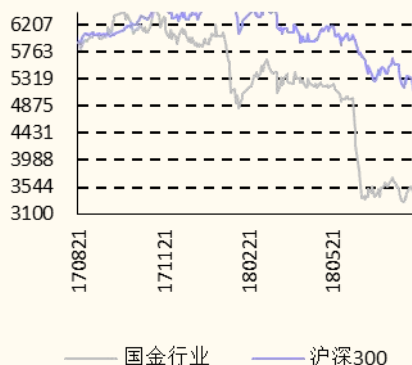


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金通信指数	3382.26
沪深 300 指数	3438.87
上证指数	2821.35
深证成指	8401.09
中小板综指	8503.92



相关报告

- 1.《这边风景独好：国内 5G 建设对光模块和光纤光缆行业需求拉动测算...》，2018.9.25
- 2.《全球 5G 部署步伐不断加速，国内投资规模有望达 1.4 万亿元-《...》，2018.9.18
- 3.《政策、技术、需求、资金共振，车联网万亿级市场即将开启-《20...》，2018.9.11
- 4.《100G 数通光模块正当红，400G 还要多久？-《2018-0...》，2018.9.3
- 5.《云计算 IaaS 高速增长持续看好，5G 频谱分配方案发布在即建议...》，2018.8.28

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

SaaS 崛起公司估值应差异化，5G 竞争关注核心驱动力变化

一周行情回顾

- 本周（2018/9/24-2018/9/28）沪深 300 指数上涨 3.89%，创业板指上涨 1.71%；通信申万指数上涨 0.15%，其中通信设备指数下跌 0.14%，通信运营指数上涨 1.83%。
- 行业内上市公司本周涨幅前五分别是：澄天伟业（+14.40%），北讯集团（+13.17%），大富科技（+10.91%），ST 凡谷（+7.12%），烽火通信（+6.80%）。

本周行业观点

- 工信部及发改委近期发布了《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018~2020）》，我们认为 5G、云计算及车联网等领域将持续受益。本期周报重点关注云计算 SaaS 行业估值方法研究。
- **P/S 及 EV/Sales 适用于原生或云转型基本完成的 SaaS 企业，转型中的传统企业更宜采用分部估值法。** SaaS 企业发展早期净利润常处于亏损状态，传统的 P/E 估值法不适用。伴随客户体量及需求增长，SaaS 企业的营收常被视为其未来获利能力的先行指标。从股价及 P/S 历史走势来看，对于原生或云转型基本完成（云收入占比超 80%）的 SaaS 企业，其 P/S 及 EV/Sales 与股价呈现出强正相关关系，采用此估值方法能够较准确的反映企业价值。EV/Sales 考虑了企业债务价值，平滑了不同企业资本结构间的差异，更适用于债务成本较高的初创企业。对于云转型中的传统软件巨头来说，伴随云转型深入，单纯的 P/E、P/S 或 EV/Sales 均不能准确的反映企业价值。分部估值法最为适用，对企业的传统软件业务部分沿用过去的 P/E 法，对转型后的云业务采用 P/S、P/CF 或 EV/Sales 等方法。
- **美国 5G 部署商业化进程加速，华为公司仍未放弃美国市场。** 在过去以技术和商业为核心驱动力的美国市场，政策扮演的角色如今愈发重要，特朗普政府对 5G 的重视程度空前。在美国“5G FAST”战略推动下，美国各大运营商 5G 商用计划正在加速。10 月 1 日，Verizon 正式启动 5G 商用，AT&T 和 T-Mobile 今年年底将分别在全美 12 和 30 个城市开展 5G 商用服务。10 月 1 日，华为在向 FCC 提交的一份文件指出，限制华为不能从根源上解决美国网络安全问题并将最终损害运营商和消费者利益，此举表明华为仍将力争参与美国 5G 市场。
- **中国 5G 第三阶段最新测试结果：NSA 全部完成，SA 测试进程过半。** 9 月 28 日消息，IMT-2020（5G）推进组公布了中国 5G 技术研发试验的第三阶段最新测试结果。截至目前，第三阶段 NSA 测试已全部完成，SA 测试也进程过半。从 5G 测试结果来看，华为、中兴测试进程处显著领先地位，海外厂商相对落后。我国 5G 商用进程持续推进，据我们测算，5G 时代无线接入网总体投资或达 8560 亿元；核心网投资规模约 700 亿元；光网络设备规模约 5000 亿元；5G 总投资或达 1.4 万亿元。

投资建议

- 建议关注云计算 SaaS 优质企业金蝶国际，5G 主设备商中兴通讯，光通信龙头光迅科技、中际旭创，IDC 龙头光环新网。

风险提示

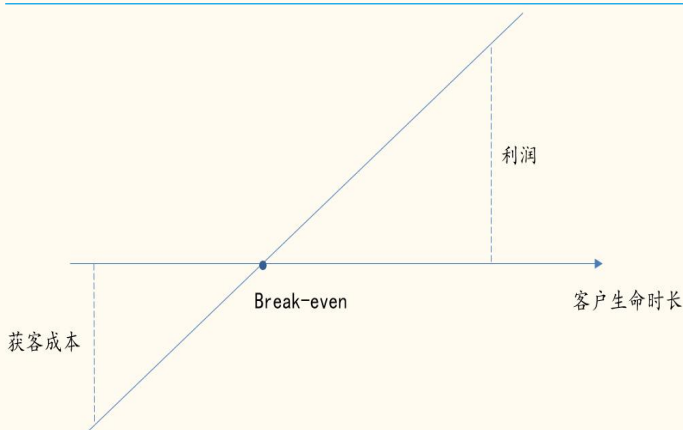
- 企业对 SaaS 接受度不及预期；5G 投资不及预期；中美贸易摩擦加剧。

1. SaaS 行业估值方法探究，EV/Sales 及 P/S 适用性更高

商业模式的变革促使主流估值方法在新业态中适用性降低。SaaS 企业的收费由传统一次性收取 license 费用改为订阅模式，客户按需支付年费。企业发展早期往往需要投入大量销售费用，在维持老客户粘性的同时拓展新客户群，其销售费用约占营收比重超过 50%。故成长期的 SaaS 企业往往无法很快实现盈利，以 Salesforce 为例，2011-2015 年期间，一直处于亏损状态，近两年才开始逐步实现盈利。目前市场对于计算机行业中企业的估值普遍使用 P/E 相对估值法，但由于 SaaS 行业的经营模式往往是牺牲短期利润以换取收入的高速增长，因此对于成长期的 SaaS 企业来说，利润往往无法准确的反映出企业的发展经营状况，传统的 P/E 估值方法参考性降低。

从 Salesforce 历史 P/E 与股价走势来看，其历史 P/E 波动幅度较大，且二者相关性较低，无法采用 P/E 对企业价值进行评估。

图表 1：SaaS 企业发展前期往往承受大幅亏损



来源：公开资料，国金证券研究所

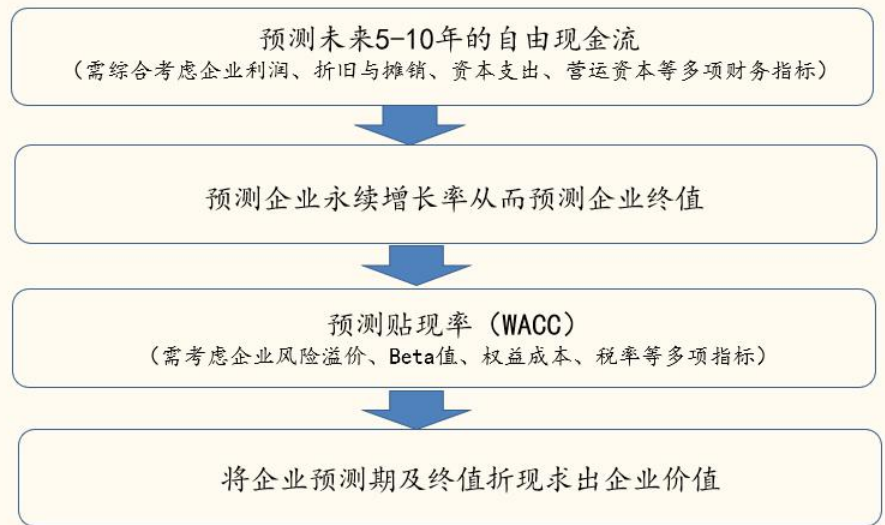
图表 2：salesforce P/E 与股价相关性低



来源：Wind，国金证券研究所

绝对估值法需经过多步预测，估值对预测数值敏感度高，结果往往容易产生较大偏差。以绝对估值法中最主流的自由现金流折现法（DCF）为例，DCF 认为企业的价值是其未来现金流折现值。计算时需对企业未来 5-10 年的自由现金流、永续增长率及贴现率等多项指标进行预测，预测值的不同会对结果产生影响。尤其是对企业永续增长率的预测，1%的调整即会对企业价值产生大幅影响。故虽然理论上 DCF 是较理想的估值方法，但在实际应用过程中，受预测偏差的影响，DCF 的结果往往是精确度最低的。相比之下，相对估值法可操作性更强，往往能得出更加贴近企业市场价值的结果。

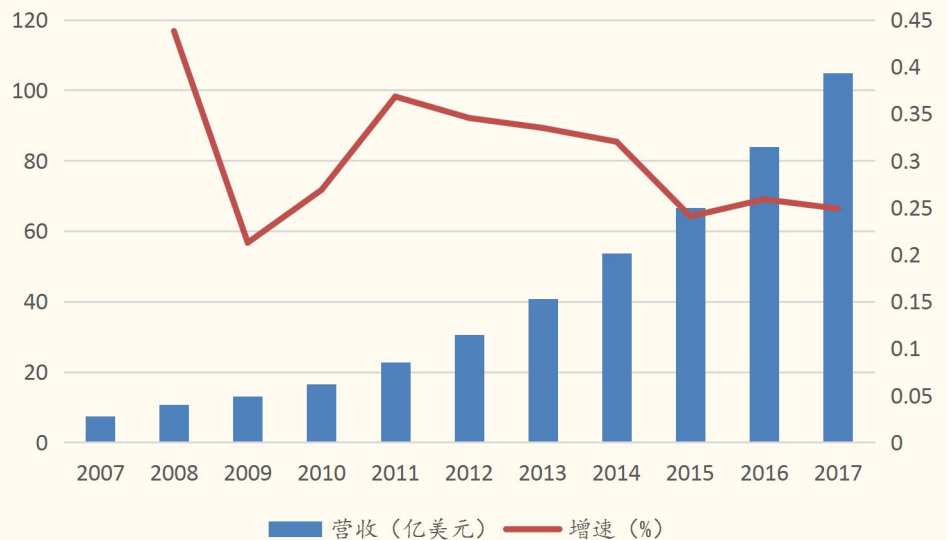
图表 3：DCF 估值法需经过多项预测容易导致结果准确性降低



来源：公开资料，国金证券研究所

收入是衡量 SaaS 企业未来发展的先行指标。不同于时常处于亏损状态的净利润，企业的营收不会出现负值情况。伴随客户体量及需求增长，SaaS 企业的营收能在较长时期内维持稳定增长，一般不会出现大幅波动的情況。营收往往被视为 SaaS 企业未来获利能力的先行指标，市场往往会给高收入增速的 SaaS 企业较高的估值。

图表 4：Salesforce 营收稳健增长

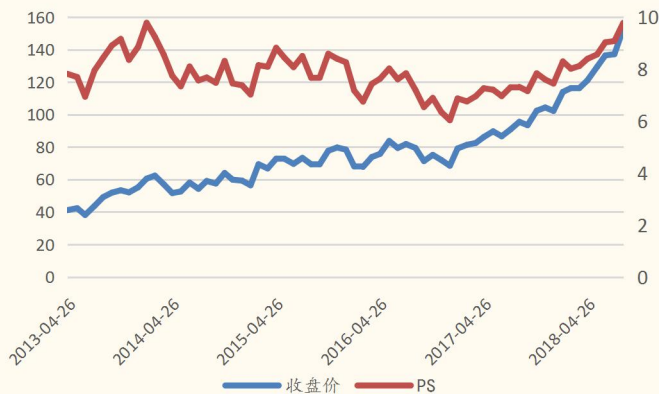


来源：Wind，国金证券研究所

P/S 及 EV/Sales 适用于原生或云转型基本完成的 SaaS 企业。对于如 Salesforce 的原生 SaaS 企业，以及 Adobe、Workday 等云转型已大致完成的企业（云服务收入占比已超过 80%），P/S 及 EV/Sales 能够较准确的反映企业价值。Salesforce 及 Adobe 的历史股价及 P/S 走势均呈现较强的正相关性。Salesforce P/S 值近两年呈稳定上升趋势，由 16 年的 6X 上涨至当前的 9.8X；Adobe 自 2013 年 6 月宣布全面转型后，其 P/S 值从 5.4X 上涨至目前的 15.4X；Autodesk 2014 年起全面实施云转型，2016 年

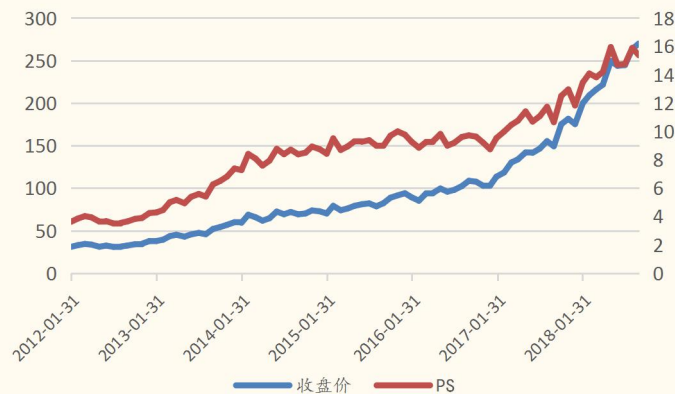
停止 License 销售，其 P/S 由 14 年的 5.0X 上升至目前的 15.2X。可以看出，伴随企业发展成熟度提升，P/S、EV/Sales 与股价同步上涨，以此方法估值能够较好的反映出企业价值。海外市场多给予 SaaS 企业 5-15 倍估值。

图表 5: Salesforce P/S 与收盘价呈明显正相关性



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: ADOBE P/S 与收盘价呈明显正相关性

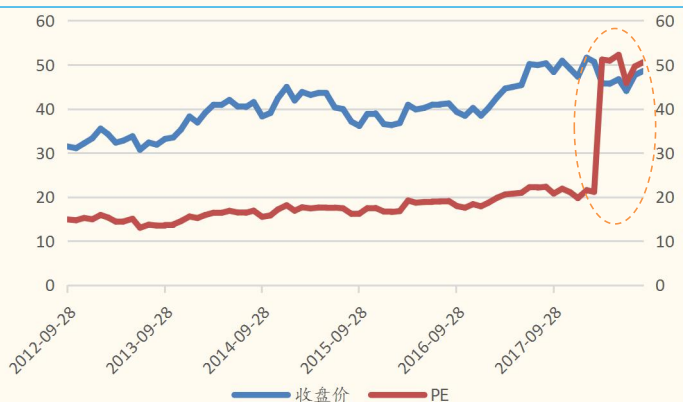


来源: Wind, 国金证券研究所

EV/Sales 更适用于初创企业。企业价值比销售收入是 P/S 的主要替代指标。P/S 在理论上的主要缺点在于，对于一家有过多债务融资的企业，无法确认并非所有的销售收入属于企业的股权投资者。企业营收的一部分将被用于支付企业债权人的利息及本金。这导致负债较少的企业与依赖债务融资的企业不具备可比性。EV/Sales 考虑了企业的债务价值，在比较不同资本结构的公司时较为有效。SaaS 企业在发展早期需产生较大资本投入以拓展市场，故初创企业的负债率往往更高，此时使用 EV/Sales 方法进行估值更加适用。

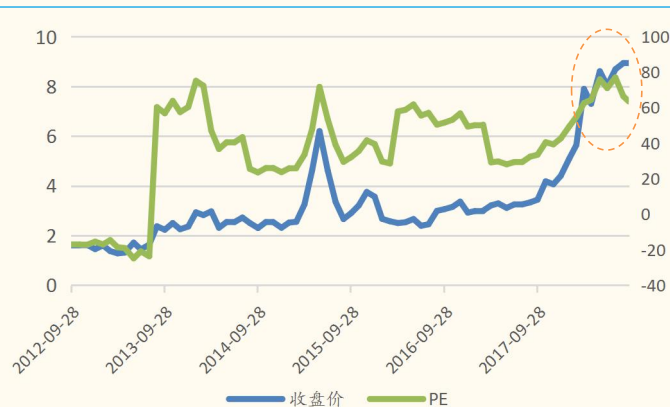
转型企业采用分部估值法根据各自特性对传统及 SaaS 业务进行分别估值。对于像 Oracle、SAP、金蝶等传统巨头，其本身的传统软件业务已具备较大体量，在转型时往往采用循序渐进的布局方式。在云业务收入占比较小时，P/E 仍能够较好的解释企业价值。但伴随云转型逐步深入，P/E 与股价相关性下滑，单纯的 P/E、P/S 或 EV/Sales 均不能准确的反映企业的价值。在此背景下，分部估值法最为适用。对企业的传统软件业务部分沿用过去的 P/E 法，对转型后的云业务采用 P/S、PCF 或 EV/Sales 等方法。

图表 7: Oracle 历史股价与 P/E 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 金蝶国际历史股价与 P/E 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

除了采用相应估值方法，在考虑 SaaS 企业成长性时也要综合考虑其他指标。营收、净利润等指标无法准确衡量 SaaS 企业当前的经营状况。客户留存率、获客成本及客户生命周期价值往往是市场关注重点：

- 1) 获客成本 (CAC) = 当年市场营销产生的费用 / 本年度获取新用户的数量
- 2) 客户留存率：海外企业一般会分别披露客户数量及客户金额两个口径下的留存率，而目前国内企业披露的数据多为金额口径统计下的数据，金蝶 18 年的统计口径由金额变更为客户数量。
- 3) 客户生命周期价值 (LTV) = 年单客户收入 / 客户流失率；客户生命周期价值代表单个用户从与产品建立关系开始到与产品彻底脱离关系的整个过程中对企业产生的价值。

海外市场一般用 LTV: CAC 的比值来衡量企业的发展情况，若企业的客户生命周期价值超过其获客成本的 3-5 倍，则被认为是可持续健康发展的经营状况。海外成熟企业的 Churn rate 普遍在 5% 左右，但我国 SaaS 市场处于发展初期，大客户上云比重较低，小客户流失率较高，故使用 LTV: CAC 比重衡量国内企业发展时，标准可适当降低。

我国 SaaS 市场仍处于发展初期，企业仍处于加速布局阶段，市场格局相对分散。推荐关注目前云业务发展领先的优质厂商金蝶国际、用友网络、广联达等。

2. 本周行业热点回顾

2.1 美国 5G 部署商业化进程加速，华为公司仍未放弃美国市场

美国时间 10 月 1 日，美国第一大移动通信运营商 Verizon 正式启动 5G 商用，在四个城市推出 5G Home 套餐，未来目标是发展 3000 万户 5G 家庭用户，约占美国整体家庭固网市场的 24%。在美国“5G FAST”战略推动下，美国各大运营商 5G 商用计划正在加速，AT&T 和 T-Mobile 今年年底将分别在全美 12 和 30 个城市开展 5G 商用服务。同样是在 10 月 1 日，在向 FCC 提交的最新一份文件（来源：<https://ecfsapi.fcc.gov>）中，华为公司指出：“由于缺乏竞争，美国移动通信市场的网络设备价格/成本，总体上要比其他发达国家/地区（如欧洲）高出 20-30%”。在该文件中，美国近十家区域运营商（不包含美国四大运营商）和相关通信行业协会均表示“支持华为”。

技术、需求和政策是通信产业发展的三大核心驱动力，在过去以技术和商业为核心驱动力的美国市场，政策扮演的角色如今愈发重要，特朗普政府对 5G 的重视程度空前。日前，特朗普召集美国四大运营商 AT&T、Verizon、T-Mobile、Sprint 的高管，以及 FCC 主席 Ajit Pai、美国国家经济委员会主任 Larry Kudlow 等，商讨“5G 技术发展”以及“特朗普政府如何促进尽快部署 5G？”。特朗普表示，对于“5G 能创造 300 万个新的工作岗位、刺激 2750 亿美元投资、产生 5000 亿美元的经济收入增长”非常感兴趣，要排除一切障碍以加快部署 5G 网络。

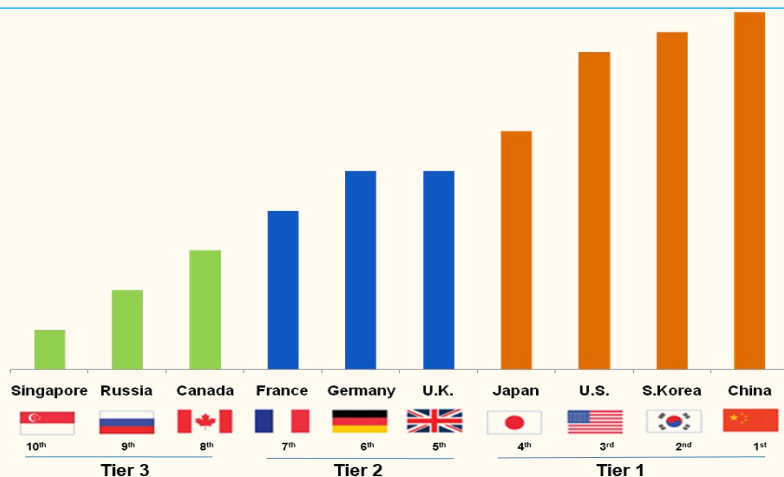
我们认为特朗普政府对于 5G 的政策立场，很大程度上受到了美国白宫原首席顾问班农的影响。班农曾提出，中国对美国的前五大威胁，5G 排在第一位，“一带一路”和“中国制造 2025”甚至都排在 5G 之后。今年 1 月，一份名为《Secure 5G—The Eisenhower National Highway System for information age》的美国国家安全委员会文件在网上流出，引发业界高度关注。该文件指出，5G 不同于 3G/4G，5G 要连接各行各业，实现万物互联，会直接影响整个国家的经济、政治和军事实力，并建议美国政府出资建设一张全国性的 5G 网络，夺取 5G 领导地位。文件建议提及的由美国政府主导 5G 建设能否成真存在很大的不确定性，但是，这份文件背后彰显的 5G 对于国家经济和政治安全的重要性值得关注。

不仅是美国，全球主要国家均将 5G 上升到国家意志和战略高度。各国政府越来越清醒的认识到，5G 是打通各行业进入数字化革命的良机，有望带动全行业发展实现经济发展模式从量到质的转变。谁先抓住 5G 的应用落地，谁就能够把握产业升级的关键。

中日韩英等国率先展开 5G 商用规划，期待 5G 成为驱动经济增长的引擎。日本政府认为未来 5G 在娱乐、医疗、农业、智慧城市、自动驾驶等九大场景会率先得到广泛应用，到 2020 年以 5G 为基础的 ICT 产业将拉动日本整体经济增长 5.9%；韩国信产部投资 15 亿美元加速 5G 发展，在 2018 年平昌冬季奥运中已成功率先商用 5G。同时韩国政府希望依托 5G 提振国内终端和网络设备销售，预期 5G 在 2020-2026 年给三星、LG 等核心企业带来 68 万亿韩元收入；英国希望成为全球 5G 领导者，赢取 5G 发展早期收益，预期在 2030 年依靠 5G 实现 GDP20% 的增长。

从全球竞争角度，美国政府认为中韩两国 5G 发展领先，急于加速追赶。在向特朗普的汇报中，FCC 主席 Ajit Pai 称，美国 5G 总体落后于中韩两国，排名靠后。此前，美国无线通信和互联网协会（CTIA）曾发布研究报告，给出了与 Ajit Pai 的相同结论。因此美国目前急于加速 5G 布局，以保持其信息通信技术的领先地位。

图表 9：CTIA 报告中的各国 5G 建设准备进度比较



来源：CTIA，国金证券研究所

此背景下，美国发布“5G FAST”战略，从三大政策层面加速 5G 部署：为 5G 分配更多的频谱资源；面向 5G 商用部署，更新/修订基础设施政策；更新过时的法规。6 月，CTIA 敦促美国联邦通信委员会（FCC）在 7 月份就 3.5 GHz 和 3.7-4.2 GHz 频段频谱分配做出行动，从而确保其在全球 5G 竞赛中取得领先，FCC 已表态打算探索释放 3.7GHz-4.2GHz 频段的新的灵活方式，扩展中频频段，供未来 5G 使用。9 月 27 日晚间，FCC 正式投票通过了一项新的法令，简化地方政府对于“小微基站”建设的审批流程（原有审批流程普遍需要 1-2 年，新法令将缩短至 60-90 天），并降低审批收费额度，为美国运营商节约开支大约 20 亿美元。

FCC 认为，上述举措将有利于缩小美国在 5G 方面与领先国家（中国）的差距。但由于 5G 投资巨大，美国在 5G 领域的整体投资额预计将达到 2750 亿美元，上述举措的商业意义有限。

我们认为，如果美国政府不能放开在运营商设备市场准入方面的行政性壁垒，5G 也将给美国本已高负债的各大运营商带来沉重的资本开支负担。10 月 1 日宣布首个商用 5G 网络的 Verizon，日前向《华尔街日报》证实将大规模裁员 4.4 万，以实现其在部署 5G 基础设施的同时保持资本开支与往年相当的目标。而美国第二大移动运营商 AT&T，在收购时代华纳之后，其长期负债将触及 2000 亿美元水平。根据华为 10 月 1 日提交 FCC 文件，美国目前基础设施市场主要由爱立信和诺基亚两家电信设备供应商主导，竞争力远低于其他国家，从而造成美国市场的设备价格总体上比其他发达地区（例如欧洲）高出约 20-30%。

该文件同时指出，限制华为将也严重打击美国偏远地区的小型运营商，让这些小型运营商多产生数亿美元的成本，甚至将面临破产风险。

长期以来，华为和中兴一直被排除在美国主流运营商设备市场之外，近年来该风向有进一步加强之势。今年 8 月，特朗普政府曾签署一项最新的“国防支出方案”，其中一项条款指出，禁止美国政府或任何希望与美国政府合作的组织使用华为和中兴的零部件作为关键组成部分的服务。我们认为，在当前中美贸易摩擦愈演愈烈的背景下，华为未来能进军美国主流 5G 市场的胜算并不大。但此份文件表明，华为并未因此放弃美国市场。考虑到作为商业活动主体的人的能动性和主动性，对于未来美国 5G 市场，在技术和商业与政策偏见的角力中，我们仍保持一分乐观和开放。

2.2 5G 第三阶段最新测试结果：NSA 全部完成，SA 测试进程过半

9 月 28 日消息，IMT-2020（5G）推进组在第三届 5G 创新发展高峰论坛上公布中国 5G 技术研发试验的第三阶段最新测试结果。结果显示，截至目前，第三阶段 NSA（非独立组网）测试已全部完成，同时，SA（独立组

网)测试也进程过半。在三阶段测试中,NSA测试内容包括,室内测试、核心网功能、基站功能、外场测试等。

5G 技术研发试验有序推进,技术及设备逐步成熟。在 NSA 测试中,华为、中兴、中国信科完成了 NSA 3.5GHz、4.9GHz 频段测试内容,诺基亚贝尔、爱立信完成了大部分测试内容,三星启动测试;在 SA 测试中,华为、中国信科、爱立信、中兴完成了 SA 核心网测试,华为完成 SA 基站功能测试,中国信科、爱立信、中兴基本完成基站功能测试。整体来看,华为、中兴 5G 进程处显著领先地位,海外厂商相对落后。我国 NSA 系统测试完成,SA 系统测试进程过半,5G 商用进程进一步推进。

图表 10: 5G 第三阶段 NSA 测试完成情况

系统厂商	NSA核心网	3.5GHz			4.9GHz			IoT	R16
		NSA基站功能	射频(传导 & OTA)	NSA外场组网	NSA基站功能	射频(传导)	NSA外场组网		
华为	●	●	●	●	●	●	●	●	●
爱立信	●	●	●	●				●	
中国信科集团	●	●	●	●	●	●	●	●	
诺基亚贝尔	●	●	●	●	●	●	●	●	
中兴	●	●	●	●	●	●	●	●	●
三星			●						

来源: C114, 国金证券研究所

图表 11: 5G 第三阶段 SA 测试进展

系统厂商	SA核心网功能	SA基站功能	SA外场	IoT
华为	●	●	●	●
爱立信	●	●		
中国信科集团	●	●	●	
诺基亚贝尔	●	●	●	
中兴	●	●	●	

来源: C114, 国金证券研究所

SA 是三家运营商主要部署方式,预计 5G 总投资将达 1.4 万亿元。目前三大运营商均已明确表示将采用独立组网 SA 方式建网,一方面 SA 方式本身就是 5G 的最终网络形态,另一方面也是考虑到摆脱 4G 基站厂商锁定、终端成熟度等需求。相比 NSA,SA 具备高可靠、低时延、广覆盖及低成本等优势,是运营商建网策略的首选。在 5G 投资方面,据我们测算,5G 覆盖将包括约 250 万宏基站+490 万小基站,5G 无线接入网总投资或达 8560 亿元;核心网投资规模约 700 亿元;光网络设备总投资约 5000 亿元。

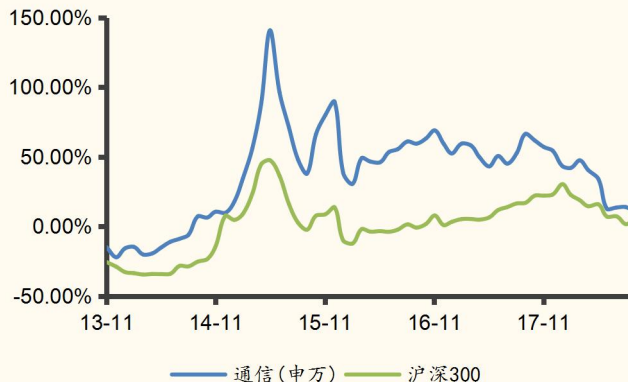
通信行业估值处历史底部,5G 布局时点已至。18 年以来,受中美贸易摩擦、中兴禁运事件等影响,通信板块整体估值产生较大波动。对比通信行业及沪深 300 历史 P/E 及指数走势可以看出,通信板块估值正处历史低位。我们认为,伴随 5G 商用进程逐步落地,通信行业整体估值水平将逐步回升,目前行业 P/E 水平约 39X,行业估值处历史底部区间是布局良机。推荐关注产业链优质厂商:技术实力全球领先的主设备商中兴通讯;光模块龙头厂商中际旭创、光迅科技。

图表 12: 通信(申万) & 沪深 300 P/E 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 通信(申万) & 沪深 300 指数走势



来源: Wind, 国金证券研究所

2.3 阿里云 IoT 与 Semtech 正式签署 LoRa IP 授权协议

9月25日，阿里云 IoT 与 Semtech 正式签署了 LoRa IP 授权协议，并重磅发布了国内首款 LoRa 系统芯片。这是国内厂商首次获得 LoRa IP 授权，也是继意法半导体（ST）之后，Semtech 发出的第二个 LoRa IP 正式授权。

LoRa 低成本、灵活性优势显著，下游应用存不可替代性。LoRa 是一种基于扩频技术的低功耗长距离无线通信技术，主要工作在 1GHz 以下的非授权频段，应用时无需支付额外费用，低成本优势显著。不同于 NB-IoT 仅依赖于运营商建设的限制，LoRa 可由企业或个人直接进行私有网络部署，灵活性、自主性及稳定性较强。LoRa 众多特性使其存在着较强的不可替代性，在郊区或农村等运营商基站数量少，NB-IoT 无法全面覆盖的场景下，LoRa 的自建网仍能保持稳定覆盖及高效通信，优势明显。此外，在某些低成本、低功耗、低通信频率的应用场景中，LoRa 适用性更强。LoRa 的应用场景存在较大不可替代性，市场对其需求也较大。

图表 14：LoRa 与 NB-IoT 优势互补

	LoRa	NB-IoT
技术特点	线性扩频	蜂窝
网络部署	独立建网	与现有蜂窝基站复用
传输距离	12-15 公里（郊区稳定性更强）	18-21 公里
数据速率	0.3-50kbps	<100kbps
连接数量	200k-300k/hub	200k/cell
成本	\$5	\$5-10
所需频段	运营商频段	150MHz~1GHz
自由度	灵活的自主网络；部署稳定性强	对基础网络设施依赖度高
应用场景	低成本、低功耗、低通信频率应用场景，如智慧农业、物流追踪、智能建筑等	低时延、高速率、高通信频率应用，如智能电表，智能井盖，智能制造等

来源：公开资料，国金证券研究所

阿里获 LoRa IP 内核级授权，将推动阿里 IoT 生态进一步完善。2018 年深圳云栖大会上，阿里首次公开了其 LoRa 的战略布局。发布以 LoRa 为核心的运营支撑平台—Link WAN，目标定位于“今天每个家庭都有 WiFi 网络，未来每个企业都有 LoRa 网络”。此次阿里云与 Semtech 的合作，不仅仅获取了 LoRa 晶圆授权，更获得了 LoRa 内核层级的 IP 授权。基于 LoRa IP 进行芯片开发，为厂商根据市场需求创建芯片架构、增加片上外设等提供了更多空间，能够形成具备自主知识产权的 LoRa 芯片。阿里战略投资的芯片企业 ASR 已于 9 月推出了首款 LoRa 芯片，预计基于 LoRa IP 的芯片将于明年推出。我们认为，LoRa 是阿里在 IoT 领域布局的有力推手，LoRa 的产业生态将助力阿里加速获取物联网合作伙伴资源，完善自身 IoT 生态搭建。

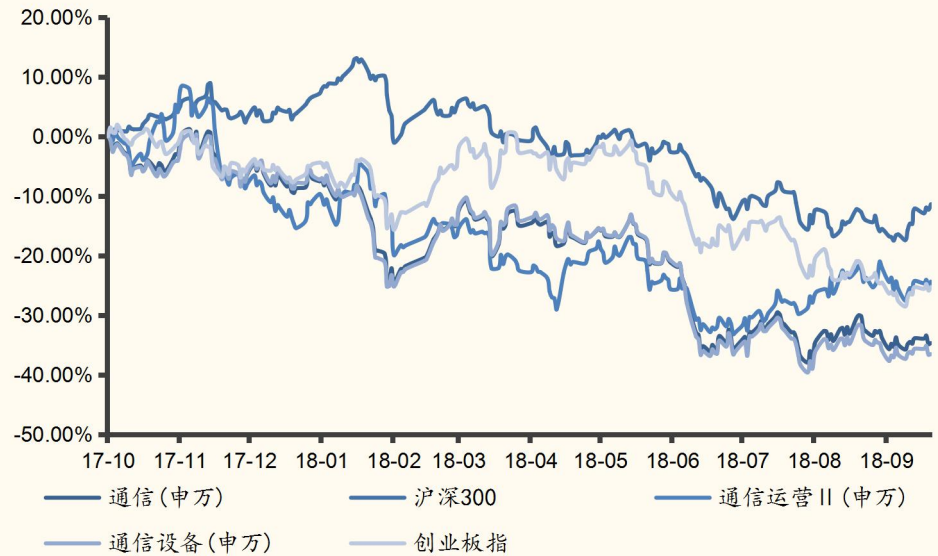
对比提供相似服务的荷兰 LoRa 第三方平台 TTN（The Things Network）发展历程，平台建立三年已在全球部署逾 3000 个 LoRa 基站，规模扩展十分迅速。可以预见，借助阿里强大的产业生态及主流运营商支持，未来 LoRa 在国内的网络部署将迎来快速发展期。

3.通信板块走势回顾

本周（2018/9/24-2018/9/28）沪深 300 指数上涨 3.89%，创业板指上涨 1.71%；通信申万指数上涨 0.15%，其中通信设备指数下跌 0.14%，通信运营指数上涨 1.83%。

申万通信运营指数成分股有 5 个：中国联通、平治信息、二六三、茂业通信、会畅通讯，权重分别为 83.42%，5.43%，5.34%，4.43%和 1.37%。

图表 15：通信板块走势图



来源：Wind，国金证券研究所

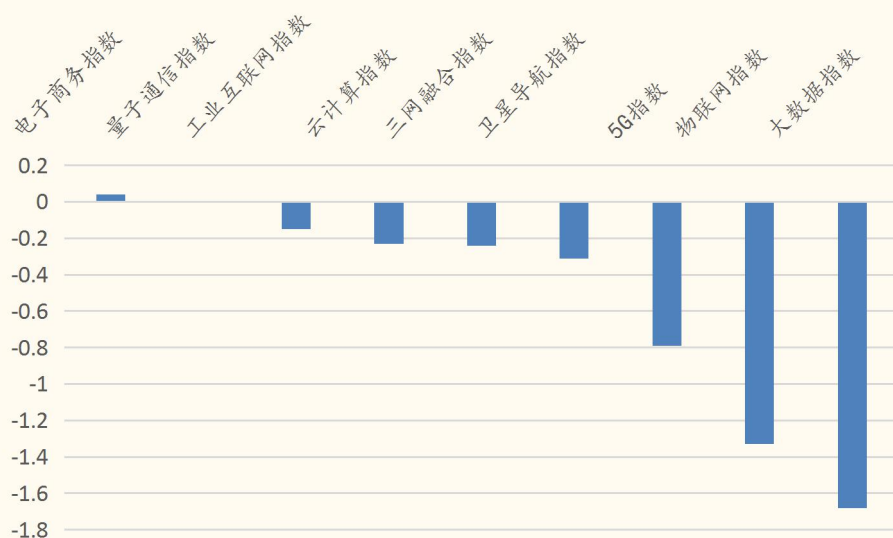
■ 申万一级行业上周排名前三：食品饮料（6.49%），银行（5.05%），汽车（4.92%），通信行业（0.15%）排名第 24。

图表 16：申万一级行业周涨跌幅（%）



来源：Wind，国金证券研究所

概念板块中，上周排名前三：电子商务指数（0.04%），量子通信指数（0.00%），工业互联网指数（-0.15%）。

图表 17：通信行业概念板块周涨跌幅 (%)


来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：通信行业个股周涨跌幅排行榜

周涨幅榜				周跌幅榜			
公司代码	公司名称	股价	周涨幅 (%)	公司代码	公司名称	股价	周跌幅 (%)
300689.SZ	澄天伟业	34.33	14.4	000586.SZ	汇源通信	9.13	-15.07
002359.SZ	北讯集团	9.88	13.17	000971.SZ	高升控股	3.99	-11.73
300134.SZ	大富科技	11.59	10.91	300711.SZ	广哈通信	18.5	-11.06
002194.SZ	*ST 凡谷	4.06	7.12	300312.SZ	邦讯技术	8.35	-9.83
600498.SH	烽火通信	29.84	6.8	300353.SZ	东土科技	10.24	-9.22

来源：Wind,国金证券研究所，股价日期 2018/09/28

4.风险提示

- 企业对 SaaS 接受度不及预期，云计算发展滞后；
- 运营商资本开支不及预期，5G 产业链进展和 5G 商用进展不及预期；
- 中美贸易摩擦加剧。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH