

通信

证券研究报告

2019年03月22日

运营商 Capex 企稳回升，夯实行业底部反转信号

运营商 Capex 开始企稳回升，4G 到 5G 周期的底部反转信号确立

从三大运营商 Capex 总量上看：国内三大运营商 2018 年实际资本开支完成额为 2869 亿元，同比下滑 7%，2019 年 Capex 预算约为 3029 亿元，同比增长 5.6%。可以看出，运营商 Capex 经历了连续 3 年下滑（2016-2018 年分别下滑 18.7%、13.4%和 7%）之后开始企稳回升，4G 到 5G 周期的底部信号显现。我们认为，2019 年运营商 Capex 企稳回升，一方面源于 4G 的投资周期拉长，4G 投资力度比市场预期的要大；另一方面，出现了 5G 纯增量的投资预算。

拆解 Capex 结构，无线侧/BOSS 支撑系统/通信基建等领域的投资迎来增长

从 Capex 支出结构上看，无线侧的投资（4G&5G）是最大亮点：2019 年运营商无线侧的投资基本以 4G 和 5G 为主，今年无线侧总的资本开支为 1396 亿元，同比增长 19%，经历了 3 年持续下滑后（2016-2018 年无线侧 Capex 分别下滑 20%、20%和 9%），2019 年重新迎来快速增长。

三家运营商除了无线侧投资有明显增长，类似增值业务/支撑系统/信息及应用的投资力度有显著增长，其中中国移动尤为凸出。传输网受网络扩容升级需求拉动，波动不大，基建投资开始呈稳中略升趋势，固定宽带业务投资力度开始减弱。

投资建议：

三大运营商资本开支历经 3 年连续下滑之后，开始企稳回升，并且未来有望迎来持续增长，4G 到 5G 周期的底部信号进一步夯实，有望坚定和提升市场对通信行业的投资信心：

首先无线侧资本开支开始出现快速增长，成为 2019 年运营商的投资重点，建议关注主设备商、天馈射频、光器件/光模块领域的投资机会：

1) 重点关注设备商：中兴通讯（主设备龙头）、烽火通信、星网锐捷（ICT 领先厂商）；

2) 上游射频器件及材料：世嘉科技、沪电股份（PCB 龙头，天风电子团队联合覆盖）、深南电路、生益科技、硕贝德、通宇通讯（A 股天线龙头）、武汉凡谷等；

3) 光器件/光模块：中际旭创（数通光模块龙头，切入 5G 市场）、天孚通信（上游器件龙头）、光迅科技（光模块/器件龙头，高端芯片有望突破）、剑桥科技、博创科技、新易盛等；

其次，类似增值业务/支撑系统/信息及应用的投资力度有显著增长，其中中国移动尤为凸出，建议关注：

1) BOSS 系统厂商：天源迪科、东方国信、创意信息、亚信科技等。

最后，基建投资开始呈稳中略升趋势，随着未来 5G 加速到来，有望迎来较大投资机会，建议关注：

1) 通信基础设施：中国铁塔、华体科技（和天风建筑团队联合覆盖）、中国通信服务、三维通信、佳力图、英维克等；

风险提示：5G 商用进度低于预期，中美贸易纠纷等风险

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzheneng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《通信-行业研究周报:网络提速降费刺激产业发展，联通资本开支大幅增长》2019-03-17

2 《通信-行业研究周报:超高清视频行动计划落地，应用推动网络升级进程加速》2019-03-10

3 《通信-行业深度研究:边缘计算：5G 应用核心平台，产业链空间广阔》2019-03-05



重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-03-21	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000063.SZ	中兴通讯	28.90	买入	1.09	-1.55	1.29	1.62	26.51	-18.65	22.40	17.84
600498.SH	烽火通信	31.84	买入	0.74	0.84	1.03	1.35	43.03	37.90	30.91	23.59
300308.SZ	中际旭创	57.81	买入	0.34	1.32	1.75	2.37	170.03	43.79	33.03	24.39
002463.SZ	沪电股份	11.05	买入	0.12	0.35	0.42	0.55	92.08	31.57	26.31	20.09
603679.SH	华体科技	38.30	买入	0.52	0.90	1.50	2.15	73.65	42.56	25.53	17.81
002115.SZ	三维通信	12.60	增持	0.09	0.39	0.61	0.84	140.00	32.31	20.66	15.00
002396.SZ	星网锐捷	24.42	增持	0.81	1.06	1.28	1.50	30.15	23.04	19.08	16.28
300047.SZ	天源迪科	17.29	增持	0.39	0.54	0.72	0.88	44.33	32.02	24.01	19.65
603912.SH	佳力图	17.04	增持	0.39	0.55	0.72	0.87	43.69	30.98	23.67	19.59
002281.SZ	光迅科技	33.30	增持	0.52	0.52	0.67	0.85	64.04	64.04	49.70	39.18

资料来源：WIND，天风证券研究所

内容目录

1. 三大运营商资本开支企稳回升，行业底部信号夯实	4
2. 投资建议.....	6
3. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：运营商资本开支企稳回升，通信行业底部信号进一步夯实（单位：亿元）	4
图 2：运营商无线侧资本开始开始迎来快速增长（单位：亿元）	5
图 3：三大运营商资本开支结构.....	6

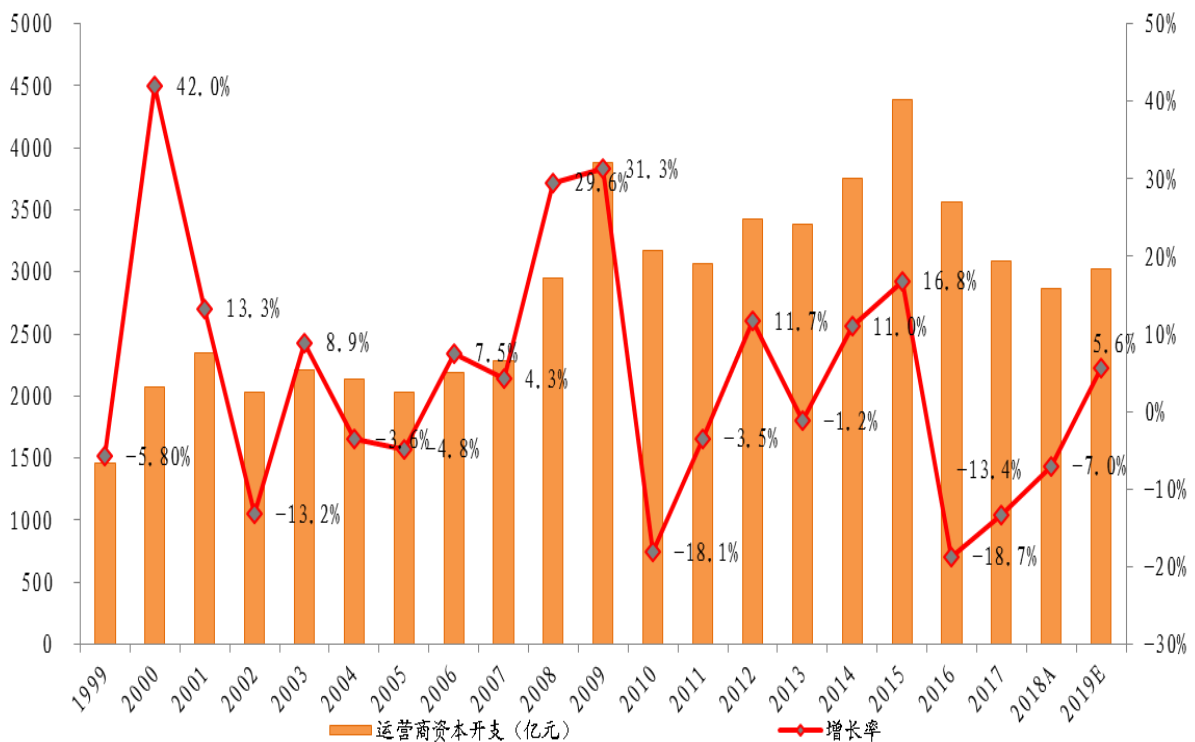
2 个前提假设：

- 1) 根据 C114 报道的联通业绩发布会，2019 年联通 5G 投资预计为 60-80 亿元，我们报告中统一取中值 70 亿元来进行分析；
- 2) 电信披露 19 年 5G 投资约 90 亿元，而中国移动未披露 5G 投资的具体数字，参考电信、联通今年 5G 投资占比总的 Capex 都超过 10%，我们预计移动今年的 5G 投资将占到总 Capex 的 10%，即 170 亿左右。

1. 三大运营商资本开支企稳回升，行业底部信号夯实

首先，从 Capex 总量上看：国内三大运营商 2018 年实际资本开支完成额为 2869 亿元，同比下滑 7%，2019 年 Capex 预算约为 3029 亿元，同比增长 5.6%。可以看出，运营商 Capex 经历了连续 3 年下滑（2016-2018 年分别下滑 18.7%、13.4%和 7%）之后开始企稳回升，4G 到 5G 周期的底部信号显现。我们认为，2019 年运营商 Capex 企稳回升，一方面源于 4G 的投资周期拉长，4G 投资力度比市场预期的要大；另一方面，出现了 5G 纯增量的投资预算。

图 1：运营商资本开支企稳回升，通信行业底部信号进一步夯实（单位：亿元）



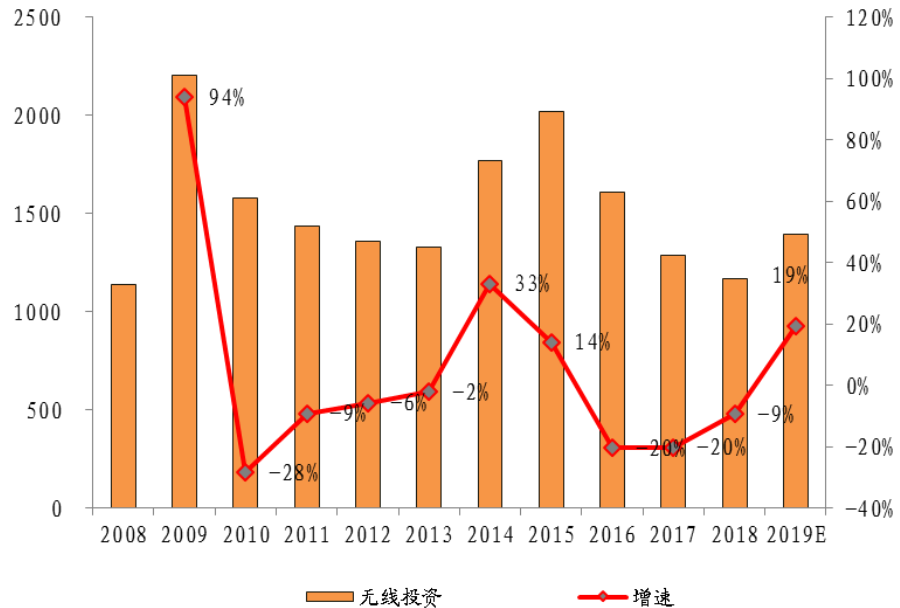
资料来源：三大运营商业绩发布会推介材料，天风证券研究所

其次，从 Capex 支出结构上看，无线侧的投资（4G&5G）是亮点：2019 年运营商无线侧的投资基本以 4G 和 5G 为主，今年无线侧总的资本开支为 1396 亿元，同比增长 19%，经历了 3 年持续下滑后（2016-2018 年无线侧 Capex 分别下滑 20%、20%和 9%），2019 年重新迎来快速增长。

无线侧 Capex 出现快速增长，源于两方面的因素：1) 移动、电信和联通新增了 5G 投资预算，我们测算下来三家运营商 5G 总投资约为 330 亿元（移动 170 亿、联通 70 亿、电信 90 亿），占总 Capex 的 10.9%；2) 2019 年三家运营商 4G 投资力度仍然很大，扣除 5G 投资，联通无线侧 Capex 为 197 亿元，同比增长 4.2%，表现尤为凸出。中国电信无线侧

Capex (扣除 5G) 为 280 亿元, 同比下滑 5.4%, 中国移动无线侧 Capex (扣除 5G) 约为 589 亿元, 同比下滑 14%。

图 2: 运营商无线侧资本开支开始迎来快速增长 (单位: 亿元)



资料来源: 三大运营商业绩发布会推介材料, 天风证券研究所

另外值得注意的是, 三家运营商除了无线侧投资有明显增长, 类似增值业务/支撑系统/信息及应用的投入力度有显著增长, 其中中国移动尤为突出。传输网受网络扩容升级需求拉动, 波动不大, 基建投资开始呈稳中略升趋势, 固定宽带业务投入力度开始减弱。

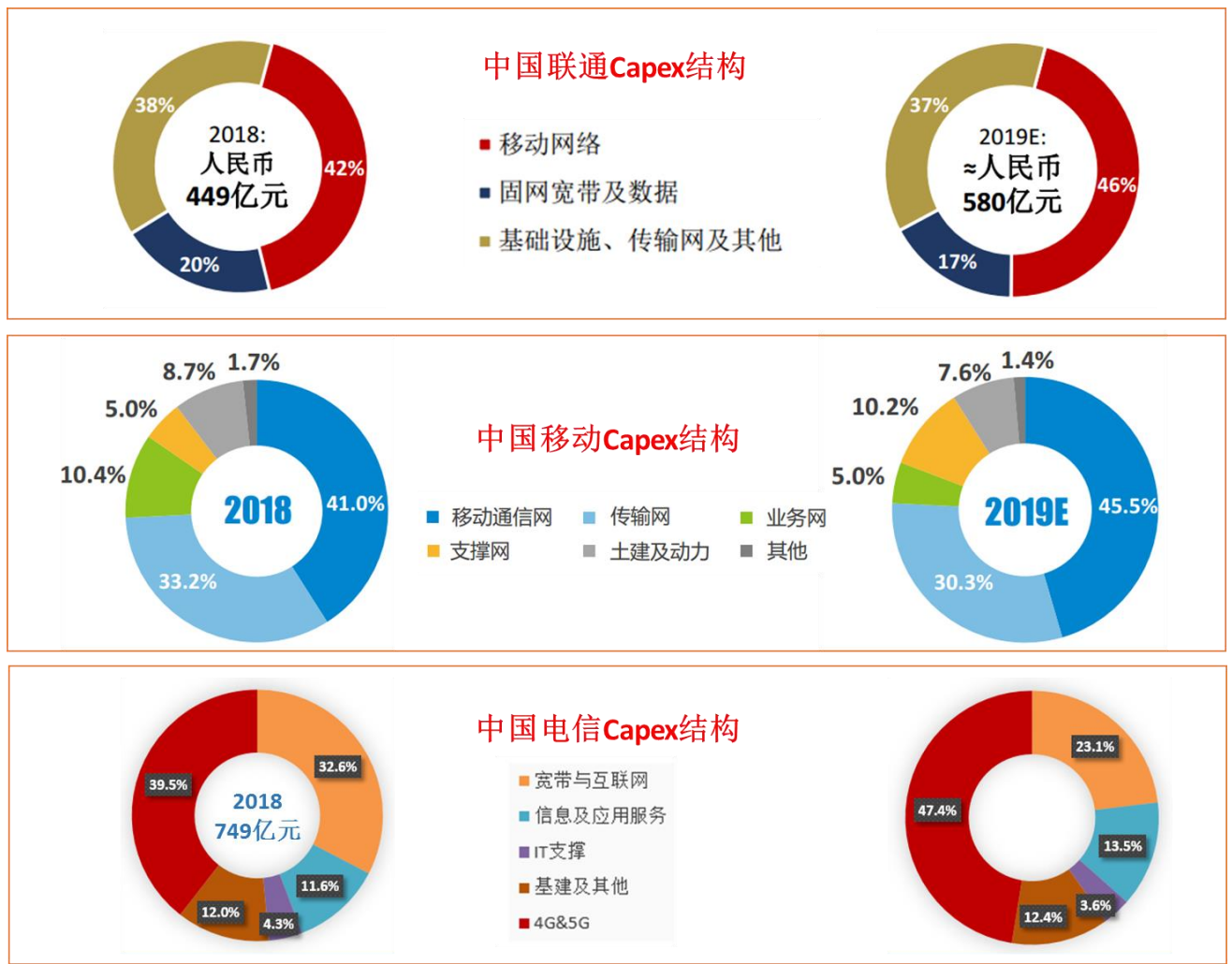
再次, 三家运营商分开来看, 2019 年中国移动 Capex 约为 1669 亿元, 同比基本持平; 中国电信 Capex 为 780 亿元, 同比增长 4.1%; 中国联通 Capex 为 580 亿元, 同比增长 29%。从 Capex 的支出结构上看:

1) **中国移动:** 其中移动通信的支出占比最大 (45.5%), 同比去年提升 4.5 个百分点, 主要为新增 5G 投资带动增长; 传输网投资 506 亿元, 同比下降 8.8%, 预计为光纤宽带网络投资力度有所减弱; 支撑系统的投入为 170 亿元, 同比去年大幅增长 103.8%, 投资占比为 10.2%, 同比提升了 5.2 个百分点; 另外, 业务网投资 83 亿元, 同比去年 174 亿元出现了较大幅度下滑。

2) **中国联通:** 移动网络的投资力度在加大, 从 2018 年的 42% 占比提升到 2019 年的 46%, 提升了 4 个百分点, 具体分析看 5G 新增 60-80 亿元投资, 另外 4G 投资也预计稳中略升; 基础设施、传输网及其他的投入占比基本保持不变, 但是投资规模为 215 亿元, 同比去年增长了 25.7%; 固网宽带及数据业务投资占比为 17%, 同比下降了 3 个百分点, 但是投资规模上同比还是增长 9.8%, 预计为数据业务投资拉动。

3) **中国电信:** 无线是最大投资方向, 4G 和 5G 支出规模为 370 亿元 (其中 5G 预计为 90 亿元), 同比增长 25.1%, 支出占比为 47.4%, 比去年提升了近 8 个百分点; 宽带和互联网投资规模为 180 亿元, 同比下滑 26.4%, 其支出占比也大幅下降了 9.5 个百分点; 另外, 信息及应用服务投资规模 105 亿元, 同比去年增长 20.9%。

图 3：三大运营商资本开支结构



资料来源：三大运营商业绩发布会推介材料，天风证券研究所

2. 投资建议

综合分析，三大运营商资本开支历经3年连续下滑之后，开始企稳回升，并且未来有望迎来持续增长，4G到5G周期的底部信号进一步夯实，有望坚定和提升市场对通信行业的投资信心。从资本开支结构分析看出，首先无线侧资本开支开始出现快速增长，成为2019年运营商的投资重点，建议关注主设备商、天馈射频、光器件/光模块领域的投资机会：

- 1) 重点关注设备商：中兴通讯（主设备龙头）、烽火通信、星网锐捷（ICT领先厂商）；
- 2) 上游射频器件及材料：世嘉科技、沪电股份（PCB龙头，天风电子团队联合覆盖）、深南电路、生益科技、硕贝德、通宇通讯（A股天线龙头）、武汉凡谷等；
- 3) 光器件/光模块：中际旭创（数通光模块龙头，切入5G市场）、天孚通信（上游器件龙头）、光迅科技（光模块/器件龙头，高端芯片有望突破）、剑桥科技、博创科技、新易盛等；

其次，类似增值业务/支撑系统/信息及应用的投入力度有显著增长，其中中国移动尤为突出，建议关注：

1) BOSS 系统厂商：天源迪科、东方国信、创意信息、亚信科技等。

最后，基建投资开始呈稳中略升趋势，随着未来 5G 加速到来，有望迎来较大投资机会，建议关注：

1) 通信基础设施：中国铁塔、华体科技(与天风建筑团队联合覆盖)、中国通信服务、三维通信、佳力图、英维克等；

3. 风险提示

5G 商用进度低于预期，中美贸易纠纷等风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com