

通信行业见底走好 5G 牵引进入新阶段

——通信行业中报业绩综述

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2018年9月12日

证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhzq.com

子行业评级

通信运营	看好
电信服务	中性
设备与服务	看好

重点品种推荐

中国联通	买入
烽火通信	增持
星网锐捷	增持
日海智能	增持
高新兴	增持
中海达	增持
海能达	买入
海格通信	增持
华工科技	增持
三维通信	增持

投资要点:

● 板块行情走出低谷 行业热点推动行情纵深发展

经过前期的调整与反弹，行情上通信行业已经走出了低谷期。随着中报公布完毕，行业基本向好，加之 5G、信息基建等等行业助力推动，后续通信板块的热点有望持续。同时我们认为多年来的通信行业市场相对估值区间仍然有效，当期正处于区间的底部区域，并且运营板块的市净率也是见底反弹，板块整体有望走出一波业绩和估值双增长的行情。

市场对于通信个股的选择已经逐步落实到以业绩为基准，对于行业的趋势把握的非常贴合，只要是具备新技术新发展并有业绩的个股，都会得到市场的追捧，特别是具备行业竞争力的龙头公司。而对于没有技术和行业地位优势的企业，市场也只能给予低于行业平均的估值水平。整体上看下，这是一种良好的市场进步趋势。

● 行业营收与利润双增长，基本面改观子板块表现突出

今年上半年来，渤海通信板块收入同比增长 5.83%（剔除中兴通讯影响，同比增长 11.96%），中期归母净利润为 30.23 亿元，同比下降 74.91%（剔除中兴通讯影响，同比增长 11.19%）。在后 4G 时代，网络建设逐步放缓，行业的重心逐步向下游转移，营收和利润都在向下游集中。子板块中，运营板块基本面改观，营收与利润双增长明显。同样营收与利润双增长的还有行业专网、导航和卫星接配件等。

● 行业毛利率跌势趋缓，净利率初步见底

随着信息基建的推进，宽带网络建设增加了设备与服务的需求，行业的毛利率下滑的趋势有所趋缓，而电信服务板块受到互联网业务的影响，趋势依然还处于下降。我们预计在 18 年内，行业的毛利率将止跌回升，特别是中兴事件的影响消除以及 5G 建设周期的到来，毛利率会有所好转。

作为一个成熟的行业，通信业内各个公司基本都能很好的控制自身的管理与财务等各项费用，历年来的净利润率，整体趋势基本一致，而且波动区间不大。不过今年以来，通信行业整体净利润的上升趋势已经显现，特别是运营板块上升较快。从净利润增长角度看，通信行业价值挖掘点应该集中到以通信技术周期上，因此净利润率上升的时点正是和 5G、物联网等新技术兴起的周期相契合。

● 从个股基本面出发，挖掘具备发展潜力的品种

上半年以来，行情虽然较为低迷，但是行业周期已经逐步走过低点，上市公司的业务也开始逐步回暖。我们重点分析行业内有望率先走出行情的品种。

主要是净利润高增长，同时营收也同步增长类的公司，该类公司的业绩是建立在主业或者新产业基础上，有持续的增长的潜力。此外，我们重点关注中报业绩中研发支出同比增长超过 30% 的企业，这类研发投入增长较快的公司具备较强的后续的发展潜力，值得长期跟踪。

● 行业估值与投资策略

通信行业经过上半年的调整以及 7~8 月的恢复性行情，目前的 BH 通信行业整体估值 PE (TTM) 为 38.19 倍，已经处于历史底部区域，其中设备子行业的估值为 34.13 倍，通信服务行业估值为 36.13 倍。从下图可以看出，通信行业的估值已经处于历史的低位，基本上都回到了 2013 年的水平，并在该底部区域整理了近一年时间，后面随着 5G 网络建设启动，通信板块估值有望走出底部区域。

今年第四季度，我们继续看好以下通信细分子行业：1) 综合电信设备方面，关注宽带网络建设领域，主要集中在光通行业与 5G 产业链。2) 物联网产业领域开始进入爆发期。3) 电信运营子板块。4) 卫星通信领域在长期积累的基础上，很有希望出现卫星通信的爆款应用。5) 国内关键芯片及上游零部件自主可控。由此我们在综合电信设备与全产业链布局的设备商方面选取：烽火通信 (600498) 与星网锐捷 (002396)；物联网设备商：日海通讯 (002313) 与高新兴 (300098)；卫星通信的中海达 (300177) 和海格通信 (002465)；电信运营商中国联通 (600050)；光通产品方面的华工科技 (000988) 以及专网行业的海能达 (002385)。

目 录

1 中报季行情回顾.....	5
1.1 通信板块走势先于大盘.....	5
1.2 个股走势差异性较大.....	7
2. 通信行业上半年经营情况.....	8
2.1 行业营收与净利润双增长.....	8
2.2 行业毛利率跌势趋缓，净利率初步见底.....	9
2.3 通信行业费用保持平稳.....	11
3 通信上市公司经营情况.....	13
4 行业估值与投资策略.....	16

图 目 录

图 1: 申银一级行业涨跌幅情况 (% , 年初至 8 月 31 日、流通市值加权平均)	5
图 2: 设备/服务板块 PE (TTM, 整体法) 估值溢价率	7
图 3: BH 电信营板块 PB 估值变化	7
图 4: BH 通信板块中报毛利率变化趋势 (整体法)	10
图 5: BH 通信板块中报净利率变化趋势 (整体法)	10
图 6: 近年来 BH 通信板块费用情况	11
图 7: 销售费用占营业收入比重	12
图 8: 管理费用占营业收入比重	12
图 9: 财务费用占营业收入比重	12
图 10: BH 通信行业估值	17

表 目 录

表 1: BH 通信 3 级子行业涨跌幅情况 (年初至 3 月 24 日)	6
表 2: 通信设备板块个股表现 (年初至 8 月 31 日)	8
表 3: 运营和增值服务重点个股上半年市场表现 (年初至 8 月 31 日)	8
表 4: 各细分行业收入和净利润增长情况	9
表 5: 各细分行业毛利率和净利润增长情况	11
表 6: 各细分行业收入和净利润增长情况	12
表 7: 净利润增长好的公司	14
表 8: 行业内研发增长快的公司	15
表 9: 三季度业绩持续增长的公司	16

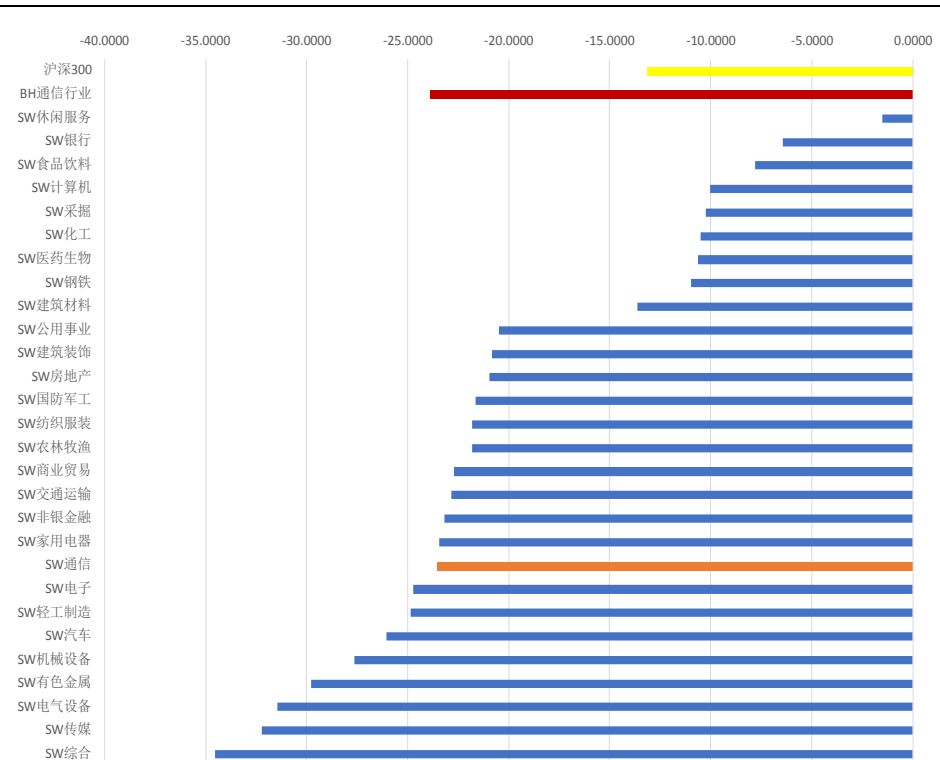
1 中报季行情回顾

1.1 通信板块走势先于大盘

今年初至 8 月 31 日，沪深 300 指数下跌 13.15%，通信板块整体下跌 23.54%，其中通信设备子板块下跌 26.49%，通信运营子板块下跌 9.54%。通信行业跑输沪深 300 指数 10 个百分点，在申万 28 个子行业中处于中后。子板块中通信运营子板块表现相对抗跌，主要是联通 7 月后见底反弹起到了对冲板块整体下跌的作用。

通信板块由于上半年以来 5G 等行业热点一直处于调整期，同时行业内发生了中兴通讯等黑天鹅事件，导致板块一直处于调整状态。但是 7 月以来，随着 5G 标准的里程碑达到，板块开始复苏，整体走出了一波上升行情，在整体低迷的环境下格外突出，显示出行业性的趋势良好。

图 1: 申银一级行业涨跌幅情况 (%，年初至 8 月 31 日、流通市值加权平均)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

从通信子行业情况看，上半年通信细分行业的表现差异也较大，从表 1 可以看出，今年以来电信增值和运营板块跌幅偏小，而各个设备细分板块都有 20~30% 的调整幅度。而这一幅度相对于二季度末来看，已经有明显的反弹。主要还是进入 7 月份后，5G 标准里程碑的到达以及中兴事件的解决给整个设备板块带来的向上的

牵引。终端配件和接配件子板块调整源于智能手机出货量大幅下降。目前看，和5G相关的子板块依然处于较强的行情，后市仍然具备较多的机会点，值得关注，而通信运营板块已经迅速上升到前二，说明市场开始认可以联通为代表的运营商已经度过了业绩低谷期，总体说来，经过前期的调整与反弹，行情上通信行业已经走出了低谷期。随着中报公布完毕，行业基本向好，加之5G、信息基建等等行业助力推动，后续通信板块有望走出较为强劲的独立行情。

表 1: BH 通信 3 级子行业涨跌幅情况 (年初至 3 月 24 日)

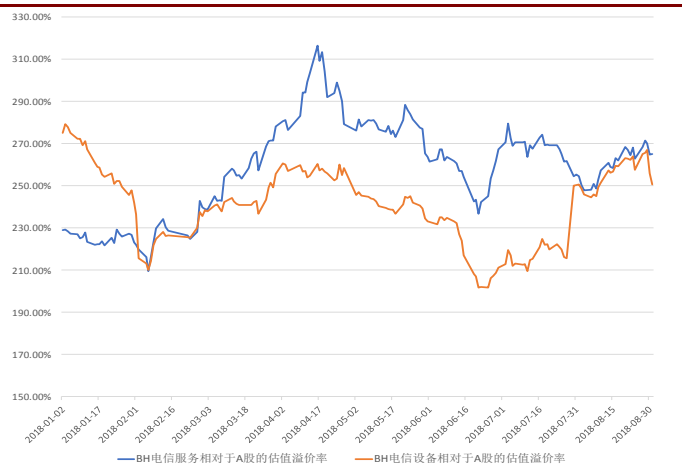
排名	BH 通信板块 3 级子行业	涨跌幅 (%)
1	增值电信服务	-8.98
2	通信运营	-13.55
3	导航和卫星	-18.34
4	光通信	-22.21
5	终端和配件	-26.28
6	行业专网	-26.59
7	网规网优和测试	-29.63
8	综合电信设备	-30.27
9	广电设备	-30.49
10	智能卡和标签	-32.33
11	接配件与网络设备	-33.97

资料来源: 渤海证券研究所

通信板块相对估值恢复向上明显

当前处于 4G 后周期时代，网络建设已经进入维护优化期，近两年运营商的运营资本开支一直在减少，设备商中只有光系列产品有所增长，行业内的其它增长驱动力已经不是很明显。行业的相对估值和绝对估值今年来一直向下在 7 月份开始见底反弹，从图 2 和图 3 中可以看出，无论是相对大盘的溢价和绝对的 PB 值都触及历史的低点，并出现额明显的反弹。因此我们认为多年来的通信行业市场相对估值区间仍然有效，当期正处于区间的底部区域，随着 5G 概念的快速市场认同，通信板块有望走出底部区域，毕竟新技术、新应用和新市场所带来的空间是原来 3G 和 4G 时代所不能完全照搬的。此外，运营板块的市净率也是自 1.1 开始反弹到 1.3 左右，特别是联通中报公布后，更是形成一轮向上的行情，中报显示出公司的经营基本面在持续好转，业绩同比和环比均保持高增长，所以联通已经处于估值和成长双驱动的状态，具备较大的投资价值。当前指数和外围环境持续低迷，通信板块的估值虽然有所下调，但是随着行业的景气度不断提升，板块整体有望在指数走稳的基础上，率先走出一波估值修复的行情。

图 2: 设备/服务板块 PE (TTM, 整体法) 估值溢价率



资料来源: wind 渤海证券

图 3: BH 电信营板块 PB 估值变化



资料来源: wind 渤海证券

1.2 个股走势差异性较大

上半年以来, 由于大盘的低迷和外围环境的波动, 通信板块内的个股跌多涨少。由表 2 和表 3 可以看出, 设备类个股涨幅明显弱于运营与服务板块, 不过相对年中 (6 月 30 号) 的情况相比, 已经改观不少, 主要是由于 7、8 月的中报行情推动的。从涨幅榜看, 居前的都是中报业绩有大幅提升的, 如中海达中报业绩增长 117%, 平治信息中报业绩增长 118%。而跌幅居前一方面是业绩大幅下滑的, 如 *ST 凡谷, 宜通世纪等, 另一方面是公司所处的子行业出现明显的下滑, 如波导股份、春兴精工等, 此类品种已经进入长期下跌的通道, 而且还远未到底部。当然也不排除跌幅榜中有错杀的品种, 如海能达, 公司的基本面并没有太多的变化, 但是因为其它原因导致市场对其不认同, 因此对于此类品种, 在其估值足够低的情况下, 依然是很好价值投资品种, 值得逢低吸纳, 等待业绩释放和市场认同。此外, 细分行业的代表个股, 如车联网、卫星导航、物联网等细分板块的个股较为强势。因此我们可以看出, 市场对于通信个股的选择已经逐步落实到以业绩为基准, 对于行业的趋势把握的非常贴合, 只要是具备新技术新发展并有业绩的个股, 都会得到市场的追捧, 特别是具备行业竞争力的龙头公司。而对于没有技术和行业地位优势的企业, 市场也只能给予低于行业平均的估值水平。整体上看下, 这是一种良好的市场进步趋势。

电信运营与服务领域也同样反映出今年的市场的风险偏好。去年以来调整较多的次新股涨幅居前, 一方面是业绩增长不断验证, 另一方面也是业务迸发出新的增长, 新增产能释放, 从下降周期回到上升周期。另外跌幅榜结构也与设备板块类似, 业绩不兑现的高估值小盘个股调整明显, 这些将处于长期阴跌状态, 逐步去寻找自己的市场定位。整体上看, 运营服务板块与设备板块基本一致。从后期看, 运营服务类板块个股还是寄希望与互联网相结合, 创造出新的经济增长点来实现业绩的持续稳定增长。

表 2: 通信设备板块个股表现 (年初至 8 月 31 日)

涨幅前 10 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅	跌幅后 10 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅
1	300177.SZ	中海达	20.55%	1	300028.SZ	金亚科技	-84.75%
2	300546.SZ	雄帝科技	11.16%	2	002194.SZ	*ST 凡谷	-60.66%
3	600498.SH	烽火通信	1.31%	3	002547.SZ	春兴精工	-58.72%
4	300627.SZ	华测导航	1.27%	4	600130.SH	波导股份	-55.87%
5	002115.SZ	三维通信	0.99%	5	002583.SZ	海能达	-55.05%
6	000555.SZ	神州信息	0.41%	6	600355.SH	精伦电子	-54.36%
7	000836.SZ	鑫茂科技	-1.27%	7	300310.SZ	宜通世纪	-50.77%
8	300101.SZ	振芯科技	-1.94%	8	603703.SH	盛洋科技	-50.62%
9	300394.SZ	天孚通信	-5.16%	9	000586.SZ	汇源通信	-48.86%
10	300531.SZ	优博讯	-6.01%	10	000063.SZ	中兴通讯	-47.50%

资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 3: 运营和增值服务重点个股上半年市场表现 (年初至 8 月 31 日)

涨幅前 5 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅	跌幅后 5 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅
1	300571.SZ	平治信息	94.31%	1	300288.SZ	朗玛信息	-37.37%
2	300738.SZ	奥飞数据	77.52%	2	603559.SH	中通国脉	-34.93%
3	300504.SZ	天邑股份	58.73%	3	600804.SH	鹏博士	-33.53%
4	300047.SZ	天源迪科	22.06%	4	002148.SZ	北纬科技	-32.00%
5	300383.SZ	光环新网	9.17%	5	002467.SZ	二六三	-31.24%

资料来源: Wind 渤海证券研究所

2 通信行业上半年经营情况

2.1 行业营收与净利润双增长

今年上半年来, 渤海通信板块收入 3633.90 亿元, 同比增长 5.83% (剔除中兴通讯影响, 同比增长 11.96%), 其中电信服务板块增长最高, 达到 27.24%, 而设备板块增长最少, 只有 2.94% (剔除中兴通讯影响, 同比增长 15.31%)。

净利润方面, 渤海通信板块 18 年中期归母净利润为 30.23 亿元, 同比下降 74.91% (剔除中兴通讯影响, 同比增长 11.19%), 其中电信运营板块涨幅最大达到 142.4%, 主要是由于联通的盈利所带来的, 而电信服务板块保持平稳, 设备板块剔除中兴通讯的影响后下跌 11.88%。由此看来, 在后 4G 时代, 网络建设逐步放缓, 行业的重心逐步向下游转移, 营收和利润都在向下游集中。

通信行业的整体依然保持一个平稳增长态势, 具体到三级子板块中, 可以看到各个板块的分化还是比较大的。数据如下表所示:

表 4: 各细分行业收入和净利润增长情况

BH 通信三级子板块	营业收入 2018H1 亿元	营收同 比 %	归母净利润 亿元	利润同 比 %
通信运营	1526.27	7.17%	28.33	142.40%
行业专网	284.63	30.52%	14.26	70.50%
导航和卫星	108.61	48.08%	7.94	47.86%
接配件与网络设备	200.12	19.88%	9.59	28.30%
增值电信服务	166.72	26.74%	14.66	20.97%
光通信	504.19	15.94%	32.99	13.93%
广电设备	45.68	6.54%	1.81	8.89%
综合电信设备	124.43	-14.33%	-3.48	-1.41%
终端和配件	150.53	-4.62%	6.30	-21.93%
网规网优和测试	98.81	35.00%	-0.97	-118.19%
智能卡和标签	47.83	13.26%	-1.09	-181.53%

来源: Wind 渤海证券研究所

在通信子行业中，运营板块基本面改观，营收与利润双增长明显。同样营收与利润双增长的还有行业专网、导航和卫星接配件等。同时基于现在 4G 往 5G 升级的过程中，设备类和终端类的需求下降导致大型设备商和终端等子板块的营收与业绩双双下降。此外还有一类就是一些处于过度竞争的子行业，如网优测试，智能卡等，虽然整体市场容量在增长，但是产品与服务的价格不断走低，导致行业仍然处于亏损的局面，短期内依然维持弱势。

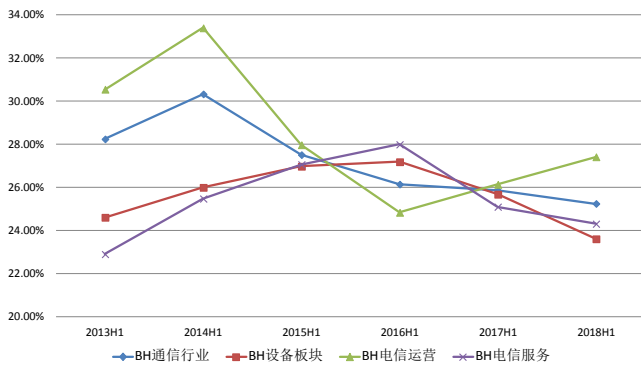
2.2 行业毛利率跌势趋缓，净利率初步见底

近年来，通信行业毛利率呈现下降趋势，而净利率保持一个稳定的波动区间。从图 2 可以看出，整体从高点随着实体经济开始下滑，到达 17 年底的低点后开始分化，运营板块大幅上升，而服务和设备板块持续下跌，但跌势趋缓。行业毛利率的变动间接反映了宏观经济景气度，从上游传递过来的原材料价格上涨逐步传递到下游产品与服务价格的提升，随着信息基建的推进，宽带网络建设增加了设备与服务的需求，从而遏制整个行业的毛利率下滑的趋势，而电信服务板块受到互联网业务的影响，趋势依然还处于下降。我们预计在 18 年内，行业的毛利率将止跌回升，特别是中兴事件的影响消除以及 5G 建设周期的到来，毛利率会有大幅好转，这个反转的曙光已经在眼前—5G 的商用设备研发测试与生产加速推进。

通信服务类比较复杂，它经过前期的大幅波动后，一直处于下滑状态，主要是因为一方面受通信产业链周期的影响，另一方也是基于通信技术的通道实质导致其附加值在垄断地位丧失后迅速衰减的效应，这些降低通信通道附加值的企业主要是互联网行业，民营设备商等。随着 BATJ 等巨头的寡头效应增长，服务子板块

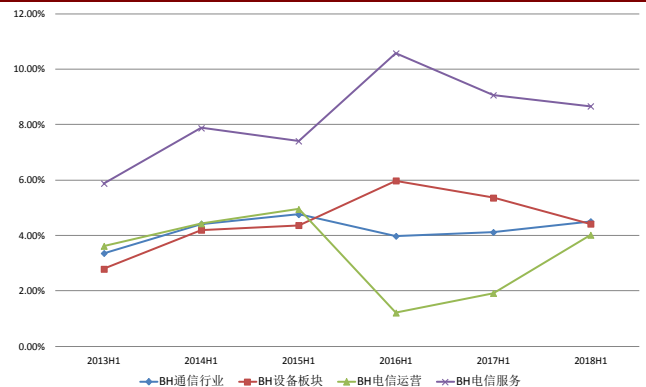
的毛利率会一直趋于低位，除非是有外部新技术与新商业模式出现，该行业获得新的独占性的技术与服务优势，才能重新获取高的毛利率，但是目前看这种趋势的可能性并不大。因此服务板块的走势具备一定的不确定性，不过这正说明通信行业的格局正在改变，融合将进一步加深。

图 4: BH 通信板块中报毛利率变化趋势（整体法）



来源: Wind 渤海证券研究所

图 5: BH 通信板块中报净利率变化趋势（整体法）



对比行业历年来的净利润率，整体趋势基本一致，而且波动区间不大，如图 3 所示。三个子行业自几年前拉开差距后，在今年又开始趋于一致。整体波动不大说明通信行业是一个成熟的行业，业内各个公司能很好的控制自身的管理与财务等各项费用，但是行业整体结构变化带来净利润率的不同方向变动，以轻资产为代表的服务板块净利润提升很快，而以重资产为主的设备与运营板块净利润受到财务成本与折旧的影响偏大。值得我们关注的是通信行业整体净利润的上升趋势已经显现，特别是运营板块上升较快，这也是受到联通业绩的高增长影响。而设备主要是内生性增长为主，作为重资产行业，净利润的提高主要还是源于国内网络建设的提速，而今年下半年以后，随着 5G 网络的建设铺开，该行业趋势有望持续走强，而通信服务板块通过和医疗，计算机、物联网等行业深度合作，也将有可能出现新的高增长。因此从净利润增长角度看，通信行业价值挖掘点应该集中到以通信技术周期为基础，以通信局部热点为导向，抓住中短期内的行业热点以及与其他行业相互融合成功开辟出新商业模式的标的上。

而从三级行业子板块情况看，运营板块的净利率提高对行业影响较大，而且是在毛利率增长的基础上。如行业专网、接配件和广电设备毛利率的降低来源于成本的增长，而净利率的增长则来源于公司费用控制良好等因素；而智能卡、网优网维和综合电信设备子板块则是毛利率和净利率双降，显示出该类板块的基本面处于低谷期，也是其估值向下修复期，值得关注其中有潜力的标的。

表 5: 各细分行业毛利率和净利润增长情况

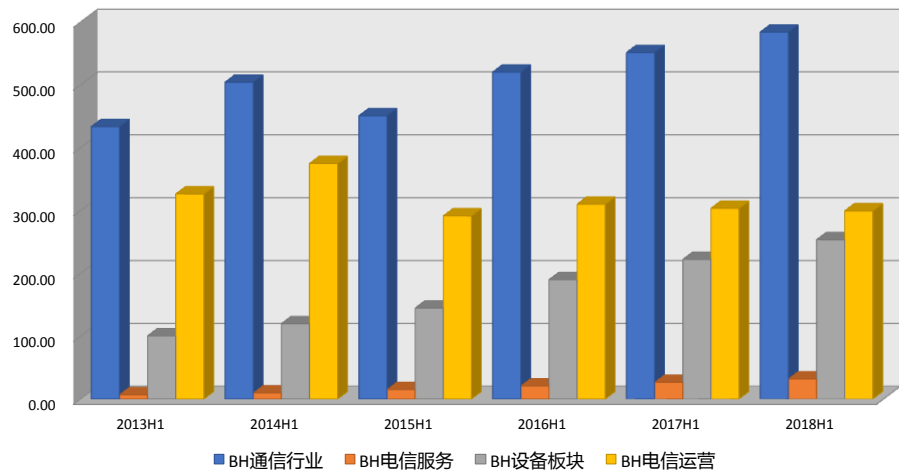
BH 通信三级子板块	毛利率增长	净利率增长
通信运营	1.27%	2.10%
行业专网	-0.12%	1.58%
接配件与网络设备	-1.89%	0.28%
广电设备	-3.05%	0.05%
增值电信服务	-0.26%	-0.14%
导航和卫星	-4.47%	-0.15%
光通信	-0.03%	-0.28%
终端和配件	3.15%	-0.45%
智能卡和标签	-3.80%	-5.42%
网规网优和测试	-3.97%	-8.45%
综合电信设备	-7.30%	-8.88%

来源: Wind 渤海证券研究所

2.3 通信行业费用保持平稳

今年以来, 随着新股不断上市, BH 通信板块也得到了一定扩容, 相关的营收与费用同比都呈现增长状态。板块的费用整体自 15 年以后开始稳步增长, 而运营板块近几年来保持稳定在 300 亿左右, 而设备板块和服务板块近两年来呈现明显增长势头, 增速平稳。

图 6: 近年来 BH 通信板块费用情况



来源: Wind 渤海证券研究所

虽然板块的整体费用是逐年增长的, 但是把费用拆开, 我们发现各项费用的趋势并不一样。因为公司数量在增长, 营收和费用都是在增长, 我们以单项费用占营收的比重来观察: 销售费用看, 行业整体与各个子板块都呈现下降趋势, 这本身和行业的处于 4G 和 5G 的过渡期相关, 新的技术设备未起量, 老的设备销售已过巅峰; 管理费用占比呈现上升趋势, 行业整体的上升主要由运营子板块带动的, 这主要是中国联通的经营恢复带来内部费用的增长, 值得关注的是设备板块的研

发费用今年以来也开始增长，这主要是 5G 时代的来临，设备商加大对 5G 商用设备的研发与测试投入；财务费用近年来一直波动不大，虽然汇率近年来波动较大，板块内各个公司海外业务会产生汇兑损益，但是一方面通信行业的特点是海外采购较多抵消了海外销售的损益，另一方面前两年不少融资的企业储备了大量的现金，产生了利息与理财收益，这就给财务费用带来了平滑的作用。总体上看，今年以来，销售费用降低 2 个百分点，管理费用占比增长 2 个百分点，财务费用基本持平，行业整体费用占比基本维持不变，这也说明通信行业是一个竞争充分的成熟行业，费用的把控已经到了精细的程度。随着后续 5G 网络建设的展开，各项费用也将逐次开始增长，首当其冲的就是管理费用的增长，其次将带来销售和财务费用的增长。因此，处于 5G 前期，费用的把控仍是各家公司盈利幅度的关键因素。

图 7: 销售费用占营业收入比重

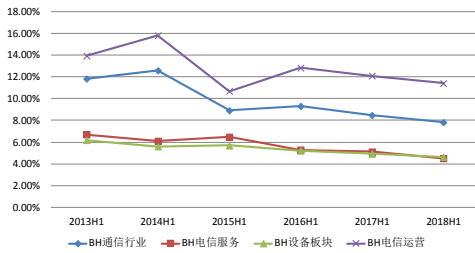


图 8: 管理费用占营业收入比重

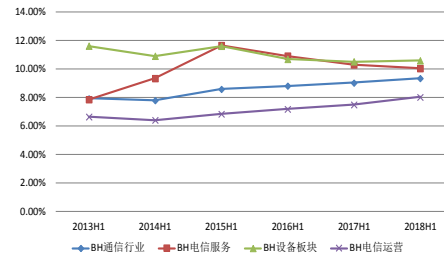
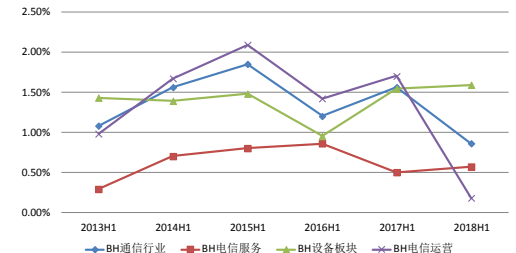


图 9: 财务费用占营业收入比重



来源: Wind 渤海证券研究所

这里我们根据个股的中报的研发投入来进行了统计，BH 通信板块中期的研发投入 158.59 亿元，占营收的 4.36%，明显高于同期管理费用的增长。作为传统的科技板块，研发投入一直公司的主要支出费用之一，也是公司未来成长的动力来源。

表 6: 各细分行业收入和净利润增长情况

BH 通信三级子板块	销售费用 亿元	销售费用 同比增长	管理费用 亿元	管理费用 同比增长	财务费 用亿元	财务费用 同比增长
网规网优和测试	3.73	10.11%	10.99	24.54%	1.40	35.51%
终端和配件	3.38	10.62%	14.28	23.22%	2.20	25.99%
行业专网	16.61	14.00%	39.85	22.04%	3.64	64.33%
增值电信服务	8.13	14.55%	17.43	21.94%	0.93	45.87%
导航和卫星	5.16	20.85%	16.22	21.76%	0.92	250.11%
接配件与网络设备	11.13	0.43%	22.20	16.56%	1.50	8.77%
通信运营	174.20	1.10%	122.39	14.68%	2.73	-88.74%
光通信	16.29	5.91%	31.74	14.60%	8.50	18.20%
智能卡和标签	2.70	3.94%	6.22	4.58%	1.24	90.64%
综合电信设备	9.84	10.46%	18.70	1.37%	4.53	-23.84%
广电设备	3.10	-7.77%	7.01	1.34%	0.27	42.19%

来源: Wind 渤海证券研究所

此外我们将 BH 通信板块的三级子板块的费用进行统计，设备类企业的销售费用保持较高的增长，运营类和服务类增长平稳；管理费用方面也是网络管理和专网类增长较快，而衰退型板块增长缓慢；财务费用方面差异性加大，由于基数较低，变动幅度也较大。

总体说来，目前全行业景气度集中设备和运营两大主力子板块，行业增长内生性动力回归到通信主业上，这代表着行业整体已经在底部阶段并蓄势待发，因此我们把关注的重心放在通信主流子行业上，在全行业转暖之际保持积极谨慎的观点。一方面今年以来运营商大力推广物联网，这将打开智能设备以及相关网络建设的广阔的市场需求空间，这也是我们后期重点关注的。另一方面随着年中 5G 标准的定稿，相关部分设备厂商会快速推出符合标准的最新通信产品，虽然这一块并不会改变各大设备厂商今年的业绩结构，但是以通信行业历来强调做 the first not the best 的战略来看的，其突出技术先进性的作用更明显，因此此概念并不需要盲目跟进，而是以卡位的思路进行战略性。同时对于那些处于利润涨幅不大，但是开始反转的子行业，如北斗与卫星，其基本面已经起了变化，这些自上而下的推动必然会带来行业的根本性的改变，但是爆发的时点确是值得我们去深入研究的。

3 通信上市公司经营情况

上半年以来，行情虽然较为低迷，但是行业周期已经逐步走过低点，所以上市公司的业务也开始逐步回暖。从前面行业子板块分析可知，行业毛利率虽然还在往下，但是净利率已经初步见底了，因此我们从具体的公司入手，分析行业内有望率先走出行情的品种。下表列出了中报业绩中归母净利润超过 50% 的个股，业绩大幅增长的原因是多方面的，如内生性增长的硕贝德、中国联通等；外延式并购带来增长的三维通信、合众思壮等；以及转型新业务的恒信东方、亚联发展等。在这其中，我们更加关注营净利润高增长的同时营收也同步增长类的公司，该类公司的业绩是建立在主业或者新产业基础上，有持续的增长的潜力。

表 7: 净利润增长好的公司

证券代码	证券简称	财务情况						
		营收同比增长%	归母净利润同比 %	毛利率 %	净利率 %	销售费用占比%	管理费用占比%	财务费用占比%
002369.SZ	卓翼科技	18.84	1803.36	8.22	2.06	1.65	6.43	0.80
300322.SZ	硕贝德	3.06	342.46	21.55	4.98	2.05	13.16	1.41
002115.SZ	三维通信	216.51	307.75	14.35	4.72	2.28	6.49	1.16
300028.SZ	金亚科技	146.43	273.03	-7.44	322.73	9.66	67.41	0.06
600677.SH	航天通信	40.84	266.54	15.27	2.85	1.85	8.78	1.27
002383.SZ	合众思壮	278.34	258.40	22.06	7.29	2.89	10.33	3.49
300047.SZ	天源迪科	22.09	242.18	24.15	4.21	5.42	13.94	1.66
600050.SH	中国联通	7.92	231.84	26.81	3.95	11.06	7.82	0.13
600130.SH	波导股份	-63.79	207.81	13.22	10.71	0.78	7.97	-0.49
300081.SZ	恒信东方	62.12	206.19	36.60	60.20	9.22	16.69	-1.45
002316.SZ	亚联发展	667.46	189.62	34.59	8.57	5.72	16.38	1.64
603322.SH	超讯通信	40.34	186.79	20.35	2.54	2.38	11.79	1.51
000801.SZ	四川九洲	14.33	175.30	15.73	0.78	3.45	10.73	0.72
000555.SZ	神州信息	12.93	172.54	18.93	5.96	5.51	6.93	0.52
600355.SH	精伦电子	29.34	160.40	26.49	2.48	5.05	12.42	0.57
300456.SZ	耐威科技	24.24	135.09	42.17	17.45	4.09	15.09	1.33
002396.SZ	星网锐捷	47.39	126.39	27.18	4.24	13.45	14.60	-0.22
300571.SZ	平治信息	11.21	118.71	46.89	27.33	1.21	9.71	1.53
300264.SZ	佳创视讯	65.14	118.67	30.53	2.11	10.42	25.63	1.18
300177.SZ	中海达	41.59	116.94	49.96	10.61	14.45	22.87	0.64
600728.SH	佳都科技	20.15	107.23	14.76	3.88	4.63	6.26	-0.39
002231.SZ	奥维通信	-13.20	106.51	16.52	0.81	7.54	14.92	0.82
300205.SZ	天喻信息	11.03	106.37	24.05	5.43	7.11	8.65	0.15
300038.SZ	梅泰诺	109.56	106.21	32.35	18.15	0.42	10.55	0.75
300312.SZ	邦讯技术	-13.24	104.00	39.52	4.06	13.62	19.19	0.76
300531.SZ	优博讯	87.75	88.95	38.35	16.87	8.05	14.21	-0.44
002151.SZ	北斗星通	75.91	88.41	27.70	3.38	5.34	18.60	0.57
300134.SZ	大富科技	-0.24	78.63	15.38	-2.31	1.91	18.43	2.07
002313.SZ	日海智能	79.80	71.19	18.23	2.87	4.91	8.37	1.61
002194.SZ	*ST 凡谷	-31.94	70.24	3.49	-12.95	1.54	12.32	0.94
000032.SZ	深桑达 A	-0.29	63.32	20.05	7.83	4.09	7.70	-0.30
300638.SZ	广和通	200.30	56.92	21.96	4.11	4.05	12.29	0.40
600487.SH	亨通光电	33.81	52.69	20.57	7.96	3.19	6.04	1.70
603559.SH	中通国脉	13.47	51.43	20.26	6.11	1.77	9.39	0.25
300213.SZ	佳讯飞鸿	44.21	51.28	35.59	10.34	11.41	17.13	0.17

来源: Wind 渤海证券研究所

此外对于上市公司的毛利率和净利率的对比来看, 毛利率高的企业必然是企业护城河较深, 具备一定竞争优势, 而相对应的净利润率也较高, 那说明公司管理良好, 费用控制得当, 如果对应的净利润率较低, 这种情况在通信行业也属政策, 因为作为高科技类企业, 研发投入一直较高, 设备行业内的龙头—华为, 每年支出的研发费用占比超过 10%, 高投入才能有高产出, 因此华为一直能保持行业内

的技术领先优势。由此，我们将中报业绩中研发支出同比增长超过 30% 的企业列出来，具体见下表。在这其中，中小型设备类企业研发投入增长较快，主要是分布在物联网、5G 和数字营销等新兴产业上，如广和通、高兴新和华测导航等。从这些研发投入增长迅猛的品种上，可以看出该类公司后续的发展潜力巨大，因为公司管理层已经确定了通信行业后续发展的热点所在，并敢于大规模的投入。此类品种值得我们去持续跟踪，一旦业绩出现增长态势，就是很好的介入位置。

表 8: 行业内研发增长快的公司

证券代码	证券简称	研发实力				
		营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	研发投入 (亿元)	研发投入 同比%	研发/营收 占比 %
300038.SZ	梅泰诺	19.99	3.61	1.69	552.66	8.45
603559.SH	中通国脉	2.46	0.16	0.02	323.98	0.71
300638.SZ	广和通	5.39	0.22	0.54	262.05	10.09
002316.SZ	亚联发展	16.57	0.36	0.26	209.58	1.59
300098.SZ	高新兴	14.01	2.51	1.75	163.78	12.52
300252.SZ	金信诺	13.69	0.91	0.91	152.17	6.65
300571.SZ	平治信息	4.66	1.10	0.14	116.40	3.00
60105.SH	永鼎股份	14.06	0.80	0.62	114.03	4.38
002547.SZ	春兴精工	23.18	0.30	0.77	113.74	3.32
300136.SZ	信维通信	18.26	4.37	1.07	113.35	5.84
002929.SZ	润建通信	15.02	1.03	0.56	79.96	3.72
300299.SZ	富春股份	2.61	0.21	0.36	79.49	13.88
002829.SZ	星网宇达	1.75	0.12	0.24	71.63	13.72
300627.SZ	华测导航	4.26	0.44	0.53	69.26	12.35
300502.SZ	新易盛	3.36	-0.15	0.29	65.96	8.51
603322.SH	超讯通信	5.51	0.03	0.28	65.18	5.11
300383.SZ	光环新网	27.82	2.92	0.72	62.81	2.57
002052.SZ	同洲电子	4.17	-0.30	0.25	50.01	5.95
300738.SZ	奥飞数据	1.94	0.25	0.10	48.75	4.99
300590.SZ	移为通信	1.88	0.49	0.27	45.70	14.27
300081.SZ	恒信东方	3.20	1.88	0.27	45.31	8.55
300546.SZ	雄帝科技	2.32	0.34	0.28	44.03	11.84
300514.SZ	友讯达	2.50	0.16	0.28	44.03	11.02
600728.SH	佳都科技	17.36	0.69	0.65	42.55	3.76
300047.SZ	天源迪科	11.83	0.38	1.46	39.96	12.35
600745.SH	闻泰科技	54.26	-1.77	2.94	36.84	5.42
600487.SH	亨通光电	152.72	11.72	5.95	36.49	3.90
000547.SZ	航天发展	10.00	1.68	1.48	36.08	14.80
002313.SZ	日海智能	18.28	0.49	0.45	36.02	2.46
002151.SZ	北斗星通	14.80	0.48	0.93	33.77	6.26
000586.SZ	汇源通信	1.65	-0.05	0.06	33.64	3.62
600522.SH	中天科技	157.06	10.61	4.91	32.23	3.12
300017.SZ	网宿科技	30.60	4.49	3.45	30.74	11.28

来源: Wind 渤海证券研究所

在本次行业发布的 131 份中报中，有三分之一（41 家）的公司预告了公司三季度的业绩状况，其中 30 家公司继续保持盈利。其中同比增长较快公司有三维通信、海能达和合众思壮等，而我们将三季度预告增长幅度与中报业绩增长幅度向对比可以观察到，不少公司在三季度业绩将加速增长，具体的如下表所，其中如三维通信、海能达以及耐威科技等都是主业持续增长所致，而向宜通世纪等是由三季度业务好转导致减亏。此外还有中兴通讯中报的严重亏损是由于突发事件导致的，不过相对于中报，中兴在三季报是减亏的，相对于中报来看，三季度实际上最多可以盈利 10 亿。因此其中相对于中报来看，三季报业绩继续大幅增长的 公司值得重点关注。

表 9: 三季度业绩持续增长的公司

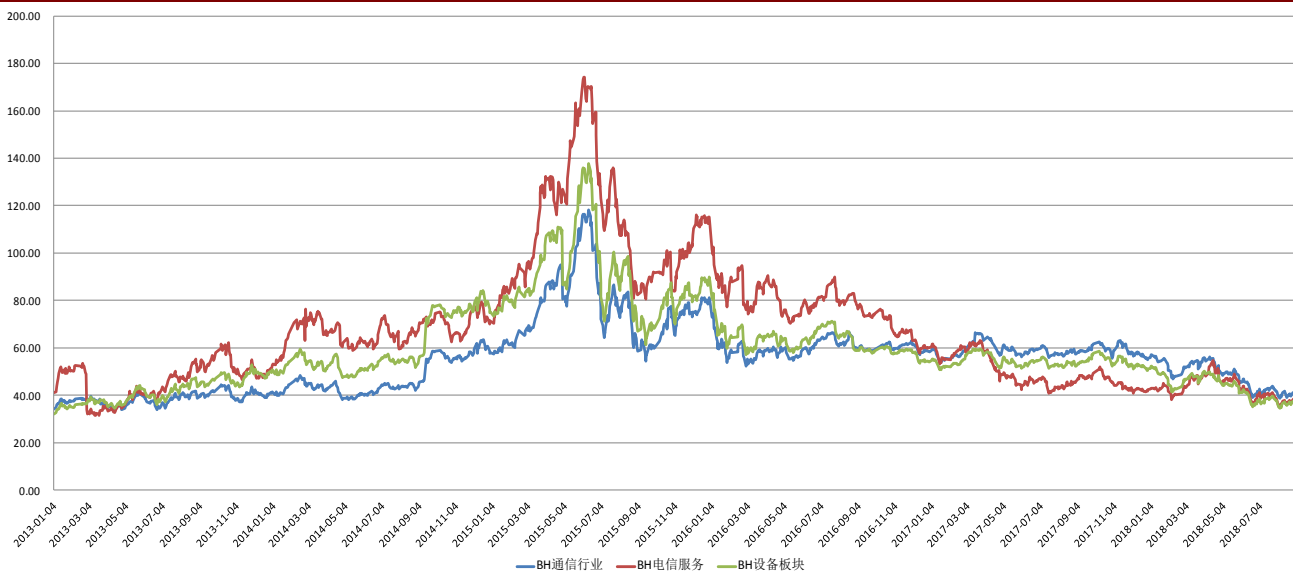
证券代码	证券简称	中报归母净利润同比增长%	三季度业绩预计%	三季度业绩持续增长%
002115.SZ	三维通信	307.75	706.41	398.66
002583.SZ	海能达	-57.22	195.76	252.98
300045.SZ	华力创通	-67.88	100.00	167.88
300310.SZ	宜通世纪	-552.78	-390.26	162.52
002089.SZ	新海宜	-76.24	70.00	146.24
300456.SZ	耐威科技	135.09	230.00	94.91
002547.SZ	春兴精工	-37.49	30.00	67.49
002467.SZ	二六三	-19.24	20.00	39.24
002519.SZ	银河电子	-18.89	20.00	38.89
002093.SZ	国脉科技	31.58	70.00	38.42
002017.SZ	东信和平	-9.29	20.00	29.29
002104.SZ	恒宝股份	-4.81	15.00	19.81
603660.SH	苏州科达	21.46	40.00	18.54
002194.SZ	*ST 凡谷	70.24	87.96	17.72
002316.SZ	亚联发展	189.62	206.79	17.18
002465.SZ	海格通信	35.43	50.00	14.57
002446.SZ	盛路通信	5.48	14.44	8.96
002313.SZ	日海智能	71.19	77.42	6.23
002792.SZ	通宇通讯	-57.26	-51.20	6.06
002491.SZ	通鼎互联	24.62	30.00	5.38
002309.SZ	中利集团	28.36	24.98	-3.38
002829.SZ	星网宇达	-39.35	-50.00	-10.65
002383.SZ	合众思壮	258.40	237.04	-21.36
002151.SZ	北斗星通	88.41	50.00	-38.41
000555.SZ	神州信息	172.54	131.79	-40.75
002231.SZ	奥维通信	106.51	52.89	-53.62
002396.SZ	星网锐捷	126.39	50.00	-76.39
002369.SZ	卓翼科技	1803.36	346.37	-1456.99

来源: Wind 渤海证券研究所

4 行业估值与投资策略

通信行业经过上半年的调整以及 7~8 月的恢复性行情，目前的 BH 通信行业整体估值 PE (TTM) 为 38.19 倍，已经处于历史底部区域，其中设备子行业的估值为 34.13 倍，通信服务行业估值为 36.13 倍。从下图可以看出，通信行业的估值已经处于历史的低位，基本上都回到了 2013 年的水平，并在该底部区域整理了近一年时间，后面随着 5G 网络建设启动，通信板块估值有望走出底部区域。

图 10: BH 通信行业估值



来源: Wind 渤海证券研究所

基于当前处于 4G 向 5G 过渡期，以及运营商资本开支逐年下滑的背景，无线侧的投资处于低谷，而固网侧的投资却保持稳定增长。这一方面是运营商基于 5G 建设考虑，提前布局传输骨干网络的准备，另一方面也是当前视频业务带来的流量暴增，导致通信网络提速增带宽的需求提升。更深层次的就是政策面上鼓励运营商加大信息基建，加快普及宽带网络建设数字化社会的来推动产业的整体技术转型。随着底层固网宽带的完善，未来 2 年 5G 网络的实施将会在国内获得更大的成果，同时带来国内信息化程度提高。

因此运营商一方面迎合政府的宽带中国和提速降费的政策，对固网建设一直保持高投入状态，从而拉动光相关产业链的景气度。另一方面将移动宽带的建设转向以小基站为代表的微蜂窝网络投入，而宏基站建设的推动力正在减弱。光通类企业的订单饱满，业绩稳定增长正是验证。在宽带固网投资方面，FTTx 仍在加快推进中，从目前 FTTx 的覆盖率正在接近 90% 的市场份额，后续将会迎来用户数稳定期。但是从技术角度看，随着 100G 光网络的竞争格局已定，而 400G 甚至

IT 的技术竞争仍在激烈进行，同时 10G GPON 的解决方案正由设备商和运营商共同推进，这对光芯片，特别是 25G 光芯片，以及光模组企业带来广阔的市场机

从中报统计情况看，我们看好以下通信细分子行业：1) 综合电信设备方面，关注宽带网络建设领域，主要集中在光通行业与 5G 产业链。2) 物联网产业领域开始进入爆发期。3) 电信运营子板块。4) 卫星通信领域在长期积累的基础上，很有希望出现卫星通信的爆款应用。5) 国内关键芯片及上游零部件自主可控。由此我们在综合电信设备与全产业链布局的设备商方面选取：烽火通信（600498）与星网锐捷（002396）；物联网设备商：日海通讯（002313）与高新兴（300098）；卫星通信的中海达（300177）和海格通信（002465）；电信运营商中国联通（600050）；光通产品方面的华工科技（000988）以及专网行业的海能达（002385）。

风险提示：大盘持续下跌导致市场整体估值下降而拉低行业估值；5G 与物联网推进不及预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所
副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

 王洪磊 (部门副经理)
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1319
 王磊

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

环保行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651
 刘蕾
 +86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 刘秀峰
 +86 10 6810 4658

医药行业研究小组

 张冬明
 +86 22 2845 1857
 赵波
 +86 22 2845 1632
 甘英健

通信 & 电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 杨旭
 +86 22 2845 1879

证券行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845
 洪程程
 +86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 李莘泰
 +86 22 2387 3122
 宋旻
 +86 22 2845 1131

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮
 +86 22 2387 3121
 郝惊
 +86 22 2386 1600

债券研究

 王琛睿
 +86 22 2845 1802
 冯振
 +86 22 2845 1605
 夏捷
 +86 22 2386 1355

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

 朱林宁 资产配置
 +86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

机构销售 & 投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

风控专员

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

合规专员

 任宪功
 +86 10 6810 4615

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn