

通信及相关设备制造业 (010781)

2 季度投资策略：关注增长明确的通信设备行业

李太勇 电信行业 首席研究员
电话：020-87555888-689
eMail: ltv@gf.com.cn

电信重组给运营商带来交易性机会，但长期盈利并不乐观。
我们认可“五合三”的电信重组方案，预计工信部相关人事与机构确定后 4 月初有望出电信重组的框架性方案；电信重组前有必要向运营商发放全业务牌照，具体重组方案将会由国资委与运营商进行主导；中国电信收购联通 C 网是电信重组的难点和后续重组的前提，预计将会率先完成，但整个电信重组实施完毕乐观估计要到 09 年上半年。出售 C 网革除双网运行困境和改善财务状况，短期存交易性机会，但未来受制于行业竞争环境、资本支出增长及公司合并的整合难度，长期盈利能力难改善。中长期优选中国移动和中国电信。

通信设备行业增长相对明确，中国厂商提升全球份额。

国内的电信重组长期来看将会激活国内电信运营商的资本支出，09 年开始国内电信资本支出将会出现快速增长，09-11 年预计年均资本支出规模将达到 3000 亿，移动网络、传输网和宽带接入网将成为未来电信资本支出重点。08 年电信重组未改变主体业务，对当期资本支出影响较小，GSM、传输及 TD 网络仍是 08 年资本支出重点，GSM 资本支出增幅预计超过 40%。国际主流通信设备厂商财务状况恶化致整体竞争力下降，而国内厂商产品性价比的提升有利提升全球市场的份额，华为、中兴获益。

光纤光缆需求增长明确，集中度提高，主导厂商获益明显。

受益于运营商的光进铜退战略、FTTx 的规模启动、平安城市及村通宽带工程、出口等因素的影响，光纤光缆需求增长趋势明确，预计未来三年需求量的复合增长率超过 15%。行业集中度提高，主导厂商向预制棒光纤光缆一体化方向发展，主导厂商产能扩张与需求增长平衡，主导厂商的盈利仍将保持稳定增长的趋势。

行业与上市公司投资建议

我们建议买入增长确定性相对较大的公司，概念及交易性的品种难以准确把握。我们重点推荐中兴通讯 (000063)、中天科技 (600522)、亨通光电 (600487)、国脉科技 (002093)。同时重点关注武汉凡谷 (002194)、烽火通信 (600498)、亿阳信通 (600289) 和三维通信 (002015) 等。

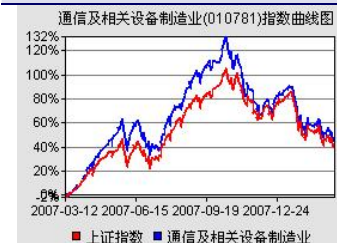
行业评级

买入

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.61%	-17.38%	46.79%
上证综指	-9.43%	-18.24%	40.98%

目 录

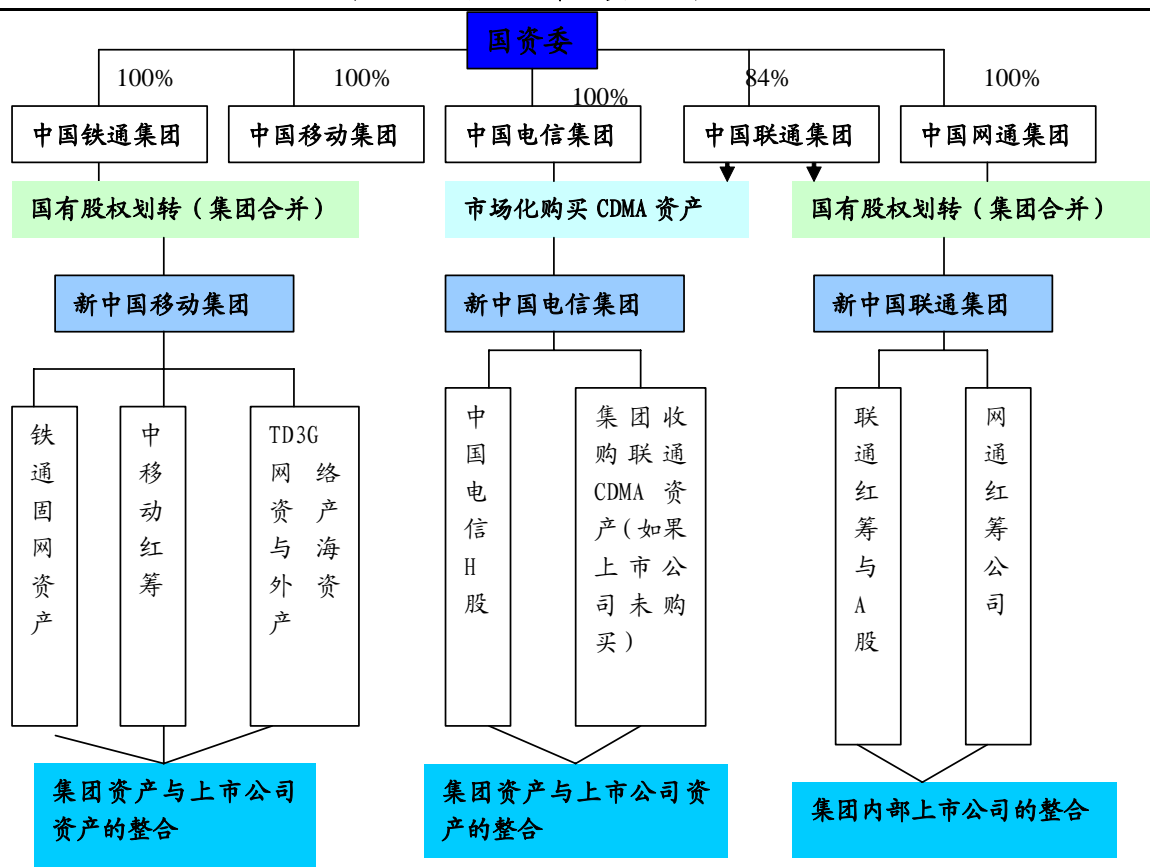
一、电信重组主题：交易性机会与风险并存-----	3
（一）电信重组方案-----	3
（二）电信重组的程序及时间-----	3
（三）CDMA 出售问题简析-----	4
（四）对电信运营商的影响-----	4
二、电信重组积极影响通信设备行业-----	6
（一）电信重组与全业务运营激活国内电信资本支出-----	6
（二）08 年电信资本支出重点分析-----	6
（三）运营商回归对通信设备行业带来积极影响-----	8
三、国际厂商竞争力下滑有利中国厂商提升全球份额-----	8
四、光纤光缆行业：确定的需求增长，行业集中度提高-----	9
五、主要上市公司简析及投资建议-----	11

一、电信重组主题：交易性机会与风险并存

（一）电信重组方案

电信重组方案：市场流传的“五合三”可信度大。虽然电信重组方案众多，但从我们调研的情况及电信重组的逻辑来看，“五合三”的可信度相对较高，即中国移动+铁通、联通CDMA业务并入中国电信、联通GSM业务及长途数据业务与中国网通合并。

图1：电信重组方案及实施流程



（二）电信重组的程序及时间

预计先发全业务牌照，再出重组方案。我们预计电信重组的基本程序为：一、新成立的工信部确定主管人员及部门架构；二、工信部提出运营商的“全业务”运营方案；三、工信部提出电信重组的框架性方案；四、国资委提出电信重组的具体实施方案；五、各运营商与投资银行提出具体实施操作方案；六、运营商集团内部资产与上市公司的整合。同时我们认为在电信重组之前，预计工信部将会向电信运营商先发全业务牌照，让各运营商先拥有全业务牌照资源，然后各运营商之间再进行重组。

重组时间：4月初公布方案，完成时间预计在09年上半年。我们预计

大部委合并完成乐观估计要到3月底前才能完成，此时出重组方案的可能性较小，前三个程序乐观估计有望在4月份完成，但具体实施方案的操作预计耗时会较长，乐观估计整个重组实施完毕预计要到09年上半年才能完成。

中国电信购买联通CDMA资产是电信重组的核心，也是实施重组的前提。

在“五合三”的电信重组方案中，联通CDMA资产的出售是核心，也是联通与网通合并的前提，因此中国联通与中国电信的交易将有可能率先完成，正常的话，我们预计在08年下半年完成的可能性会较大。而后期中国联通与中国网通的合并将会首先完成集团的合并，集团合并后再进行上市公司之间的整合。

（三）CDMA出售问题简析

1、出售方式

由于联通CDMA网络资产和用户资产目前分属联通集团和上市公司，CDMA资产向中国电信出售将会相对复杂。可能的出售方式主要有三种：一联通集团公司首先回购上市公司的用户资产后，集团公司再向中国电信打包（网络资产+用户资产）出售，但两步可以同时做，中国电信同时发行A股方式募集资金用于收购联通集团的CDMA资产。

二是行政主导+市场行为。由国资委主导，把联通集团所持的联通新时空公司的股权（网络资产）直接划转给中国电信集团，中国电信上市公司同时发行A股向联通上市公司收购CDMA运营资产，中国电信上市公司依然采用类似联通红筹采用网络租赁的方式进行CDMA移动业务的运营。这种方式对上市公司更有利，目前联通整体资产处于亏损状态，但上市公司的CDMA运营资产是盈利的。

三是纯市场化的方式。中国电信发行A股，分别向联通红筹和联通集团收购运营资产和CDMA网络资产。

三种方式中，我们认为从效率角度来看，第二种方式是较优的方案，而且由于目前CDMA运营+网络资产的整体盈利还处于亏损状态，也有利于中国电信上市公司的利益。

2、CDMA整体资产价值：网络资产430亿+运营资产585亿元（上市公司）

根据我们在前期报告中的分析，我们根据行业每用户企业价值分析，我们给CDMA用户的每用户的合理企业价值在1500元左右，按现在的用户计算，我们估计CDMA用户资产的企业价值在585亿元左右。而网络资产按折旧后的残值计算，我们给CDMA网络资产的估价在430亿元左右。这两部分资产的价值分属上市公司和中国联通集团。

（四）对电信运营商的影响

中国联通（600050）：短期存交易性机会，长期中性。

中国联通出售CDMA网络。中国联通出售CDMA网络对联通的长期发

展有利,可以减少现在两网协调发展和两种不同技术制式未来技术演进路径差异的问题,有利集中精力发展GSM网络的业务,未来WCDMA良好产业链将有利增强公司在3G业务方面的竞争力。同时出售CDMA网络有利改善公司的财务状况,出售后获得的现金收入将会改善公司资产负债状况,降低公司的财务费用,为未来GSM网络向3G升级提供资本支出的资金来源。

长期面临更激烈的竞争,未来的竞争格局中仍处于不利地位, Capex和Opex都面临上升的压力, 盈利能力难以提升。重组后,电信运营商获得了全业务的资格,移动业务的竞争将会更趋激烈,未来移动业务的OPEX将会上升;同时中国联通GSM网络实占率很高,未来面临网络扩容与升级的压力, CAPEX的压力会较大。同时中国联通与中国网通的合并将会耗时较长,整合的成本会较高,而且在管理及整体竞争力上仍是最弱的组合,在未来竞争更趋激烈的情况下,合并后盈利能力预计难以出现明显改观。

我们认为,中国联通的机会仅是短期的交易性机会,不具长期的投资价值。根据我们的估值,联通红筹的合理估值在18元人民币左右,根据0.365的比价,A股价值按50%的溢价计算,合理估值在9.85元左右。目前估值基本合理。

中国移动(0941.HK), 电信重组影响小。此次电信业重组短期对中移动上市公司影响较小,与中移动相关的重组短期只会发生在中移动集团,不会对上市公司直接产生负面影响,而且中移动可以利用竞争对手重组的时机,进一步加大各项业务的拓展力度。电信重组对中国移动的实质性影响,我们预计至少在09年下半年才会产生,而且非对称管制政策的出台预计也要到电信重组完成后才会出台,因此电信重组的实质性影响预计将到09年下半年到10年。但长期来看,电信重组完成后,行业竞争格局中,中移动仍处于主导运营商的地位,非对称管制政策出台将会对中移动产生负面影响。根据前期报告的预测我们预计07-09年公司的净利润增长率分别为23%、30%和11%,每股收益分别为4.10元、5.33元和5.90元,我们给公司未来6个月的目标价为115元。

关于中国电信和中国网通: 优选中国电信。对于中国电信和中国网通前期未做详细的估值分析,这里不给具体的投资建议。但我们认为电信重组后,移动业务为公司带来了新的增长点,重组为固网运营商提供了增长极,同时从全球运营商的估值来看,固网运营商的估值水平相对较低,而移动运营商的估值相对较高,移动业务的获得有利提升固网运营商的相对估值水平。

固网运营商拥有巨大宽带网及互联网资源,在移动与固网融合趋势不断加强、数据增值业务成为运营商收入主要增长来源的情况下,移动网络与固定网络的协同效应、产品捆绑销售优势将会使固网运营商的竞争优势得到增强。整体我们认为重组后获得移动业务牌照后前景更明朗,但重组不是免费的午餐,对中国电信和中国网通的短期投资价值影响还取决于两公司的融资方案或重组方案的设计。同时长期投资价值还取决于未来行业竞争环境及重组后公司管理竞争力的提升,从这方面来看我们更看好中国电信的前景。中国电信的市场化购买方式虽然短期会带来较高的成本,但

是中国电信在收购过程中处于主导地位，相对于中国联通与中国网通的合并将会有利于后期的整合。

二、电信重组积极影响通信设备行业

（一）电信重组与全业务运营激活国内电信资本支出

1、全业务经营资格长期激活运营商的资本支出

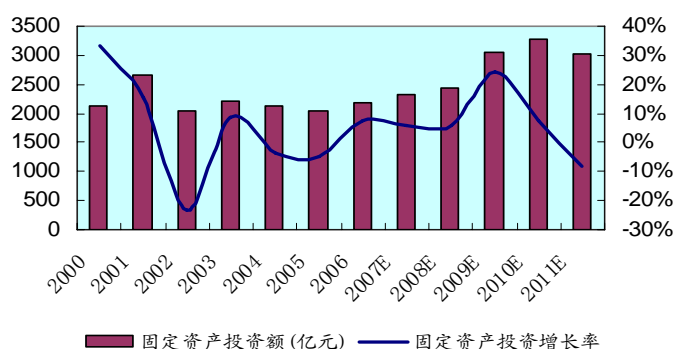
虽然国内电信重组存在不确定性，但我们认为目标非常明确，实现全业务经营、改善竞争结构失衡格局。电信重组后，运营商的业务运营目标得以明确，这将会重新激活电信运营商的资本支出，如中移动加大宽带接入网和现有移动网的升级、固网加大移动接入网的投资，3G及相关的网络升级的建设将会是未来的投资方向。

2、电信运营行业竞争加剧，有利国产设备厂商提升市场份额

随着运营商实现全业务后，运营商各业务之间的竞争相对以前将会加剧，竞争加剧将会影响运营商的盈利能力，这必将使运营商进一步加强设备采购的管理，以降低设备成本。而国产厂商相对于国际设备厂商明显的性价比优势，将会有利于国产厂商提升市场份额。如中移动未来在移动方面将会面临更激烈的竞争，对设备的采购将会更加需要考虑性价比优势，对国产厂商提升中移动市场份额将会有积极促进作用。

我们预计国内09年开始运营商的资本支出将会快速增长，09-11年预计年均资本支出规模将会超过3000亿元。

图2：中国通信业投资规模预测



数据来源：信息产业部与广发证券发展研究中心。

（二）08年电信资本支出重点分析

1、电信重组对08年电信资本支出影响相对较小

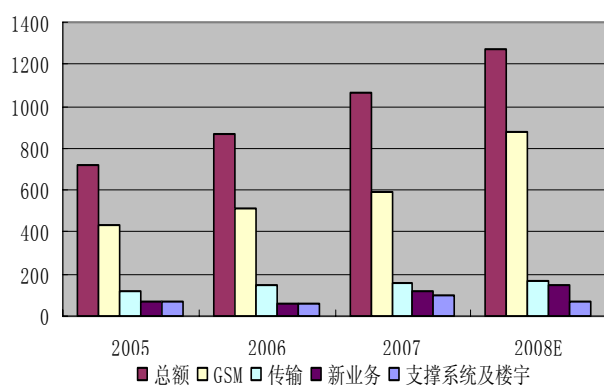
根据我们的分析和市场上大多数的观点，此次电信重组将会以“分拆中国联通”为核心，而其它公司的现有主体经营业务基本不会发生改变，在主业未改的情况下，对这些电信运营商的资本支出影响会较小，重组对中国联通的影响主要在CDMA网的投资上，而近两年CDMA的投资已经大

幅下降。

2、08年电信资本支出重点

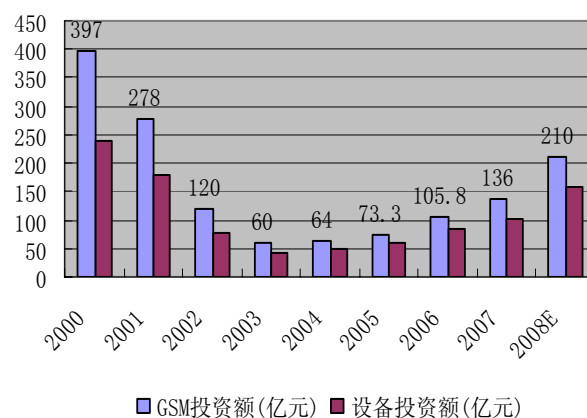
GSM仍将是重点。在预期未来面临行业竞争加剧，而3G牌照未发放，TD-SCDMA网络还处于小规模测试阶段的情况下，我们认为08年中移动上市公司仍将会加大对GSM业务的拓展，尤其是通信普及率相对较低的农村市场，利用在位优势，快速争取更多的新用户，降低未来竞争对手可获取新用户的数量。07年GSM设备的采购量为70万载频，总容量在1.5亿线左右。08年中移动的电信资本支出计划达到1227亿元，同比增长20%，其中GSM的资本支出预计会出现较大的增长，我们预计中移动GSM的采购量将会在100万载频左右，同比增长在40%左右。

图3：中移动资本支出



数据来源：中国移动。

图4：中国联通GSM的投资情况



数据来源：中国联通与广发证券发展研究中心。

中国联通GSM网的投资力度也将会进一步加大。07年，联通GSM资本支出达到136亿元，但目前中国联通的GSM网络的实占率仍接近100%。随着中国联通上市公司财务状况的改观，而且GSM折旧近几年集中到期的情况下，因此联通在08年加大对GSM网的投资力度不会对公司近期的财务状况造成负面影响，这将有利中国联通加大GSM网络的投资。同时在预期上市公司将以GSM网络发展为主、未来面临更激烈竞争的情况下，中国联通在08年更有必要进一步加大GSM网投资力度，08年GSM的资本支出力度将会大幅增长，我们预计将会超过200亿元，增幅预计将达到50%。

中国联通GSM设备市场的现有格局，有利华为、中兴提升份额。中国联通的GSM市场各厂商的设备份额与中移动的情况有较大的差别，从国际设备厂商来看，中国联通的GSM设备前期主要以西门子、摩托罗拉、北电等为主，05年时这三家厂商的份额超过50%，在移动领域强势的爱立信和诺基亚在中国联通的GSM上的前期市场份额并不高。而北电、摩托罗拉、西门子等竞争力下滑的情况下，这些厂商的设备在中国联通的GSM市场可能会被其它厂商逐步替换，国内的中兴和华为机会更大。

TD-SCDMA第二轮建设：预计在奥运会后展开。

我们认为TD-SCDMA网络在今年1季度中后期TD试商用运营将会正式展

开，试运营时间在1个季度左右，后期将会进行运营状况总结，预计在此基础上才会决定第二轮的建设规模，同时在奥运会期间我们认为奥运城市的TD网建设将会停止，整体我们认为第二轮TD招标的时间至少会延期到奥运会后。第二轮整体规模我们预计将会高于第一期的招标规模，真正的大规模建设将会要到正式发放3G牌照后，预计要到09年后。

中国电信可能利用村通工程加大CDMA450的投资。我们预计可能会先向运营商发放全业务牌照，然后进行电信重组。中国电信获得移动牌照并准备收购联通CDMA网络前，为了从中移动手中尽快争取更多的农村移动用户，中国电信可能在08年会进一步加大CDMA450的投资，以为未来移动网的运营锁定客户，华为与中兴将会从中获益。

（三）运营商回归对通信设备行业带来积极影响

中国电信可能率先回归。关于运营商回归，前期只有中移动和中国网通提出过明确的计划，但我们认为中移动与中国网通属于红筹公司，一方面需要等待监管部门出台政策；另一方面在整个市场相对低迷的情况下，红筹股的回归可能会受到监管层的有意调控。而中国电信属于H股不存在法律障碍，在电信重组快速推进的情况下，我们预计中国电信可能采用发行A股的方式筹集部分收购联通CDMA资产的资金，根据我们前面的估计整体CDMA资产价值（上市公司运营资产550亿元+网络资产430亿元）接近1000亿元左右。中国电信有可能会率先回归A股。

中移动出售旧股，募集资金规模将超过500亿元。中移动红筹回归的动因主要来自于：一是监管层推动红筹回归的推动，二是为了实现消费者与投资者身份的统一，有利于未来公司战略的实施。中移动多次表示将采用发售旧股的方式，目前中移动红筹公司的母公司移动BVI持有红筹公司74.53%的股权，在国内发行A股将主要出售其部分股权，公司表示将会不超过母公司10%的股份，按移动BVI10%的股份计算将会有14.83亿股，按我们预测的07年每股收益4.1元计算，保守按15倍的市盈率发行，发行价格将会超过60元，募集资金量预计将达到911亿，如果按出售5%的股份计算，募集资金量将接近500亿元。但我们认为在市场处于低迷状态的情况下，监管层可能减缓红筹回归的进程。我们预计母公司出售股份所获得的资金将会主要用于集团公司TD网络的投资和海外网络的投资。

三、国际厂商竞争力下滑有利中国厂商提升全球份额

虽然国际厂商在研发水平及核心技术方面的竞争力仍旧领先于国内厂商，但近年来国际厂商财务状况的恶化不仅影响了这些公司的正常运营，也影响了这些公司的研发投入，而国内以华为、中兴等厂商在研发方面的差距已经明显缩小，国内厂商的性价比的竞争力得到有效提升，国内厂商在全球的市场份额有明显提升。

国外通信设备厂商盈利下滑原因主要来自于公司竞争力下降所致。1、公司的业务战略出现失误，如北电网络、摩托罗拉，两公司偏重于CDMA及WIMAX的发展；2、合并期的磨合成本高，短期会影响业务，合并后暂未看出竞争力的明显提升，如阿尔卡特朗讯等；3、发达国家电信资本支出增长有

限；4、面临中国厂商华为、中兴的低成本竞争压力，致使国际通信设备巨头新兴市场和发达国家市场都面临丢失市场的压力，这也是国际通信厂商盈利预警的重要原因。

国际厂商盈利下降财务状况不佳，降低价格战的动力。

国际厂商盈利下降，部分公司出现大幅亏损，我们认为将会在一定程度上降低这些厂商的价格竞争的动力，有利行业竞争环境的改善和毛利率的稳定。尤其是在CDMA市场上，目前以摩托、阿朗和北电的三大CDMA设备巨头都出现了亏损，这些厂商的价格下降动力将会相对降低，这将有利CDMA行业毛利率的稳定，中兴和华为将会从中获益。

中国厂商继续提升在中国本土市场的市场份额。目前国内厂商在固网领域（不包括数据通信设备）基本上已经占据了70%以上的市场份额，在移动设备市场一致是国外巨头所把持，在中移动今年上半年的GSM设备招标中，国际厂商依然占据优势，但国内厂商正在缩小差距，除了爱立信保持优势之外，国外厂商在GSM设备市场份额上都出现下滑，而中兴华为出现大幅增长，合计份额超过了30%，预计后期仍将保持这种趋势。

中国厂商全球市场份额将会继续提升

近几年华为、中兴的海外业务经过前几年的大力投入后，已进入收获阶段，国际业务占快速增长的趋势。目前华为国际业务收入占比目前已经接近70%，中兴国际业务收入07年前3季度同比增长超过1倍，收入占比超过了60%。目前华为、中兴在国际市场的多个领域如光传输、GSM/WCDMA、CDMA、ADSL等领域已经进入行业前5位。华为中兴的GSM、CDMA业务近年来取得了翻番增长，去年华为以21%的市场份额位列全球GSM无线网络市场前三名，新增WCDMA市场进入前2位，中兴的CDMA基站出货量已位居全球第一。

四、光纤光缆行业：确定的需求增长，行业集中度提高

1、运营商加快“光进铜退”战略，国内FTTx市场开始启动。

中国网通07年公布了具体的光进铜退的计划，预计投资150亿元开始实施部分地区的光纤到户（FTTH）工程项目，计划3年到5年建成。中国电信早在前几年也提出了类似的光进铜退的计划，今年南方雪灾也进一步加快了中国电信的光进铜退的步伐，我们预计随着铜价的继续上升和光纤光器件价格下降、用户对带宽需求成倍增长的情况下，电信与网通将会进一步加快光进铜退的步伐。

FTTH市场开始启动。07年中国电信对FTTH进行了4万线的集采，加上各省份的采购量07年中国电信的总的采购量在8-9万线左右，如果加上中国网通、广电及其它企业的采购量，预计07年FTTH的采购量在15万线左右。2008年我们预计中国电信的总的采购量将超过50万线，加上中国网通和广电数字电视双向改造，总共将会超过100万线的采购规模。按照我们的测算，FTTH网络建设平均每用户所需的光纤量为500米左右，按08年FTTH的发展，总的光纤需求量将达到50万芯公里左右，09年按我们的预计FTTH对光纤的需求量将会超过300万芯公里。

2、“平安城市”等视频监控业务积极拉动光纤需求

全国各地近几年都加大了利用信息技术建设“平安城市”的力度，以广

州市为例，目前全市有近10万个视频监控点，07年将新建1万多个视频，而目前建网方案，一般采用裸光纤直连的方式，以广州市为例，30%左右的光纤线路需要新建，单此项每年需要光纤4-5万芯公里。而目前平安城市正从沿海发达地区向内地城市展开，我们认为未来几年相关业务将会带动光纤需求量的增长。

3、“村村通宽带”工程与非电信行业需求成为光纤需求量的重要增长点。

虽然国内村村通程的首期目标基本完成，但政府提出了从行政村到自然村的延伸，同时中东部地区也进一步提出了“村村通宽带”的更高目标，而这些将会进一步加大对光纤的需求。

非电信行业对光纤的需求量在20%左右，主要使用部门如广电、铁路、交通和电力能源等，近几年这几个行业的基础建设投资力度相比前几年都有所加大，未来对光纤的需求量将会进一步加大，目前非主流

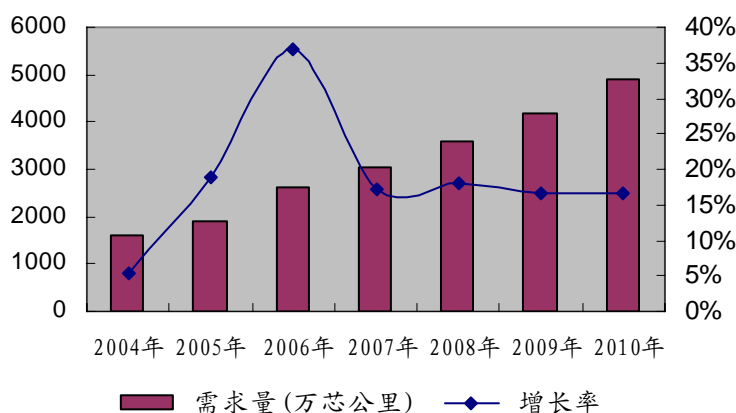
4、移动网络升级和基站数量增加，带动基站相关的传输需求量大增。

移动网络建设对光纤的需求，主要是基站数量的增加和网络升级和移动增值业务大幅增长所带来的传输需求的增长。如3G发展更需要密集的基站支持，移动基站数量将会大幅增长，会导致基站与RNC，基站与基站之间的回传线路数量大幅增长，这样会增加光传输线路的增加。另外，2G向3G升级带来的带宽需求增加，“就2G而言，一个基站一般需要2个E1的带宽，R99版本的3G基站需要4个E1，而到了HSPA阶段，一个基站需要20个E1，而HSPA+则需要40个E1的传输带宽。

5、未来三年行业需求量增长率仍将达到15%以上

根据前面这些因素及本人对相关厂商的调研的情况来看，我们预计07年的光纤需求量在3000万芯公里左右到2010年国内光纤需求量将会达到5000万芯公里左右，未来几年的复合增长率超过15%，而运营商集中招标的销售模式和行业规模经济效应的作用，行业需求逐步向前几大厂商集中，目前行业前四大厂商的供应量超过70%。但行业产能仍旧持续扩张，行业整体供需仍处于供过于求的状态。

图5：国内光纤需求量预测



数据来源：广发证券发展研究中心。

五、主要上市公司简析及投资建议

（一）中兴通讯（000063）：买入，目标价91元

国际业务正在进入收获期，规模效应提升国际业务盈利能力

发展中国家电信网络扩容需求快速增长、竞争能力提升、国际大厂竞争力下降、固有的成本优势、华为的示范效应、发达国家市场突破等多种有利因素正在促使中兴通讯的国际业务收入加快增长，国际业务收入规模效应的显现也正在提升国际业务的盈利能力。

全业务经营目标的电信重组，激活国内业务增长。

旨在实现全业务经营目标的电信重组激活了国内电信资本支出，进一步增强公司在国内CDMA、TD-SCDMA等业务的竞争优势。08年电信重组对当年电信资本支出影响不大，GSM、CDMA450将是08年的增长重点，GSM份额仍将提升，TD收入将以终端收入为主。09年开始国内TD、CDMA2000等业务收入预计将会出现大幅增长。

发行分离债有利降低财务费用，提升公司业务竞争力。

发行40亿分离债，在通货膨胀预期不断加强的情况下，由于利率远低于银行贷款利率，可以在一定程度上规避目前大部分企业面临的加息带来的财务成本上升的风险；募资投向项目将积极提升公司TD和手机等业务的竞争力。

09年开始规模效应导致费用率下降，盈利能力提升。我们预计07-09年净利润同比分别增长61%、38%和61.4%，每股收益分别为1.30元、1.87元和3.03元。我们按09年30倍的市盈率估值目标价为91元。注意国内电信重组时间与方案的不确定性风险。

（二）中天科技（600522）：买入，目标价17元

集团确定 08 年主营产品收入同比增长 50%，定向增发与股权激励同步推进的计划。

根据网站信息，中天科技集团确定了 08 年主营产品销售收入同比增长 50% 的目标，同时确定了定向增发与股权激励同步推进的计划，这些计划有利公司未来业务发展，有利稳定投资者的预期。

公司受益灾后重建，电力导线、光缆产品受益明显。

南方冰灾后公司积极响应两大电网公司的救灾需求，到 2 月 20 日左右公司供应了 2000 多公里 OPGW、ADSS、常规通信光缆和数千吨各类电力导线等救灾物资。冰灾后电网建设标准的提升将会带来电网投资规模的进一步放大，08 年国内电网投资规模增幅将超过 25%，中天电网产品将会从中获益，电网产品收入预计将会保持持续增长，产品结构的优化将有利电网产品盈利能力的提升。

光纤产能扩张可能超过预期，公司掌握了大直径预制棒的改造技术，后期产能将会得到稳步扩张。

公司将会根据需要扩大光纤产能，08 年有计划在原厂房新增产能。公司目前已成功掌握大直径预制棒的改造技术，目前已经有一个拉丝塔改造成功，已经实现正常生产。大直径预制棒（150mm）单棒拉丝能力近 2000 公里相当于小棒（80mm）拉丝能力的近 4 倍，而且效率大幅提高，单位光纤的成本将大幅下降，有利光纤业务盈利能力的改善。定向增发完成后将会加大其它拉丝塔的改造力度，未来公司的光纤产能将会呈稳步增长的趋势。

我们预计收入正常确认，1 季度净利增幅将会超过 50%，维持前期盈利预测及目标估值。

受去年同期基数较低的影响，在收入与费用正常确认的情况下，我们预计 1 季度净利润的增幅将会超过 50%。我们仍维持 08-10 年每股收益 0.50 元、0.60 元和 0.82 元（未考虑增发）的预测，维持年内 17 元的目标估值和买入的投资评级。

关于与信越的诉讼目前仍在走程序，虽然董事会多次表示，中方法院不会承认日方的裁决，但也存在不确定性，请投资者注意风险。

（三）国脉科技(002093.sz)：买入，目标价55元

07年收入同比增长34%，利润同比增长87%。

公司营业收入实现2.69 亿元，同比增长34%，其中省外业务收入同比增长1.12倍，净利润同比增长87%。净利润大幅增长的原因是公司电信网络服务收入增长较快，毛利率得到明显提升，有效所得税率大幅下降。公司系统集成业务收入增长较慢，而且主要来自于JUNIPER的相关代理服务收入，由于前期以代理为主，集成与服务收入比重相对较低，所以毛利率相对较低，公司预计08年后将会得到有效提高。

上市后业务资源得到有效扩张，未来增长路径逐步清晰

业务拓展主要体现在两个方面，一是拓展设备厂商的服务市场，如收购爱立信团队，获得Juniper的全业务服务资格、与Packet Design、美国Force10 Networks、等在国内战略合作推解决方案等；二是利用股权合作的方式进行收购兼并，积极拓展省外市场拓展电信网络服务市场。我们预计08年开始IP网络设备、软件集成代理服务市场和省外电信网络服务业务将是重要增长点。

08-10年净利润同比增长66.43%、41.44%和43.66%，每股收益分别为0.72元、1.02元和1.46元。我们认为公司的合理估值在55元左右。

（四）亨通光电（600487）：买入 目标价: 30元

光纤光缆行业成本控制能力和稳健经营优秀的公司，公司盈利能力一致保持相对稳定，主营业务光纤光缆业务受益于行业的持续增长。预制棒项目预计在今年年中将会小批量生产，公司将会率先实现预制棒光纤光缆一体化

的生产模式，如果获得成功，竞争力将有望得到进一步提升。同时未来存在集团资产注入的预期，08年预计公司将会开始做相关的工作。在未考虑资产注入和预制棒盈利情况下，我们预计公司07-09年的净利润分别增长50%、30%和35%，每股收益分别为0.520元、0.683元和0.93元。我们的投资建议为买入，目标价格为25元。如果考虑资产注入的情况，目标价格提升为30元。

（五）烽火通信(600498.sh)：持有 目标价：16.4元

光纤光缆产能稳步扩张，受益行业持续增长，公司有计划进一步完善产业链，提升产业竞争力。

收购华新腾仓后公司光纤产能大幅扩张（华新腾仓07年出货量预计在300万芯公里左右），07年整体光纤出货量预计超过500万芯公里，目前已跃居行业第二位，未来2年通过技术改造（大预制棒改造和提高拉丝效率等），光纤产能计划年增15%-20%。在光纤产能快速扩张的情况下，公司也有计划向上游的单模光纤预制棒产业拓展，我们预计后期将会积极推动与日本腾仓在预制棒领域的合作。关于收购长飞光纤股权的传闻，我们分析认为烽火有意愿，但是实施会比较困难，中国电信集团持有的长飞股权起关键作用，但我们认为中国电信集团向烽火转让长飞股权后，烽火的光纤市场占有率将超过50%，并不符合中国电信集团的长期利益。长通所持长飞股权转让难度将会更大。

光传输设备行业需求年均保持10-15%的增长，07年市场份额提升，FTTH发展将有利进一步提升份额。

光传输设备行业近2年的需求规模平均增长率10-15%左右，市场规模在120亿左右，07年公司份额提升2-3个百分点。近几年烽火在干线网的DWDM设备市场份额提升明显，07年预计超过30%，但干线网设备市场规模只占光传输设备市场的30%左右。占据70%市场的城域光传输设备方面份额提升不大。公司的优势产品主要集中在DWDM干线网设备、ASON及FTTx接入网设备等。在FTTx领域，公司目前优势比较明显，市场份额超过30%，FTTx市场已开始启动，但行业竞争激烈，盈利能力将有限。

股权激励只具象征性，激励效果有限；广发基金投资收益部分弥补08年投资收益下降；资产注入与整体上市可能性小。

首期股权激励采用股票期权的方式，授予数额有限，行权价较高，对管理层的激励效果有限。行权条件需要未来三年的平均净利润增长保持在25-30%。我们预测07-09年公司每股收益分别为0.265元、0.411元和0.517元。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

通信及相关设备制造业(010781)行情走势



相关研究报告

通信及相关设备制造业(010781)	李太勇	2007-12-08
通信及相关设备制造业(010781)	李太勇	2007-09-24
通信及相关设备制造业(010781)	李太勇	2007-06-26
通信及相关设备制造业(010781)	李太勇	2007-01-25
通信及相关设备制造业(010781)	李太勇	2006-12-06

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。