

通信设备行业

持续开源节流，5G 具备确定性投资机会

——通信行业 2018 年三季度报点评

行业点评

行业公司研究——通信行业

✉：张建民 执业证书编号：S1230518060001
☎：
✉：zhangjianming1@stocke.com.cn

三季度报表现

4G建设末期通信行业整体开源节流。

我们选取123家上市公司统计，前三季度营收、净利润4109亿、254亿（剔除中兴和联通后），同比增25%、16%，增速继续放缓。从单季度来看，Q3净利润100亿，环比增长8.06%，同比增长24.95%，增速较Q1、Q2显著提升。

费用率13.05%，下降3.74pct，进一步得到控制；

资产负债率46%，降低6.19pct，持续去杠杆；

经营活动现金流改善，净额666亿增长2.61%，但营收占比下降0.87pct。

应收账款周转天数明显增加至99.29天，去年同期为73.46天。

股权质押比例高于20%的48只个股占比39%，质押市值占比11%连续降低。

细分板块分化明显，关注景气/拐点板块。

我们将选取的123家上市公司归类为17个细分板块。

2018年前三季度年北斗导航、运营商、光模块/器件、人工智能、射频、信息安全、专网板块业绩增长势头良好；

军工信息化板块有望迎来业绩拐点；

主设备商、统一通信、大数据、光纤光缆、IDC/CDN、云计算增长放缓；

物联网、车联网、通信服务板块业绩下滑。

投资策略

维持通信行业“看好”评级。

截至2018年11月1日，通信（中信）指数PE（TTM）45.89倍，处于历史底部区域。运营商资本开支2018年有望触底。5G发展趋势确定，继续看好通信行业投资机会。

5G投资机会具有确定性。

今年将正式发布5G频谱资源许可方案，2019年有望开始5G建设，2020年进入5G投资高峰，推荐主设备商板块的烽火通信、中兴通讯，光模块/器件板块的光迅科技、中际旭创，以及车联网应用领域的高新兴、海格通信。

推荐专网、北斗、运营商投资机会。

2018前三季度三个板块净利润增长 214%、45%、100%。专网投资机会重点关注海能达，运营商投资机会重点关注中国联通，北斗导航投资机会重点关注海格通信。

风险提示

5G进度不及预期；贸易争端继续发酵等风险。

细分行业评级

通信行业 看好

公司推荐

烽火通信 增持

数码科技 增持

梅泰诺 买入

相关报告

1.《通信行业 2018 年半年报点评：4G 末期开源节流，厉兵秣马备战 5G》
2018-9-3.

报告撰写人： 张建民

数据支人： 张建民

证券研究报告

正文目录

1. 4G 后期增长放缓，控成本降杠杆改善现金流	4
1.1. 收入增长放缓，单季度业绩改善	4
1.2. 费用进一步控制，资产负债率持续降低	6
1.3. 现金流改善，应收账款周转天数明显增加	6
1.4. 质押规模较年初下降 31%，市值占比连续降低	7
2. 细分板块分化明显，关注景气/拐点领域	7
3. 投资策略：推荐 5G/北斗/专网/运营商投资机会	10
3.1. 行业估值处低位，维持“看好”评级	10
3.2. 运营商资本开支 2018 年有望触底	10
3.3. 推荐 5G 主设备、光模块/器件、车联网投资机会	11
3.4. 推荐北斗导航、专网、运营商投资机会	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 2018Q1-3 通信行业营收同比增长 13%	4
图 2: 2018Q1-3 通信行业净利润同比下滑 14%	4
图 3: 2018Q1-3 通信行业营收同比增长 18% (剔除中兴通讯)	4
图 4: 2018Q1-3 通信行业净利润同比增长 28% (剔除中兴通讯)	4
图 5: 2018Q1-3 通信行业营收同比增长 25% (剔除中兴、联通)	5
图 6: 2018Q1-3 通信行业净利润同比增长 16% (剔除中兴、联通)	5
图 7: 2018Q3 通信行业营收同比增长 20% (剔除中兴、联通)	5
图 8: 2018Q3 通信行业净利润同比增长 25% (剔除中兴、联通)	5
图 9: 123 家公司营收增速分布	5
图 10: 123 家公司净利润增速分布	5
图 11: 通信行业毛利率、净利率增强	6
图 12: 期间费用率显著下降	6
图 13: 通信行业资产负债率同比下降 7.33 个百分点	6
图 14: 通信行业 ROA 同比上升	6
图 15: 通信行业经营现金流改善，但营收占比下降	7
图 16: 通信行业应收账款及存货周转天数增加	7
图 17: 通信行业个股质押比例的区间分布 (截至 2018/11/01)	7
图 18: 通信行业质押规模 (以当日市值计算)	7
图 19: 北斗导航、光模块/器件、人工智能营收增速领先	8
图 20: 专网、射频、运营商净利润增速领先	8
图 21: 通信行业 PE-TTM 处于低位	10
图 22: 三大运营商资本开支处于底部	10

表 1：通信行业 2018Q1-3 表现突出的 43 只个股.....8

1. 4G 后期增长放缓，控成本降杠杆改善现金流

1.1. 收入增长放缓，单季度业绩改善

2018 年前三季度，受到 4G 后期运营商资本开支下降影响，通信行业营业总收入及净利润增长放缓。

选取通信行业 123 家上市公司进行统计，2018 前三季度通信行业营业收入 6893.50 亿元，同比增长 12.57%；净利润 259.54 亿元，同比下滑 14.02%，主要受中兴通讯巨额亏损影响所致。

图 1：2018Q1-3 通信行业营收同比增长 13%

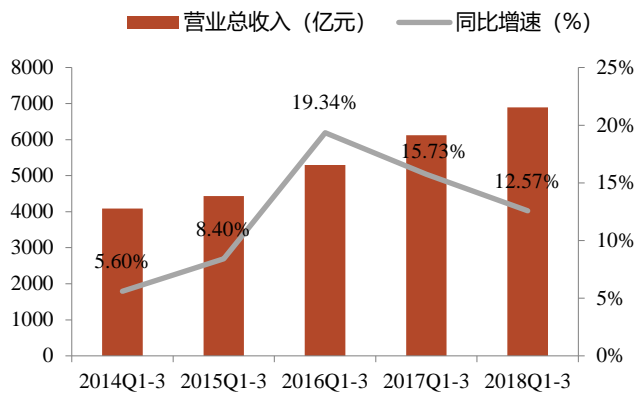
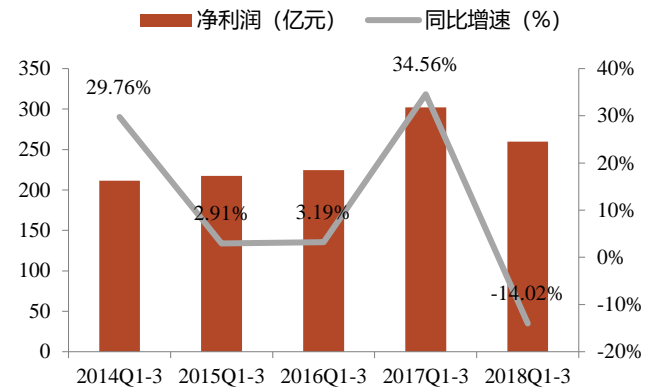


图 2：2018Q1-3 通信行业净利润同比下滑 14%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

剔除中兴通讯后，2018 前三季度通信行业营业收入 6305.84 亿元，同比增长 17.69%，净利润 332.67 亿元，同比增长 28.49%，增速回落 7.7 个百分点。

图 3：2018Q1-3 通信行业营收同比增长 18%（剔除中兴通讯）

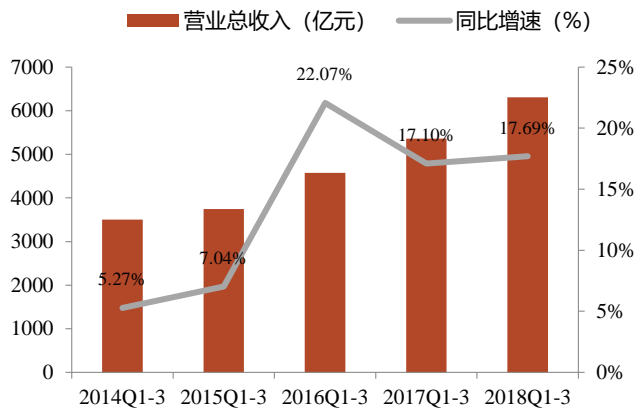
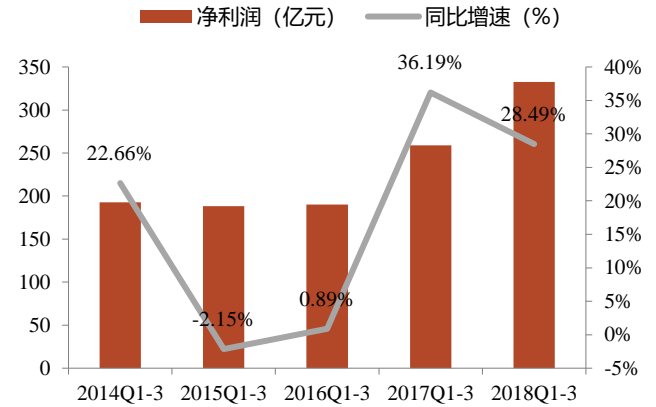


图 4：2018Q1-3 通信行业净利润同比增长 28%（剔除中兴通讯）

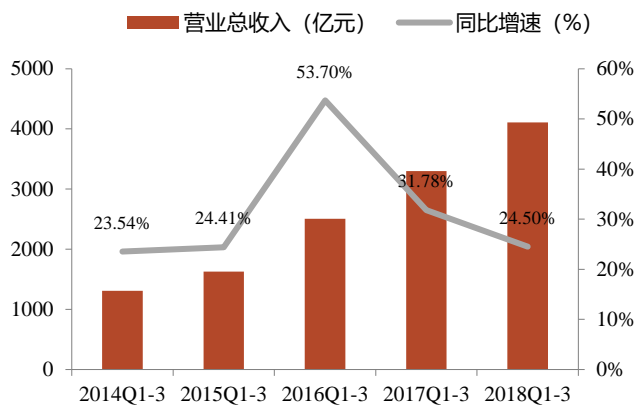


资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

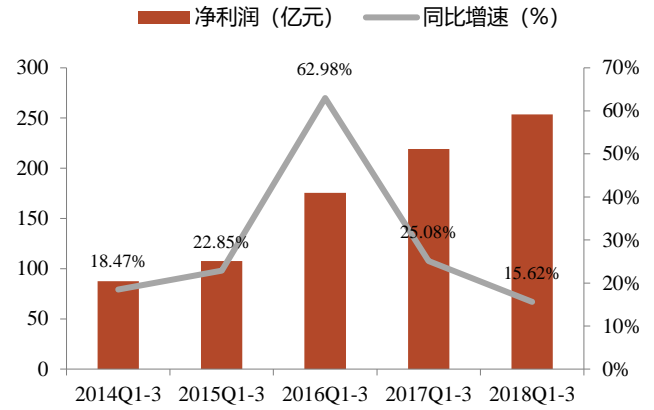
剔除中兴通讯和中国联通后，行业前三季度实现营业收入 4108.72 亿元，同比增长 24.50%；净利润 253.61 亿元，同比增长 15.62%，营收及净利润增速放缓。

图 5: 2018Q1-3 通信行业营收同比增长 25% (剔除中兴、联通)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

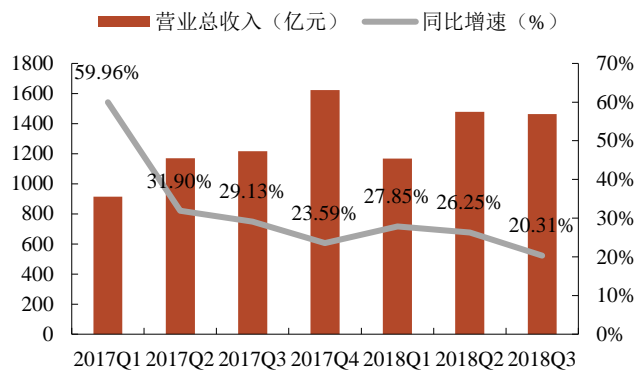
图 6: 2018Q1-3 通信行业净利润同比增长 16% (剔除中兴、联通)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

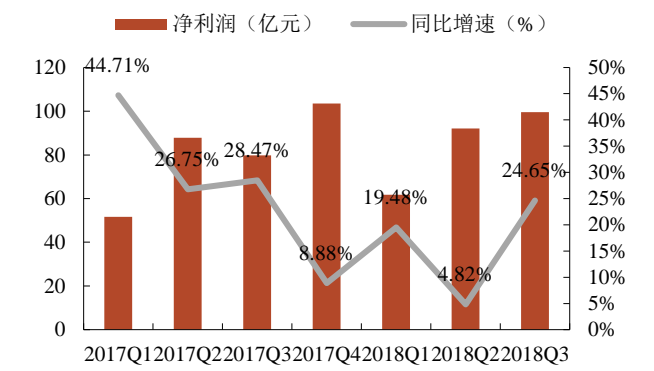
单季度净利润增速回升。分季度来看, 2018Q3 单季度通信行业营业收入 1463.68 亿元, 环比下降 0.93%, 同比增长 20.31%; 实现净利润 99.52 亿元, 环比增长 8.06%, 同比增长 24.65%, 增速较 Q1、Q2 显著回升。

图 7: 2018Q3 通信行业营收同比增长 20% (剔除中兴、联通)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

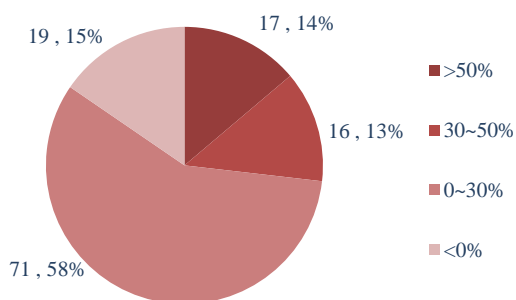
图 8: 2018Q3 通信行业净利润同比增长 25% (剔除中兴、联通)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

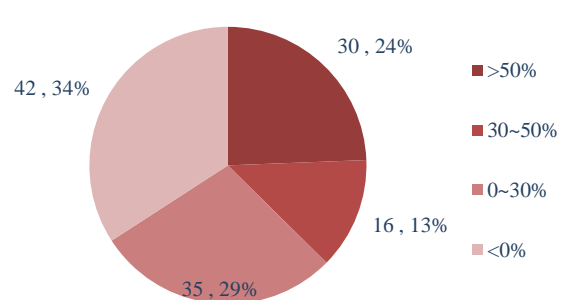
123 家上市公司中, 2018 年前三季度营业总收入增速大于 50%、30-50%、0-30%、小于 0% 的公司分别为 17、16、71、19 家, 占比分别为 13.82%、13.01%、57.72%、15.45%, 营收增速中位数为 19.31%; 净利润增速大于 50%、30-50%、0-30%、小于 0% 的公司分别为 30、16、35、42 家, 占比分别为 24.39%、13.01%、28.46%、34.15%, 净利润增速中位数为 10.91%。

图 9: 123 家公司营收增速分布



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 123 家公司净利润增速分布



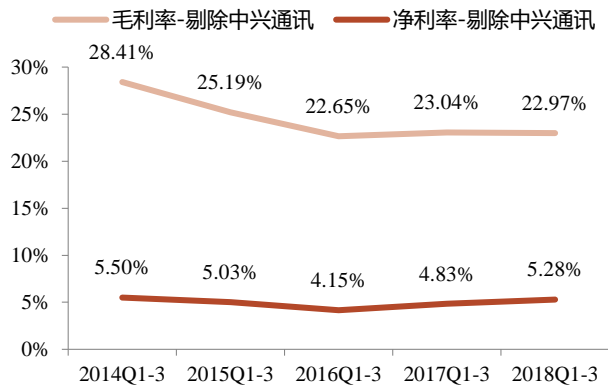
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2. 费用进一步控制，资产负债率持续降低

费用得到有效控制，期间费用率显著下降。2018 年前三季度通信行业期间费用率为 13.87%，同比下降了 3.85 个百分点，其中，销售费用率 7.87%，同比下降 0.61 个百分点；管理费用率 5.48%，同比下降 2.60 个百分点；财务费用率 0.52%，同比下降 0.64 个百分点。

毛利率基本稳定，净利率有所提升。2018 年前三季度，剔除中兴后，通信行业整体毛利率为 22.97%，基本保持稳定。受益于费用控制，净利率提升 0.45pct，达到 5.28%。

图 11：通信行业毛利率、净利率增强

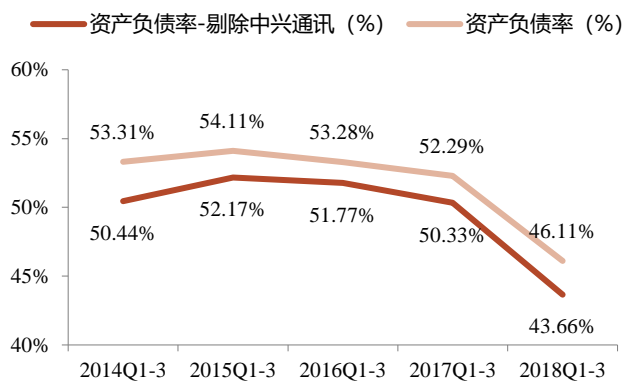


资料来源：Wind，浙商证券研究所

资产负债率延续走低态势。2018 年前三季度，通信行业资产负债率 46.11%，同比降低 6.19 个百分点；剔除中兴后，通信行业资产负债率为 43.66%，同比降低 6.67 个百分点。

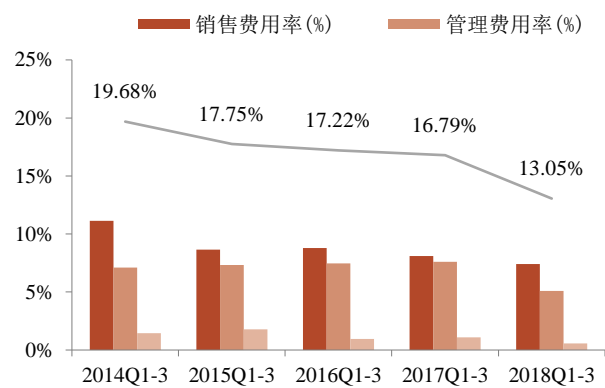
总资产收益率提升 0.26 个百分点。2018 年前三季度，剔除中兴后，通信行业 ROE 为 4.76%，较去年同期小幅提升；ROA 为 3.36%，较去年提升 0.33 个百分点。

图 13：通信行业资产负债率同比下降 7.33 个百分点



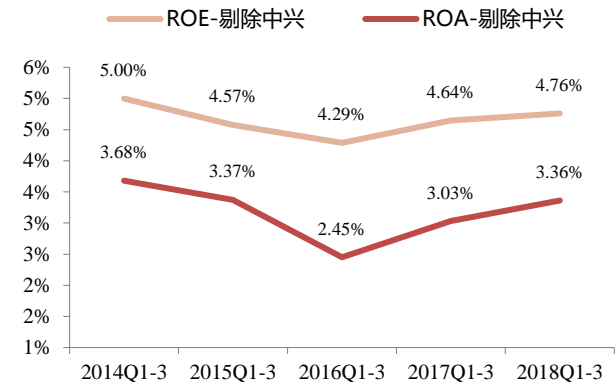
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：期间费用率显著下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：通信行业 ROA 同比上升

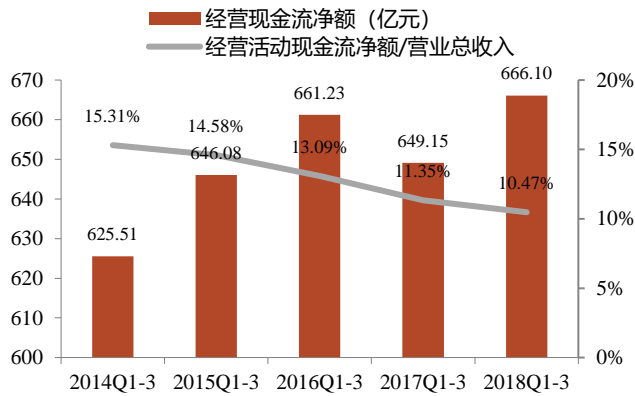


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 现金流改善，应收账款周转天数明显增加

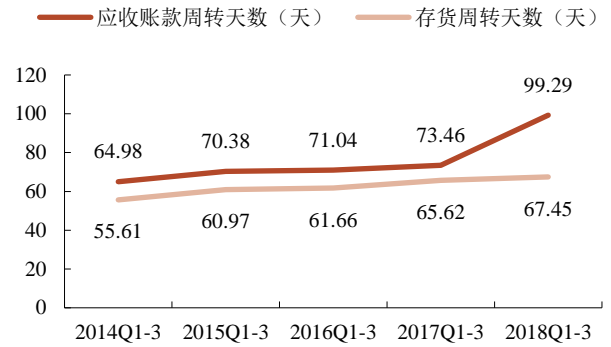
2018 年前三季度，经营活动现金流净额 666.10 亿元，同比增长 2.61%。经营活动现金流净额/营业总收入比例为 10.47%，比去年同期下降 0.87 个百分点。应收账款和存货周转天数持续增加，尤其应收账款天数同比增加 25.82 天，存货周转天数则增加 1.84 天。

图 15: 通信行业经营现金流改善, 但营收占比下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 通信行业应收账款及存货周转天数增加



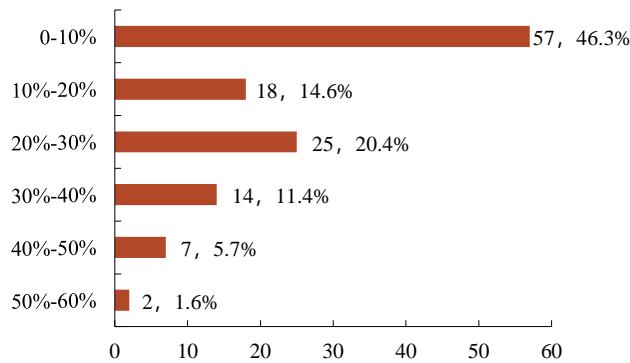
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4. 质押规模较年初下降 31%，市值占比连续降低

通信行业 123 只个股均存在质押，质押比例高于 20% 的有 48 只个股，占比 39%，其中北讯集团、大富科技质押比例高于 50%。

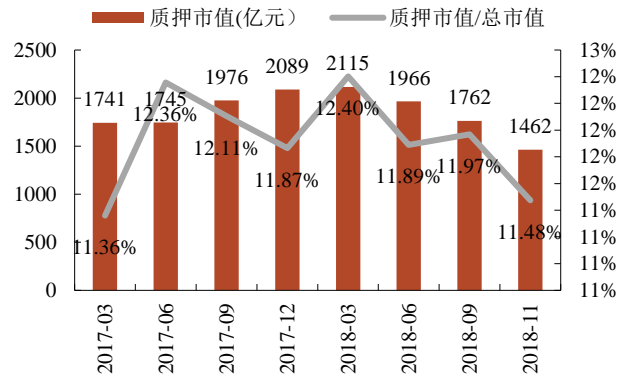
上述质押股份对应最新市值约 1462 亿元，较年初已下降 31%，主要原因是股价持续下跌，沪深 300 年初至今已下跌 21.18%。同时，受 2018 年 1 月出台的《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》影响，质押比例有所下降。截至 11 月 1 日，通信行业质押股份市值占总市值的比例为 11.48%，自今年 3 月份连续降低。

图 17: 通信行业个股质押比例的区间分布（截至 2018/11/01）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 通信行业质押规模（以当日市值计算）

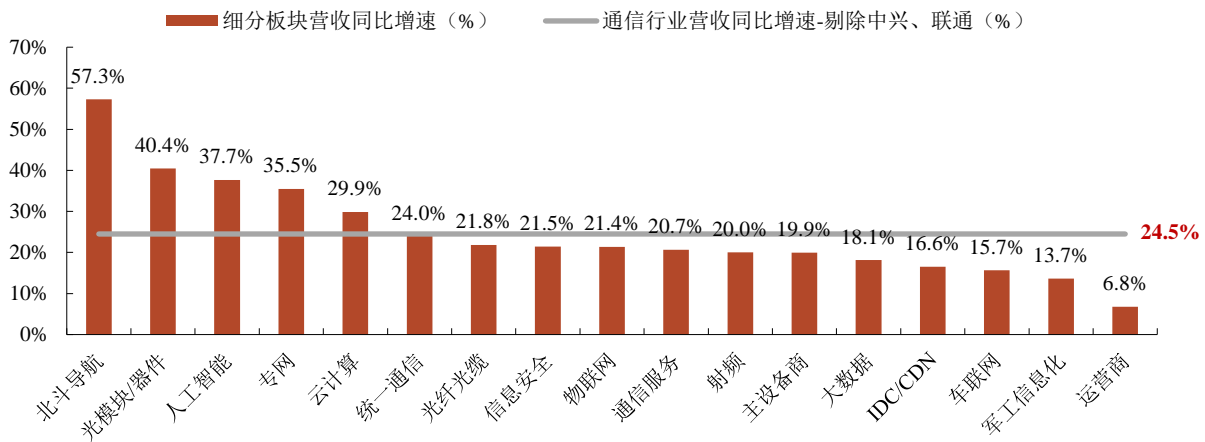


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 细分板块分化明显，关注景气/拐点领域

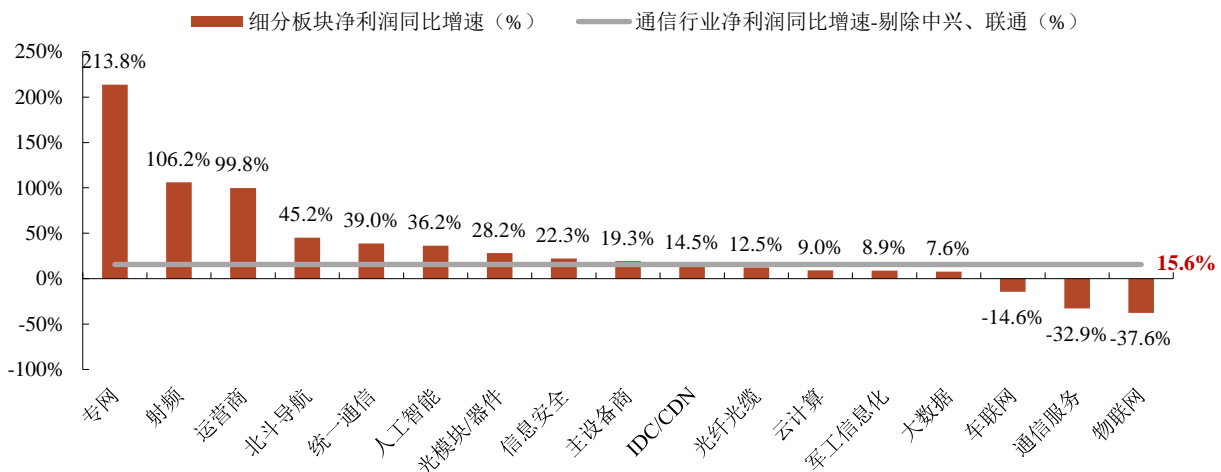
所处成长阶段不同，细分板块业绩分化明显。2018 年前三季度营收增速最高的领域为专网、北斗导航、光模块/器件，分别同比增长 57.34%、40.43%、37.68%；从净利润来看，专网、射频、运营商增速最高，分别同比增长 213.78%、106.20%、99.82%。

图 19：北斗导航、光模块/器件、人工智能营收增速领先



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：专网、射频、运营商净利润增速领先



资料来源：Wind，浙商证券研究所

总体来说，北斗导航、运营商、光模块/器件、人工智能、射频、信息安全、专网板块业绩增长势头良好，军工信息化板块有望迎来业绩拐点，主设备商（剔除中兴）、统一通信、大数据、光纤光缆、IDC/CDN、云计算板块增长放缓，物联网、车联网、通信服务板块业绩下滑。

各板块中业绩表现突出的个股罗列如下：

表 1：通信行业 2018Q1-3 表现突出的 43 只个股

板块名称	公司简称	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
		2017Q1-3	2018Q1-3	同比变动	2017 Q1-3	2018 Q1-3	同比变动
专网	北讯集团	14.33	27.82	94.15%	1.48	5.36	262.94%
	海能达	31.74	45.31	42.77%	0.51	1.31	155.76%
	杰赛科技	21.48	33.20	54.53%	0.28	0.49	73.07%

板块名称	公司简称	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
		2017Q1-3	2018Q1-3	同比变动	2017 Q1-3	2018 Q1-3	同比变动
射频	沪电股份	33.76	38.49	14.02%	1.62	3.83	136.70%
	东山精密	104.34	134.07	28.49%	3.74	6.78	81.35%
	飞荣达	7.40	9.07	22.49%	0.72	1.24	72.51%
	深南电路	42.14	53.37	26.64%	3.39	4.74	39.57%
运营商	中国联通	2057.78	2197.12	6.77%	39.57	79.06	99.82%
北斗导航	合众思壮	9.76	37.07	279.74%	0.69	2.56	269.03%
	中海达	6.42	8.33	29.81%	0.47	0.94	102.01%
	华力创通	3.27	4.06	24.24%	0.28	0.49	76.25%
统一通信	亿联网络	10.64	13.19	23.98%	4.78	6.64	38.96%
人工智能	佳都科技	23.79	27.90	17.29%	0.58	1.10	90.43%
	科大讯飞	33.87	52.83	56.00%	1.72	2.41	39.93%
光模块/器件	中际旭创	11.39	42.03	268.84%	1.26	4.81	281.20%
	光库科技	1.63	2.05	25.86%	0.42	0.70	66.69%
	太辰光	3.63	4.86	34.08%	0.78	1.07	36.39%
信息安全	中新赛克	3.03	4.75	56.72%	0.95	1.56	64.04%
	恒为科技	2.20	3.37	53.54%	0.56	0.82	46.81%
主设备商	星网锐捷	46.06	61.86	34.28%	4.23	5.96	40.74%
IDC/CDN	宝信软件	31.89	38.36	20.27%	3.48	5.51	58.40%
	光环新网	28.96	44.82	54.78%	3.25	5.00	53.71%
	龙宇燃油	129.76	129.01	-0.57%	0.47	0.71	51.65%
	广东榕泰	10.39	11.76	13.16%	0.98	1.24	27.42%
光纤光缆	鑫茂科技	14.66	18.61	26.93%	1.03	1.27	23.36%
	亨通光电	190.23	241.06	26.72%	17.80	21.76	22.26%
云计算	天源迪科	16.01	19.29	20.50%	0.47	0.94	102.20%
军工信息化	晨曦航空	1.14	0.84	-26.47%	0.23	0.32	42.36%
	南京熊猫	28.63	30.90	7.91%	0.88	1.22	39.13%
	海格通信	22.57	25.67	13.74%	1.83	2.47	35.10%
	航天发展	14.36	15.92	10.87%	2.00	2.62	30.91%
大数据	数知科技	17.33	32.26	86.16%	3.25	5.59	72.19%
车联网	高新兴	13.57	25.51	87.92%	2.77	3.90	40.45%
	四维图新	13.25	15.23	14.96%	1.19	1.55	30.45%
通信服务	超讯通信	6.45	9.25	43.32%	0.09	0.33	256.45%
物联网	神州泰岳	16.35	10.32	-36.89%	-0.54	-1.65	205.46%
	广和通	3.15	8.66	174.74%	0.25	0.58	129.92%
	神州信息	54.56	61.71	13.10%	1.39	2.94	111.00%
	金卡智能	9.70	13.79	42.13%	1.69	3.42	102.26%
	日海通讯	18.05	26.81	48.58%	0.70	1.08	53.56%
	三联虹普	2.17	4.58	111.25%	0.73	1.10	49.76%
	移为通信	2.12	3.05	43.73%	0.61	0.82	36.10%
	三川智慧	4.25	4.96	16.81%	0.66	0.86	30.64%

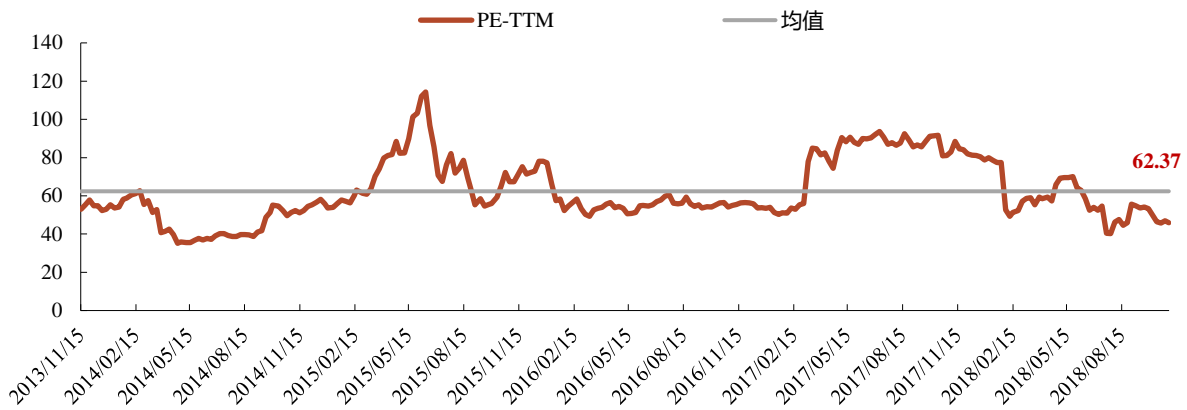
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 投资策略：推荐 5G/北斗/专网/运营商投资机会

3.1. 行业估值处低位，维持“看好”评级

截至 2018 年 11 月 1 日，通信（中信）指数 PE（TTM）45.89 倍，处于历史底部区域。

图 21：通信行业 PE-TTM 处于低位

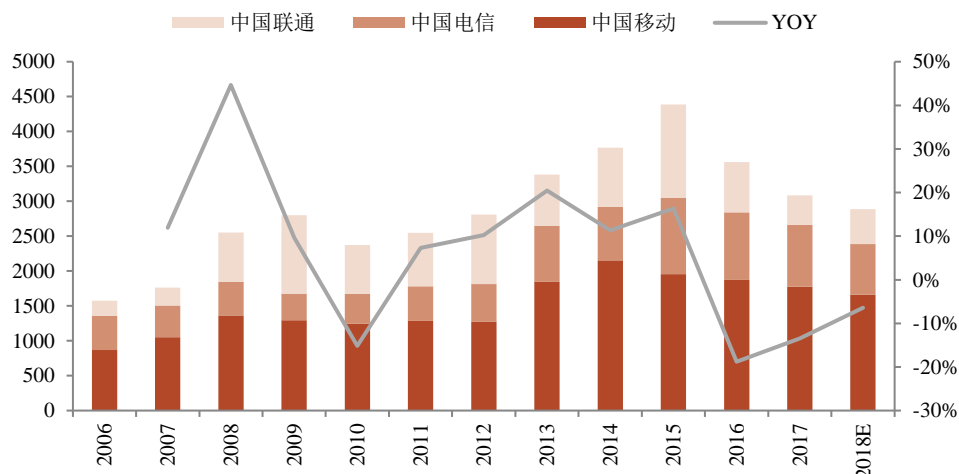


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 运营商资本开支 2018 年有望触底

4G 建设周期三大运营商资本开支 2015 年达到峰值，2016-2018 年连续下滑，2018 年三大运营商全年资本开支总额计划 2911 亿元，同比减少 5.6%，降幅较 2017 年有所收窄。2020 年我国正式 5G 商用，通常运营商资本开支要先于商用一年时间，即 2019 年运营商将启动 5G 投资，明年资本开支有望迎来拐点。

图 22：三大运营商资本开支处于底部



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.3. 推荐 5G 主设备、光模块/器件、车联网投资机会

5G 投资机会具有确定性。今年 9 月将正式发布 5G 频谱资源的最终许可方案，2019 年有望开始 5G 建设，2020 年进入 5G 投资高峰，主设备商、光模块/器件及车联网应用将充分受益。

- **主设备商：**5G 传输网将于 2019 年先行建设，无线投资有望在 2020-2022 年期间相对 2013-2015 年 4G 建设阶段明显增长，**重点关注烽火通信、中兴通讯。**
- **光模块/器件：**5G 基站数量增多、带宽增加将明显带动 25G/100G 等高速光模块的需求，**重点关注光迅科技、中际旭创。**
- **车联网：**5G 期间最值得关注的是垂直行业应用，尤其车联网和工业互联网应用，目前阶段我们重点关注车联网领域的投资机会，**重点关注高新兴（车规级通信模组+电子车牌）、海格通信（高精度位置服务），关注高鸿股份（车联网芯片）。**

3.4. 推荐北斗导航、专网、运营商投资机会

2018 年前三季度，专网、运营商、北斗业绩表现突出，净利润分别同比增长 164.6%、151.2%、53.3%，大幅领先通信行业整体增速 30.6%，建议关注相关龙头企业。

- **运营商投资机会：重点关注中国联通**，混改成果显著，产业互联网业务成为增长新动力，三季报净利润 79.06 亿元同比增长 99.80%，2019 年有望在 5G 竞争中获得先发优势。
- **专网投资机会：重点关注海能达**，海外业务稳步增长，赛普乐和诺塞特的协同效应逐步释放，第三代融合指挥中心和宽窄带融合解决方案实现规模销售，公司 2018 年 1-9 月实现净利润 1.31 亿元同比增 156.86%。
- **北斗导航投资机会：重点关注海格通信**，军改后订单进入恢复阶段，成立星舆科技提供基于北斗的高精度位置服务，具有卡位效应，发展空间大；控股股东广州无线电集团增持 6.89 亿元，占总股本的 3.48%，彰显发展信心。

4. 风险提示

5G 进度不及预期；贸易争端继续发酵等风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>