

5G 进程提速，推动行业基本面向好

——通信行业三季报综述

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2018 年 12 月 4 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
中兴通讯	增持
日海智能	增持
高新兴	增持
中海达	增持
海能达	买入
光迅科技	增持
华工科技	增持
三维通信	增持
通宇通讯	增持
耐威科技	增持

投资要点：

● 市场环境复杂，通信板块行情逐步走出低谷

年初至 10 月 30 日，沪深 300 指数下跌 17.38%，通信板块整体下跌 33.88%，其中通信设备子板块下跌 38.00%，通信运营子板块下跌 14.39%。通信行业跑输沪深 300 指数 16 个百分点，在中万 28 个子行业中处于中后部分。子板块中通信运营子板块表现相对抗跌，主要是联通三季报引发的反弹起到了对冲板块整体下跌的作用。

通信板块经历了上半年的调整与 7 月份的反弹后，整个板块的行情主线日益明确，中长期整体还是向上，这是由行业基本面和个股的业绩所推动的，但是短期内还是受制于外界投资环境的影响，譬如中美贸易谈判、国家的减税政策出台等，因此在今年复杂的投资环境下，灵活的策略还是相当重要的。

● 行业营收与利润双增长，基本面改观子板块表现突出

今年三季度渤海通信板块收入同比增长 12.05%（剔除中兴通讯影响），其中电信服务板块营收增长最快，达到 24.43%，而设备板块在剔除中兴影响后增长明显，达到 16.78%，运营板块由于基数较大，增速偏小，不过也达到了 6%以上。净利润方面，渤海通信板块 18 年三季报归母净利润同比增长 24.43%（剔除中兴通讯影响），其中电信运营板块涨幅最大达到 98.75%，电信服务板块保持平稳，小幅增长 3.97%，设备板块剔除中兴通讯的影响后也由中报的下跌转为上涨 15.62%。由此看来，在目前的 5G 建设初期，网络建设逐步开始恢复，从上游到下游都开始有所回暖，上游的 5G 预期，下游的 4G 宽带网络的深耕，给整个行业带来了营收和利润双双上涨的动力。

● 行业毛利率止跌，净利率见底回升

三季报显示，近年来通信行业毛利率下降的趋势已经得到初步遏制，同时净利率也开始出现上升趋势。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，运营板块上升明显，而且趋势还在三季度得到了进一步强化。服务和设备板块毛利率持续下跌，但跌势趋缓。行业毛利率的变动直接反应了行业的景气度，5G 时代的开启，从全方位刺激了通信行业的景气性上游的原材料和下游产品与服务需求都有了广阔市场空间的预期，加之信息基建的推进，宽带网络建设增加了设备与服务的需求，所以整个行业的毛利率在三季度已经明止跌回升了。

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，如图所示。三个子行业自几年前拉开差距后，在近期又开始趋于一致，而且这个趋势在今年三季度得到了进一步的加强。从今年三季度起，5G 网络建设将

有序的铺开，设备行业净利润增长趋势有望持续走强。

● 从个股基本面出发，挖掘业绩同比和环比高增长的品种

今年三季度以来，行情整体较为低迷，但是到下半年也出来以 5G 为代表的反弹行情，行业周期已经逐步走过低点，上市公司的基本面也开始逐步回暖。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，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。同时我们将年报业绩预告增长与三季报业绩增长进行对比可以观察到，18 家在四季度业绩将仍将加速增长。因此此类年报业绩继续大幅增长的公司值得重点关注。

● 行业估值与投资策略

通信行业经过上半年的调整以及 7 月后的反弹行情后，三季度一直处于调整期，行业的绝对估值今年来一直向下，在 7 月份开始见底反弹，然后近期有持续向下调整，基本上都跌破了 2013 年水平，并在底部区域震荡了一年多。从下图中可以看出，BH 通信行业整体估值 PE (TTM) 为 32.66 倍，已经处于历史底部区域，其中设备子行业的估值为 29.18 倍，通信服务行业估值为 30.62 倍。四季度 5G 热点将不断兴起，从频段的拍卖到 5G 基站发布，再到各大运营商的 5G 规划，这些都意味着 5G 建设的脚步越来越近了。回顾 3G 和 4G 的建设进程，我们预计 5G 网络的建设阶段和投资方向将有以下几个要素：区别于 4G 的一年半短暂建设周期，5G 的建设周期将拉长到 3~5 年，订单释放与业绩兑现将会存在一个较长的时间周期中体现。通信板块有望行内业绩改善出发，估值走出底部区域，转为上升趋势。

对于行业内的细分子行业，我们看好以下几个方面：1) 5G 产业链、2) 物联网产业、3) 卫星通信专网产业、4) 增值通信产业。从这些子行业中筛选中长期增长的优秀企业，重点是在行业技术演进方向上有技术积累的企业，以技术转化的程度来进行择时重点配置，以获取阶段性投资成果。具体推荐品种方面，5G 综合电信设备中选取烽火通信 (600498) 与中兴通讯 (000063)、5G 电信运营商选取中国联通 (600050)、5G 光通产品选取华工科技 (000988) 和光迅科技 (002281)、5G 器件类选通宇通讯 (002792) 和耐威科技 (300456)；物联网设备商选取日海智能 (002313) 与高新兴 (300098)；专网通信的中海达 (300177) 和海能达 (002583)；增值通信选取三维通信 (002115)。

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。

目 录

1 三季度行情回顾	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 通信行业三季度经营情况	8
2.1 行业营收与净利润双增长	8
2.2 行业毛利率止跌，净利率见底回升	9
2.3 通信行业费用有所下降	11
3 通信上市公司经营情况	13
4 行业估值与投资策略	15

图 目 录

图 1: 申银一级行业涨跌幅情况(%, 年初至 10 月 30 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	16

表 目 录

表 1: BH 通信 3 级子行业涨跌幅情况(年初至 10 月 30 日)	6
表 2: 通信设备板块个股表现(年初至 10 月 30 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 10 月 30 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	13
表 7: 净利润增长好的公司	14
表 8: 三季度业绩持续增长的公司	15

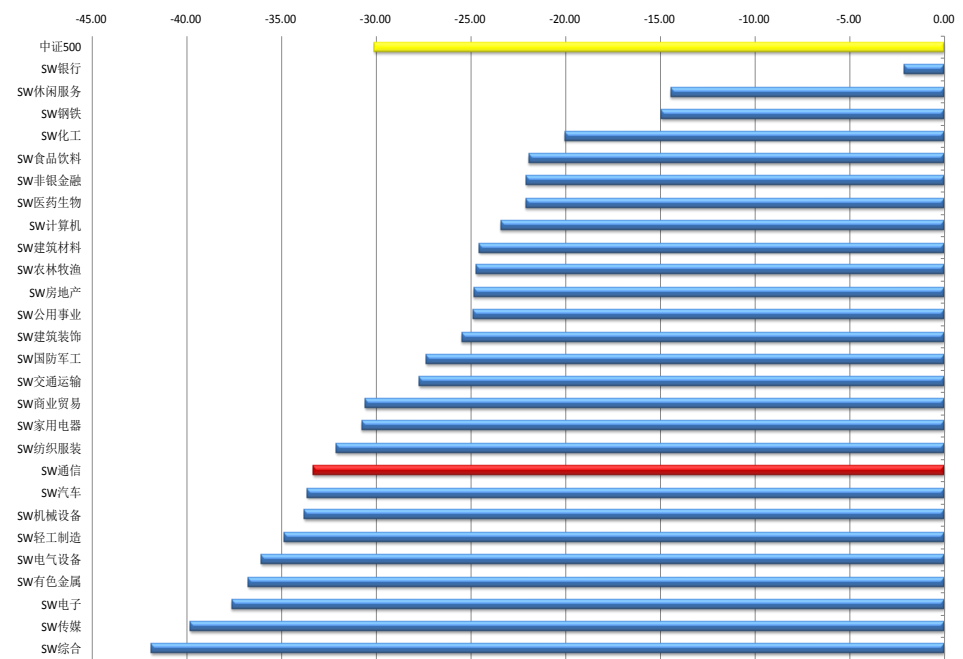
1 三季度行情回顾

1.1 通信板块走势先于大盘

今年初至 10 月 30 日，沪深 300 指数下跌 17.38%，通信板块整体下跌 33.88%，其中通信设备子板块下跌 38.00%，通信运营子板块下跌 14.39%。通信行业跑输沪深 300 指数 16 个百分点，在申万 28 个子行业中处于中后部分。子板块中通信运营子板块表现相对抗跌，主要是联通三季报引发的反弹起到了对冲板块整体下跌的作用。

通信板块经历了上半年的调整与 7 月份的反弹后，整个板块的行情主线日益明确，中长期整体还是向上，这是由行业基本面和个股的业绩所推动的，但是短期内还是受制于外界投资环境的影响，譬如中美贸易谈判、国家的减税政策出台等，因此在今年复杂的投资环境下，灵活的策略还是相当重要的。

图 1: 申银一级行业涨跌幅情况 (%，年初至 10 月 30 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，前 10 个月通信细分行业的表现差异也较大，从表 1 可以看出，虽然各个子板块都是下跌的，但是电信运营和增值服务板块跌幅偏小，而其它各个设备细分板块都有 30~40% 以上的调整幅度。而这个幅度相对于前期反弹的高点来看，已经有趋于震荡了。主要前期由 5G 标准确定和中兴事件的解决带动的整个设备板块反弹已经高一段落，后续行情将开始分化。网优网规和接配件

子与网络设备板块由于处于 5G 产业周期后期，所以调整的较多。终端盒配件板块在 10 月手机销量环比止跌的影响下，行情有所回升。导航和卫星在本年度北斗卫星发射完的消息刺激下，期间也有所走强。不过目前看，和 5G 相关的子板块依然处于波段式的行情中，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第一，这是在三季报公布良好业绩的进一步获得市场认可，以联通为代表的运营商已经度过了业绩低谷期，总体说来，虽然行情上通信行业已经走出了低谷期，行业基本向好，加之 5G、信息基建等等行业助力推动，但是在复杂的外部环境下，整体行情只能波段式的向上。

表 1: BH 通信 3 级子行业涨跌幅情况 (年初至 10 月 30 日)

排名	BH 通信板块 3 级子行业	涨跌幅 (%)
1	电信运营	-19.44
2	增值电信服务	-25.58
3	导航和卫星	-31.87
4	终端和配件	-34.26
5	综合电信设备	-34.64
6	广电设备	-37.27
7	行业专网	-37.94
8	光通信	-37.97
9	智能卡和标签	-38.12
10	网规网优和测试	-42.61
11	接配件与网络设备	-44.11

资料来源: 渤海证券研究所

通信板块相对估值持续向下寻底

当前处于 5G 初期，网络建设需求不明显，4G 的维护优化需求和 5G 测试网络搭建的需求对于通信行业产能来说都不是重头戏，同时近两年运营商的运营资本开支一直在减少，只是在今年以来，资本开支的降速已经减缓。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 值都是经过前期的反弹后，继续向下调整，还处于艰难的筑底阶段。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，通信板块有望走出筑底成功，毕竟新技术、新应用和新市场所带来的空间将是现有通信市场的 2~3 倍。此外，运营板块的市净率也是自 1.3 回落后，只是在 1.2 附近震荡，并没有继续新低，特别是联通三季报显示业绩同比和环比均保持高增长给予运营板块的估值强劲支撑。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

今年以来, 由于大盘的低迷和外围环境的波动, 虽然有 5G 概念等热点, 通信板块内的个股依然跌多涨少。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, 虽然前期有所反弹, 但是刨去今年的新股外, 只有 7 家公司是上涨的, 而且都是今年中报和季报同比和环比大幅提升的, 如天孚通信、平治信息和优博讯。而跌幅居前一方面是业绩大幅下滑或者公司基本面出现重大问题的, 如金亚科技, 宜通世纪和鹏博士等, 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、春兴精工和朗玛信息等, 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, 公司的经营方面并没有实质性的转折, 但是历史问题以及外部政策面的担忧导致被动式的下跌, 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。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, 需要指出的是虽然此类股经常被炒作, 但是都是资金推动型, 并没有实质性的上涨基础, 行情的持续性不可预测。整体上看下, 以业绩为标杆的推动性行情将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。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 10 月 30 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	300394.SZ	天孚通信	16.62	1	300028.SZ	金亚科技	-84.75
2	300531.SZ	优博讯	6.30	2	300310.SZ	宜通世纪	-65.70
3	300546.SZ	雄帝科技	2.97	3	002547.SZ	春兴精工	-61.23
4	300177.SZ	中海达	-1.55	4	002583.SZ	海能达	-60.31
5	300514.SZ	友讯达	-3.12	5	600355.SH	精伦电子	-58.42
6	600498.SH	烽火通信	-6.80	6	000586.SZ	汇源通信	-58.06
7	600745.SH	闻泰科技	-9.58	7	002194.SZ	*ST 凡谷	-57.66
8	002115.SZ	三维通信	-10.40	8	600130.SH	波导股份	-56.15
9	002281.SZ	光迅科技	-12.05	9	603042.SH	华脉科技	-55.86
10	300615.SZ	欣天科技	-13.64	10	603703.SH	盛洋科技	-55.75

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 10 月 30 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	300738.SZ	奥飞数据	54.85	1	600804.SH	鹏博士	-57.42
2	300571.SZ	平治信息	22.04	2	603881.SH	数据港	-49.70
3	300504.SZ	天邑股份	21.97	3	300288.SZ	朗玛信息	-47.27
4	300047.SZ	天源迪科	13.62	4	002148.SZ	北纬科技	-44.37
5	300383.SZ	光环新网	-0.55	5	300292.SZ	吴通控股	-44.36

资料来源: Wind 渤海证券研究所

2 通信行业三季度经营情况

2.1 行业营收与净利润双增长

今年三季度渤海通信板块收入 4902.73 亿元, 同比增长 12.05% (剔除中兴通讯影响), 其中电信服务板块营收增长最快, 达到 24.43%, 而设备板块在剔除中兴影响后增长明显, 达到 16.78%, 运营板块由于基数较大, 增速偏小, 不过也达到了 6% 以上。

净利润方面, 渤海通信板块 18 年三季报归母净利润为 184 亿元, 同比增长 24.43% (剔除中兴通讯影响), 其中电信运营板块涨幅最大达到 98.75%, 主要是由于联通的盈利快速恢复所带来的, 而电信服务板块保持平稳, 小幅增长 3.97%, 设备板块剔除中兴通讯的影响后也由中报的下跌转为上涨 15.62%。由此看来, 在目前的 5G 建设初期, 网络建设逐步开始恢复, 从上游到下游都开始有所回暖, 上游的 5G 预期, 下游的 4G 宽带网络的深耕, 给整个行业带来了营收和利润双双上涨的动力。

通信行业的行业主线已经开始出现整体向上的态势，但是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 %
综合电信设备	189.42	0.19	8.83	874.14
通信运营	2,249.44	6.06	38.12	98.75
接配件与网络设备	313.54	14.95	18.11	68.82
行业专网	444.92	28.44	22.11	53.80
导航和卫星	160.10	46.75	11.57	44.44
增值电信服务	262.62	24.49	21.43	20.84
光通信	781.23	16.39	53.97	10.91
广电设备	69.04	4.36	2.64	7.21
终端和配件	263.53	3.33	12.47	-8.70
网规网优和测试	149.23	17.55	-0.26	-103.49
智能卡和标签	68.47	5.44	-2.44	-212.74

来源: Wind 渤海证券研究所

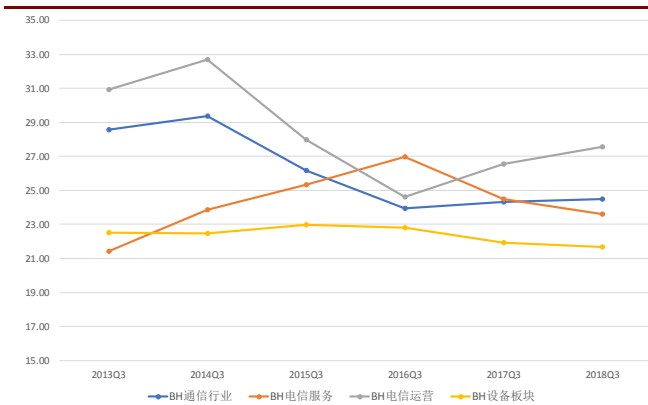
在通信子行业中，运营板块基本面改观，营收与利润双增长明显，设备板块在剔除中兴的影响后也是大幅增长，其主要原因是大唐电信的扭亏为盈，不过我们关注的烽火通信依然保持稳定增长。同样营收与利润双增长的还有接配件、行业专网、导航和卫星等板块，其中接配件板块比中报的增长有了明显提升，显示出行业对于设备类的需求开始回暖。同时基于现在处于 4G 往 5G 过渡过程中，终端和卡方面需求下降导致该类板块的增收不增利。还有就是一些处于过度竞争的子行业，如网优测试子行业，虽然整体市场容量在增长，但是产品与服务的价格不断走低，导致行业仍然处于利润下滑的趋势中，短期内子行业基本面依然维持弱势。

2.2 行业毛利率止跌，净利率见底回升

三季报显示，近年来通信行业毛利率下降的趋势已经得到初步遏制，同时净利率也开始出现上升趋势。从下 2 图中可以看出，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，运营板块上升明显，而且趋势还在三季度得到了进一步强化。服务和设备板块毛利率持续下跌，但跌势趋缓。行业毛利率的变动直接反应了行业的景气度，5G 时代的开启，从全方位刺激了通信行业的景气性上游的原材料和下游产品与服务需求都有了广阔市场空间的预期，加之信息基建的推进，宽带网络建设增加了设备与服务的需求，所以整个行业的毛利率在三季度已经明止跌回升了。

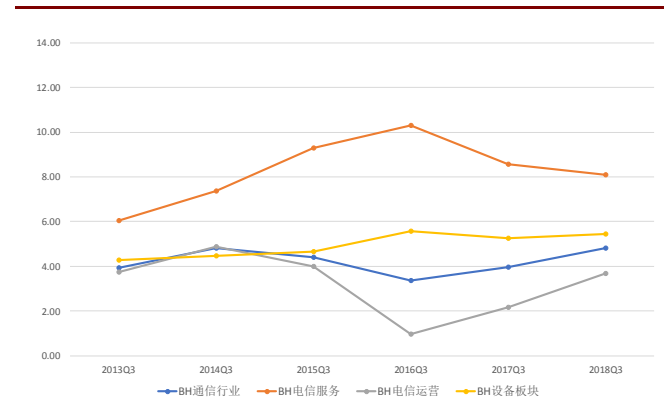
我们预计行业拐点就在三季度，从今年三季度开始行业的毛利率将止跌回升，特别是中兴事件的影响消除以及 5G 建设周期的到来，明年行业毛利率会有大幅好转，特别是设备板块。而通信服务类比较复杂，它经过前期的大幅波动后，一直处于下滑状态，主要是因为一方面受通信产业链周期的影响，另一方也是基于通信技术的通道实质导致其附加值在垄断地位丧失后迅速衰减的效应，这些降低通信通道附加值的企业主要是互联网行业，民营设备商等。随着 BATJ 等巨头的寡头效应增长，服务子板块的毛利率会一直趋于低位，除非是有外部新技术与新商业模式出现，该行业获得新的独占性的技术与服务优势，才能重新获取高的毛利率。从 5G 的发展进程开，5G 网络的全面建成预计在 2021 年以后，新的通信手段和新的网络架构将激发出新的应用，这将带来通信服务板块的全面崛起。不过目前不是能很清楚预计到 5G 杀手级应用的场景，依赖于 5G 网络演进的过程中变化，因此服务板块短期走势具备一定的不确定性。

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，如图所示。三个子行业自几年前拉开差距后，在近期又开始趋于一致，而且这个趋势在今年三季度得到了进一步的加强。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在前期较高的基础上开始随着毛利率下降而下降；运营板块净利润受到财务成本与折旧的影响在前期的下降后，也开始随毛利率上升而上升，以重资产为主的设备板块在低毛利的基础上精打细算，整体的净利润波动范围控制的很好，不过三季度的净利润提高主要还是源于国内网络建设的提速，从今年三季度起，5G 网络建设将有序的铺开，设备行业净利润增长趋势有望持续走强。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具备高利润的行业新技术和新热点，抓住中短期内的贴合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。

从更细的三级行业子板块情况看，综合设备商（剔除中兴通讯的影响后）的毛利率和净利率同比和环比都增长，运营板块的毛利率同比增长明显，环比略有下降也是季节性因素。对于行业专网、接配件和广电设备毛利率的增长来自于行业的需求拉动，而净利润降低来源于公司的扩张等原因导致成本的增长；而智能卡、网优网维子板块则是毛利率和净利率双降，环比出现正值也只是显示出当前跌势趋缓，是否是底部有待于进一步观察其基本面是否得到改观处于低谷期。

表 5: 各细分行业毛利率和净利润增长情况

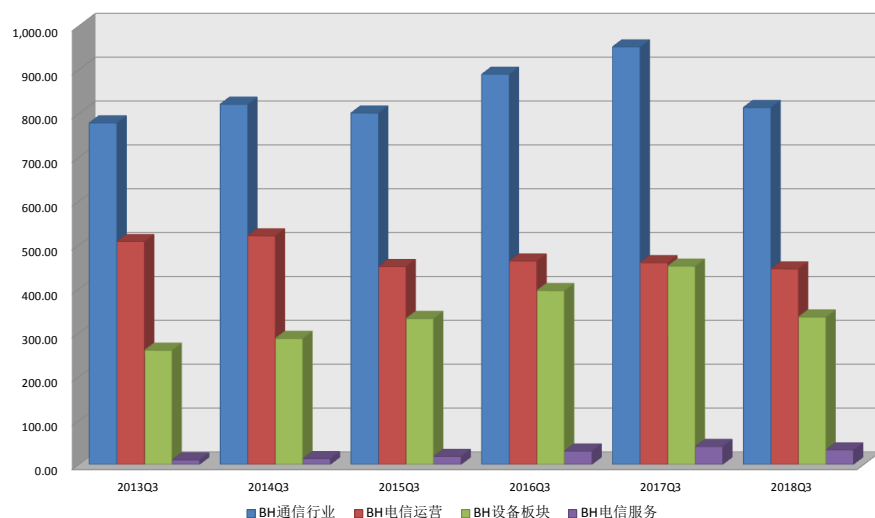
BH 通信三级子板块	毛利率同比增长	净利率同比增长	毛利率环比增长	净利率环比增长
终端和配件	-0.22	1.73	-0.72	0.56
综合电信设备	4.14	1.57	0.08	3.94
通信运营	1.52	1.03	0.16	-0.36
增值电信服务	0.00	-0.20	-0.70	-0.71
光通信	-0.45	-0.36	0.12	0.38
行业专网	1.35	-0.92	-0.93	-0.01
接配件与网络设备	1.88	-0.96	0.63	1.43
广电设备	0.09	-1.64	1.07	-0.10
智能卡和标签	-6.98	-2.41	0.36	-1.19
导航和卫星	-0.23	-4.01	-0.11	-0.10
网规网优和测试	-6.34	-4.40	-1.37	0.86

来源: Wind 渤海证券研究所

2.3 通信行业费用有所下降

今年以来，BH 通信板块得到了一定扩容，在营收增长的基础上，相关费用同比却有所下降。其中运营板块近几年来保持稳定，而设备板块的下降导致板块整体的下降，服务板块费用经过 17 年高点后已经降到 16 年的水平。

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，但是把费用拆开看，我们发现各项费用的趋势并不一样。因为板块中的公司数量增长，营收和费用总体必然在增长，我们主要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依然保持下降趋势，这反应行业处于周期性谷底阶段，虽然已经有走出向上的趋势，但是费用的滞后性导致销售费用这块继续萎缩；管理费用由于今年度将研发费用单列出去，导致计算口径不一致而呈现出突然下降，但是我们将研发费用归到管理费用后，显示出这一块费用依然是保持上升的趋势，其中运营子板块起了主导作用，同期的设备板块的研发费用今年以来继续保持增长，这主要是 5G 初期，面临 5G 设备商用化研发和测试，设备商必然是加大这块的投入；财务费用近年来一直波动不大，虽然汇率近年来波动较大，板块内多个公司海外业务会产生汇兑损益，但是一方面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，而同期联通的财务费用大幅下降主要是由于增发完成后，公司的经营负债结构有所优化。总体上看，年来，销售费用降低 1 个百分点，管理费用占比增长 2 个百分点，财务费用也下降了近 1 个百分点，行业整体费用占比基本维持平稳，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净利增长的核心竞争力。

图 7：销售费用占营业收入比重

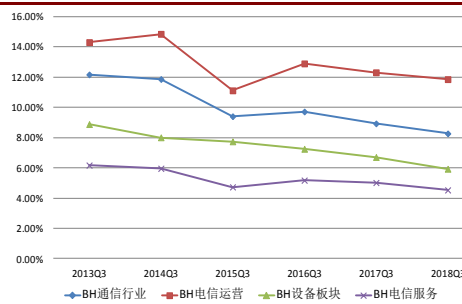


图 8：管理费用占营业收入比重

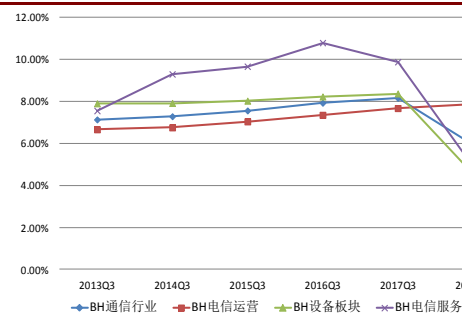
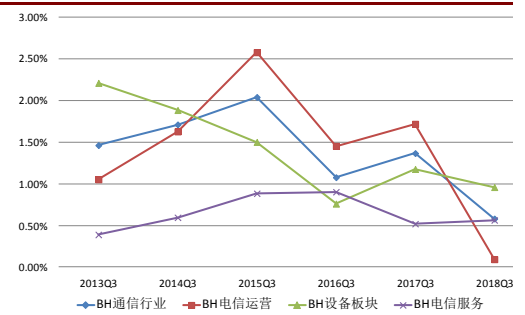


图 9：财务费用占营业收入比重



来源：Wind 渤海证券研究所

对于财务这里我们根据个股的中报的研发投入来进行了统计，BH 通信板块三季报的研发投入 236.00 亿元，占营收的 4.28%，明显高于同期管理费用的增长。作为传统的科技板块，研发投入一直行业内各个公司的主要支出费用之一，不过这也是衡量本行业衡量相关企业未来增长的潜力大小的指标。

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设备和光通

信下降较多，而网优与卫星导航子行业减少较小；财务费用方面差异性加大，由于基数较低，变动幅度也较大。

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
通信运营	266.57	2.16%	176.92	8.85%	2.09	-94.26%
网规网优和测试	6.04	16.00%	10.87	-16.61%	2.05	19.07%
导航和卫星	7.81	16.84%	14.40	-27.47%	1.43	119.32%
行业专网	25.86	10.40%	30.85	-40.08%	4.49	17.34%
综合电信设备	80.84	-19.34%	27.12	-41.88%	2.01	-78.12%
增值电信服务	12.78	13.70%	12.70	-43.23%	1.46	37.97%
广电设备	4.84	-2.68%	5.83	-45.05%	0.40	22.45%
智能卡和标签	4.22	1.95%	4.75	-47.24%	1.73	58.81%
终端和配件	5.39	12.65%	9.72	-47.51%	3.27	8.78%
光通信	25.22	7.37%	20.43	-52.10%	11.54	3.44%
接配件与网络设备	17.53	2.38%	14.30	-53.15%	1.59	-34.61%

来源: Wind 渤海证券研究所

总体说来，目前全行业景气度主要靠运营子板块拉动，不过设备板块在后续 5G 网络建设中会逐步发力，行业增长内生性动力回归到通信主业上，特别在这个 5G 建设的初期，这代表着行业整体已经开始走出底部阶段，因此我们把关注的重心放在通信主流的子行业上，在全行业转暖之际保持积极谨慎的态度。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物联网的市场需求空间，这也是我们后期重点关注的。另一方面随着 5G 频谱的发放，运营商组网策略也将落地，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，因此当期阶段正是 5G 概念炒作阶段，应以技术卡位的思路进行战略性布局。同时对于那些处于行业利润低谷期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

今年三季度以来，行情整体较为低迷，但是到下半年也出来以 5G 为代表的反弹行情，行业周期已经逐步走过低点，上市公司的基本面也开始逐步回暖。从前面行业子板块分析可知，行业毛利率已经企稳，净利率已经掉头向上了，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。下表列出三季报业绩中归母净利润超过 45% 的个股，业绩大幅增长的原因是多方面的，如内生性增长的航天通信、海能达、硕贝德、中国联通等；外延式并购带来增长的三维通信、

合众思壮和数知科技等；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。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。另外对于毛利较高、净利较低的情况很可能就是公司在研发上投入较高，导致当期净利润较低，不过从长远看，这是公司保持行业内的技术领先优势必然选择。

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%
002115.SZ	三维通信	227.38	693.23	14.08	7.23	2.34	6.63	0.88
600677.SH	航天通信	47.13	320.13	13.20	2.68	1.72	7.96	0.24
002369.SZ	卓翼科技	21.12	272.13	9.97	1.88	1.62	7.37	0.84
002383.SZ	合众思壮	279.74	267.91	21.53	6.90	2.80	10.13	3.34
000801.SZ	四川九洲	17.60	240.64	16.74	0.83	3.85	11.33	0.88
300028.SZ	金亚科技	-15.19	219.64	-10.68	287.64	12.29	99.54	0.07
002316.SZ	亚联发展	800.00	218.20	32.38	7.59	6.97	15.43	1.38
300456.SZ	耐威科技	36.13	211.33	38.80	16.08	3.41	15.17	1.20
300571.SZ	平治信息	6.71	190.36	48.32	29.32	1.29	10.65	1.24
600050.SH	中国联通	6.77	164.50	26.99	3.60	11.51	7.86	0.05
300081.SZ	恒信东方	70.19	161.94	38.49	42.75	9.48	16.29	-1.21
002583.SZ	海能达	42.77	155.76	44.94	2.90	16.13	22.90	3.97
600198.SH	*ST 大唐	-59.41	149.85	26.06	16.12	10.59	40.95	13.67
600130.SH	波导股份	-66.68	148.23	11.98	8.61	0.76	8.49	-0.84
300531.SZ	优博讯	147.09	143.13	34.56	15.10	7.88	10.38	0.04
600355.SH	精伦电子	19.09	137.11	26.11	1.41	5.29	13.83	0.67
300047.SZ	天源迪科	20.50	136.50	23.96	4.87	5.19	13.31	1.53
300205.SZ	天喻信息	11.93	130.31	25.18	4.87	8.45	9.51	0.34
300638.SZ	广和通	174.74	129.92	22.94	6.67	3.67	11.58	-0.01
000555.SZ	神州信息	13.10	128.59	18.52	4.77	6.06	6.81	0.67
600728.SH	佳都科技	17.29	110.43	14.49	3.95	4.34	6.11	0.04
300264.SZ	佳创视讯	38.24	94.78	30.33	-1.40	10.60	25.93	3.45
002194.SZ	*ST 凡谷	-25.77	85.53	8.59	-6.25	1.61	10.76	-0.14
300177.SZ	中海达	29.81	84.47	50.58	11.32	15.89	24.37	0.47
300322.SZ	硕贝德	-13.30	83.44	21.11	4.78	2.04	13.01	1.57
300134.SZ	大富科技	2.00	81.01	13.66	-5.43	2.22	19.95	1.27
300038.SZ	数知科技	86.16	74.42	30.12	17.32	0.38	9.59	0.93
300045.SZ	华力创通	24.24	72.62	48.37	12.06	3.27	29.23	-0.55
300312.SZ	邦讯技术	-28.39	70.63	38.74	-2.88	16.35	24.55	0.78
600775.SH	南京熊猫	7.91	58.68	14.95	3.95	1.32	10.57	-0.16
002396.SZ	星网锐捷	34.28	48.42	30.64	9.63	12.25	13.00	-0.30
002313.SZ	日海智能	48.58	46.40	20.60	4.02	5.44	9.65	1.54
300383.SZ	光环新网	54.78	46.14	20.35	11.15	0.56	4.56	2.04

来源: Wind 渤海证券研究所

在本次行业发布的 129 份中报中，有三分之一（47 家）的公司预告了公司三季度的业绩状况，其中 31 家公司继续保持盈利。其中 23 家继续保持业绩正增长。我们将年报业绩预告增长与三季报业绩增长进行对比可以观察到，18 家在四季度业绩将仍将加速增长，具体的如下表所。在这些公司中，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、华星创业和新海宜等是由四季度业务好转或者其它收益导致扭亏为盈。因此，其中相对于三季报来看，年报业绩继续大幅增长的公司值得重点关注。

表 8: 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%
300025.SZ	华星创业	-265.41	104.50	369.91
002316.SZ	亚联发展	218.20	502.49	284.30
002467.SZ	二六三	9.04	200.00	190.96
002089.SZ	新海宜	21.69	180.00	158.31
002547.SZ	春兴精工	3.57	122.28	118.71
002296.SZ	辉煌科技	3.64	119.77	116.13
002446.SZ	盛路通信	8.37	78.61	70.24
002151.SZ	北斗星通	-29.27	33.40	62.67
002194.SZ	*ST 凡谷	85.53	139.85	54.32
002313.SZ	日海智能	46.40	96.04	49.64
002309.SZ	中利集团	12.21	57.10	44.89
002104.SZ	恒宝股份	-13.81	15.00	28.81
002093.SZ	国脉科技	27.53	50.00	22.48
002519.SZ	银河电子	0.15	20.00	19.85
002491.SZ	通鼎互联	10.52	30.00	19.48
002017.SZ	东信和平	4.19	15.00	10.81
002465.SZ	海格通信	44.09	50.00	5.91
002396.SZ	星网锐捷	48.42	50.00	1.58
300045.SZ	华力创通	72.62	50.00	-22.62
002583.SZ	海能达	155.76	132.78	-22.98
002369.SZ	卓翼科技	272.13	241.62	-30.51
002383.SZ	合众思壮	267.91	69.47	-198.44
002115.SZ	三维通信	693.23	428.82	-264.41

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 月后的反弹行情后，三季度一直处于调整期，行业的绝对估值今年来一直向下，在 7 月份开始见底反弹，然后近期有持续向下调整，基本上都跌破了 2013 年水平，并在底部区域震荡了一年多。从下图中可以看出，BH 通信行业整体估值 PE (TTM) 为 32.66 倍，已经处于历史底部区域，其中设备子行业的估值为 29.18 倍，通信服务行业估值为 30.62 倍。后续随着外围投

资环境好转，加之 5G 网络建设启动，通信板块有望行内部业绩改善出发，估值走出底部区域，转为上升趋势。

图 10: BH 通信行业估值



来源: Wind 渤海证券研究所

四季度 5G 热点将不断兴起，从频段的拍卖到 5G 基站发布，再到各大运营商的 5G 规划，这些都意味着 5G 建设的脚步越来越近了。回顾 3G 和 4G 的建设进程，我们预计 5G 网络的建设阶段和投资方向将有以下几个要素：区别于 4G 的一年半短暂建设周期，5G 的建设周期将拉长到 3~5 年，订单释放与业绩兑现将会存在一个较长的时间周期中体现，因此板块的配置应以波段式的思路为主。具体而言，**设备侧**：2018Q4—2019Q3 为 5G 的技术卡位逻辑为主，与 5G 技术强相关的企业将获得覆盖性布局，以 5G 的牌照发放为时间节点；2019Q3—2021Q4 为 5G 网络建设的主要周期，运营商将大规模采购综合设备商以及配套企业的产品，上游器件和综合设备商将是最直接受益方；**终端侧**：2020—2022 年，终端芯片、天线与大功率电池技术的成熟将激发 5G 终端爆发与普及，移动终端产业链将获益明显；**应用与运营侧**：2021 年以后，5G 网络初步建成，基于 5G 网络的运营和新应用逐步成熟推广，运营商的 5G 的运营业务将推动其业绩增长，而电信增值类企业将在 5G 新应用业务上发力，其具体形式与商业模式目前还不好确定。

从当前市场状况观察，行业内对于 5G 中长期趋势的认同是全市场性质，由此推动的市场行情中将存在的巨大的博弈性。不过从短期看，目前还只是 5G 的初期阶段，一方面没有订单业绩的验证，另一方面也没有杀手级应用的证伪，所以行

情还处于共同推动期。同时通信行业整体估值仍处于 30 倍历史低位附近，确定的行业前景与低估值的标的吸引了市场资金的关注，因此行业内小盘 5G 概念股明显受到短线资金的关注。不过我们认为，与其寻找与 4G 的差异性的 5G 的投资机会，不如从确定性出发，对于通信行业这个技术与标准实力都集中在少数几家的巨头公司手上，受益于 5G 网络建设最大只能是综合设备商，因此像烽火、中兴和大唐等公司将是我们行业配置的必选品种。同时还可以辅以配置天线、射频和光器件等相关公司。此外需要注意行业内新技术公司的崛起，特别是放大器和芯片类公司，这类公司的国产替代性将是杀手级别的。

此外随着中美谈判结果的落地，我们认为这次谈判的结果实质上更加中性一点，在最重要的知识产权、技术转让等关键问题上任然是需要进行谈判来确认的，这对未来中国 5 年到 10 年的发展历程都具有重要的影响性，因此在关键问题没有达到实质性的一致之前，我们仍然保持中性偏乐观的观点，至少在明年三月之前，我们仍期待有适合国内通信产业的政策和环境落实。因此对于短期来说，前期收到贸易战影响最大的标的将是关注的热点，而中期将围绕着年报行情展开，业绩主线仍将是年报行情的主题，因此基于三季报基础，我们可以深挖季度环比高增长的个股进行布局，这里的核心就是寻找确定性，对于通信行业这个技术与标准实力都集中在少数几家的巨头公司手上状况，像烽火和中兴等白马公司将是我们必选品种，同时还可以辅以业绩弹性较好的天线、射频和光器件等相关公司。所以后续通信板块的机会点大概率会回到中大盘蓝筹类的品种，而前期没有实质性业绩改观的个股经过走高后，持续性并不强，需要适当回避。

对于行业内的细分子行业，我们看好以下几个方面：1) 5G 产业链、2) 物联网产业、3) 卫星通信专网产业、4) 增值通信产业。从这些子行业中筛选中长期增长的优秀企业，重点是在行业技术演进方向上有技术积累的企业，以技术转化的程度来进行择时重点配置，以获取阶段性投资成果。具体推荐品种方面，5G 综合电信设备中选取烽火通信（600498）与中兴通讯（000063）、5G 电信运营商选取中国联通（600050）、5G 光通产品选取华工科技（000988）和光迅科技（002281）、5G 器件类选通宇通讯（002792）和耐威科技（300456）；物联网设备商选取日海智能（002313）与高新兴（300098）；专网通信的中海达（300177）和海能达（002583）；增值通信选取三维通信（002115）。

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

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

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

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

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
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
陈晨

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

节能环保行业研究

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

餐饮旅游行业研究

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

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

金融科技行业研究

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
张源

传媒行业研究

姚磊

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
刘洋
+86 22 2386 1563
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良

金融工程研究

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

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
严佩佩

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
张扬
+86 22 28451945
孟凡迪

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123
张佳佳 资产配置
张一帆 公用事业、信用评级

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
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白骥玮
+86 22 2845 1659

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