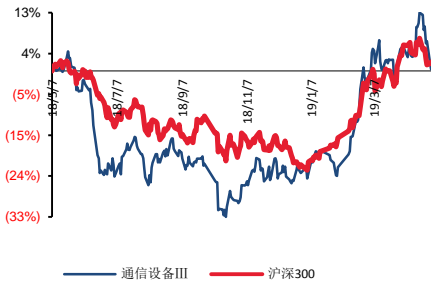


信息技术 技术硬件与设备

## 基本面未到底部，5G 投资成为关键

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

### ■ 推荐公司及评级

#### 相关研究报告:

《业绩略低预期,期待 5G 研发投入变现》--2019/04/30

《多地政府 5G 规划出炉,2020 年 5G 远未到高峰》--2019/04/29

证券分析师: 宋辉

电话:

E-MAIL: songhui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519040001

### 报告摘要

**1、行业现状: 整体 ROE 持续下滑, ROE 普遍低于 10%:** 我们认为 5G 行业应用场景将会是电信运营商的重要增长点,但是由于通信与产业的结合属于慢过程,数字化收入贡献也将会循序渐进,基于理性判断运营商对 5G 投资也会是循序渐进。加之通信产业链下游运营商及中游设备商集中度非常高,产业议价能力非常强,上游非核心元器件及相关服务支撑等竞争格局较差的子行业盈利周期缩短、盈利能力变差将会是大概率时间。

**2、判断: 基本面未到底部, 5G 投资成为关键:** 应收账款推动收入增长,营业现金流难跟上收入增长;物联网、基站上游等部分子行业库存周转边际有改善;毛利同比下滑为主,竞争激烈格局未见显著改观,研发投入有所放缓恐降低 5G 长期竞争优势。

**3、投资逻辑: 5G 牌照前期估值为通信主设备相关行业的主要逻辑,重点关注物联网等业绩改善子行业:** 坚持两条主线 5G 设备相关产业链+5G 应用,设备端主设备厂商 5G 牌照之前估值提升逻辑,重点关注中兴通讯;5G 碎片化应用推动网络 NFV 化,重视服务器、数通交换机投资机会,重点关注紫光股份、浪潮信息、星网锐捷等;物联网应用将会是 5G 应用的重要抓手,重点关注金卡智能、高新兴、移为通信、拓邦股份等。

**4、风险提示:** 运营商收入持续下滑传导 CAPEX 谨慎,影响 5G 整体投资进展。5G 产业应用推进慢于预期;中美贸易战风险。

## 目录

一、 现状：整体 ROE 持续下滑，ROE 普遍低于 10% .....	4
(一) 光纤光缆、物联网终端模组、云视频等子行业 ROE 连续三年保持 10% 以上，光模块行业 18 年 ROE 水平首次低于 10% .....	5
(二) 主设备厂商、通信服务、基站天线射频、网络基站配套等行业，连续 3 年 ROE 低于 10% .....	5
二、 展望：基本面未到底部，5G 投资成为关键 .....	7
(一) 应收账款推动收入增长，物联网、基站上游等部分子行业库存周转边际有改善 .....	7
(二) 竞争激烈格局未见显著改观，研发投入有所放缓 .....	9
三、 5G 牌照前期估值为通信主设备相关行业的主要逻辑，重点关注物联网等业绩改善子行业 .....	10

## 图表目录

图表 1 通信板块全年 ROE15 年后持续下滑.....	4
图表 2 通信板块 Q1ROE 未见明显.....	4
图表 3: 电信业务收入增速下滑.....	4
图表 4: 通信板块 ROE 高于 10%子行业.....	5
图表 5: 通信板块 ROE 低于 10%子行业.....	5
图表 6: 主要产业链收入增速下滑.....	6
图表 7: 2018 年主要子行业毛利率持续下滑.....	6
图表 8: 2019Q1 营业收入增长率.....	7
图表 9: 2019Q1 高 ROE 子行业应收账款周转率.....	8
图表 10: 2019Q1 低 ROE 子行业应收账款周转率.....	8
图表 11: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(整体法).....	8
图表 12: 物联网模组及基站上游库存周转率提升.....	9
图表 13: 毛利情况.....	10
图表 14: 研发占收比例.....	10

## 一、现状：整体 ROE 持续下滑，ROE 普遍低于 10%

**通信整体板块ROE持续下滑:**通信整体板块看,15年后整体板块盈利能力持续下滑,我们认为除了4G后周期运营商投资减弱之外,提速降费政策也是导致运营商产业链盈利困难重要原因。电信运营商作为通信产业链的整个产业终点,电信运营商对其未来收入增长的预期影响其资本开支支出,进而影响整个电信通信产业链盈利能力。

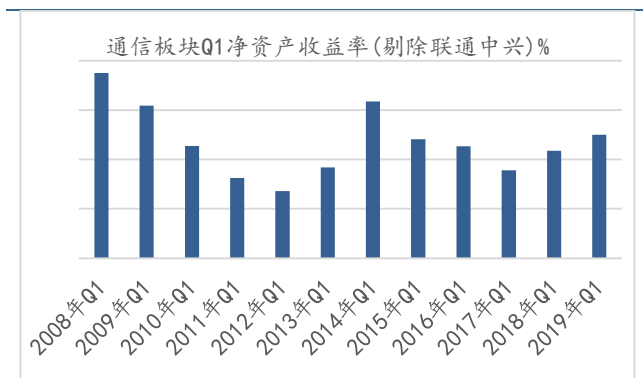
4G数据流在海外运营商证实下成为运营商收入增长的重要来源,从14-15年情况看,国内三大运营商进入4G建设高峰期,为后续应收增长提供网络保障。

图表 1 通信板块全年 ROE15 年后持续下滑



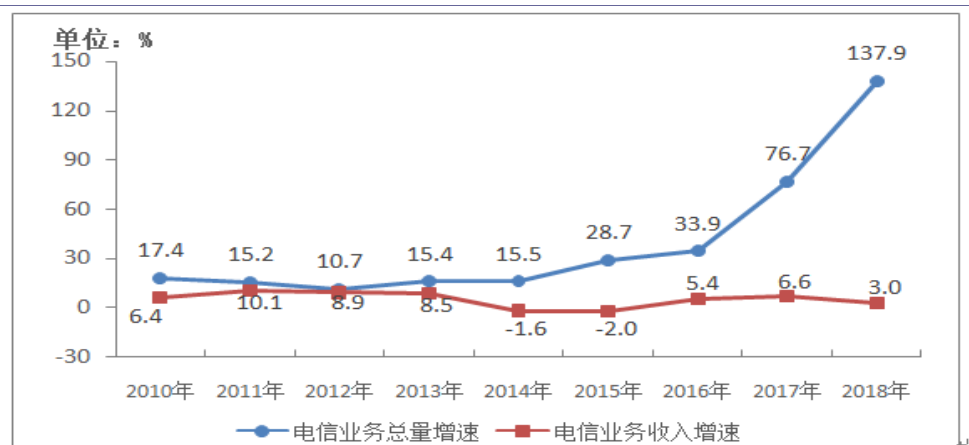
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 2 通信板块 Q1ROE 未见明显



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3: 电信业务收入增速下滑



资料来源: 工信部, 太平洋证券整理

我们认为5G三大应用场景中,数字化场景将会是电信运营商的重要增长点,但是由于通信与产业的结合属于慢过程,数字化收入贡献也将会循序渐进,基于理性判断

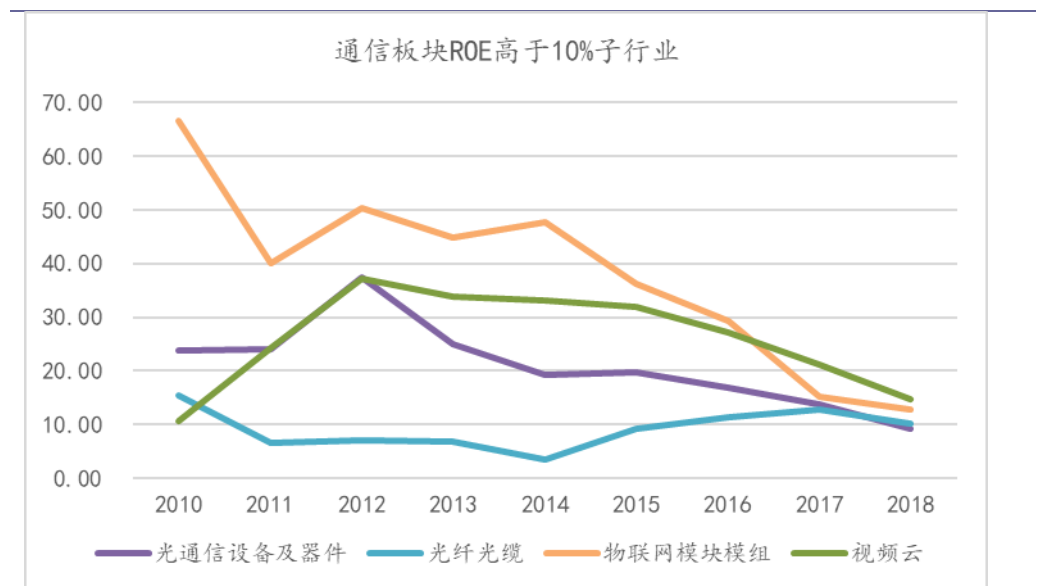
运营商对5G投资也会是循序渐进。加之通信产业链下游运营商及中游设备商集中度非常高，产业议价能力非常强，上游非核心元器件及相关服务支撑等竞争格局较差的子行业盈利周期缩短、盈利能力变差将会是大概率时间。

### (一) 光纤光缆、物联网终端模组、云视频等子行业 ROE 连续三年保持 10% 以上，光模块行业 18 年 ROE 水平首次低于 10%

通信行业产业链较长，按照产业标准我们划分了通信行业中 20 多个子行业，其中只有 3 个子行业连续三年 ROE 保持 10% 以上，2018 年光模块行业首次 ROE 回落到 10% 以下。

光模块 ROE 下滑主要原因：受到国内 FTTH 投资放缓、中美贸易战以及中兴通讯等事件影响，相关供应商光迅科技、新易盛等主要厂商收入下滑，盈利能力不足导致。

图表 4：通信板块 ROE 高于 10% 子行业

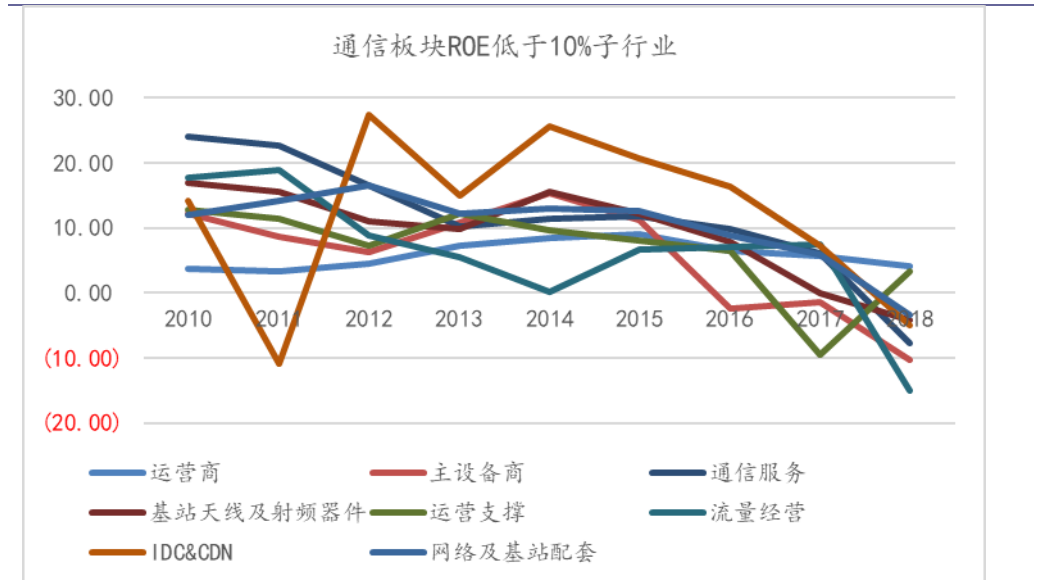


资料来源：WIND，太平洋证券整理

### (二) 主设备厂商、通信服务、基站天线射频、网络基站配套等行业，连续 3 年 ROE 低于 10%

主设备厂商、通信服务、基站天线射频、网络基站配套等和运营商资本开支高度相关的子行业，连续 3 年 ROE 水平低于 10%：主设备厂商中兴通讯主要受美国罚款影响，16 年、18 年严重亏损，烽火通信 17-18 年 ROE 低于 10% 主要原因在于中国移动 FTTH 建设进度放缓，行业景气度下滑导致收入增长下滑。

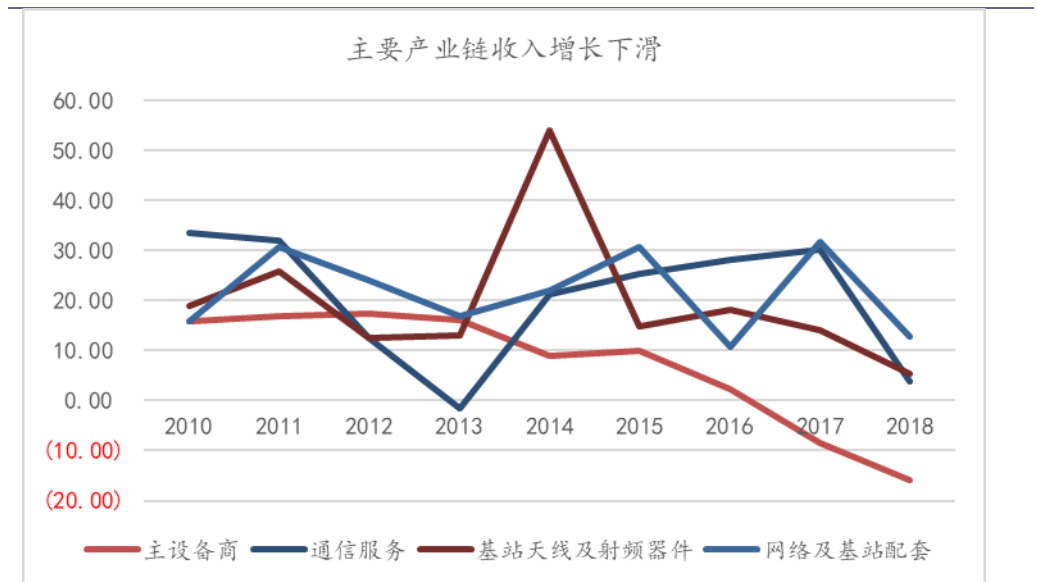
图表 5：通信板块 ROE 低于 10% 子行业



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

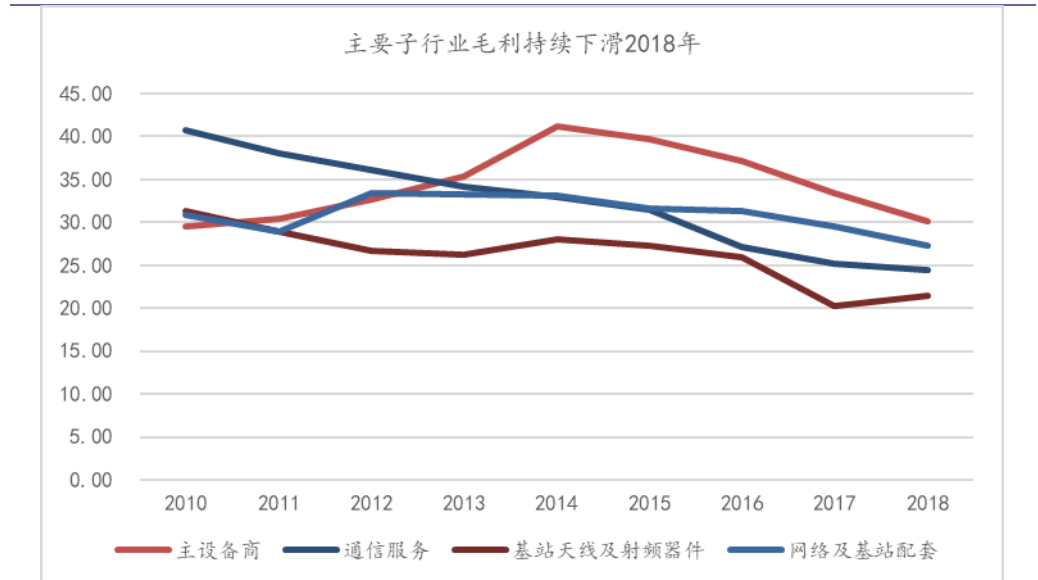
通信服务、基站天线射频、网络基站配套等子行业收入增长率下滑, 竞争激励导致毛利持续下行, 盈利能力偏弱。

图表 6: 主要产业链收入增速下滑



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 7: 2018 年主要子行业毛利率持续下滑



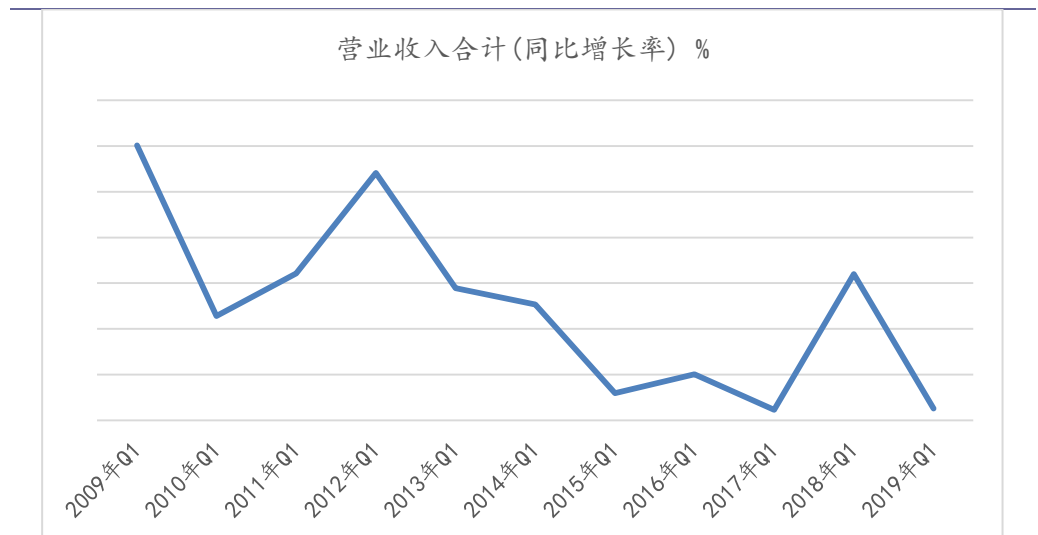
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 二、判断: 基本面未到底部, 5G 投资成为关键

### (一) 应收账款推动收入增长, 物联网、基站上游等部分子行业库存周转边际有改善

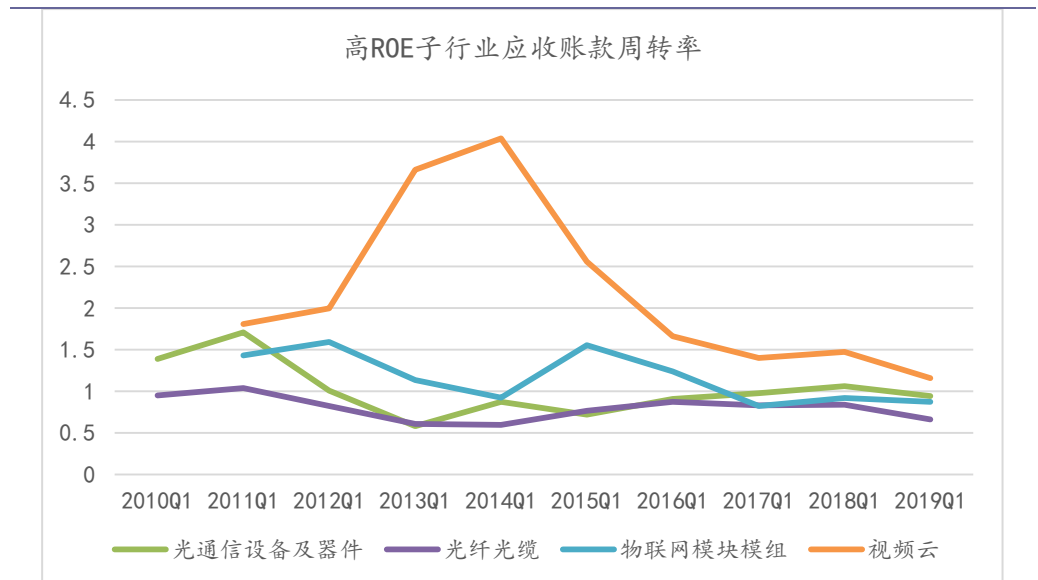
整体收入(剔除中国联通及中兴通讯后)增长率维持低位, 从应收账款上看, 各个主要子行业应收账款周转率持续下滑, 收入增长的背后是应收账款的快速累计, 经营性现金流情况持续走低。

图表 8: 2019Q1 营业收入增长率



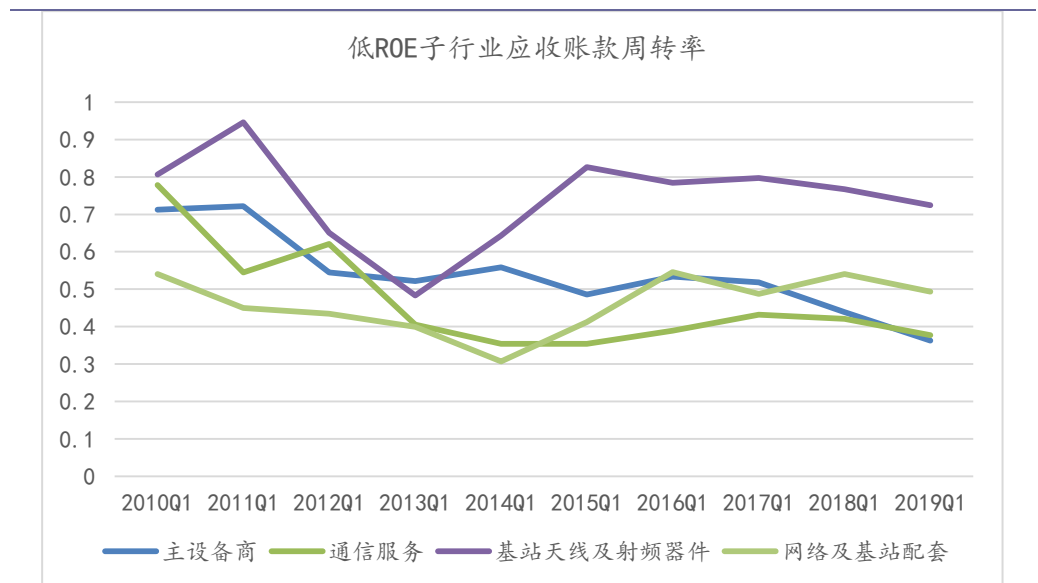
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 2019Q1 高 ROE 子行业应收账款周转率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

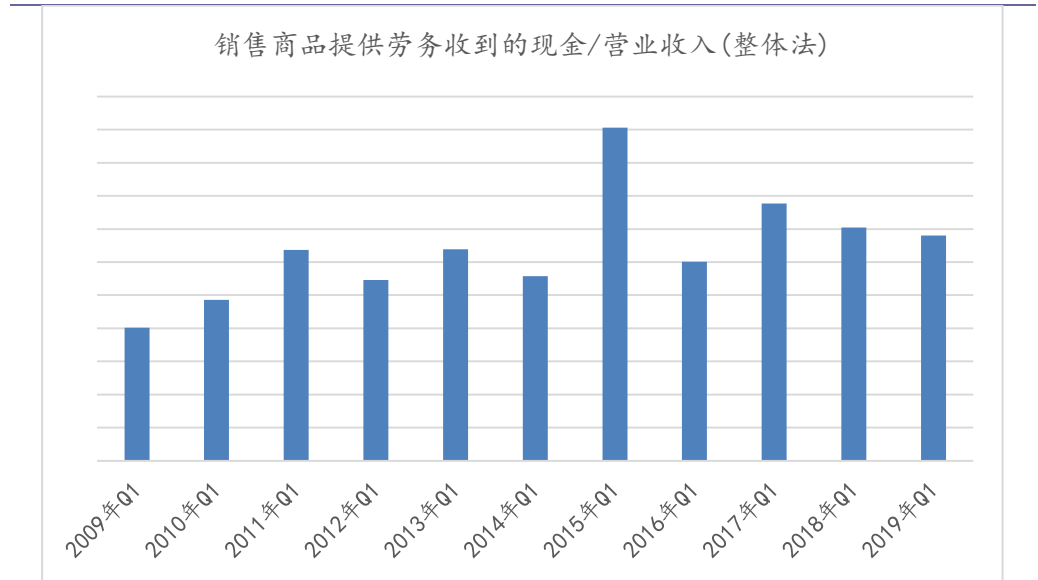
图表 10: 2019Q1 低 ROE 子行业应收账款周转率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(整体法)

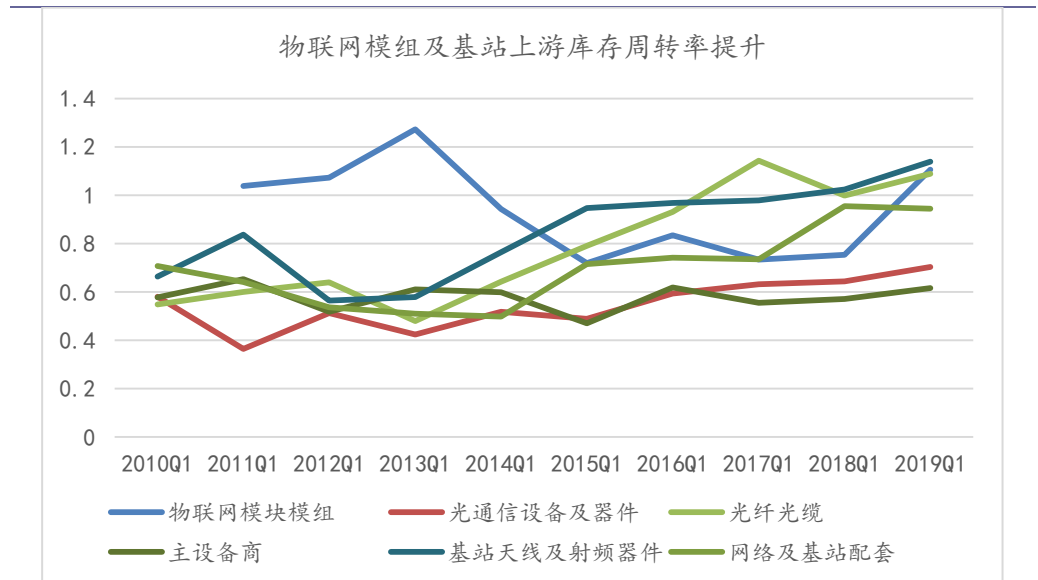




资料来源: WIND, 太平洋证券整理

物联网模组、基站天线及射频器件存货周转率边际改善, 由于下游需求向好物联网模组行业库存周转率快速提升, 基站侧上游在4G扩容的刺激下, 库存周期缩短。

图表 12: 物联网模组及基站上游库存周转率提升



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

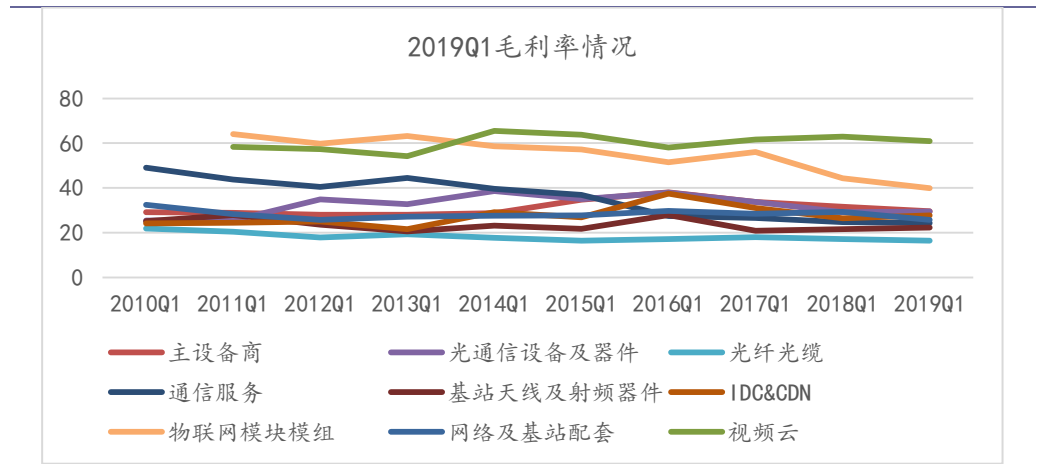
## (二) 竞争激烈格局未见显著改观, 研发投入有所放缓

行业毛利率持续下滑, 产业竞争激励的状况仍未改观, 我们统计的多个子行业情

况看，几乎所有及行业毛利同比持续下滑，行业竞争激励的状况未见改观。

毛利同比略有改善的行业包括基站天线及射频相关、光模块、ICD/CDN等行业，后续可以重点关注4G扩容及5G投资对基站设备上游产业的拉动。

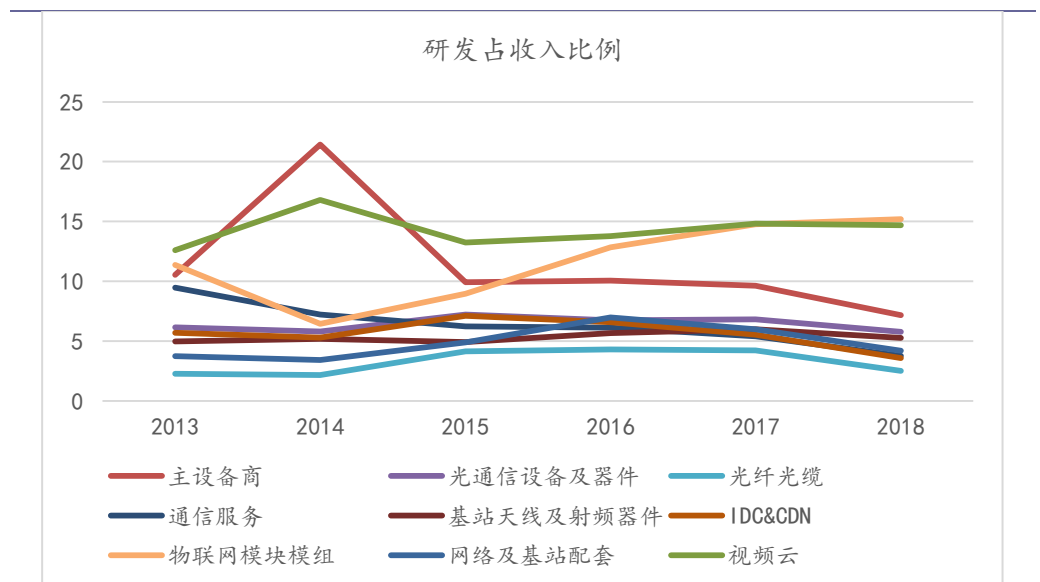
图表 13：毛利情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

物联网模组、云视频等行业持续高强研发投入，整体看行业研发投入有所降低，需要警惕5G长期技术竞争优势能否持续：18年受到中美贸易战、运营商资本开支降低影响，研发投入降到近年低位。

图表 14：研发占收比例



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 三、5G 牌照前期估值为通信主设备相关行业的主要逻辑，

## 重点关注物联网等业绩改善子行业

历史经验看，无线通信牌照发放前一年，通信板块估值快速提升，牌照发放后估值回落。按照5G产业成熟度判断，我们认为2019年年底发放5G牌照为大概率。

投资建议：坚持两条主线5G设备相关产业链+5G应用，设备端主设备厂商5G牌照之前估值提升逻辑，重点关注中兴通讯；5G碎片化应用推动网络NFV化，重视服务器、数通交换机投资机会，重点关注紫光股份、浪潮信息、星网锐捷等；物联网应用将会是5G应用的重要抓手，重点关注金卡智能、高新兴、移为通信、拓邦股份等。

## 四、风险提示

运营商收入持续下滑传导CAPEX谨慎，影响5G整体投资进展。5G产业应用推进慢于预期；中美贸易战风险。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。