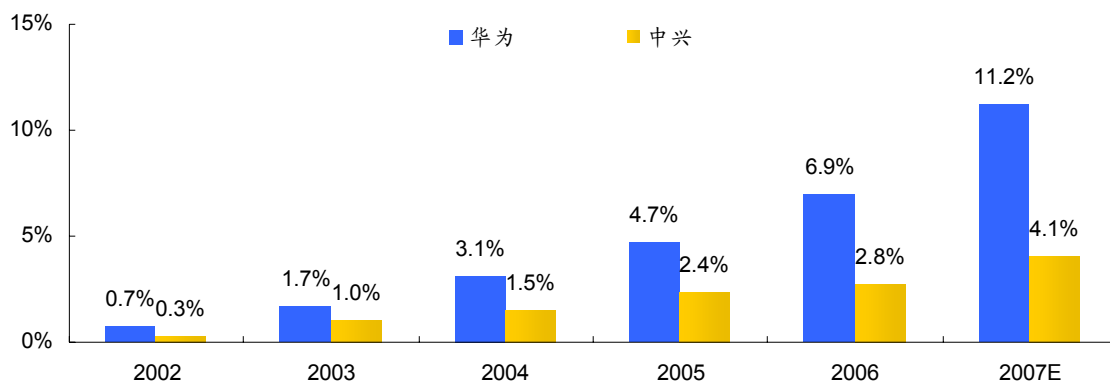
图 10：2006 年主要厂商无线设备市场份额



资料来源：Gartner, 中金公司研究部

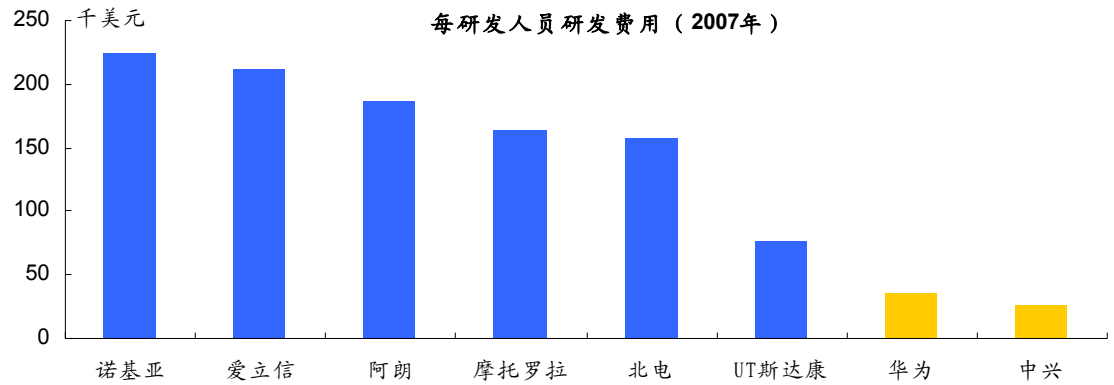
- 1、目前老牌国际设备厂商由于成本费用较高，经营压力较大，目前多采取逐步收缩的市场战略。尤其目前国际宏观经济衰退，以发达国家为主要市场的国际厂商，受影响最为明显。目前，摩托罗拉逐步退出无线网设备市场，北电亏损严重有倒闭的可能，爱立信和诺西采取收缩性战略，在一些新兴国家除参与原有网络扩容项目外，而对新建项目的参与有所减少；同时，阿朗也提出向服务转型。
- 2、中国厂商则将持续快速增长，09年市场份额有望持续提升。我们认为中兴、华为最核心的竞争力，来自于低成本高效率的研发、销售和服务。这一优势在相当长的时间内，仍将保持。另外，而在目前的经济环境下，各海外运营商在招标中将非常重视厂商的融资能力，如：协助运营商联络买方信贷等融资渠道的能力。而如果在此时中国政府能相应加强对高科技企业的扶持，在中资银行的支持下，中国厂商将在融资能力上较国际厂商形成一定优势，从而将可能借此机遇扩大在新兴国家的市场份额，同时加快切入发达国家市场。
- 3、另外，需要强调的是，这一行业的利润率已不算很高，已经没有再培养新的竞争厂商的空间。

图 11：中兴海外市场份额



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 12: 人均研发费比较



资料来源：公司年报，中金公司研究部

表 2: 国际厂商近期经营情况及未来展望

	收入 (百万)						净利 (百万)				3季报业绩点评	未来展望
	1Q08	2Q08	3Q08	1~3Q08	08E	09E	1Q08	2Q08	3Q08	1~3Q08		
诺基亚 (欧元)	12,660	13,151	12,237	38,048	51,599	47,097	1,222	1,103	1,087	3,412	3季度收入同比下滑，主要是手机业务同比下滑6.9%，系统业务受北京奥运影响出现一定下滑。但可以看到系统业务3季度经营亏损仅为1百万欧元，接近盈亏平衡点，整合后的协同效应逐渐显现。	受宏观经济影响，09年手机出货量及平均单价将继续同比下滑，系统业务受运营商压缩开支影响也将再次面临压力。
增长率	28.4%	4.5%	-5.1%	142.1%	1.1%	-8.7%	24.8%	-61.0%	-30.5%	-36.5%		
摩托罗拉 (美元)	7,448	8,082	7,480	23,010	30,618	28,079	-194	4	-397	-587	3季度出现亏损，主要由于系统业务受累企业客户也出现放缓，同时手机出货量及平均单价继续下滑。	受益于美国政府投资拉动，未来系统业务可能保持单位数增长；预计未来公司手机出货量及平均单价仍将同比下降，手机业务仍将亏损。
增长率	-21.0%	-7.4%	-15.1%	138.5%	-16.4%	-8.3%	-7.2%	n.a.	-761.7%	-294.0%		
爱立信 (瑞典克朗)	44,175	48,532	49,198	141,905	199,303	200,635	2,619	2,046	2,938	7,603	3季度收入同比增长13%，主要受新兴市场业务增长及AT&T及T-Mobile等运营商的资本开支增加带动。	市场普遍认为爱立信3季度的逆势增长是不可持续的，主要由于运营商3季度的资本开支水平不能持续到09年。
增长率	4.8%	1.9%	13.0%	160.6%	6.1%	0.7%	-55.2%	-68.6%	-25.7%	-53.4%		
阿朗 (欧元)	3,864	4,101	4,065	12,030	17,022	16,565	-175	-1,102	-38	-1,315	三季度业绩持续低迷，CDMA市场的继续萎缩使得阿朗三季度收入继续同比下滑，同时剔除重组成本后的营业利润率仍然为负。	阿朗在最新公布的未来发展战略中提到，公司未来将向服务型解决方案提供商转型，进而避免通中兴、华为等低成本中国厂商的竞争。
增长率	-0.5%	-5.2%	-6.6%	129.8%	-4.3%	-2.7%	-1246.2%	-85.2%	88.1%	-42.0%		
北电 (美元)	2,758	2,622	2,319	7,699	10,443	9,626	-138	-113	-3,413	-3,664	3季度业绩出现大幅下滑，主要由于CDMA业务出现大幅下滑以及对以太网业务计提的约11亿美元的资产减值准备	08年全年收入同比下降及亏损已成定局。同时北电未能成功出售其以太网业务，导致账面现金吃紧，将严重影响其持续经营能力。虽然公司公布1300人的裁员计划（约占其总人数4%），但其节省的开支微乎其微。
增长率	11.1%	2.3%	-14.3%	140.7%	-4.6%	-7.8%	-34.0%	-205.4%	n.m.	-3142.5%		

资料来源：彭博资讯，公司季报，中金公司研究部

## 3G 发牌或促 09 年为国内电信投资高峰年

### 09 年有望成为国内电信投资高峰年

今年年底明年年初的 3G 牌照发放，必将带动国内电信投资明显反弹，有望使 09 年成为国内电信投资的高峰年，从而对相关厂商的业绩有明显的促进。

从 2008 年的投资情况来看，实际电信投资额并不高，主要是重组和奥运封网导致的投资推迟。展望 2009 年，由于各运营商的投资计划尚未公布，我们仅就目前的情况作出初步判断，2009 年 3 大运营商电信投资规模有望达到 2700 亿元~3000 亿元，较 08 年 2450 亿元左右的投资明显反弹。

- 1、 从中国移动来看，09 年投资有望达到 1400 亿~1500 亿元左右：①仍会保持对 GSM 网络投资，因为从其未来网络规划看，GSM 基本作为语音通信服务基础，而 TD-SCDMA 网络主要支撑数据业务。为了实现 2 张网络的无缝连接，中国移动对 GSM 网络的投资仍会持续；②有望加快 TD 网建设，09 年投资额有望提升。中国移动按照国家要求建设 TD 网络，主要支撑数据业务。3G 发牌后，同 CDMA2000 和 WCDMA 的竞争可能加剧，因此中移动期望更快建设好 TD 网络。中移动总体准备到 2011 年 TD 全网覆盖达到 14.5 万个基站，经过 TD 一期和二期的建设，未来 3 年还需要 10 万个左右的基站，按原计划 2009 年及 2010 年投入略高，但我们也不排除中国移动为了响应国家拉动内需、加大投资力度的号召，09 年开始加速建设。因此，我们预计如果按照 09 年建设 4~5 万个左右的基站计算，中国移动在 TD 网上的投资 09 年有望达到 200~300 亿左右。
- 2、 从中国电信来看，①08 年的 CDMA 网络 342 城市招标后，由于竞争激烈，成本降低，节省了一定开支，中国电信将于近期进行一次补点招标，约 3~4 万载扇；②我们初步估计，09 年中国电信投资约为 650 亿元~800 亿元。其中 CDMA 网络将可能招标二次，共投入 300~400 亿左右。
- 3、 从新联通来看，3G 发牌后，其 WCDMA 网络的投资应该落实在 09 年，我们初步认为这部分投资规模约为 400~500 亿元。另外，新联通在 GSM 网上的投资约为 70~100 亿元。因此，在考虑部分宽带和传输网等投资，新联通 09 年投资约为 650 亿~700 亿元。

表 3：2009 年电信投资预测

(人民币, 亿)	2006	2007	2008E	2009E (基础情景)	2009E (乐观情景)
<b>总电信投资</b>	<b>2,107</b>	<b>2,130</b>	<b>2,450</b>	<b>2,700</b>	<b>3,000</b>
中国移动	870	1,000	1,350	1,400	1,500
新联通(联通+网通)	687	635	550	650	700
中国电信	550	495	550	650	800
<b>总电信投资增长率</b>		<b>1.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>22.4%</b>
中国移动		14.9%	35.0%	3.7%	11.1%
新联通(联通+网通)		-7.6%	-13.4%	18.2%	27.3%
中国电信		-10.0%	11.1%	18.2%	45.5%

资料来源：工信部，中金公司研究部

### 网络投资结构有所调整

随着电信重组完成，目前的 3 家运营商均成为全网运营商，年底 3G 发牌后，09 年的投资结构可能有所调整：①无线网投资占比进一步提升；②网络优化、测试和网络监测相关投入有望加大；③光纤网投资需求仍然旺盛。

- 1、 由于重组和 3G 发牌的带动，09 年有望成为国内电信投资高峰年，无线网络投资占全部投资的比重有望从 2008 年的 36.7% 进一步提升到 2009 年的 50% 以上。

**表 4：无线网投资占比有望进一步提升**

	2008E	2009E
<b>无线设备投资</b>	<b>900</b>	<b>1,370</b>
占总电信投资比重	<b>36.7%</b>	<b>50.7%</b>
中国移动	550	600
GSM	400	400
TD-SCDMA	150	200
新联通(联通+网通)	200	470
GSM	200	70
WCDMA	-	400
中国电信CDMA	150	300

资料来源：中金公司研究部

- 2、 网优、网监与测试相关投资有望加大：①一方面，重组和 3G 发牌后，运营商网络更加复杂，如中国移动，G 网 1800M、900M 和 TD 网 3 张网络要实现无缝连接；中国电信可能开展移动、固网和宽带等业务的一号通捆绑业务；新联通的 G 网和 W 网络的平滑连接，都需要对网络监测和网络优化的加大投入；②另外，运营商全业务经营后，业务竞争更加直接激烈，从而需要建设完善的监测系统，提升网络质量；同时还要加大数据采集力度，对各种用户、话务及数据业务情况进行分析，为客户提供更多有针对性的服务。
- 3、 光纤网投资仍然旺盛。①电信投资高峰年，无线网投资也要求传输网投资的配套，将会加大光纤网采购；②未来各运营商也将加大在宽带方面的投入，有望带动光纤网需求增长；③另外，广电系统为了在未来的“三网融合”中取得一定发言权，有望积极投资 FTTH，从而带动光纤网更快发展。<sup>1</sup>

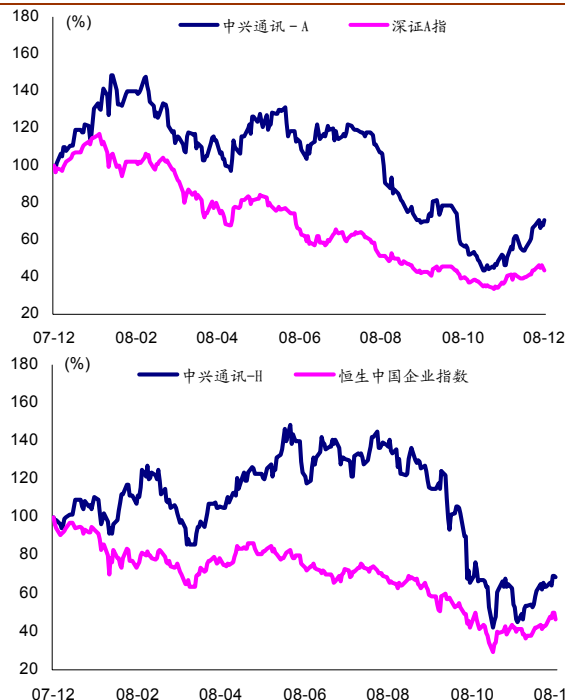
<sup>1</sup>科技部和广电总局 12 月 5 日共同签署《国家高性能宽带信息网暨中国下一代广播电视网自主创新合作协议书》，包括联合行动、项目安排、组织架构、资源整合、技术开发、示范试验、工程建设和产业联盟等内容。<http://www.c114.net/news/550/a367716.html>

## 中兴通讯 (000063.CH/26.98 元, 0763.HK/18.80 港币)：推荐

### A 股首选、港股积极配置选择

#### 中兴通讯主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	23,214.6	34,777.2	46,306.1	59,293.0	71,166.5
(+/-%)	7.6%	49.8%	33.2%	28.0%	20.0%
主营业务利润	7,830.1	11,492.4	14,812.3	18,595.1	21,951.0
(+/-%)	4.0%	46.8%	28.9%	25.5%	18.0%
营业利润	398.1	1,000.8	1,453.0	2,168.2	2,459.8
(+/-%)	-63.6%	151.4%	45.2%	49.2%	13.5%
净利润	767.0	1,252.2	1,772.6	2,495.9	2,904.0
(+/-%)	-35.8%	63.3%	41.6%	40.8%	16.4%
每股收益 (元)	0.57	0.93	1.32	1.86	2.16
(+/-%)	-35.8%	63.3%	41.6%	40.8%	16.4%
市盈率 (倍)	47.3	28.9	20.4	14.5	12.5
每股收益 (不含激励成本, 元)	0.57	1.16	1.54	2.02	2.32
市盈率 (不含激励成本, 倍)	47.3	23.3	17.5	13.4	11.6
市净率 (倍)	3.4	3.0	2.7	2.3	2.0
净资产收益率 (%)	7.1%	10.3%	13.1%	16.0%	16.2%
投入资本回报率 (%)	9.1%	11.5%	16.8%	19.8%	20.0%
股息收益率 (%)	0.4%	0.7%	0.9%	1.3%	1.5%
	H股		A股		
股票代码	763.HK		000063.CH		
当前股价	港币18.80		人民币26.98		
日成交量 (百万股)	3.58		22.48		
52周最高价/最低价	港币41.80/10.00		人民币57.00/15.50		
总市值 (百万人民币/港币)	港币38,413		人民币33,915		
发行股数 (百万股)	224		1343		
其中：流通股 (百万股)	213		750		
主要股东 (持股比例)	深圳市中兴新通讯设备有限公司(35.25%)				



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

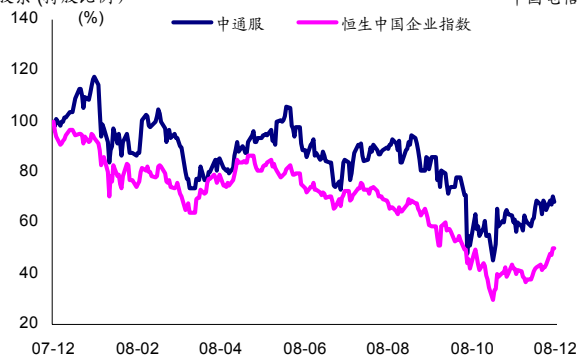
- ◆ 经过前期调整，市场已经充分解读公司可能面临的各种经营风险，估值比较具有吸引力：我们对公司 2008 年~2010 年的每股收益预测分别为人民币 1.32 元、1.86 元和 2.16 元，剔除股权激励成本后分别为人民币 1.54 元、2.02 元和 2.32 元，对应 A 股市盈率分别为 20.4 倍、14.5 倍和 12.5 倍，剔除激励成本后为 17.5 倍、13.4 倍和 11.6 倍；H 股市盈率分别为 12.3 倍、8.9 倍和 7.9 倍，剔除激励成本后为 10.5 倍、8.2 倍和 7.4 倍。
- ◆ 09 年基本面风险不大，国内将直接受益于 3G 投资，全球竞争有望趋缓，且海外市场格局变化有利于公司：① 将同时受益于 3G 带来的国内电信投资反弹及市场份额的增长。公司在保持 TD 及 CDMA 竞争优势的同时，在 WCDMA 网络上也有望取得 15% 左右的市场份额，将使其在无线网络上的综合市场份额较 2G 时代有一定提升。② 我们判断，由于宏观经济影响，公司主要竞争对手爱立信、诺西以及华为目前财务压力都较大，因此 09 年竞争有望减弱；③ 宏观经济变化也有望带来产业机遇，海外运营商对于成本的逐渐重视，有望加快引进相对成本较低的中国厂商设备。④ 海外坏账风险并不大，目前公司海外项目大多数都由中资银行提供买方信贷。
- ◆ 从消息面看，短期内出现利空的可能性较低，而利好消息出台的可能性相对较大：① 3G 牌照年底左右发放较为确定，工信部领导已做出相应表示；② 为配合政府财政刺激政策，国内运营商很可能在明年的 3G 建设中加大投资规模；③ 08 年年报和 09 年 1 季报业绩可能较好，尤其是 09 年 1 季报，由于联通 WCDMA 招标有望在 1 月中结束，一部分业务将在明年 1 季度确认。
- ◆ 综上所述，我们重申对中兴通讯 A 股和 H 股“推荐”的投资评级，并当作我们 A 股中的首选，H 股中建议作为积极投资者的配置选择。

## 中通服 (0552.HK/4.34 港币): 审慎推荐

业务聚焦国内，受益电信投资高峰，稳健投资选择

### 中通服主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E		H股
主营业务收入	19,312.7	23,538.4	30,557.0	37,438.2	42,495.9	股票代码	552.HK
(+/-%)		21.9%	29.8%	22.5%	13.5%	当前股价	HK\$ 4.34
主营业务利润	3,566.9	4,064.7	5,141.7	6,339.4	7,313.9	日成交量 (百万股)	HK\$ 7.07
(+/-%)		14.0%	26.5%	23.3%	15.4%	52周最高价/最低价	16.08
营业利润	1,258.4	1,599.0	1,956.6	2,437.8	2,883.2	总市值 (百万元)	HK\$ 8.65/2.90
(+/-%)		27.1%	22.4%	24.6%	18.3%	发行股数 (百万股)	25,049
经营性净利润	948.3	1,167.2	1,376.7	1,732.9	2,062.8	其中: 流通股 (百万股)	5,772
净利润	816.8	1,167.2	1,376.7	1,732.9	2,062.8	主要股东 (持股比例)	中国电信 (64.05%)
(+/-%)		42.9%	17.9%	25.9%	19.0%		
每股收益 (元)	0.142	0.202	0.239	0.300	0.357		
(+/-%)	-	42.9%	17.9%	25.9%	19.0%		
每股收益 (港币)	0.142	0.215	0.277	0.341	0.393		
市盈率 (倍)	30.7	20.2	15.6	12.7	11.1		
市净率 (倍)	2.1	2.5	2.1	1.9	1.8		
净资产收益率 (%)	6.7%	12.2%	13.3%	15.2%	16.3%		
投入资本回报率 (%)	7.6%	9.6%	10.6%	12.3%	13.4%		
股息收益率 (%)	-	1.7%	2.6%	3.1%	3.6%		



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

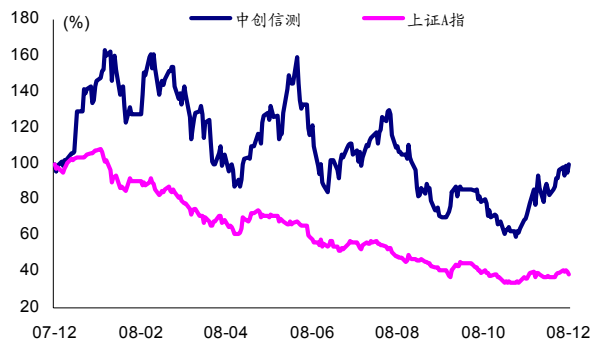
- ◆ **业务聚焦国内市场:** 08 年公司海外业务占比仅为 2% 左右, 合并中通建后预计 09 年和 2010 年占有比有望提升至 4~5% 左右, 但所占比例仍较小, 受海外市场消息面影响较少。且主要跟随政府总承包项目, 或分包中兴华为项目, 市场风险相对较低。
- ◆ **明确受益于国内电信投资高峰年:** 作为国内最大的运营商服务提供商, 中通服品牌优势和服务能力有望使其市场份额保持稳定甚至略有提高。电信重组后, 公司主要客户和同一大股东的兄弟公司中国电信, C 网投资明显高于重组前纯固网投资; 在中国移动 TD 网络建设和新联通 W 网投资中, 中通服的设计、施工和后期维护能力也是运营商考虑的重要因素。
- ◆ **估值略高, 但业绩确定性同样较高, 分红比例较高:** 根据我们预测, 中通服 2008 年~2010 年每股收益分别为人民币 0.239、0.3 和 0.357 元, 按照中金宏观组的汇率预测, 分别相当于港币 0.277 元、0.341 和 0.393 元, 目前市盈率分别为 15.6 倍、12.7 倍和 11.1 倍, 相比同样受益于国内电信投资的中兴通讯略高。

## 中创信测 (600485/11.30 元)：上调评级至审慎推荐

完善产品布局、把握产业机遇，迎来快速发展

### 中创信测主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E		A股
主营业务收入	181.6	194.5	277.1	403.9	549.0	股票代码	600485.CH
(+/-%)	56.0%	7.1%	42.5%	45.8%	35.9%	当前股价	人民币11.30
主营业务利润	97.3	110.6	147.5	205.8	274.3	日成交量(百万股)	8.49
(+/-%)	117.7%	13.6%	33.3%	39.5%	33.3%	52周最高价/最低价	人民币19.42/6.68
营业利润	5.2	15.9	30.5	58.7	91.9	总市值(百万元)	1,544
(+/-%)	n.a.	203.0%	92.2%	92.6%	56.5%	发行股数(百万股)	137
净利润	15.0	26.9	42.1	72.6	108.8	其中：流通股(百万股)	94
(+/-%)	n.a.	79.2%	56.5%	72.4%	49.8%	主要股东(持股比例)	北京英诺维电子技术有限公司(27.10%)
每股收益(元)	0.110	0.197	0.308	0.532	0.796		
(+/-%)	n.a.	79.2%	56.5%	72.4%	49.8%		
市盈率(倍)	102.7	57.3	36.6	21.3	14.2		
市净率(倍)	5.7	5.2	4.5	3.7	3.0		
净资产收益率(%)	5.5%	9.0%	12.4%	17.6%	20.8%		
投入资本回报率(%)	5.5%	9.0%	12.4%	17.6%	20.8%		



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- ◆ **运营商投资结构调整提供业务机会。**正如我们在前文中分析的，预计国内3大运营商均将加大对无线网优、网络监测数据采集等方面的投入，从而为中创信测带来更多的业务机会。
- ◆ **业务布局进一步完善。**公司网络测试产品线已进一步完善，并且通过收购切入了网络优化行业。①公司的GSM网络监测系统有较强的竞争力，在奥运期间承建了中国移动全国网络监测系统。公司目前已具备完整的CDMA、TD、WCDMA网络测试仪表及监测系统，在今年中国电信CDMA网络招标中仪表产品取得了70%的占有率，并预计在目前正在进行的3-5亿规模的C网网优加监测系统招标中取得第一位的占有率。②公司于今年下半年投资了一家深圳的网络优化公司，并将其产品与中创的信令监测数据采集系统相结合，增强了产品的竞争力，在最近一期的新联通GSM的网络优化项目招标中，取得了一半以上的市场份额。
- ◆ **加强与主系统设备厂商合作，切入海外市场。**公司与诺西及华为合作，针对他们的系统形成了标准化的网络监测产品，未来将打包在诺西及华为的产品线中，将有望随之进入海外市场，预计2009年将为公司带来1000万美金以上的订单。
- ◆ **优化产品结构、竞争趋缓，毛利逐步稳定。**针对各运营商目前对测试仪表需求上升的趋势，公司计划将仪表业务单独成立子公司，在主营自主品牌的仪表的同时，将挑选一些专业领域国际品牌的产品，将该业务做大做强，初步预计仪表业务未来将有望形成每年2-3亿元的订单规模。
- ◆ **上调盈利预期：**根据上述分析，我们将公司2008、2009、2010年的每股收益分别上调8.3%、37.3%、52%，至0.308元、0.532元、0.796元。①相应上调公司09-10年的订单额预测，从而将收入分别上调11.8%及16.9%；②上调补贴收入（软件增值税退税，基本与收入同速增减）。③由于产品结构相应优化，且竞争趋缓，小幅上调毛利率。



- ◆ **上调投资评级至审慎推荐：**调整后公司 2008、2009、2010 年的市盈率分别为 36.6 倍、21.3 倍、14.2 倍，从目前的估值看基本到位，但鉴于未来 2 年测试网优子行业需求快速增长的前景明确，公司业务发展潜力较大，我们将其投资评级从“中性”上调至“审慎推荐”，建议投资者可关注该公司，逢低吸纳。
- ◆ **投资风险：**公司的管理和执行能力能否跟上业务的快速发展存在不确定性。

## 中创信测盈利预测调整

(百万人民币)	2008E			2009E			2010E		
	原预测	现预测	变化%	原预测	现预测	变化%	原预测	现预测	变化%
<b>主营业务收入</b>	<b>277.1</b>	<b>277.1</b>	<b>0.0%</b>	<b>361.2</b>	<b>403.9</b>	<b>11.8%</b>	<b>469.6</b>	<b>549.0</b>	<b>16.9%</b>
通信网测试仪仪器仪表类	47.8	60.0	25.5%	74.0	70.5	-4.7%	77.6	100.4	29.4%
通信网测试网管系统类	218.3	211.6	-3.1%	272.8	325.4	19.3%	373.2	437.6	17.3%
其他	11.1	5.5	-50.0%	14.4	8.1	-44.1%	18.8	11.0	-41.5%
<b>占收比%</b>									
通信网测试仪仪器仪表类	17.2%	21.6%	4.4%	20.5%	17.4%	-3.0%	16.5%	18.3%	1.8%
通信网测试网管系统类	78.8%	76.4%	-2.4%	75.5%	80.6%	5.0%	79.5%	79.7%	0.2%
其他	4.0%	2.0%	-2.0%	4.0%	2.0%	-2.0%	4.0%	2.0%	-2.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>127.8</b>	<b>126.5</b>	<b>-1.0%</b>	<b>170.3</b>	<b>193.6</b>	<b>13.7%</b>	<b>227.5</b>	<b>268.5</b>	<b>18.0%</b>
<b>毛利率%</b>	<b>53.9%</b>	<b>54.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>52.9%</b>	<b>52.1%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>51.6%</b>	<b>51.1%</b>	<b>-0.5%</b>
通信网测试仪仪器仪表类	77.0%	77.0%	0.0%	75.0%	76.0%	1.0%	75.0%	74.0%	-1.0%
通信网测试网管系统类	47.0%	47.0%	0.0%	45.0%	46.0%	1.0%	45.0%	45.0%	0.0%
其他	90.0%	90.0%	0.0%	88.0%	88.0%	0.0%	85.0%	85.0%	0.0%
主营业务税金及附加	3.1	3.1	0.0%	4.1	4.6	11.8%	5.3	6.2	16.9%
主营业务利润	146.2	147.5	0.9%	186.9	205.8	10.1%	236.8	274.3	15.9%
<b>费用</b>	<b>115.4</b>	<b>117.0</b>	<b>1.4%</b>	<b>139.6</b>	<b>147.0</b>	<b>5.3%</b>	<b>167.6</b>	<b>182.5</b>	<b>8.9%</b>
<b>费用率%</b>	<b>42%</b>	<b>42%</b>	<b>0.6%</b>	<b>39%</b>	<b>36%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>36%</b>	<b>33%</b>	<b>-2.5%</b>
营业费用	41.3	40.5	-1.8%	50.0	53.5	7.1%	60.5	67.7	12.0%
<b>营业费用率%</b>	<b>14.9%</b>	<b>14.6%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>13.8%</b>	<b>13.2%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.3%</b>	<b>-0.5%</b>
管理费用	73.5	75.8	3.2%	88.8	92.6	4.2%	106.0	113.4	7.0%
<b>管理费用率%</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>24.6%</b>	<b>22.9%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>22.6%</b>	<b>20.7%</b>	<b>-1.9%</b>
财务费用	0.7	0.7	0.0%	0.9	1.0	11.8%	1.1	1.3	16.9%
<b>财务费用率%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>
<b>营业利润</b>	<b>30.77</b>	<b>30.48</b>	<b>-0.9%</b>	<b>47.24</b>	<b>58.71</b>	<b>24.3%</b>	<b>69.19</b>	<b>91.88</b>	<b>32.8%</b>
<b>营业利润率%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>13.1%</b>	<b>14.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>14.7%</b>	<b>16.7%</b>	<b>2.0%</b>
营业外收支净额	15.0	19.1	27.3%	15.0	26.7	78.2%	15.0	36.1	140.5%
<b>利润总额</b>	<b>45.77</b>	<b>49.57</b>	<b>8.3%</b>	<b>62.24</b>	<b>85.44</b>	<b>37.3%</b>	<b>84.19</b>	<b>127.96</b>	<b>52.0%</b>
所得税	6.9	7.4	8.3%	9.3	12.8	37.3%	12.6	19.2	52.0%
<b>有效税率%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>38.91</b>	<b>42.14</b>	<b>8.3%</b>	<b>52.90</b>	<b>72.62</b>	<b>37.3%</b>	<b>71.56</b>	<b>108.77</b>	<b>52.0%</b>
<b>净利率%</b>	<b>14.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>14.6%</b>	<b>18.0%</b>	<b>3.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>19.8%</b>	<b>4.6%</b>
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.285</b>	<b>0.308</b>	<b>8.3%</b>	<b>0.387</b>	<b>0.532</b>	<b>37.3%</b>	<b>0.524</b>	<b>0.796</b>	<b>52.0%</b>

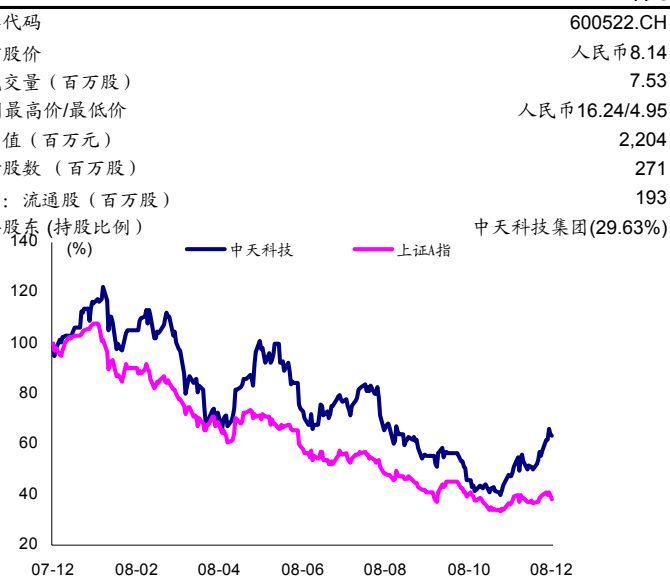
资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 中天科技 (600522.CH/8.14元)： 审慎推荐

### 通信电力双受益

#### 中天科技主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E		A股
主营业务收入	1,162.3	1,988.4	2,895.0	3,723.2	4,691.9	股票代码	600522.CH
(+/-%)	62.0%	71.1%	45.6%	28.6%	26.0%	当前股价	人民币8.14
主营业务利润	218.2	343.5	487.4	620.9	751.7	日成交量(百万股)	7.53
(+/-%)	69.9%	57.4%	41.9%	27.4%	21.1%	52周最高价/最低价	人民币16.24/4.95
营业利润	70.3	135.8	188.3	259.6	318.3	总市值(百万元)	2,204
(+/-%)	66.6%	93.1%	38.6%	37.9%	22.6%	发行股数(百万股)	271
净利润	39.5	84.3	135.4	180.6	217.4	其中：流通股(百万股)	193
(+/-%)	67.7%	113.4%	60.6%	33.4%	20.3%	主要股东(持股比例)	中天科技集团(29.63%)
每股收益(元)	0.146	0.311	0.500	0.667	0.803		
(+/-%)	67.7%	113.4%	60.6%	33.4%	20.3%		
市盈率(倍)	55.8	26.1	16.3	12.2	10.1		
每股收益(增发后,元)	0.123	0.263	0.422	0.563	0.678		
市盈率(增发后,倍)	66.1	31.0	19.3	14.5	12.0		
市净率(倍)	3.4	3.0	2.5	2.1	1.7		
净资产收益率(%)	6.5%	13.0%	18.5%	20.8%	0.0%		
投入资本回报率(%)	3.2%	2.2%	2.1%	2.9%	0.0%		



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- ◆ **通信缆受益国内电信投资高峰年：**①2009年国内射频电缆市场规模受益于重组和3G发牌，有望保持高速增长；其中中天科技有望凭借价格优势在2009年中的招标获得更高份额；②光纤缆市场受益于电信投资中传输网和宽带的投资提升以及广电系统可能在FTTH方面的投资，需求仍将保持较快增长，至少明年上半年仍然呈现供不应求的局面；③海底光缆国际认证有望在5月左右获得，可能带来较多代工订单，尚未反映在盈利模型中。
- ◆ **电力缆受益拉动内需政策：**4万亿拉动内需投资中，城乡电网建设是重要组成部分。其中国家电网和南方电网也分别公布了新增或加快电网投资规划，超过“十一五”规划目标，有望带动中天科技特种电缆业务持续快速发展。
- ◆ **年报预增50~70%有望实现：**由于收入的快速增长，以及公司电力缆业务利润率的提升，我们认为公司08年实现同比增长60%，每股收益达到0.5元的可能性较大，符合前期50~70%的预增公告。但我们对盈利结构进行微调，主要是房地产业务预期和射频电缆业务08年基数有所下调，而根据08年前3季度经营情况，略上调通信缆的毛利率。调整后，我们对2009年和2010年的每股收益预测仍然分别是0.667元和0.803元，同比增长分别为33.4%和20.3%，其中，尚未考虑海缆获得国际认证后，可能带来的代工业务。

按照我们的预测，目前公司市盈率分别为16.3倍、12.2倍和10.1倍；如果考虑5000万股的增发，市盈率分别为19.3倍、14.5倍和12.0倍，估值具有一定吸引力。因此我们维持“审慎推荐”的投资评级。

## 中天科技盈利预测调整

(百万人民币)	2008E			2009E			2010E		
	原预测	现预测	变动%	原预测	现预测	变动%	原预测	现预测	变动%
<b>主营业务收入</b>	<b>3,180.6</b>	<b>2,895.0</b>	-9.0%	<b>4,140.4</b>	<b>3,723.2</b>	-10.1%	<b>4,952.5</b>	<b>4,691.9</b>	-5.3%
通信缆	1,377.1	1,091.5	-20.7%	1,820.6	1,589.3	-12.7%	2,258.7	1,943.4	-14.0%
- 光纤光缆	777.1	821.5	5.7%	1,040.6	1,155.0	11.0%	1,283.7	1,427.4	11.2%
- 射频电缆	600.0	270.0	-55.0%	780.0	434.4	-44.3%	975.0	516.0	-47.1%
电力缆	1,525.3	1,525.3	0.0%	1,996.5	2,047.3	2.5%	2,576.8	2,609.5	1.3%
- 铝合金导线	401.1	401.1	0.0%	457.3	508.1	11.1%	521.3	589.5	13.1%
- 海底电缆	135.0	135.0	0.0%	202.5	202.5	0.0%	303.8	303.8	0.0%
- 钢芯铝绞线及其他	524.0	524.0	0.0%	733.6	733.6	0.0%	953.7	953.7	0.0%
房地产	278.2	278.2	0.0%	323.2	86.6	-73.2%	117.0	139.0	18.8%
<b>占收比%</b>									
通信缆	43.3%	37.7%	-12.9%	44.0%	42.7%	-2.9%	45.6%	41.4%	-9.2%
- 光纤光缆	24.4%	28.4%	16.1%	25.1%	31.0%	23.4%	25.9%	30.4%	17.4%
- 射频电缆	18.9%	9.3%	-50.6%	18.8%	11.7%	-38.1%	19.7%	11.0%	-44.1%
电力缆	48.0%	52.7%	9.9%	48.2%	55.0%	14.0%	52.0%	55.6%	6.9%
- 铝合金导线	12.6%	13.9%	9.9%	11.0%	13.6%	23.6%	10.5%	12.6%	19.4%
- 海底电缆	4.2%	4.7%	9.9%	4.9%	5.4%	11.2%	6.1%	6.5%	5.6%
- 钢芯铝绞线及其他	16.5%	18.1%	9.9%	17.7%	19.7%	11.2%	19.3%	20.3%	5.6%
房地产	8.7%	9.6%	9.9%	7.8%	2.3%	-70.2%	2.4%	3.0%	25.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>(2,657.2)</b>	<b>(2,407.6)</b>	-9.4%	<b>(3,464.4)</b>	<b>(3,102.3)</b>	-10.4%	<b>(4,158.0)</b>	<b>(3,940.3)</b>	-5.2%
主营业务税金及附加	(23.7)	(21.5)	-9.0%	(30.8)	(27.7)	-10.1%	(36.8)	(34.9)	-5.3%
<b>主营业务利润</b>	<b>499.7</b>	<b>465.8</b>	-6.8%	<b>645.2</b>	<b>593.2</b>	-8.1%	<b>757.6</b>	<b>716.8</b>	-5.4%
主营业务利润率	15.7%	16.1%	0.4%	15.6%	15.9%	0.3%	15.3%	15.3%	0.0%
<b>毛利率%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>0.0%</b>
通信缆	18.5%	20.8%	2.3%	17.9%	19.7%	1.9%	17.6%	18.1%	0.5%
- 光纤光缆	19.2%	21.0%	1.8%	18.5%	20.0%	1.5%	18.2%	18.4%	0.2%
- 射频电缆	17.5%	20.0%	2.5%	17.0%	19.0%	2.0%	16.8%	17.4%	0.6%
电力缆	14.0%	14.0%	0.0%	14.3%	14.3%	0.0%	14.5%	14.5%	0.0%
房地产	20.0%	17.0%	-3.0%	20.0%	16.0%	-4.0%	20.0%	15.0%	-5.0%
<b>毛利贡献率%</b>									
通信缆	48.6%	46.5%	-2.1%	48.1%	50.5%	2.4%	50.0%	46.9%	-3.1%
- 光纤光缆	28.5%	35.4%	6.9%	28.5%	37.2%	8.7%	29.4%	34.9%	5.5%
- 射频电缆	20.1%	11.1%	-9.0%	19.6%	13.3%	-6.3%	20.6%	11.9%	-8.7%
电力缆	40.8%	43.8%	3.0%	42.3%	47.3%	4.9%	47.0%	50.3%	3.3%
房地产	10.6%	9.7%	-0.9%	9.6%	2.2%	-7.3%	2.9%	2.8%	-0.2%
<b>费用</b>	<b>(299.4)</b>	<b>(277.6)</b>	-7.3%	<b>(368.5)</b>	<b>(333.6)</b>	-9.5%	<b>(422.2)</b>	<b>(398.4)</b>	-5.6%
费用率	9.4%	9.6%	0.2%	8.9%	9.0%	0.1%	8.5%	8.5%	0.0%
营业费用	(190.8)	(168.1)	-11.9%	(240.1)	(210.1)	-12.5%	(282.3)	(259.0)	-8.3%
营业费用率	6.0%	5.8%	-0.2%	5.8%	5.6%	-0.2%	5.7%	5.5%	-0.2%
管理费用	(76.3)	(66.6)	-12.8%	(95.2)	(81.9)	-14.0%	(109.0)	(98.5)	-9.6%
管理费用率	2.4%	2.3%	-0.1%	2.3%	2.2%	-0.1%	2.2%	2.1%	-0.1%
财务费用	(22.9)	(34.4)	49.9%	(21.1)	(30.7)	45.5%	(16.5)	(27.2)	64.8%
财务费用率	0.7%	1.2%	0.5%	0.5%	0.8%	0.3%	0.3%	0.6%	0.2%
资产减值损失	-9.30	-8.47	-9.0%	-12.11	-10.89	-10.1%	-14.49	-13.73	-5.3%
投资收益	14.0	14.0	0.0%	10.0	10.0	0.0%	10.0	10.0	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>200.3</b>	<b>188.3</b>	-6.0%	<b>276.6</b>	<b>259.6</b>	-6.2%	<b>335.4</b>	<b>318.3</b>	-5.1%
营业利润率	6.3%	6.5%	0.2%	6.7%	7.0%	0.3%	6.8%	6.8%	0.0%
所得税	(52.0)	(52.0)	0.0%	(69.3)	(69.3)	0.0%	(83.4)	(83.4)	0.0%
有效税率	24.0%	24.0%	0.0%	24.0%	24.0%	0.0%	24.0%	24.0%	0.0%
少数股东权益	(29.2)	(29.2)	0.0%	(39.0)	(39.0)	0.0%	(46.9)	(46.9)	0.0%
<b>净利润</b>	<b>135.4</b>	<b>135.4</b>	0.0%	<b>180.6</b>	<b>180.6</b>	0.0%	<b>217.4</b>	<b>217.4</b>	0.0%
净利润率	4.3%	4.7%	0.4%	4.4%	4.9%	0.5%	4.4%	4.6%	0.2%
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.500</b>	<b>0.500</b>	0.0%	<b>0.667</b>	<b>0.667</b>	0.0%	<b>0.803</b>	<b>0.803</b>	0.0%
<b>增发后每股收益(元)*</b>	<b>0.422</b>	<b>0.422</b>	0.0%	<b>0.563</b>	<b>0.563</b>	0.0%	<b>0.678</b>	<b>0.678</b>	0.0%

\* 按最多增发 5,000 万股 (即对总股本产生 15.6% 的摊薄影响) 全面摊薄计算每股收益。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

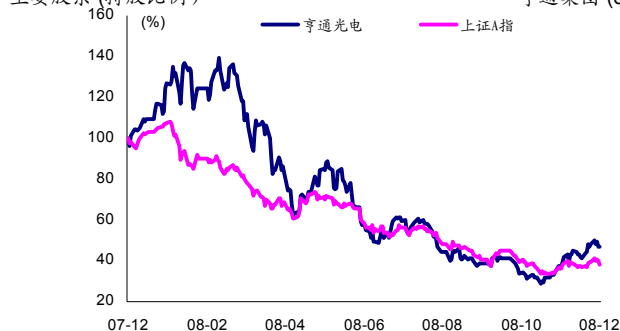
## 亨通光电 (600487.CH/9.40 元)：推荐

光纤缆需求旺盛，光棒进展较慢

### 亨通光电主要财务指标及近期股价表现

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,089.3	1,100.3	1,418.8	1,845.1	2,329.9
(+/-%)	58.0%	1.0%	28.9%	30.1%	26.3%
主营业务利润	206.5	239.4	278.8	350.9	439.3
(+/-%)	31.1%	15.9%	16.5%	25.9%	25.2%
营业利润	93.4	126.0	136.9	164.6	208.6
(+/-%)	21.2%	34.9%	8.6%	20.2%	26.8%
净利润	60.0	79.7	88.7	106.1	133.9
(+/-%)	23.0%	32.8%	11.4%	19.7%	26.1%
每股收益(元)	0.361	0.480	0.534	0.639	0.806
市盈率(倍)	26.0	19.6	17.6	14.7	11.7
市净率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
权益收益率	6.0%	7.4%	7.8%	8.8%	10.3%

	A股
股票代码	600487.CH
当前股价	人民币9.40
日成交量(百万股)	7.2
52周最高价/最低价	人民币28.98/5.60
总市值(百万元)	1,562
发行股数(百万股)	166
其中: 流通股(百万股)	166
主要股东(持股比例)	亨通集团(32.90%)



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- ◆ **光纤缆市场需求旺盛：**受益于①09年电信投资高峰年，传输网投资相应加大；②运营商有望提升宽带投资，相应光纤缆投资或有所提升；③广电系统可能在FTTH方面加大投资，推动光纤光缆需求更快发展。
- ◆ **光纤价格仍有一定压力：**尽管目前国内光纤供不应求，产能暂时出现瓶颈，但由于运营商集采体制未变，价格仍有一定压力。
- ◆ **光棒进展较慢：**尽管不存在重大技术瓶颈，但是生产工艺的摸索和稳定仍需要时间。
- ◆ **维持“推荐”的投资评级：**我们维持对亨通光电2008年~2010年分别为0.534元、0.639元和0.806元的每股收益预测，对应目前市盈率分别为17.6倍、14.7倍和11.7倍，相对具有一定吸引力，且我们仍认为公司是光纤缆行业中的龙头企业之一，经营较为稳健，因此维持“推荐”的投资评级。

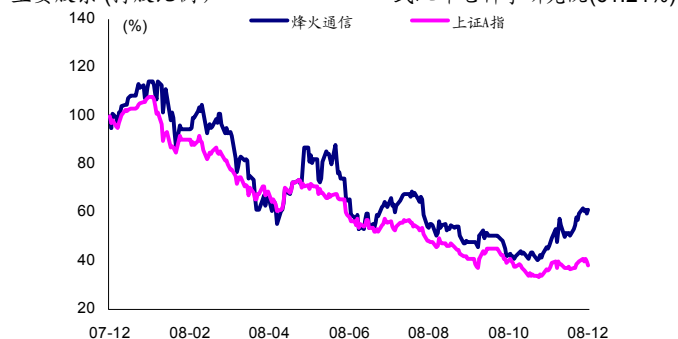
## 烽火通信 (600498.CH/10.27 元): 中性

光纤缆受益，但光通设备感受压力

### 烽火通信主要财务指标及近期股价表现

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,921.8	2,347.1	3,021.3	3,785.0	4,544.7
(+/-%)	22.4%	22.1%	28.7%	25.3%	20.1%
主营业务利润	510.9	702.3	821.4	994.0	1,165.3
(+/-%)	35.2%	37.5%	16.9%	21.0%	17.2%
营业利润	27.6	101.5	206.1	205.2	255.0
(+/-%)	117.0%	268.3%	103.0%	-0.4%	24.2%
净利润	51.9	105.7	164.5	182.0	220.4
(+/-%)	23.0%	103.8%	55.6%	10.7%	21.1%
每股收益(元)	0.126	0.258	0.401	0.444	0.538
市盈率(倍)	81.2	39.8	25.6	23.1	19.1
市净率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
权益收益率	2.3%	4.6%	6.9%	7.2%	8.3%
占用资本收益率	1.6%	1.5%	2.2%	3.3%	4.4%

	A股
股票代码	600498.CH
当前股价	人民币10.27
日成交量(百万股)	10.29
52周最高价/最低价	人民币20.10/6.66
总市值(百万元)	4,211
发行股数(百万股)	410
其中: 流通股(百万股)	179
主要股东(持股比例)	武汉邮电科学研究院(61.24%)



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- ◆ **光通设备竞争面临压力:** 尽管在重组和 3G 发牌后, 09 年电信投资高峰年中, 传输网投资有望加大, 但是公司的光通设备面临华为和中兴的激烈竞争, 09 年增速可能放缓。
- ◆ **光纤缆需求仍然旺盛:** 光纤缆受益于电信投资中传输网建设、宽带方面的投资以及广电系统在 FTTH 建设中的投资, 仍有望保持快速增长。尽管价格压力仍然存在, 光纤缆收入 20% 左右的收入增长仍可期待。
- ◆ **网络数据业务尚未形成突破:** 预计未来保持较低增速。
- ◆ **广发基金投资收益难以持续:** 由于公司持股 16.7% 的广发基金 08 年实现 4000 万分红, 今年业绩维持了高增长, 但由于市场行情变化, 09 年难以获得同样高额的分红。
- ◆ **维持“中性”的投资评级:** 根据近期经营情况和对 09 年的经营展望, 我们重新审视盈利模型并做出调整, 调增 08 年每股收益预测至 0.401 元, 维持 2009 年和 2010 年分别为 0.444 元和 0.538 元的每股收益预测, 但对盈利结构进行调整, 主要是调高了公司美元贷款带来的汇兑收益, 但对光通设备和网络数据业务收入略有下调。目前市盈率分别为 25.6 倍、23.1 倍和 19.1 倍, 估值相对到位, 因此我们仍维持“中性”的投资评级。

## 烽火通信盈利预测调整

(人民币百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	变化率%	调整前	调整后	变化率%	调整前	调整后	变化率%
<b>主营业务收入</b>	<b>3,021.3</b>	<b>3,021.3</b>	<b>0.0%</b>	<b>3,856.3</b>	<b>3,785.0</b>	<b>-1.8%</b>	<b>4,870.5</b>	<b>4,544.7</b>	<b>-6.7%</b>
光通设备	1,388.7	1,388.7	0.0%	1,805.3	1,745.1	-3.3%	2,346.8	2,106.1	-10.3%
光纤、光缆和电缆	1,064.7	1,064.7	0.0%	1,281.4	1,320.7	3.1%	1,542.2	1,588.2	3.0%
数据网络产品	504.2	504.2	0.0%	705.9	655.5	-7.1%	917.7	786.6	-14.3%
占主营业务收入%									
光通设备	46.0%	46.0%	0.0%	46.8%	46.1%	-0.7%	48.2%	46.3%	-1.8%
光纤、光缆和电缆	35.2%	35.2%	0.0%	33.2%	34.9%	1.7%	31.7%	34.9%	3.3%
数据网络产品	16.7%	16.7%	0.0%	18.3%	17.3%	-1.0%	18.8%	17.3%	-1.5%
<b>毛利</b>	<b>836.0</b>	<b>836.0</b>	<b>0.0%</b>	<b>1,041.6</b>	<b>1,012.4</b>	<b>-2.8%</b>	<b>1,295.5</b>	<b>1,187.3</b>	<b>-8.3%</b>
毛利率%	27.7%	27.7%	0.0%	27.0%	26.7%	-0.3%	26.6%	26.1%	-0.5%
光通设备	30.0%	30.0%	0.0%	28.0%	28.0%	0.0%	27.0%	27.0%	0.0%
光纤、光缆和电缆	19.5%	19.5%	0.0%	19.1%	19.1%	0.0%	18.6%	18.6%	0.0%
数据网络产品	39.5%	39.5%	0.0%	39.5%	39.5%	0.0%	39.5%	39.5%	0.0%
<b>费用</b>	<b>(702.0)</b>	<b>(675.3)</b>	<b>-3.8%</b>	<b>(847.7)</b>	<b>(818.8)</b>	<b>-3.4%</b>	<b>(1,026.9)</b>	<b>(930.3)</b>	<b>-9.4%</b>
费用率	23.2%	22.4%	-0.9%	22.0%	21.6%	-0.3%	21.1%	20.5%	-0.6%
营业费用	(332.3)	(317.2)	-4.5%	(404.9)	(389.9)	-3.7%	(496.8)	(454.5)	-8.5%
营业费用率	11.0%	10.5%	-0.5%	10.5%	10.3%	-0.2%	10.2%	10.0%	-0.2%
管理费用	(322.7)	(329.3)	2.0%	(385.6)	(386.1)	0.1%	(462.7)	(432.3)	-6.6%
管理费用率	10.7%	10.9%	0.2%	10.0%	10.2%	0.2%	9.5%	9.5%	0.0%
财务费用	(16.9)	21.3	-225.6%	(17.2)	7.1	-141.5%	(17.4)	6.4	-136.6%
财务费用率	0.6%	-0.7%	-1.3%	0.4%	-0.2%	-0.6%	0.4%	-0.1%	-0.5%
资产减值损失	(30.0)	(50.0)	66.7%	(40.0)	(50.0)	25.0%	(50.0)	(50.0)	0.0%
资产减值率	1.0%	1.7%	0.7%	1.0%	1.3%	0.3%	1.0%	1.1%	0.1%
投资收益	60.0	60.0	0.0%	40.0	30.0	-25.0%	30.0	20.0	-33.3%
<b>营业利润</b>	<b>179.3</b>	<b>206.1</b>	<b>14.9%</b>	<b>215.2</b>	<b>205.2</b>	<b>-4.6%</b>	<b>275.0</b>	<b>255.0</b>	<b>-7.3%</b>
营业利润率	-5.9%	-6.8%	-0.9%	-5.6%	-5.4%	0.2%	-5.6%	-5.6%	0.0%
营业外收支净额	70.4	70.4	0.0%	70.3	80.3	14.2%	70.7	90.7	28.3%
<b>税前利润</b>	<b>249.7</b>	<b>276.5</b>	<b>10.7%</b>	<b>285.5</b>	<b>285.5</b>	<b>0.0%</b>	<b>345.7</b>	<b>345.7</b>	<b>0.0%</b>
所得税	(37.5)	(41.5)	10.7%	(42.8)	(42.8)	0.0%	(51.9)	(51.9)	0.0%
有效税率	15.0%	15.0%	0.0%	15.0%	15.0%	0.0%	15.0%	15.0%	0.0%
少数股东损益	(63.7)	(70.5)	10.7%	(60.7)	(60.7)	0.0%	(73.5)	(73.5)	0.0%
<b>净利润</b>	<b>148.6</b>	<b>164.5</b>	<b>10.7%</b>	<b>182.0</b>	<b>182.0</b>	<b>0.0%</b>	<b>220.4</b>	<b>220.4</b>	<b>0.0%</b>
净利率	4.9%	5.4%	0.5%	4.7%	4.8%	0.1%	4.5%	4.8%	0.3%
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.362</b>	<b>0.401</b>	<b>10.7%</b>	<b>0.444</b>	<b>0.444</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.538</b>	<b>0.538</b>	<b>0.0%</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。