

主题投资之二：扩内需，促消费

——通信、家电、食品**2009**年投资策略



浙商证券研究所

2009年1月

研究员 徐昊、张宁

扩内需，促消费主题

- 一、通信设备行业：走进**3G**时代
- 二、家电行业：家电下乡拉动内需
- 三、食品行业：需求增长+合理估值

第一部分

通信设备行业投资策略——走进**3G**时代

目录

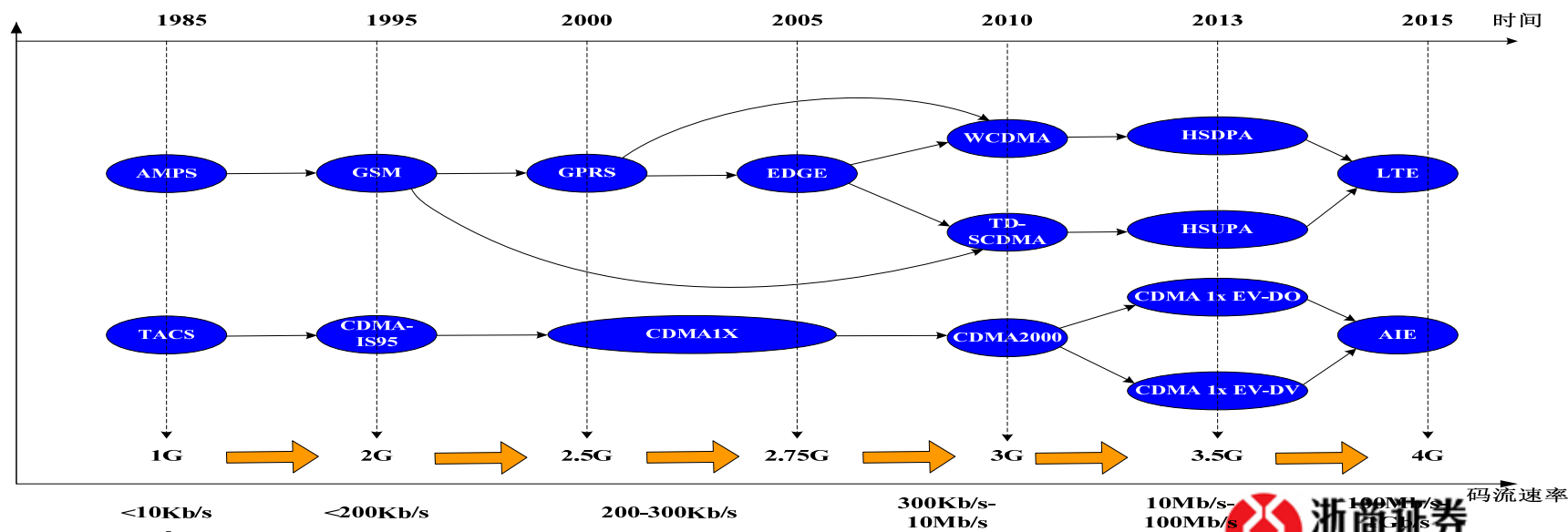
- 看好通信设备行业的理由
- 受益产业及公司
- 行业运行趋势
- 重点推荐公司
- 风险提示

3G的三种技术发展路线

三种3G制式的各主要技术参数

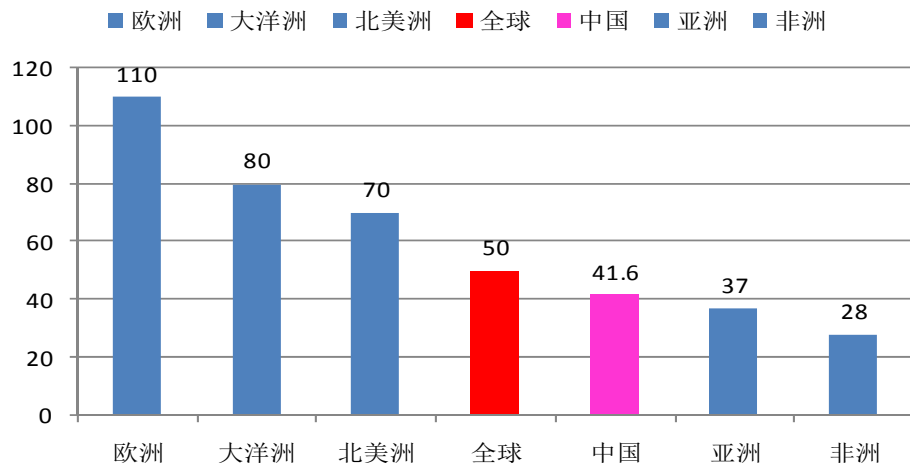
	WCDMA	CDMA2000	TD-SCDMA
核心网	基于 GSM-MAP	基于 ANSI-41	基于 GSM-MAP
双工方式	FDD	FDD	TDD
双向信道带宽 (MHz)	10	2.5	1.6
码片速率 (Mcps)	3.84	1.2288	1.28
帧长 (ms)	10ms	可变	10ms (分为 2 个 5ms 的子帧)
基站同步	异步	同步	同步
功率控制 (Hz)	开环+快速闭环 1500	开环+快速闭环 800	开环+慢速闭环 200

技术发展路线

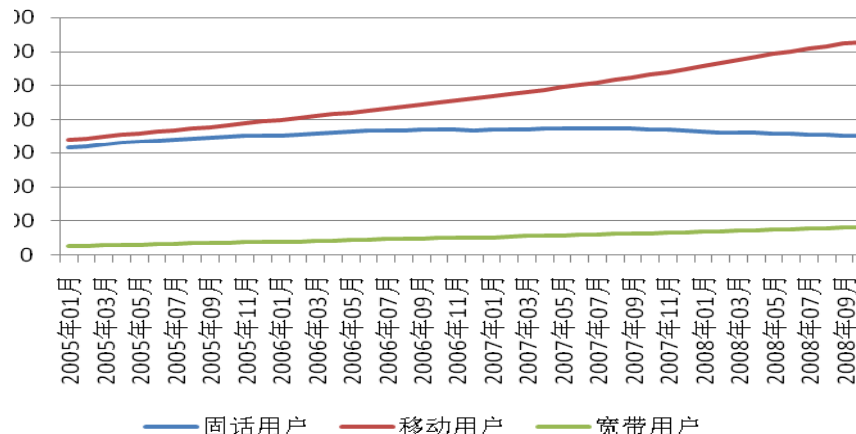


移话取代固话，普及率仍有待提高！

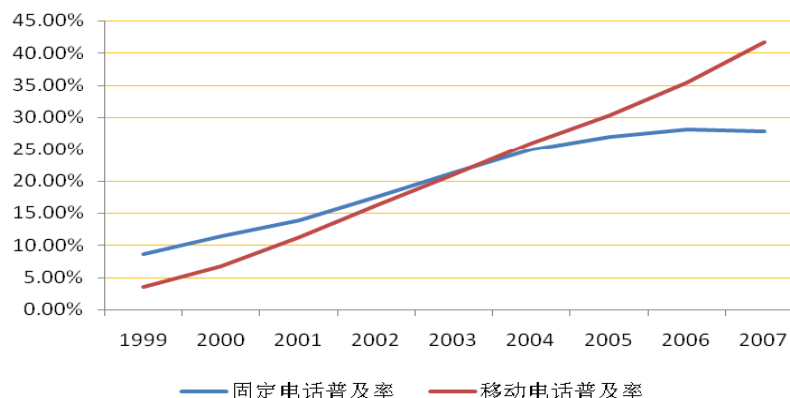
2007年全球各地区移话普及率



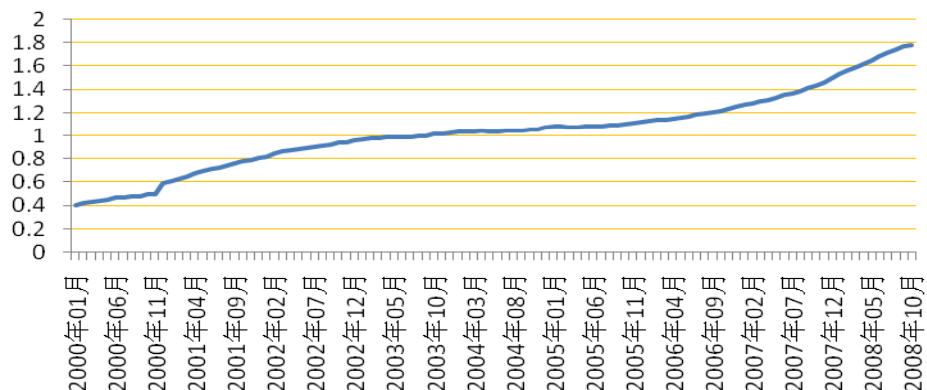
移话、固话总用户数 单位：万户



移话、固话年度普及率



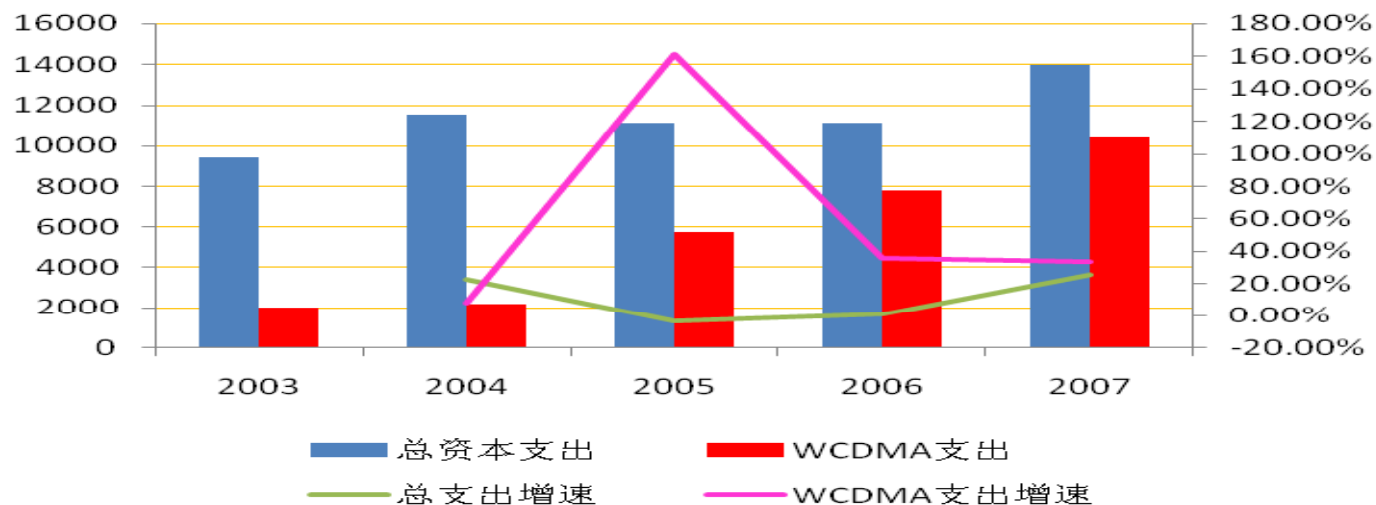
移动/固话用户比



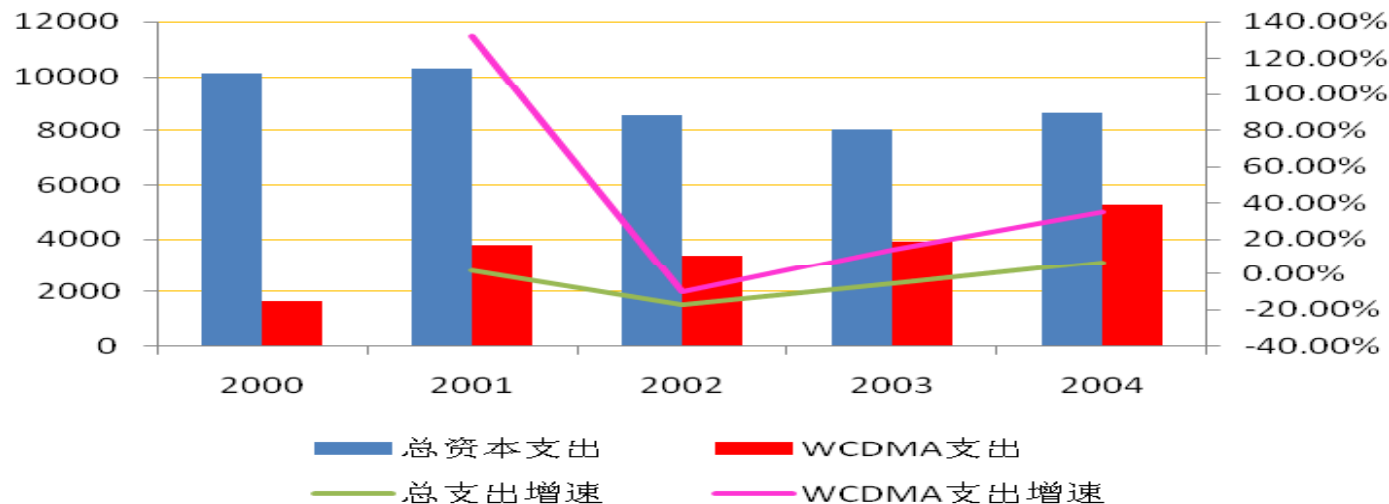
- 2008年1-10月，全国固定电话用户减少1419.9万户，达到35143.7万户；
- 2008年1-10月，全国移动电话用户净增7995.9万户，达到62726.5万户。

3G投资——海外市场：它山之石

韩国SKT WCDMA建设时期投资情况

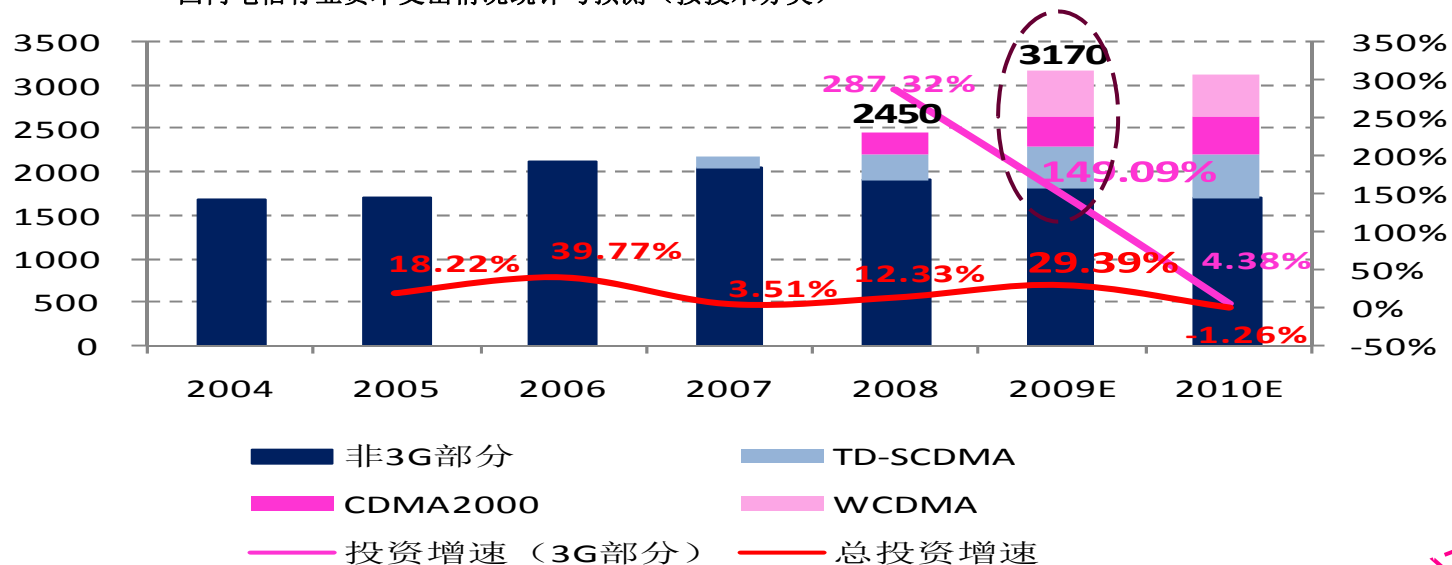


日本NTT WCDMA建设时期投资情况



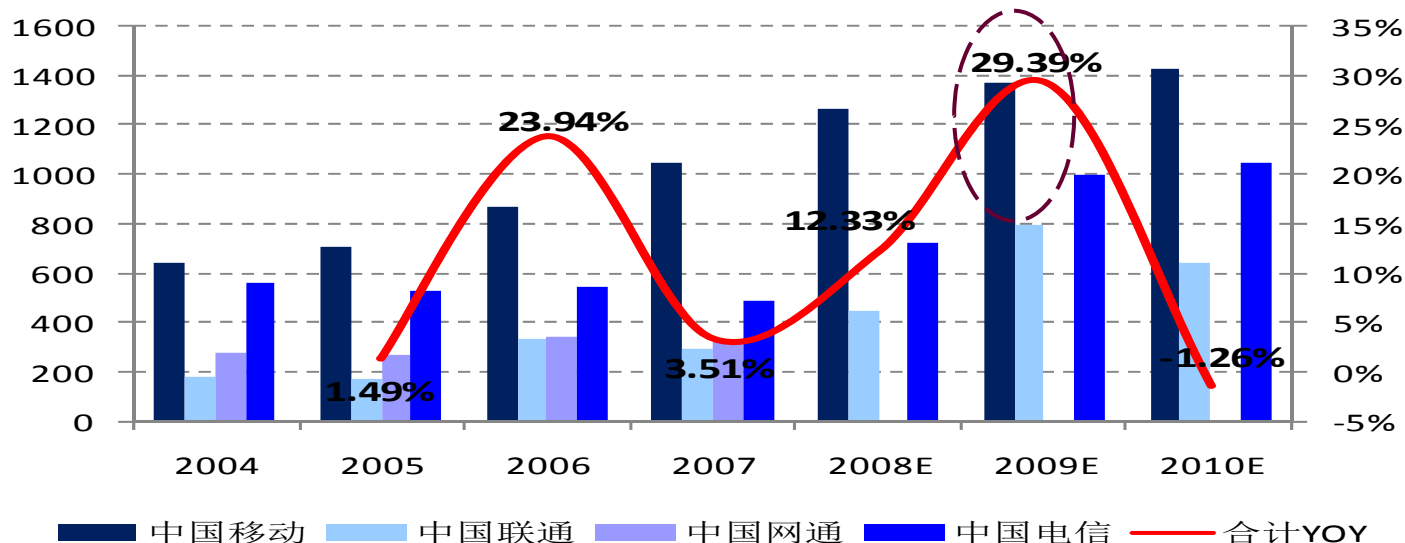
3G投资——国内市场：未来2年拟投入2800亿！

国内电信行业资本支出情况统计与预测（按技术分类）

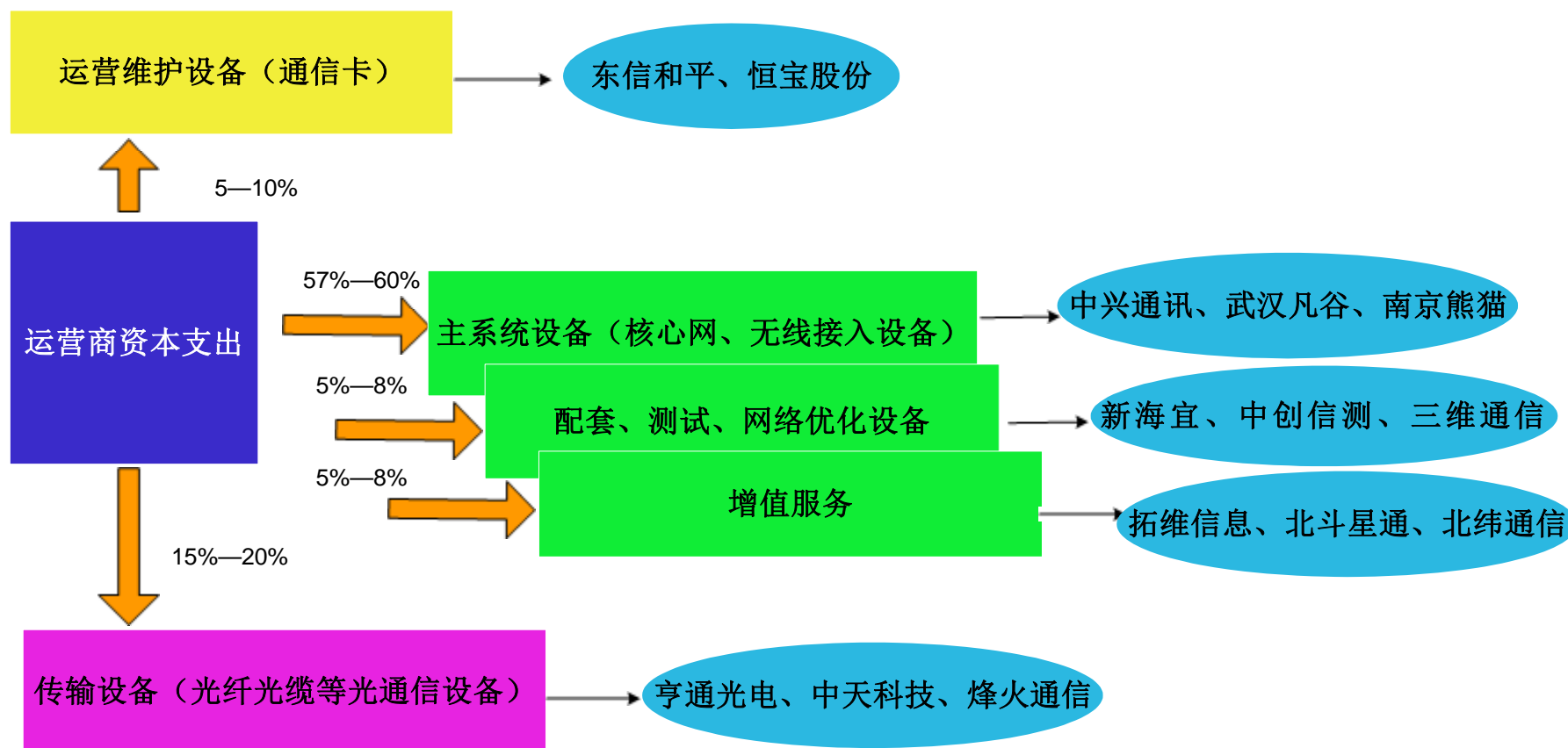


09年为爆发期!

国内电信行业资本支出情况统计与预测（按运营商分类）



产业链及相关上市公司受益顺序

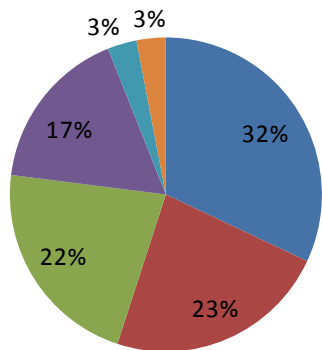


- 产业链受益顺序：无线接入设备 → 主系统配套设备 → 传输设备 → 测试设备 → 网络优化设备 → 增值服务 → 运营维护设备。

3G无线设备招标各家份额：国内厂商后来居上

CDMA一期份额

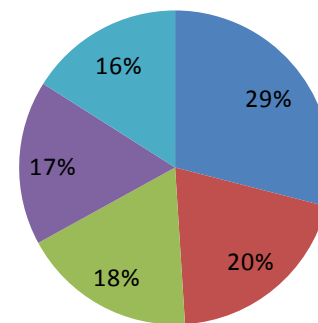
81城市，
9万台基
站，总
金额约
34亿元



■ 中兴 ■ MOTO ■ 阿朗 ■ 北电 ■ 华为 ■ 其他

CDMA二期份额

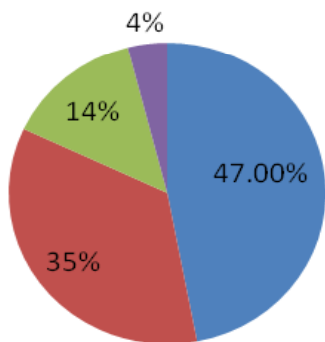
342城市，
13万台
基站，
总金额
约80亿
元



■ 中兴 ■ 阿朗 ■ MOTO ■ 北电 ■ 中兴

TD一期

8城市，
1.5万台
基站，
总金额
142亿元



中兴系（中兴+爱立信）

大唐系（大唐+上海贝尔+烽

大唐系 ■ 中兴 ■ 华为 ■ 诺西 ■ 普天 ■ 爱立信

鼎桥（华为+西门子）

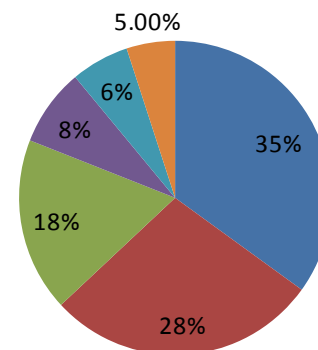
普天系（普天+诺西）

www.stocke.com.cn

资料来源：公告，浙商研究所

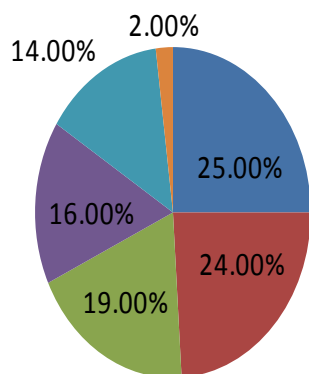
TD二期

28城市，
2.3万台基
站，16万载
频，总金额
300亿元



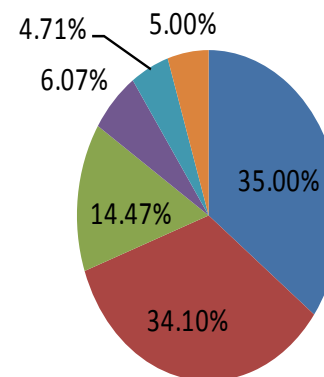
08年招标后各家按载频计算的存量份额对比

中国电信CDMA一、二期各家汇总 载频数存量占比



■ 中兴 ■ 华为 ■ 阿朗 ■ 摩托 ■ 北电 ■ 三星

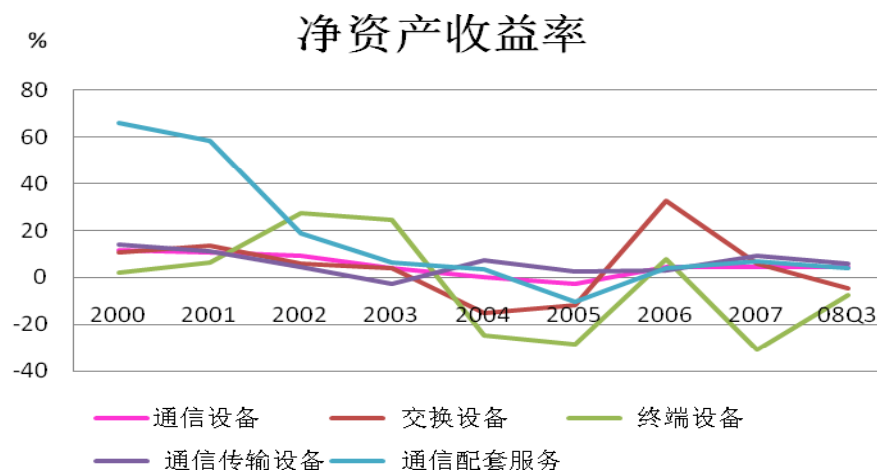
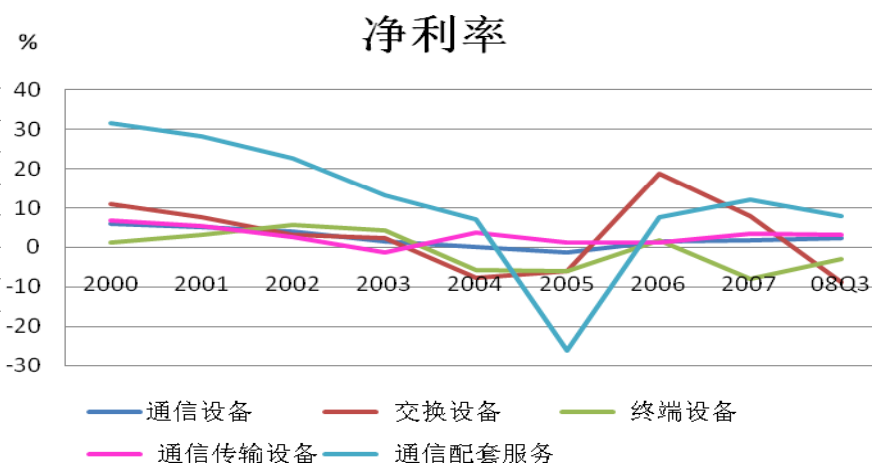
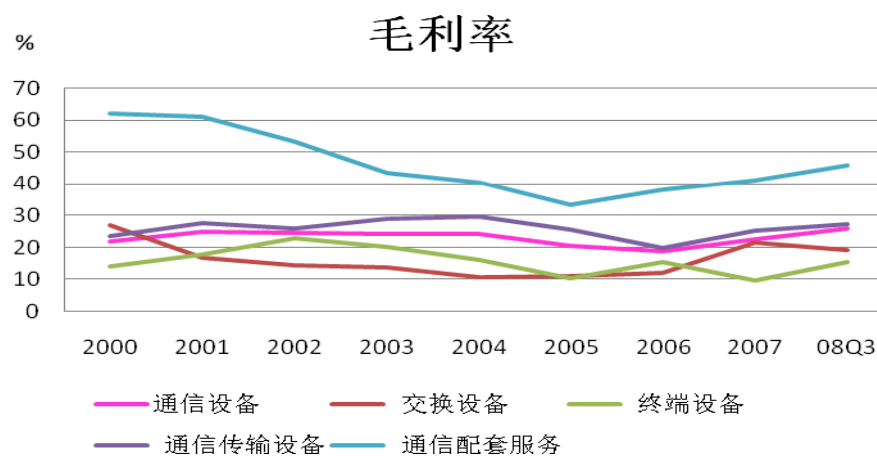
中国移动TD-SCDMA一、二期各家汇 总载频数存量占比



■ 大唐 ■ 中兴 ■ 华为 ■ 诺西 ■ 普天 ■ 爱立信

- 07年CDMA1x 加08年CDMA一期招标后，基站存量份额：中兴维持在32%，华为上升至20%；按载频数计算，华为已与中兴份额相当；
- 中国移动TD-SCDMA一期、二期招标后，大唐、中兴分享半壁江山。

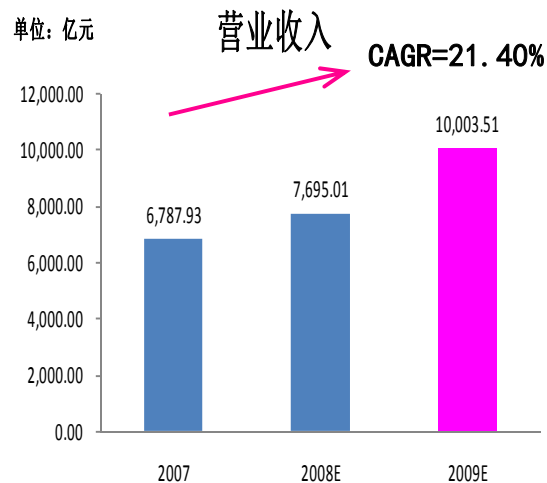
行业盈利能力——最坏的时期已过去



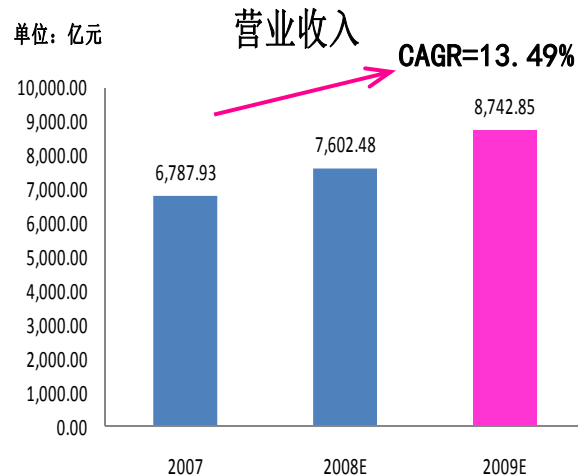
- 08Q3, 全行业毛利率水平已企稳回升至 25.84%;
- 预计09年全行业毛利率水平有望维持在25%以上, 净利率水平有望超过3%, 净资产收益率水平有望超过5%。

通信设备行业增速预测

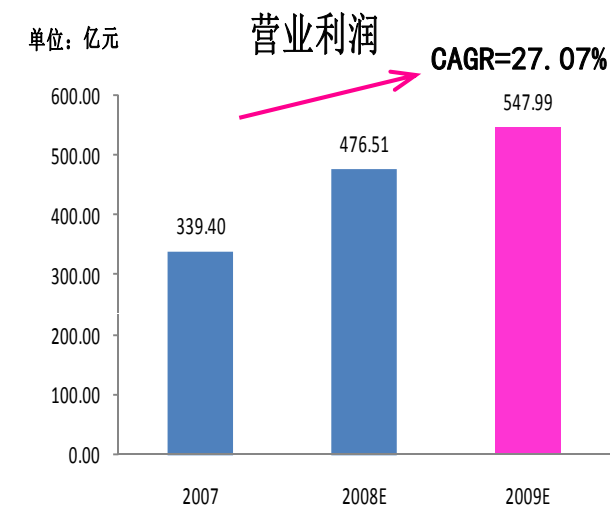
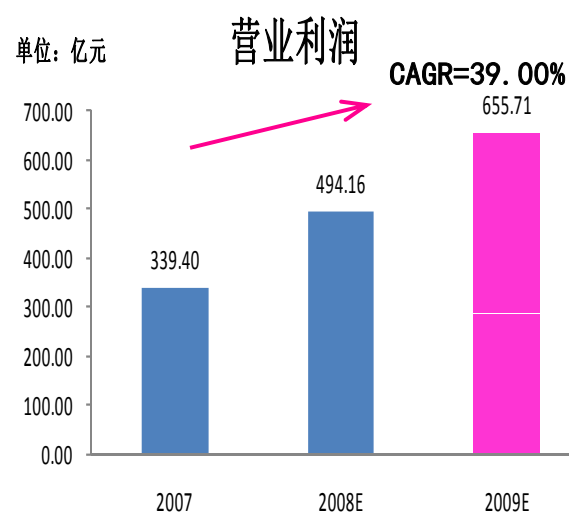
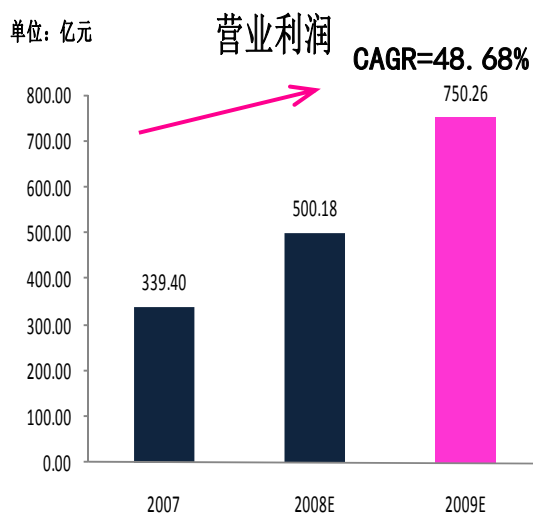
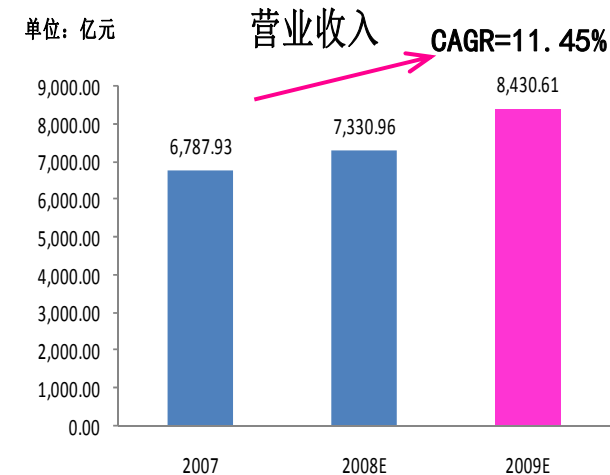
乐观预计



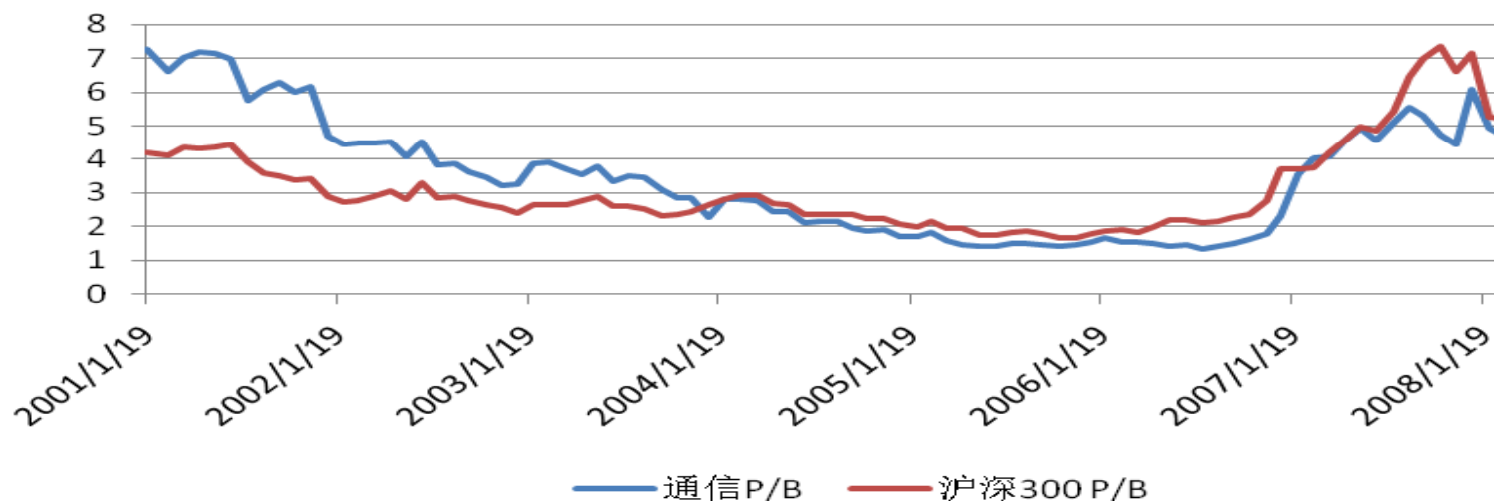
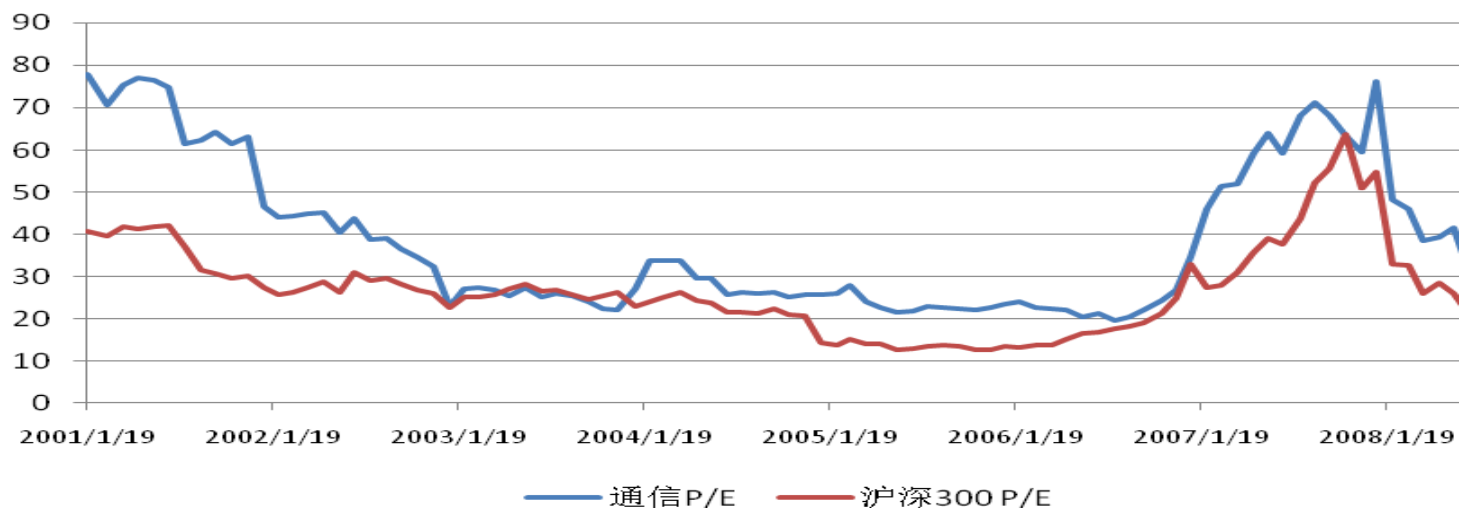
中性预计



悲观预计



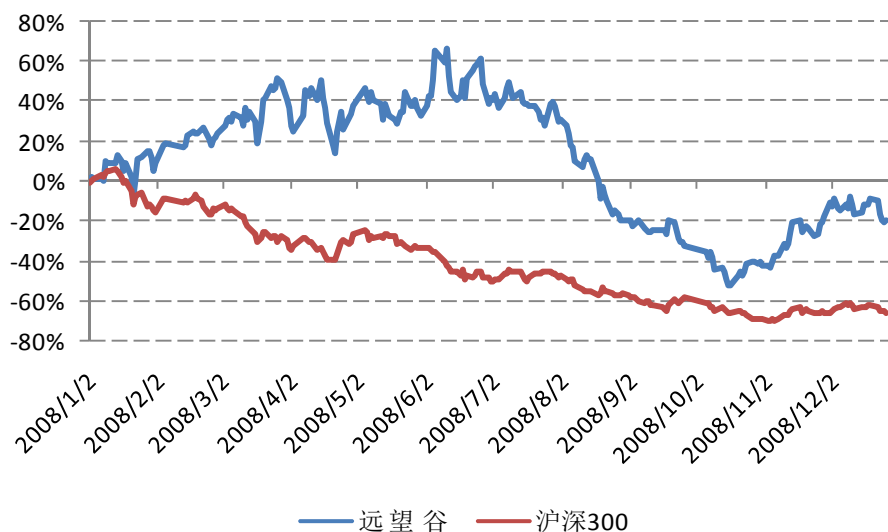
全行业PE、PB走势比较



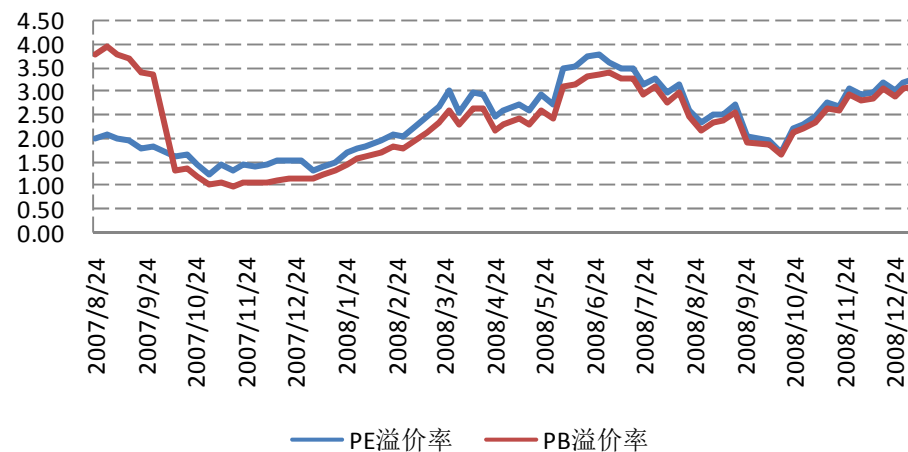
重点公司投资评级一览表

股票代码	股票名称	投资评级	每股收益			市盈率	
			2007A	2008E	2009E	2008E	2009E
000063	中兴通讯	中性	0.94	1.27	1.71	22	16
002194	武汉凡谷	推荐	0.54	0.70	0.89	17	13
002161	远望谷	推荐	0.43	0.66	0.89	24	16
002115	三维通信	推荐	0.35	0.48	0.64	23	16
002261	拓维信息	推荐	1.06	1.06	1.20	24	21
600050	中国联通	中性	0.27	0.44	0.43	13	13

远望谷 (002161) ——RFID市场广阔



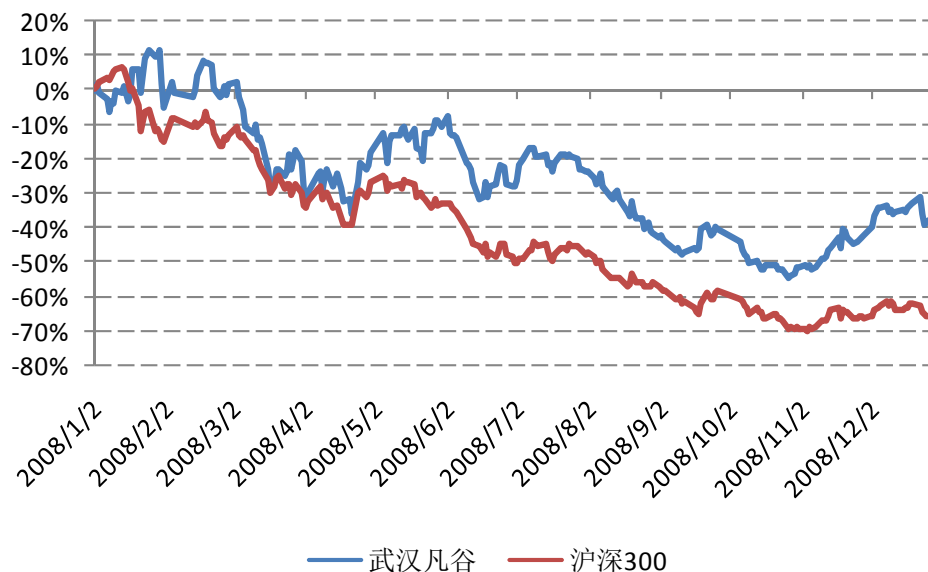
远望谷vs沪深300



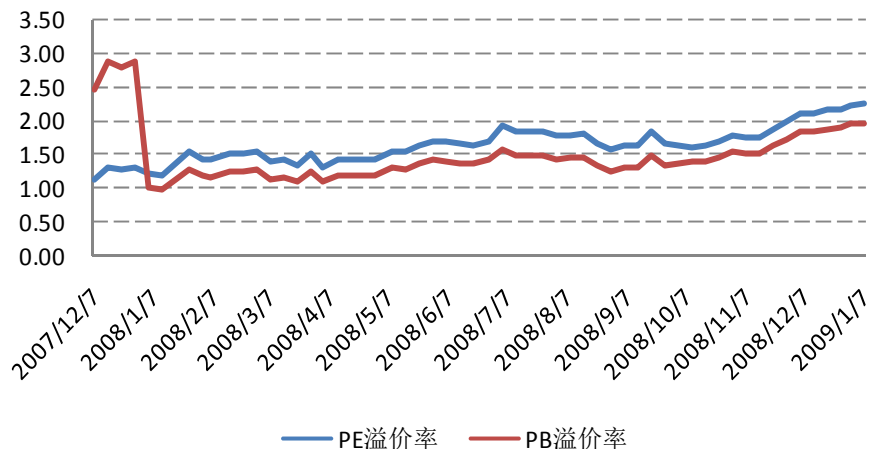
业务名称	营收 YOY	成本 YOY	毛利率	毛利率 YOY	占营收比
地面装置	32.87	18.90	61.69	4.50	60.95
标签读写器	40.74	20.41	58.66	6.98	17.30
电子标签	53.03	32.62	59.32	6.26	17.72
软件	1618.00	319.90	87.95	37.27	1.50
备品备件及其他	83.60	86.64	58.59	-0.67	2.53
合计	40.43	23.16	61.06	5.46	100

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营收入	101.18	112.54	151.51	221.86	329.27
增长率	32.21	11.23	34.63	46.43	48.41
净利润	28.63	32.95	54.51	81.06	114.47
增长率	29.66	15.09	65.43	48.71	41.22
EPS	0.60	0.69	0.85	0.63	0.89
总股本	48.10	48.10	64.20	128.40	128.40
PE	30.58	26.57	21.43	28.83	20.42

武汉凡谷（002194）——射频器件龙头提供商



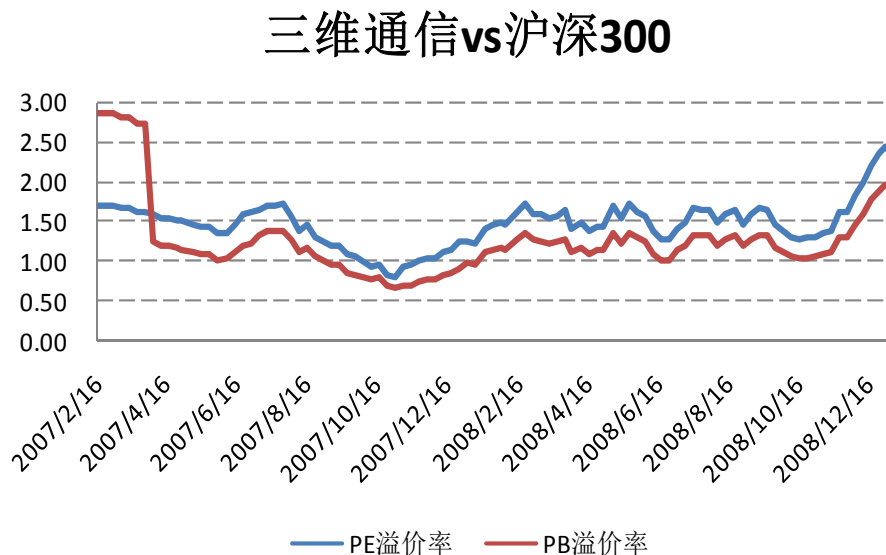
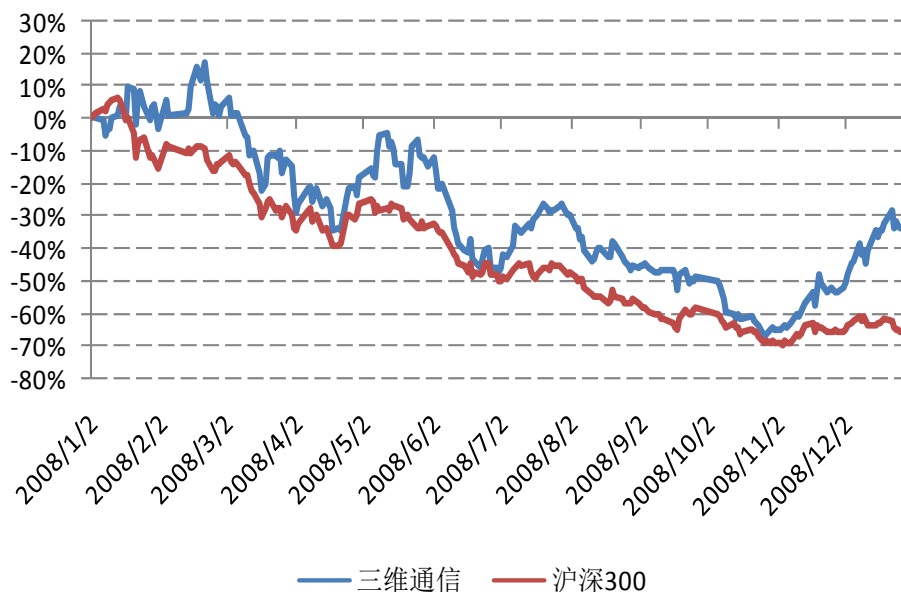
武汉凡谷vs沪深300



业务名称	营收 YOY	成本 YOY	毛利率	毛利率+/-	占营收比
双工器	17.42	24.70	25.32	-4.36	51.86
滤波器	131.13	116.46	40.74	4.02	3.47
射频子系统	42.09	33.14	31.09	4.63	42.93
其他	7.78	-10.09	45.10	10.91	1.75
合计	29.04	29.00	28.68	0.02	100

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营收入	484.3	817.7	1,032.1	1,394.4	1,936.3
增长率	56.0	68.8	26.2	35.1	38.9
净利润	99.3	157.2	229.0	298.9	403.4
增长率	47.1	58.3	45.7	30.5	35.0
EPS	0.23	0.37	0.54	0.70	0.94
总股本	80.00	80.00	213.80	427.60	427.60
PE	94	60	41	31	23

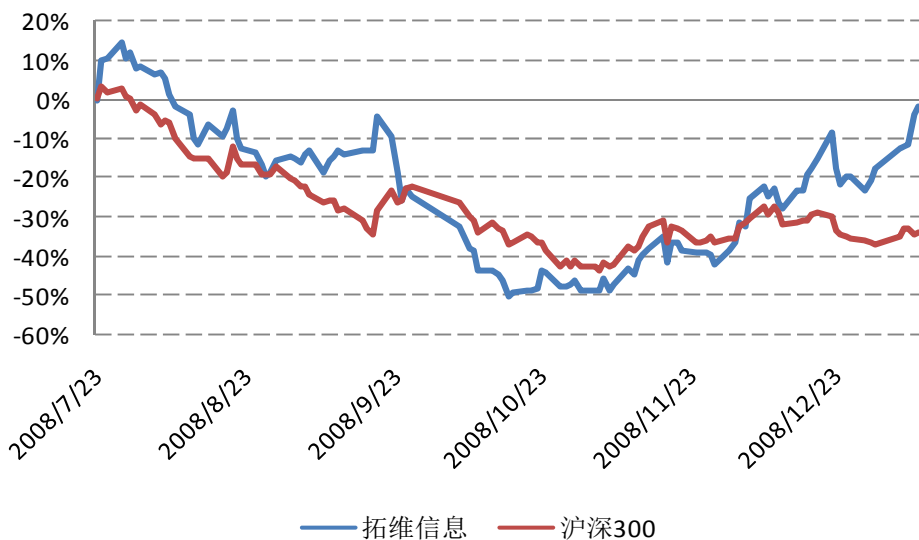
三维通信 (002115) —— 新业务：拉动业绩的金矿



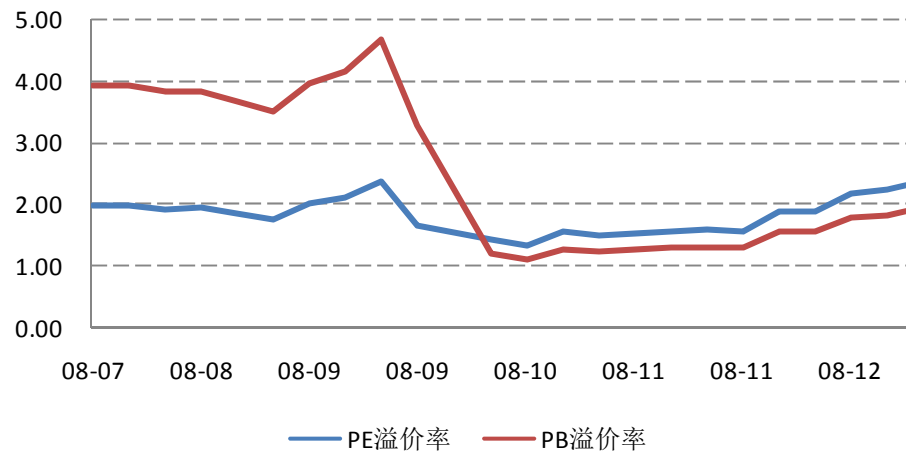
	营收 YOY	成本 YOY	毛利率	毛利率+/-	占营收比
无线网络优化					
覆盖设备及解决方案	43.60	55.90	33.92	-5.21	78.35
网络测试系统	11.47	2.05	20.58	7.33	4.60
微波无源器件	-	-	51.17	-	16.59
其他	-75.32	-35.12	52.41	-29.48	0.47
合计	65.07	71.68	36.25	-2.46	100

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营业务收入	192.03	210.13	268.12	366.81	481.49
增长率	16.47	9.43	27.60	36.81	31.26
净利润	27.01	30.30	41.91	58.02	78.94
增长率	21.50	12.18	38.32	38.44	36.06
EPS	0.45	0.51	0.52	0.48	0.66
总股本	60	60	80	150	150
PE	26	23	22	24	18

拓维信息（002261）——来自动漫大省的手机动漫厂商



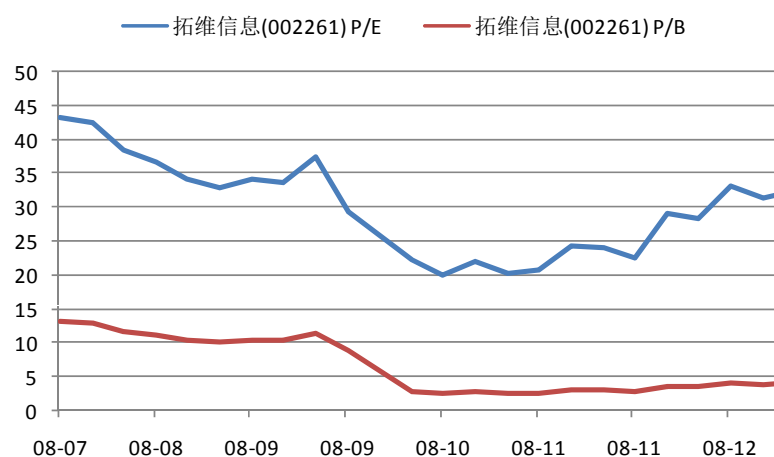
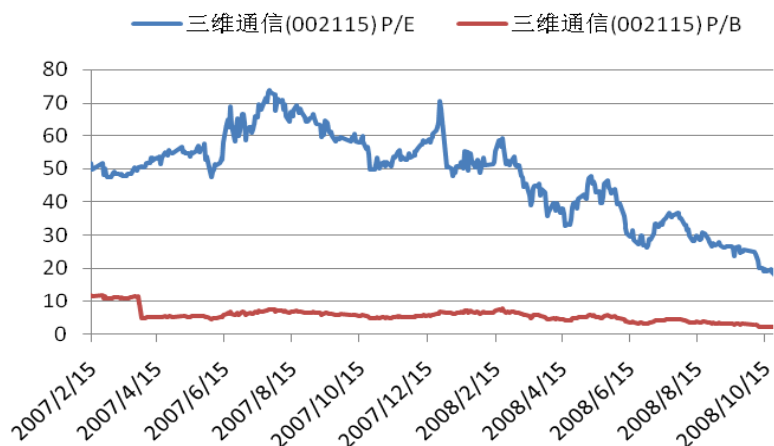
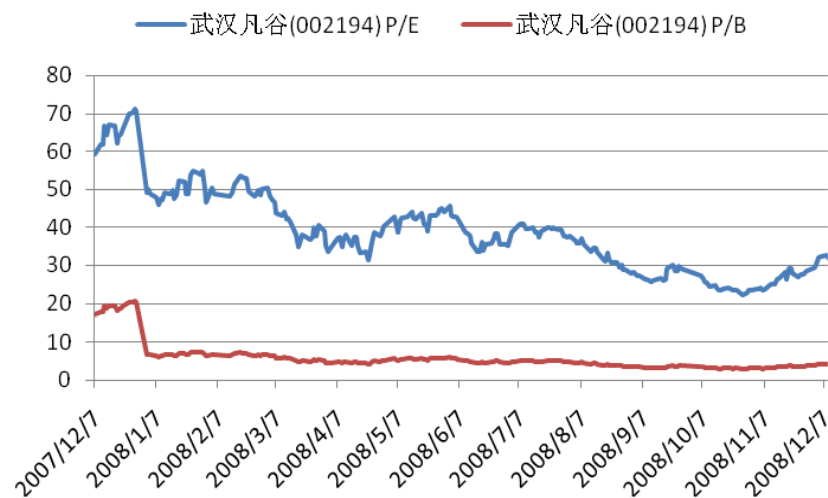
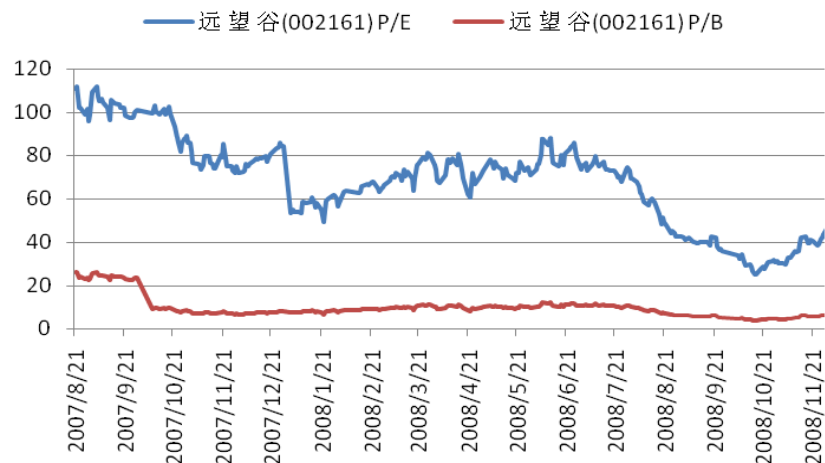
拓维信息vs沪深300



	2005	2006	2007	2008E	复合增速
系统集成及软件	8,823.00	7,158.50	7,409.00	6,680.40	-8.86%
无线增值服务	4,866.00	9,185.20	15,937.60	19,854.7	59.80%
合计	13,689.00	16,343.70	23,346.60	26,535.1	24.69%

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营收入	136.89	163.44	233.47	275.64	337.92
增长率	46.94	19.40	42.85	18.06	22.59
净利润	32.91	50.11	63.31	79.40	95.40
增长率	104.92	52.26	26.34	25.41	20.15
EPS	0.76	0.84	1.06	0.99	1.19
总股本	43.07	59.87	59.87	79.87	79.87
PE	33	30	24	26	21

重点上市公司估值倍数



风险提示

- 最大流通市值股中兴通讯引来限售股解禁；
- 全球经济放缓导致下游需求减缓影响出口；
- PPI 维持低位导致产品均价下降影响毛利率；
- 未来集采再现类似华为狼性杀价抢占市场份额。

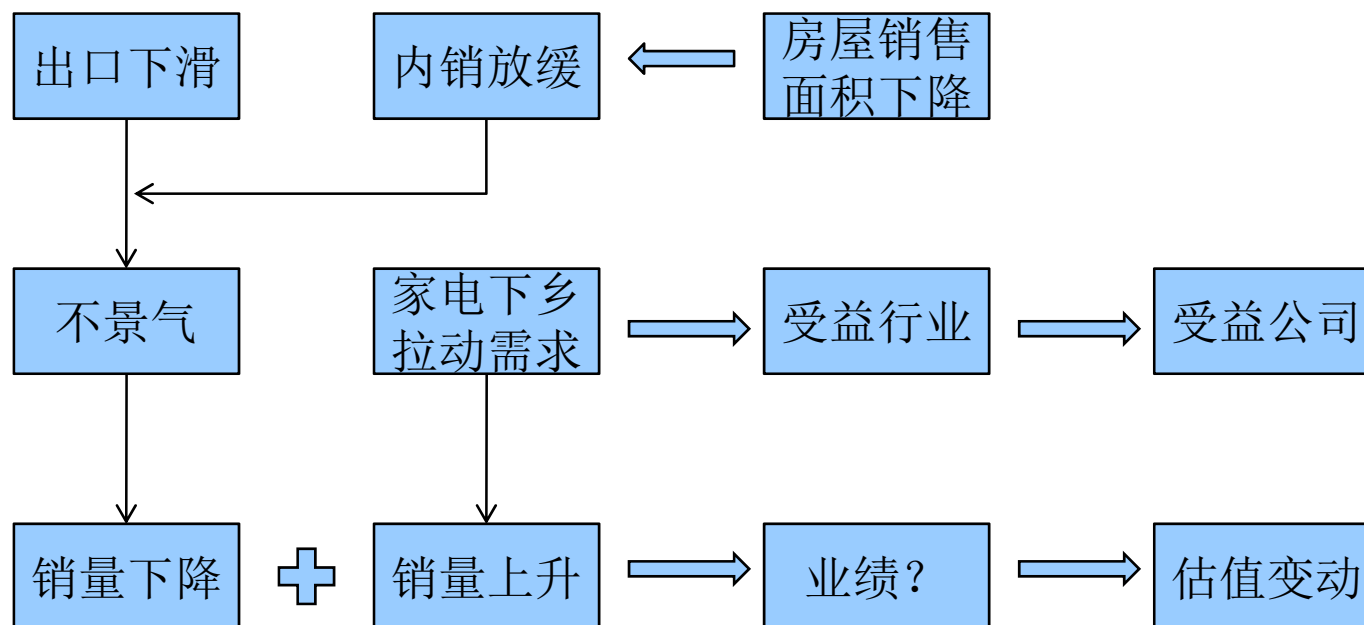
第二部分

家电—家电下乡拉动内需

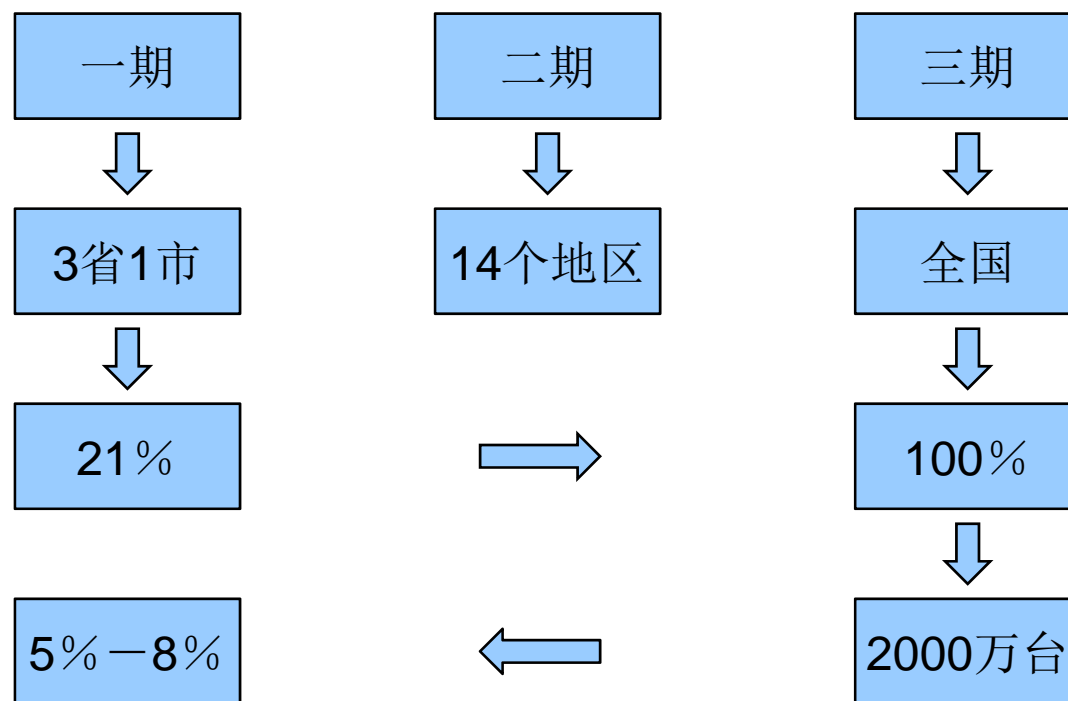
目录

- 家电下乡拉动内需
- **09**年家电行业运行趋势
- 家电行业估值与投资评级
- 重点上市公司估值与评级

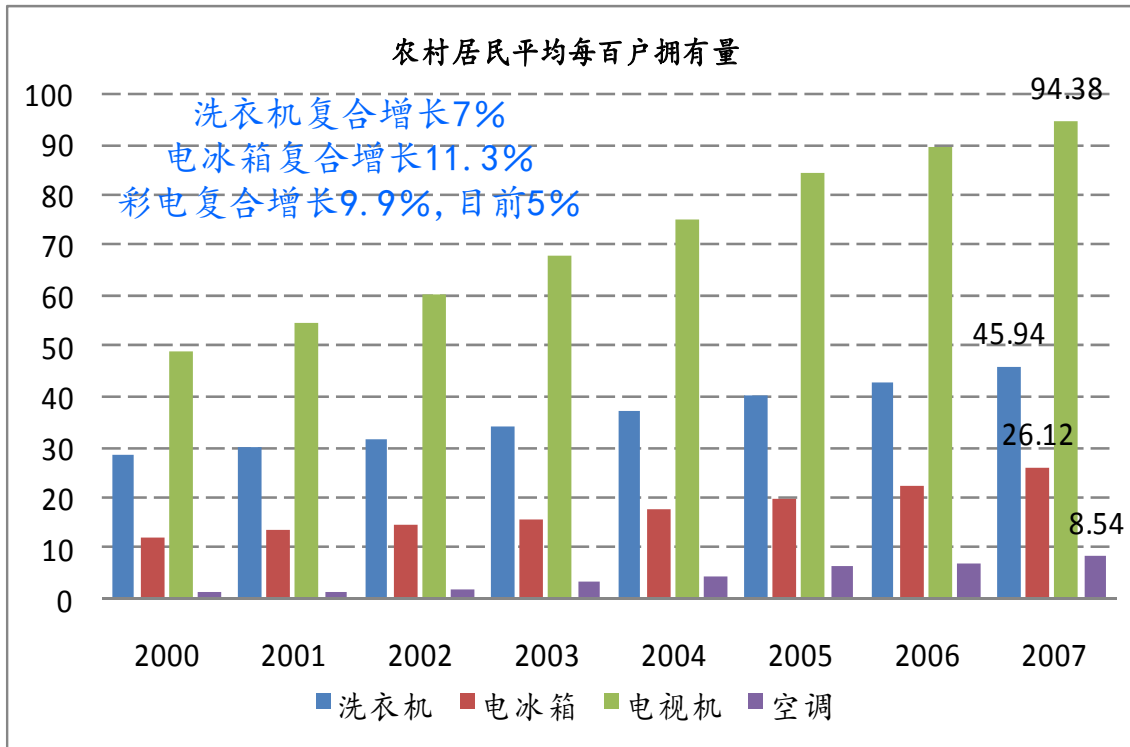
投资思路



家电下乡政策及影响



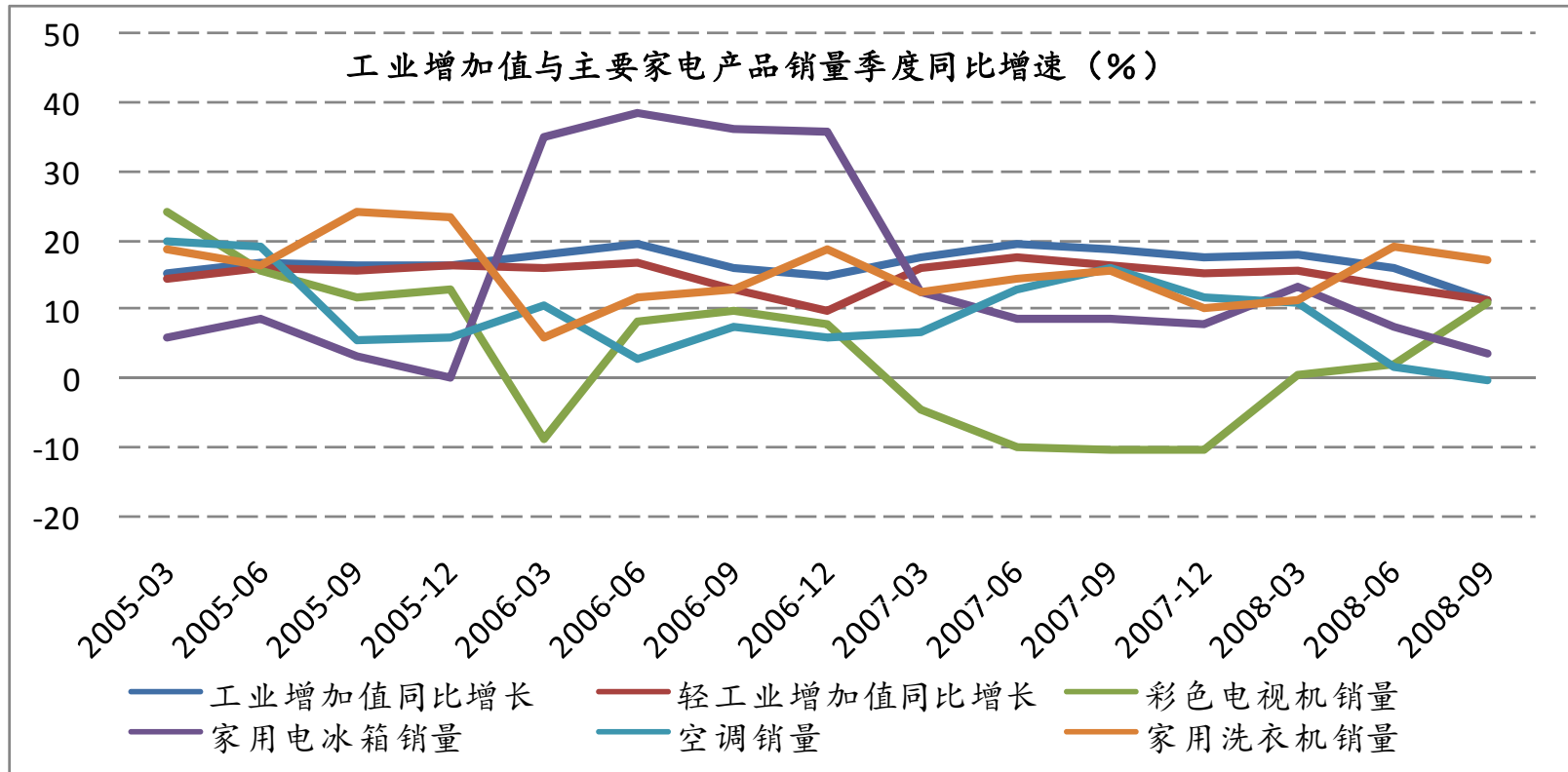
家电下乡政策及影响



农村居民每百户拥有量预测	洗衣机	电冰箱	电视机
2007	45.94	26.12	94.38
2008E	49.16	30.82	99.15
2009E	55.60	38.32	106.10
2012E	79.43	60.13	120.46
城镇居民2000年拥有量	90.50	80.10	116.60
农村居民家电消费需求	洗衣机	电冰箱	电视机
2009年	1610万台	1875万台	1739万台
2010年	1912万台	2260万台	1801万台

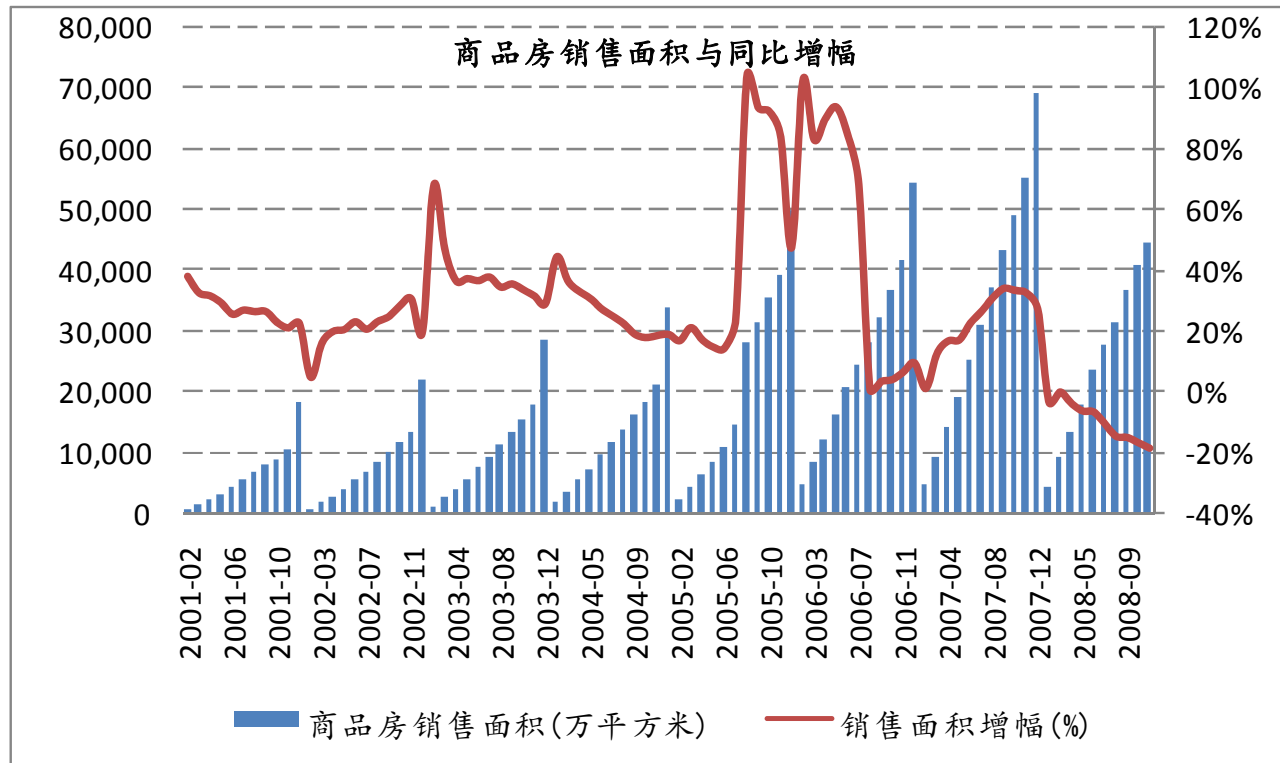
二次	彩电	冰箱	冰柜	洗衣机	手机	产品	受益上市公司
最高限价	2000	2500	2500	2000	1000	洗衣机	小天鹅A, 合肥三洋, 美的
中标均价	1270	1998	1432	1074	638	冰箱	海尔、美的、澳柯玛、TCL
09年新增销量	500万台	750万台		750万台	—	彩电	海信、长虹、康佳、TCL

家电行业销量下滑



■ 家电行业景气度下滑

商品房销售面积减少



- 房地产销量持续下滑，对空调及冰箱消费影响重大。预计09年销量也会萎缩。

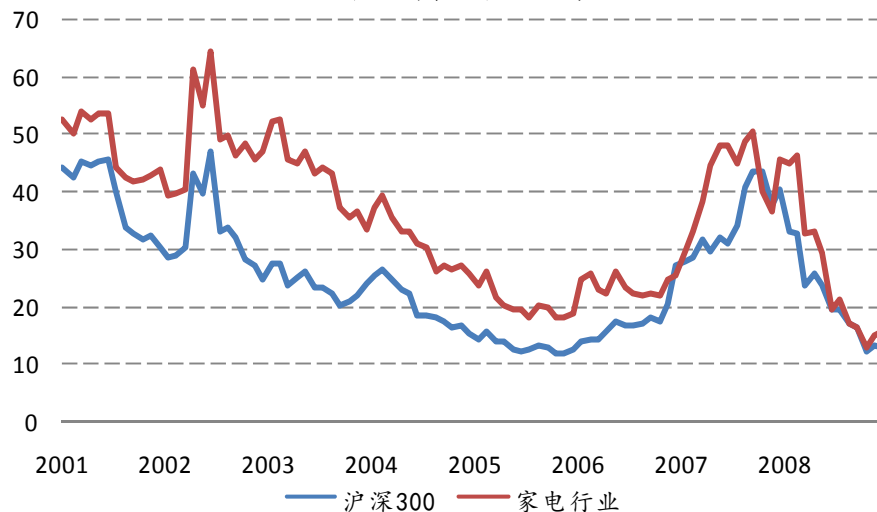
09年家电行业运行趋势判断

行业收入 增幅(%)	彩电	空调	冰箱	洗衣机	小家电
低	-10	-15	-10	5	15
中	-5	-10	-5	10	20
高	0	-5	0	15	25

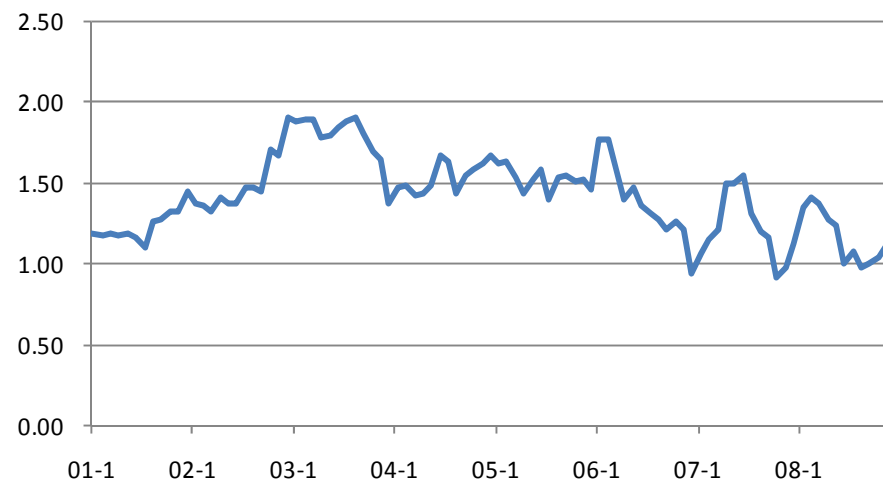
- 综合分析，明年各子行业受到需求不利影响依次是空调、冰箱、彩电、洗衣机、小家电。
- 成本方面：由于钢材价格下跌，PPS/ABS等塑料价格下跌以及有色金属下跌，成本下降。
- 毛利情况预计保持相对稳定。

家电行业估值水平

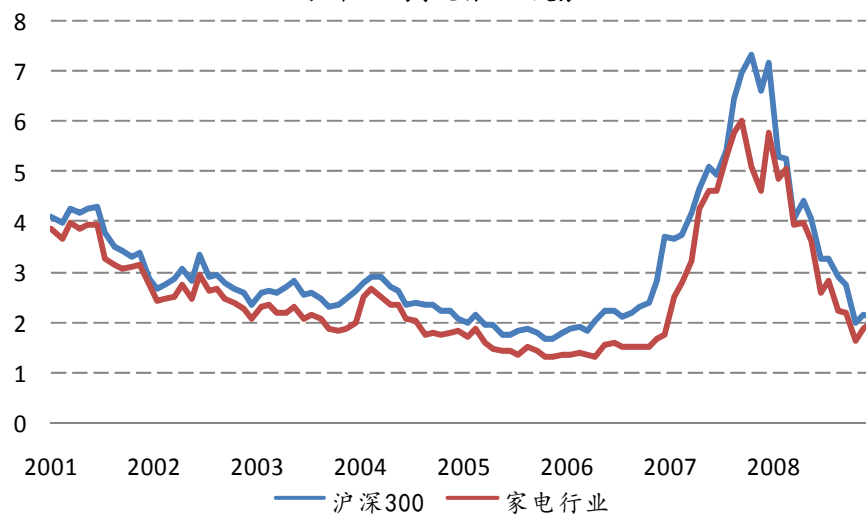
沪深300与家电行业PE走势



家电/沪深300的PE水平



沪深300与家电行业PB走势



- 从历史估值走势来看，家电行业PE/沪深300PE最低值为1左右，目前在1.2—1.3，处于合理位置。
- 09年家电行业盈利情况预计0增长，家电行业PE水平相对于沪深300PE的水平合理。

09年家电行业经营状况与行业投资评级

沪深300		彩电	空调	冰箱	洗衣机	小家电
低	-20	-10	-5	-10	5	20
中	-15	-5	0	-5	10	25
高	-10	0	5	0	15	30

行业	每股收益		收盘价	市盈率		08年预计 市净率	评级
	2007A	2008E	12月26日	2007A	2008E		
家电行业	0.28	0.37	6.57	23.76	17.66	1.98	中性
冰箱	0.06	0.06	3.87	69.85	61.80	4.96	中性
空调	0.65	0.84	10.70	16.49	12.77	2.16	中性
洗衣机	0.22	0.32	5.90	26.71	18.50	2.01	推荐
小家电	0.44	0.69	15.05	34.06	21.66	3.20	推荐
黑电	0.09	0.13	3.43	39.92	27.35	1.13	中性

重点上市公司估值与投资评级

代码	公司	每股收益			收盘价	市盈率			评级
		2007A	2008E	2009E		2007A	2008E	2009E	
000651	格力电器	1.02	1.60	1.80	18.42	18.06	11.51	10.23	推荐
000527	美的电器	0.63	0.80	0.80	8.32	13.21	10.40	10.40	推荐
600690	青岛海尔	0.48	0.70	0.70	9.08	18.92	12.97	12.97	中性
002242	九阳股份	1.01	1.98	2.80	43.88	43.45	22.16	15.67	推荐
600983	合肥三洋	0.20	0.40	0.60	8.33	41.65	20.83	13.88	推荐
002024	苏宁电器	0.51	0.84	1.18	17.90	35.10	21.31	15.17	推荐

- 空调行业09年经营面临很多困难，不过三家空调企业相对PE很低，已经价值显现。美的电器预计08、09年每股收益都为0.8元，按照40%股利计算，为0.32元，股息率3.8%，已经高于目前2.25%的一年期存款利率。格力电器、美的电器空调销售集中度提高，估值较低，给予推荐评级。
- 推荐小家电行业的九阳股份，洗衣机行业的合肥三洋。
- 推荐家电销售连锁企业苏宁电器。

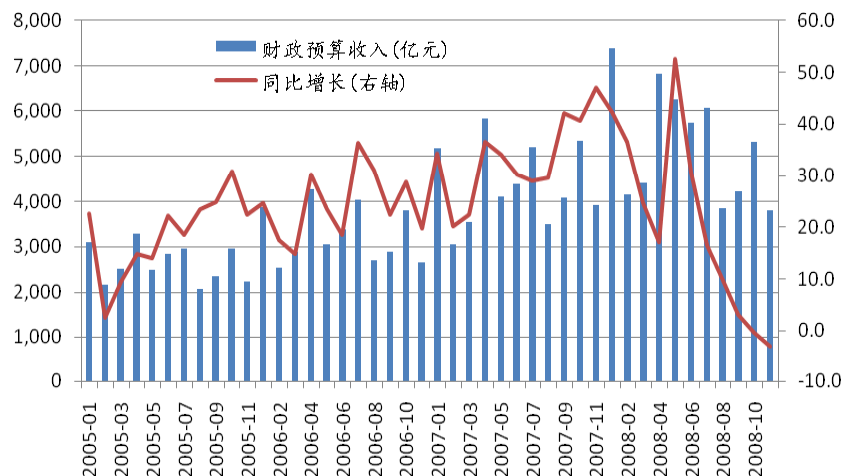
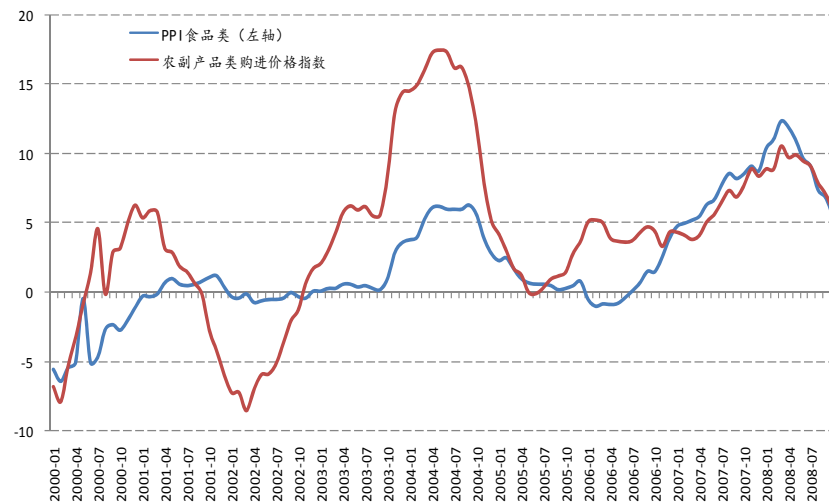
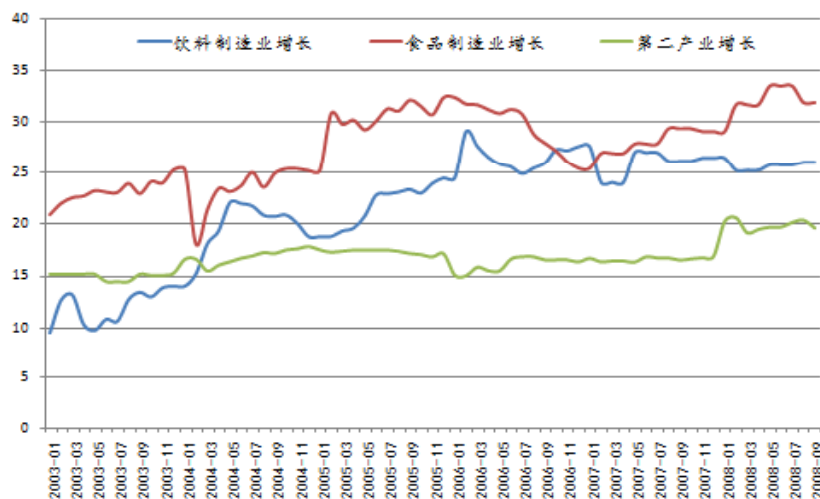
第三部分

食品一在业绩增长与合理估值中寻找机会

目录

- 食品饮料行业保持稳定增长
- **09**年食品饮料行业运行趋势
- 食品饮料行业估值与投资评级
- 重点上市公司估值与评级

食品饮料行业保持增长 增速放缓



- 食品饮料行业稳定增长
- PPI 下跌，增速放缓
- 财政收入下滑，高端需求下降

双汇发展仍处于肉制品加工龙头地位

- 肉制品加工行业运行:

09年肉制品加工业需求保持平稳。

预计09年继续保持稳定增长，增速为25%。

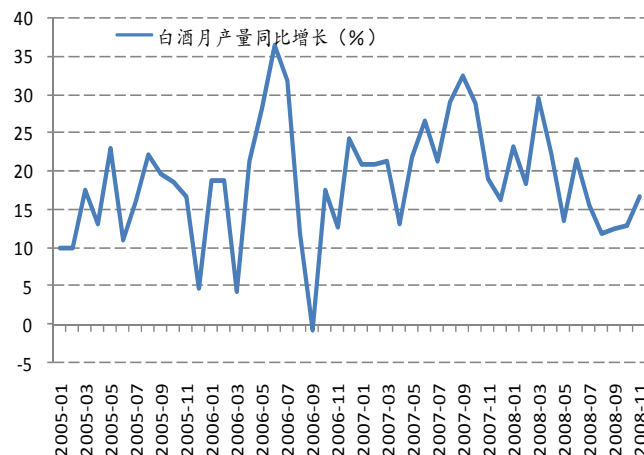
供给充分，原料价格稳步下滑。

毛利率维持稳定。

- 双汇发展是行业龙头企业，主要产品为高温肉制品、低温肉制品、生鲜冻品，收入占比分别为34%，21%，41%，其他产品占比为4%。冷鲜肉冻品增长迅速，收入占比逐步上升，已经成为第一大业务，这部分产品08年上半年毛利率为4.15%，随着09年生猪价格大幅度下降，这部分产品毛利率有望提高。

(万元)	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	1,543,135	2,184,458	2,730,572	3,413,215
(+/-)	15%	42%	25%	25%
毛利率	12%	9%	9%	10%
毛利额	183,929	192,956	245,751	341,321
归属于母公司净利润	46,752	56,188	69,111	86,389
(+/-)	26%	20%	23%	25%
每股收益(元)	0.77	0.93	1.14	1.43
市盈率	40.84	33.98	27.63	22.10

茅台投资价值会不会重现

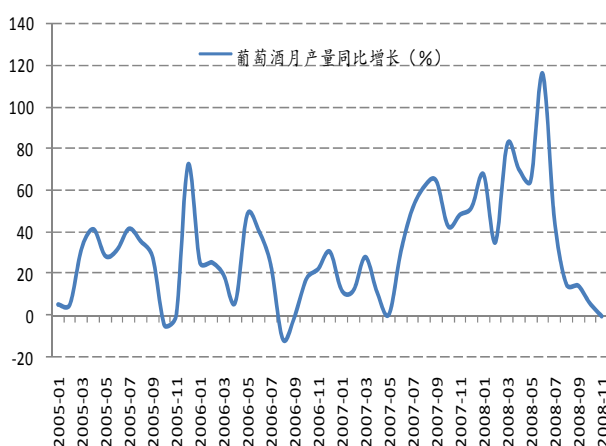


- 行业运行：
09年预期价格上涨压力大。
09年收入增长放缓至20%。

- 贵州茅台投资价值：
09年可供销售量大幅增加，为20%。
09年预期价格上涨压力大。
09年PE18倍，和历史低点相当。

(万元)	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	490,338	723,743	1,013,240	1,317,212
(+/-)	25%	48%	40%	30%
毛利率	84%	88%	91%	91%
毛利额	411,684	636,579	916,982	1,198,663
归属于母公司净利润	154,481	283,083	424,625	594,475
(+/-)	38%	83%	50%	40%
每股收益 (元)	1.64	3.00	4.50	6.30
市盈率	67.82	37.01	24.67	17.62

葡萄酒增速放缓，张裕A呢？



● 行业运行

高端葡萄酒短期受经济下滑影响大，受进口葡萄酒挤压。

产品均价保持稳定。

销量预期增速回落，09年预期增长13%。

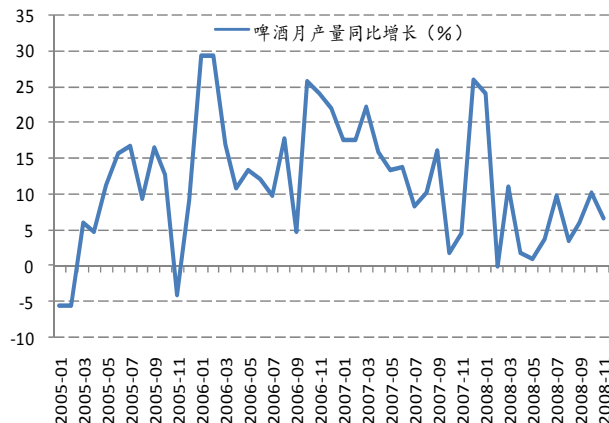
● 张裕A:

预计08年、09年公司销售收入增长为25%、20%，高于葡萄酒行业09年预期增速13%的水平。

预计公司08年、09年每股收益1.70元、2.10元，按照12月12日收盘价计算，预计08、09年市盈率为26.4倍、21.4倍，股息率预计为3.4%、4.2%，价值突显，给予推荐评级。

(万元)	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	216,727	273,017	341,271	409,525
(+/-)	20%	26%	25%	20%
毛利率	67%	70%	68%	66%
毛利额	144,440	190,317	232,064	270,286
归属于母公司净利润	39,452	63,563	89,624	110,685
(+/-)	26%	61%	41%	24%
每股收益(元)	0.75	1.21	1.70	2.10
市盈率	59.98	37.23	26.40	21.38

青岛啤酒、燕京啤酒是否具有防御性



- 啤酒均价稳步提高。
- 产销增长稳定。
- 09年啤酒行业毛利率受益于成本下降，提高1—2%。
- 09年行业增速预计10%。

● 青岛啤酒：

08年增速放缓，8%—10%；主要品牌增长20%。货币资金/资产为22.6%。

产能陆续投产，可以满足09年销量。

大麦，啤酒花价格下降，会提高毛利率。

08、09年每股收益为0.62，0.75元，PE为32倍、27倍。

● 燕京啤酒：

08年收入增福预计15%。货币资金/资产为9.5%。

定向募集资金预计11亿元，可以为将来扩大产能提高保证。

由于成本的降低，公司毛利率会提高3%以上。

08、09年每股收益为0.47，0.56元，PE为28倍、24倍。

金枫酒业和古越龙山谁更有潜力

08H1	黄酒收入	营业成本	毛利率
金枫酒业	26,882.35	11,894.67	55.75%
古越龙山	45,763.76	26,901.43	41.22%

- 古越龙山:

剥离氨纶产品, 全心做黄酒。

启动原酒拍卖业务, 弥补收入下滑。

原酒拍卖业务存在不确定性。

收购女儿红会使得公司产品线丰富, 但短期不会对公司有利。

预计08年每股收益0.3元, 24倍市盈率。

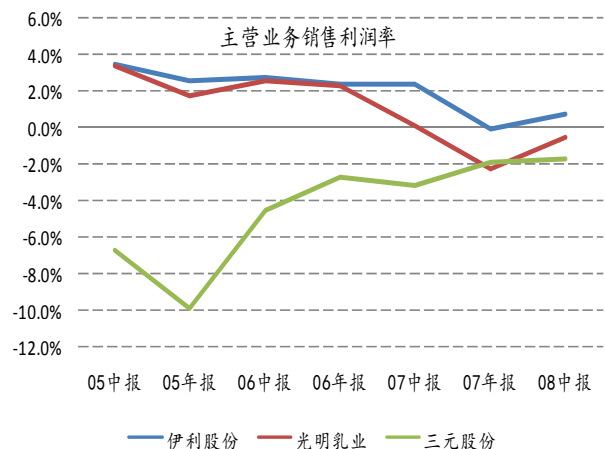
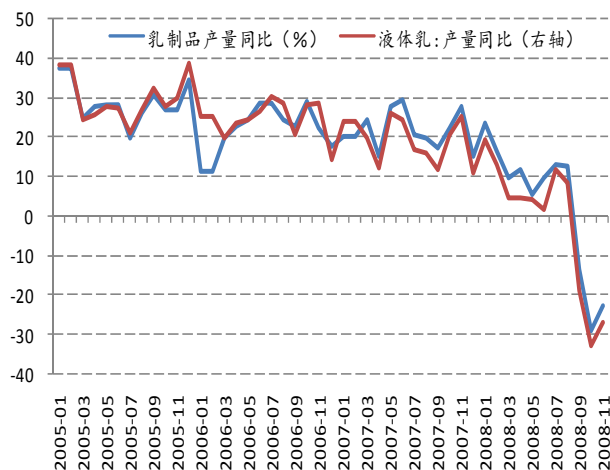
- 金枫酒业:

公司在上海的市场占有率高达70%。

公司剥离其他资产专心主业。拟剥离广西上上糖业, 公告转让上海蒙牛乳业股份的方案。

预计08年每股收益0.52元, 21倍市盈率。

伊利股份能否浴火重生



- 10、11月产销量大幅下滑。
- 09年销售不乐观，行业亏损严重。
- 国家重视乳制品行业，可以关注一些事件带来的投资机会。

- 伊利公司：

伊利股份—ST伊利。

和国外比我国乳制品行业增长空间巨大。

全行业的风险，龙头企业的机会，产业链重造要依靠龙头企业。

由此事件，我国乳制品行业或将走出“低价奶”竞争。

食品饮料行业增速预测

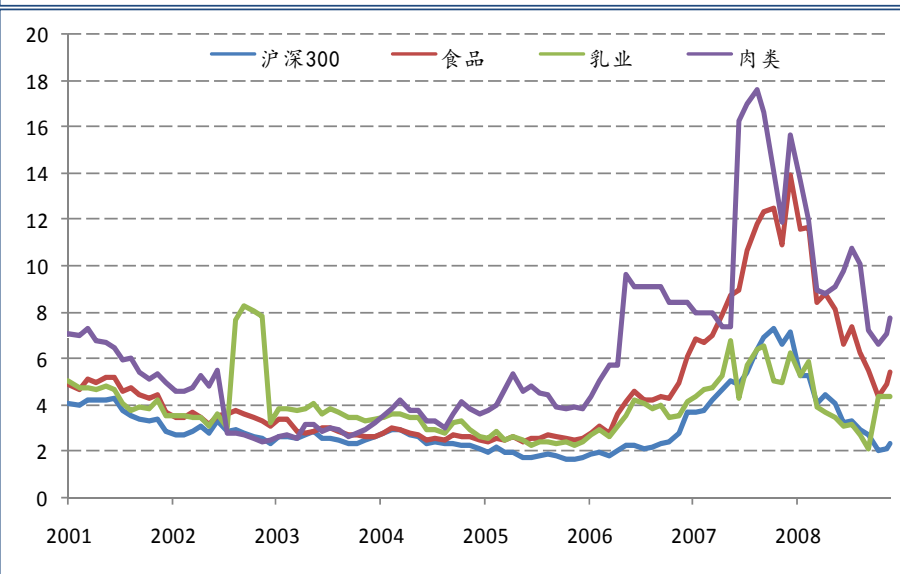
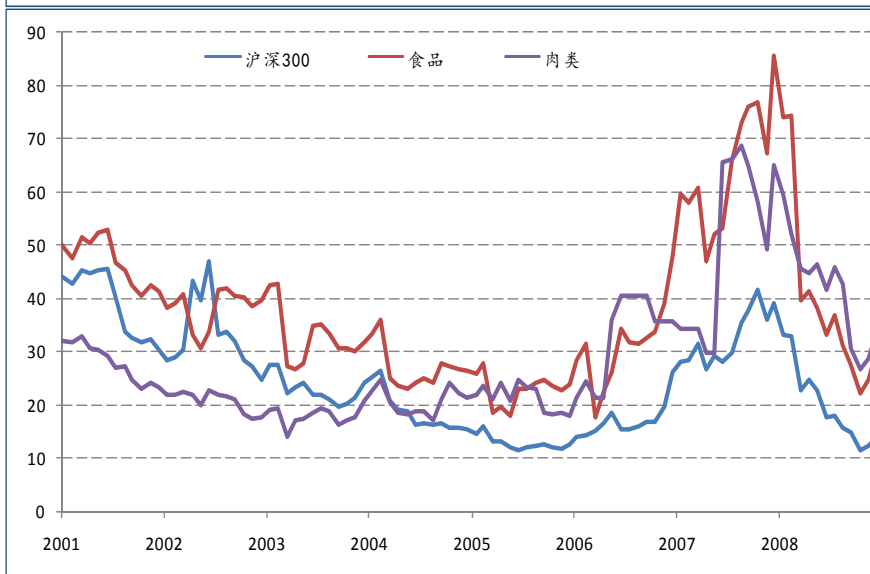
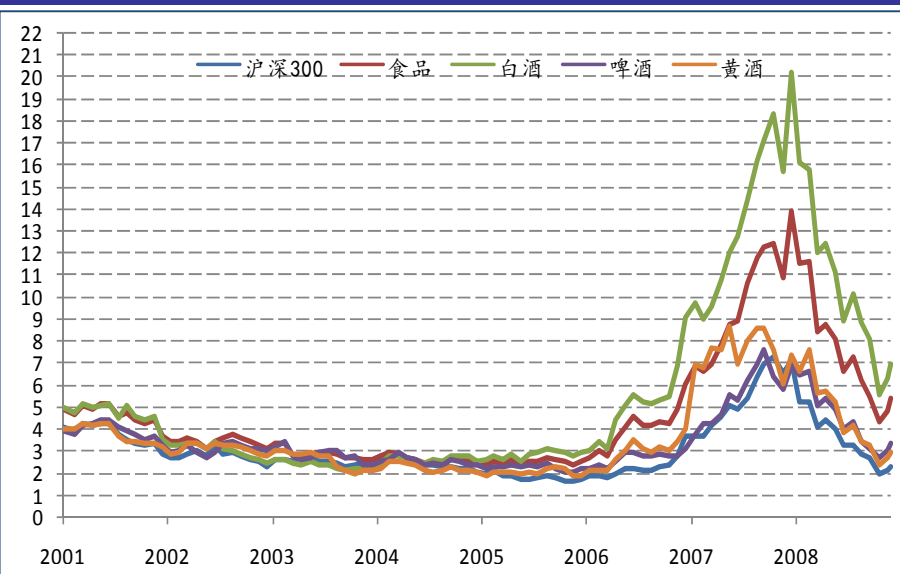
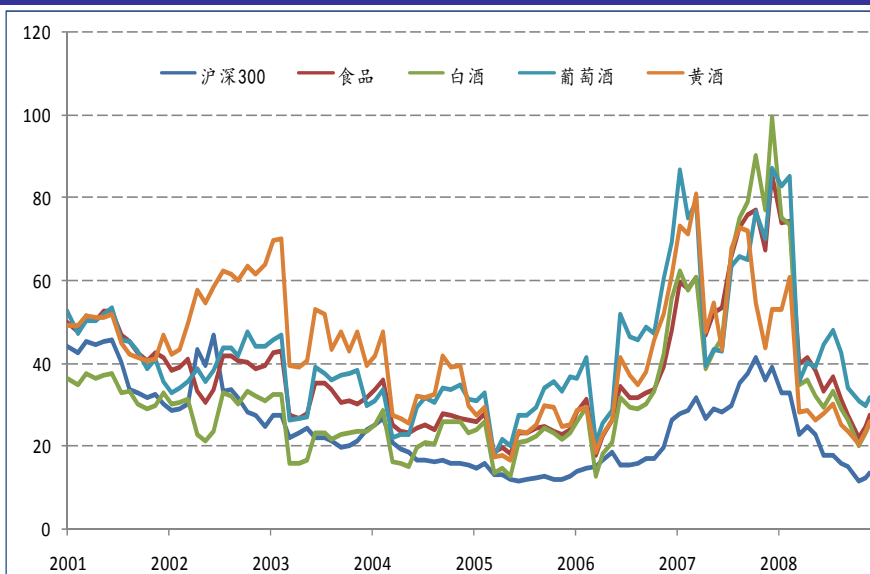
09年食品饮料业整体增长情况

09年预期	社会消费品零售总额	累计收入增幅			增长比		
		食品制造业	饮料制造业	农副食品加工	食品制造业	饮料制造业	农副食品加工
低	10	15	12	20	1.5	1.2	2
中	11.5	20	15	25	1.7	1.3	2.2
高	13	25	18	30	1.9	1.4	2.3

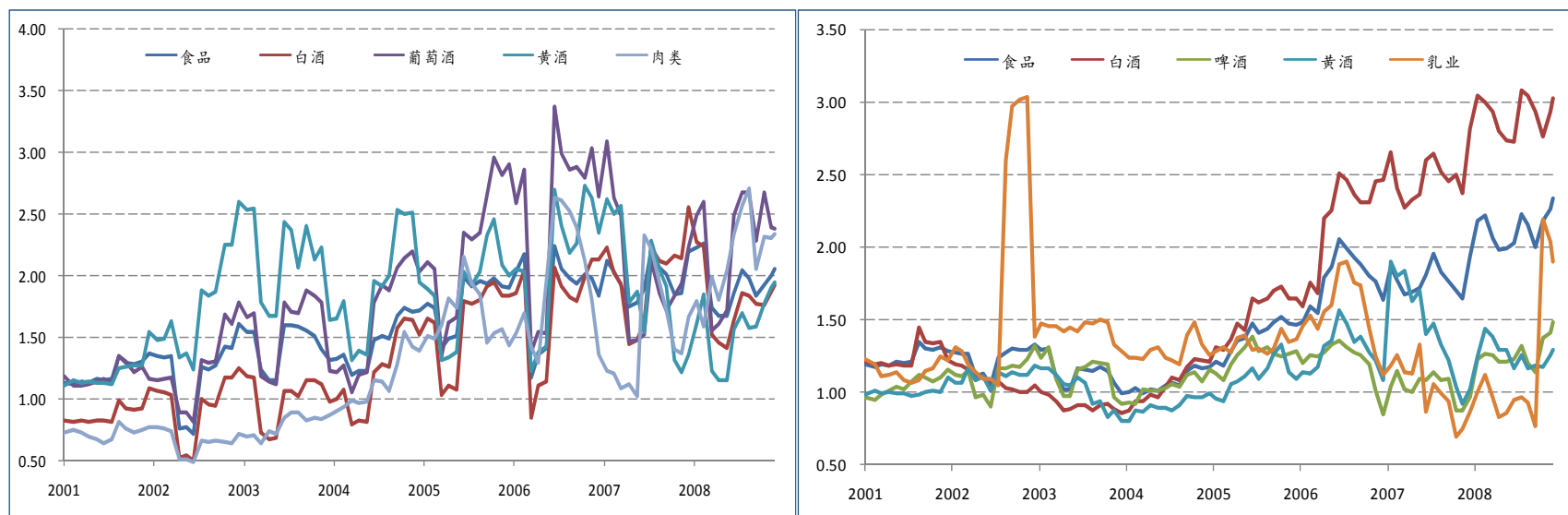
09年食品饮料主要子行业整体增长情况

	09年预期	社会消费品零售总额	屠宰及肉类加工业	白酒制造	啤酒制造	黄酒制造	葡萄酒制造
低	增长幅度	10	22	17	7	22	10
	增长比		2.2	1.7	0.7	2.2	1
中	增长幅度	11.5	25	20	10	25	13
	增长比		2.2	1.7	0.9	2.2	1.1
高	增长幅度	13	28	23	13	28	16
	增长比		2.2	1.8	1	2.2	1.2

食品饮料各子行业PE(左)与PB走势



各子行业与沪深300估值比较



各子行业估值以及历史最低估值

子行业	07PE	08PE	07PB	08PB	历史最低PE	历史最低PB
白酒	35.95	23.03	7.56	5.69	13.3	2.08
黄酒	23.19	16.64	2.87	2.45	16.64	1.88
啤酒	39.57	30.4	3.56	3.19	24.98	2.08
葡萄酒	69.84	32.22	17.4	11.3	17.74	2.18
乳业	129.3	负值	2.09	2.26	14.66	2.09
糖业	38.25	28.2	2.74	2.5	10.51	0.97
肉类	32.91	27.65	7.59	5.95	14.08	2.45

各子行业估值和投资评级

各子行业估值与评级

行业	每股收益		收盘价	市盈率		评级
	2007A	2008E		2007A	2008E	
食品行业	0.4	0.58	15.28	38.34	26.53	中性
白酒	0.67	1.05	24.18	35.95	23.03	中性
黄酒	0.29	0.4	6.73	23.19	16.64	推荐
啤酒	0.32	0.42	12.66	39.57	30.4	中性
葡萄酒	0.23	0.49	15.89	69.84	32.22	中性
乳业	0.05	-0.22	6.25	129.3	—	中性
糖业	0.19	0.26	7.26	38.25	28.2	中性
肉类	0.79	0.94	26.08	32.91	27.65	推荐

- 食品行业估值合理，给予中性评级。
- 肉类、黄酒两个子行业利润增长预计超过20%，09年PE预计为23倍、14倍以下，肉类公司增长的确定性更好，而黄酒公司价值低估，给予推荐评级。
- 白酒、葡萄酒、啤酒、乳业子行业给予中性评级。

食品行业09年重点关注的问题

- 食品安全问题。
- 乳制品行业的政策走向。
- 高端白酒、葡萄酒营收的确定性要关注08年报以及09年一季报。

重点上市公司估值与评级

代码	公司	每股收益			收盘价	市盈率			评级
		2007A	2008E	2009E		2007A	2008E	2009E	
600519	贵州茅台	3.00	4.50	6.30	111.00	37.00	24.67	17.62	推荐
568	泸州老窖	0.55	1.04	1.47	20.38	37.05	19.60	13.86	推荐
858	五粮液	0.39	0.54	0.70	14.87	38.13	27.54	21.24	中性
869	张裕A	1.21	1.70	2.10	44.88	37.09	26.40	21.37	推荐
895	双汇发展	0.93	1.14	1.43	31.51	33.88	27.64	22.03	推荐
600616	金枫酒业	0.45	0.52	0.65	11.16	24.80	21.46	17.17	推荐
911	南宁糖业	0.45	0.30	0.30	8.33	18.51	27.77	27.77	中性
729	燕京啤酒	0.37	0.47	0.56	12.98	35.08	27.62	23.18	中性
600600	青岛啤酒	0.43	0.62	0.75	19.41	45.14	31.31	25.88	中性
600887	伊利股份	-0.04	-0.30	-0.30	8.71	-	-	-	中性
2216	三全食品	0.77	0.92	1.13	27.58	35.82	29.98	24.41	中性



研究创造价值



浙商证券研究所

杭州市杭大路1号黄龙世纪广场A座6/7F, 310007

电话: 0571-87901963 网址: www.stocke.com.cn

上海市长乐路长鑫大厦1219号18F, 200031

电话: 021-64718888-1287