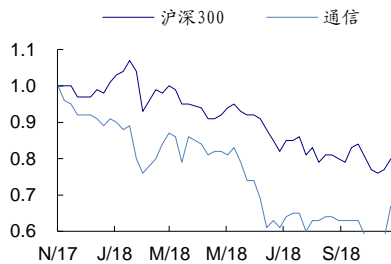


通信
通信行业 2018 年 12 月投资策略
超配

(维持评级)

2018 年 12 月 07 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

相关研究报告:

《行业快评:深圳独角兽企业调研之富途证券:优质互联网券商》——2018-10-29
 《行业快评:深圳独角兽企业调研之格隆汇:港股研究优质平台》——2018-10-22
 《行业快评:深圳独角兽企业调研之传音控股:全球新兴市场手机行业领跑者》——2018-10-15
 《5G 产业链龙头系列:5G 基站天线及小基站市场空间大,京信通信领先布局》——2018-10-11
 《通信行业周报:光博会顺利闭幕,运营商天线集采相继落地》——2018-09-11

证券分析师:程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师:李亚军

E-MAIL: liyajun1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518060001

证券分析师:汪洋

电话: 010-88005317
 E-MAIL: wangyang7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517090001

证券分析师:马成龙

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

行业月报

行业估值处于低位,看好 5G 加速

● 行业整体估值水平处于历史中低位

从 2008 年至今,通信行业整体估值最低到达过 30 倍以下,目前处在 34 倍左右,处于历史中低水位,历史估值较低的时刻分别在 3G、4G 发牌前夕,目前 5G 频率规划已接近完成,我们预计 2019 年大概率发放 5G 商用牌照。细分领域来看,根据 wind 一致预期,估值相对低的有光纤光缆(13 倍)、IDC(34 倍)和专网通信(36 倍)、估值较高的有射频(116 倍)、光器件(41 倍)和物联网(41 倍)。

● 全球 5G 竞赛,5G 拉动运营商加大资本开支

近期,美国进行了第一阶段的频谱拍卖,美国将继续实施积极的 5G 频谱战略,旨在促进美国在 5G 技术(应用)方面占据优势,频谱拍卖有望促使全球 5G 产业链加速成熟,整体进程有望提前。根据此前工信部发改委发布的信息消费计划,2020 年国内 5G 确保商用,我们认为,5G 仍将是未来三到五年通信行业确定性的投资大主题,虽然受中兴禁运事件有所影响,但全球 5G 竞赛以及国内各项政策和进程如期进行,后续 5G 作为信息网络基础设施新动能将拉动上下游投资,催生大量投资机遇。

● 看好国内 5G 发展和网络可视化、SIP 行业,坚守龙头白马

国内 5G 发展如火如荼,三大运营商在一些重点城市搭建 5G 基站,预计在今年年底将开展全面测试,同时华为等大型手机厂商也将在 2019 年初展示 5G 手机,我们认为 5G 作为下一代信息网络的基础设施,其高可靠、低时延、大容量、高速率等网络性能特征有望催生出大量全新应用,同时运营商资本开支也有望重新增长通道。

网络可视化,在全球网民数及移动用户数持续增长、网络基础设施建设步伐加快和信息消费旺盛的环境下,全球网络流量数据快速增长,全球网络可视化产品市场有望迎来一个扩张期。光模块,国内数据中心与北美差距较大,未来三年或将成为新的需求中心,互联网流量呈现爆发式增长,电信运营商对光网络进行扩容升级是必然趋势,5G 承载网对光模块的需求相对于 4G 网络将有明显提升。

● 风险提示:5G 进程低于预期,行业竞争超预期激烈;场系统性风险;重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
002912	中新赛克	买入	78.22	8,644	2.90	3.95	29.6	21.8
300628	亿联网络	买入	67.94	21,726	2.58	3.44	27.5	20.7
300383	光环新网	买入	12.76	20,650	0.44	0.62	31.1	22.2
000063	中兴通讯	买入	19.87	73,894	-1.25	0.98	-12.1	18.6
600498	烽火通信	增持	28.22	34,690	0.75	0.91	37.6	31.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

行业整体估值水平处于历史中低位

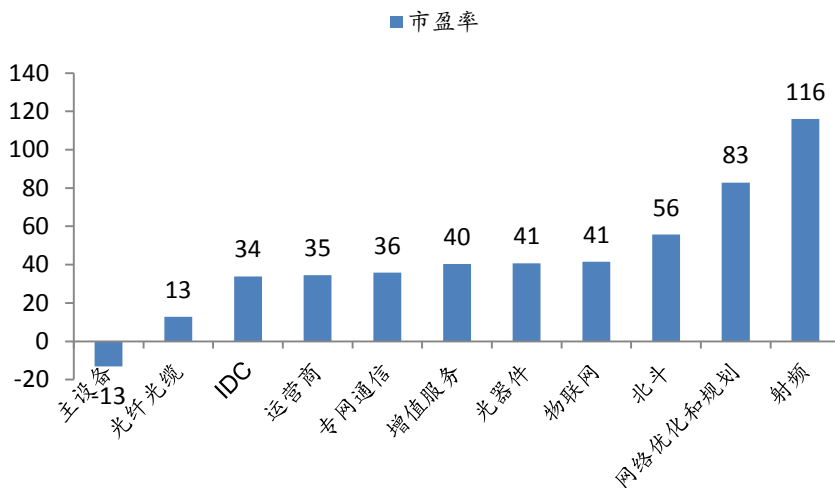
从 2008 年至今，通信行业整体估值最低到达过 30 倍以下，目前处在 33 倍左右，处于历史中低水位，历史估值较低的时刻分别在 3G、4G 发牌前夕，目前 5G 频率规划已接近完成，发牌在即。细分领域来看，根据 wind 一致预期，估值相对低的有光纤光缆（13 倍）、IDC（34 倍）和专网通信（36 倍）、估值较高的有射频（116 倍）、光器件（41 倍）和物联网（41 倍）。

图 1：通信行业整体估值水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 2：通信行业细分领域估值水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

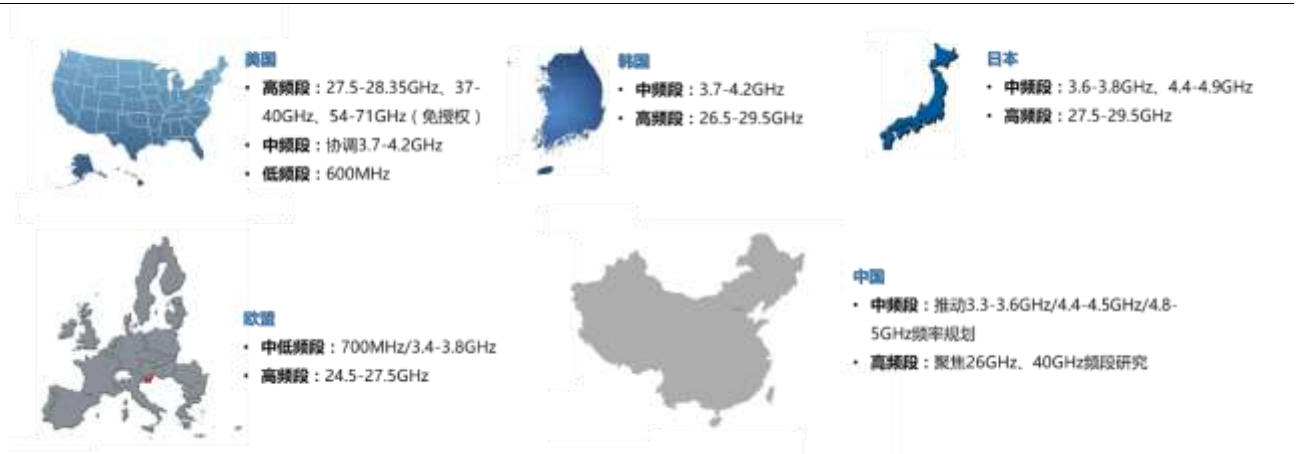
全球 5G 竞赛，5G 拉动运营商加大资本开支

近期，美国进行了第一阶段的频谱拍卖，美国将继续实施积极的 5G 频谱战略，旨在促进美国在 5G 技术（应用）方面占据优势，频谱拍卖有望促使全球 5G 产业链加速成熟，整体进程有望提前。根据此前工信部发改委发布的信息消费计划，2020 年国内 5G 确保商用，我们认为，5G 仍将是未来三到五年通信行业确定性的投资大主题，虽然受中兴禁运事件有所影响，但全球 5G 竞赛以及国内各项政策和进程如期进行，后续 5G 作为信息网络基础设施新动能将拉动上下游投资，催生大量投资机遇。

在标准化进程方面，3GPP 将在 R15 版本内加速 5G 新空口（NR）标准进程，将 5G NR 非独立组网特性提前至 2017 年 12 月完成，相比原计划提前半年，并于 2018 年 3 月冻结；2018 年 6 月完成独立组网 5G 新空口标准，并将于 2018 年 9 月冻结独立 5G 新空口标准。近期在美国里诺举行的 3GPP 分组大会上，3GPP 第一个 5G 版本——Rel.15 正式冻结，也就是 NSA（非独立组网）核心标准冻结。

在 5G 频谱规划方面，2017 年 11 月 16 日，工信部发布了 5G 系统在 3000-5000MHz 频段（中频段）内的频率使用规划，我国成为国际上率先发布 5G 系统中频段内频率使用规划的国家。同时，我们预计 5G 具体频谱划分也有望加速落地。

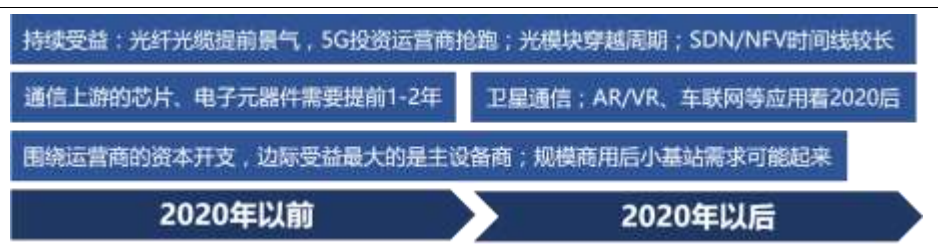
图 3：主要国家 5G 频率规划或策略



资料来源：工信部、国信证券经济研究所分析师归纳整理

我们认为，2020 年以前，投资主线主要还是在于主设备商和承载网。核心投资思路是：主设备商围绕运营商资本开支全面受益。5G 未到，承载先行。基础是光纤光缆等基础建设先拉动，牌照落地后才是基站侧天线、滤波器需求的增长，终端侧的部分投资会预先启动，最后才是内容侧的提升。

图 4：5G 产业链投资思路



资料来源：C114、国信证券经济研究所分析师归纳整理

十二月投资策略，看好国内 5G 发展和网络可视化、SIP 行业，坚守龙头白马

国内 5G 发展如火如荼，三大运营商在一些重点城市搭建 5G 基站，预计在今年年底将开展全面测试，同时华为等大型手机厂商也将在 2019 年初展示 5G 手机，我们认为 5G 作为下一代信息网络的基础设施，其高可靠、低时延、大容量、高速率等网络性能特征有望催生出大量全新应用，同时运营商资本开支也有望重新增长通道。主设备商，5G 作为未来通信行业确定性的主题，主设备商将深度受益。

网络可视化，在全球网民数及移动用户数持续增长、网络基础设施建设步伐加快和信息消费旺盛的环境下，全球网络流量数据快速增长，全球网络可视化产品市场有望迎来一个扩张期。2016 年我国网络可视化市场规模为 137.08 亿元，预计 2018 年规模将达到 199.89 亿元，2016-2018 年复合增长率将达到 20.75%。

光模块，北美 ICP 提升资本开支，加大网络基础设施投资，100G 光模块需求日益旺盛，国内数据中心与北美差距较大，未来三年或将成为新的需求中心，此外互联网流量呈现爆发式增长，电信运营商对光网络进行扩容升级是必然趋势，5G 承载网对光模块的需求相对于 4G 网络将有明显提升。

SIP 及 VSC，市场仍处于模拟话机向 SIP 转化的周期，SIP 市场年复合增长率 15%。北斗行业，国家政策大力扶持自主可控的北斗导航产业发展，下游空间非常广阔。2015 年北斗在中国整体卫星导航产业中的市场份额为 15%-20%，对应的市场规模为 300 亿-400 亿；2020 年北斗在中国整体卫星导航产业中的市场份额为 70%-80%，对应的市场规模为 2800 亿-3200 亿。IDC，流量爆发带来数据中心的大发展，IDC 最为基础设施承载方将深度受益。

重点推荐公司逻辑：

【亿联网络】

1) 公司保持较高的盈利水平和稳定的成本管控。单三季度公司实现营业收入 4.79 亿元，同比增长 26.21%，环比增长 11.92%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比增长 46.97%，环比增长 18.22%。前三季度毛利率和净利率分别为 61.17% 和 50.31%，环比企稳上升。

2) 营收增速优于行业平均水平，新业务发力叠加汇兑收益推动业绩高增长。2018 年第三季度产生的汇兑收益为 1705.46 万元（去年同期汇兑损失 1466.69 万元）。剔除汇率的影响，公司第三季度营收增速约 25%（前三季度 30%），扣非且扣除汇兑损益后的归母净利润增速约 22%（前三季度 16%）。相比 SIP 行业复合增速 17%，成长性优于行业平均。

3) 公司逐步将经营重心移向云服务器和 VCS 业务上，加大研发和人员投入，单第三季度研发费用为 3048.86 万元，同比增长 36%。

看好公司的云通信布局，预计公司 2018-2020 年的营业收入为 18.10/23.24/29.35 亿元，归母净利润 7.89/9.83/11.54 亿元，EPS 为 2.64/3.29/3.86 元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。

【光环新网】

1) 业绩符合市场及我们预期，业绩大幅增长主要原因为云计算和 IDC 业务均保持快速增长；

2) 云计算业务方面, 实现营收为 32.83 亿元 (+61%), 营收占比达到 73%, 其中, AWS 业务前三季度收入预计在 15-16 亿元 (+60%), 无双科技收入预计在 16-17 亿元 (+70%);

3) IDC 及其它业务方面, 收入预计在 11-12 亿元 (+40%)。上海嘉定、酒仙桥三期、燕郊二期、太和桥等项目处于陆续上架过程中, 房山项目完成工程主体建设, 进度基本符合预期, 目前 3 万个机柜基本都完成销售, 上架率在 70%-80% 的样子;

4) 科信盛彩自 8 月起全部利润并表, 并表 1300-1400 万, 前三季度一共贡献 2000 万, 实际大概 6000 万, 即便不考虑这部分内生增长在 42%

5) 应收账款增长较快, 前三季度达到 19.11 亿元 (+94%), 主要原因为云计算业务快速发展, 云业务一般回款有一个季度的之后, 总体上坏账可能性不大。

盈利预测与估值方面: 预计 18-20 年, 归母净利润分别为 6.6/9.3/12.8 亿元 (今年备考 7 亿, 27 倍), 同比增速为 52%/41%/37%, 今年动态 PE 为 29/21 倍, 维持“买入”评级。

【中兴通讯】

1) 第三季度生产经营得到恢复, 受 BIS 禁令影响较大, 后续改善情况需继续跟踪

一季度归母净利润和扣非后的归母净利润均为公司 7 年来单季度水平最高, 二季度遭到 BIS 激活拒绝令, 2018 年 5 月 9 日停止正常经营, BIS 解除禁令后, 7 月开始经营状况逐步得到恢复, 环比改善明显, 第三季度单季度营收下滑 14.34%, 下滑幅度相对半年报数值有所减少, 第三季度单季度净利润 5.64 亿元, 后续改善情况需继续跟踪。

2) 积极配合 BIS, 最大程度减少负面影响

经过谈判, 公司积极采取行动, 缴纳罚款及更换公司和中兴康讯的全部董事会成员, 并且中兴通讯自费聘任一名独立特别合规协调员, 负责协调、监察、评估和汇报中兴通讯及其全球子公司或关联企业在监察期内遵守《美国出口管理法案》、条例、协议和 2018 年 6 月 8 日命令的情况, 目前公司新任管理层已经到位, 期待带领公司走出低谷。

3) 看好公司作为 5G 先锋其长远的战略布局和龙头地位, 维持“买入”评级

公司作为 A 股国内 5G 龙头企业, 业务聚焦运营商网络、政企、消费者三大领域, 积极拓展 Pre-5G/5G、物联网、车联网、光通信、硅光等战略性新兴市场。运营商网络, 在运营商测试中排名前列, 屡次斩获大单, 国内和欧洲均有布局和突破, 考虑到公司在 5G 领域的深远布局和竞争实力, 管理机制改善, 未来业绩有望恢复性高增长。预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 -1.54/0.99/1.21 元, 维持“买入”评级。

【中新赛克】

1) 宽带网产品引领成长。公司前三季度宽带网产品收入 2.79 亿, 单季度收入 1.4 亿左右, 超过上半年的总和; 移动网产品收入 1.34 亿, 单季度确认 3400 万左右, 增速有所放缓; 网络内容安全产品收入 4200 万, 大数据业务 330 万, 表现良好。我们认为, 随着去年年底及今年年初签订的宽带网产品订单下半年进入密集确认期, 宽带网产品业绩表现将大幅攀升。

2) 毛利率依旧维持在高位, 不降反增。宽带网产品毛利率达到 87.86%, 相比上半年的 86.48% 有所提高, 延续毛利率不断提高态势; 移动网产品毛利率 72.63%, 在上半年基础上小幅下降, 但降幅缩窄。三季度综合毛利率小幅上升至 81.69%。

3) 截止三季度, 公司收到的预收账款为 3.96 亿元, 相较于上半年的 2.56 亿增加 1.4 亿, 为接下来的业绩提供重要保证。

【烽火通信】

1) 前三季度业绩来看, 还是符合市场预期的。实现营收 174 亿元, 同比增长 16%, 归母净利润 6.3 亿元, 同比增长 6%。单三季度来看, 营收 62 亿元, 同比增长 16%, 归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 12%, 业绩还是比较稳健的。

2) 值得注意的是, 随着销售规模的不断扩大, 回款滞后、原材料备货等因素, 公司现金流依然略显紧张。前三季度公司应收账款同比增长 36%, 短期借款同比增长 95%, 现金流还是比较紧张。8 月份在公司调研, 我们就提到了这个问题, 公司也表示未来会加大对应收的管理。

3) 三季度在运营商集采中, 公司表现抢眼。在中国移动 GPON 设备、光分路器、智能机顶盒、蝶形光缆等集采招标中, 公司均获得不错的中标份额, 为明年的持续增长奠定坚实基础。

盈利预测与估值方面: 预计 18-20 年, 归母净利润分别为 8.8/10.6/12.8 亿元, 同比增速为 6%/22%/20%, 当前股价对应 PE 为 36/29/24 倍, 维持“增持”评级。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2017
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300383	光环新网	买入	12.76	0.23	0.44	0.62	34.3	31.1	22.2	3.4
002912	中新赛克	买入	78.22	0.94	2.90	3.95	33.6	29.6	21.8	17.9
300628	亿联网络	买入	67.94	1.98	2.58	3.44	23.4	27.5	20.7	6.3
000063	中兴通讯	买入	19.87	1.09	-1.25	0.98	30.1	-12.1	18.6	5.2
600498	烽火通信	增持	28.22	0.74	0.75	0.91	38.9	37.6	31.0	3.2

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032