

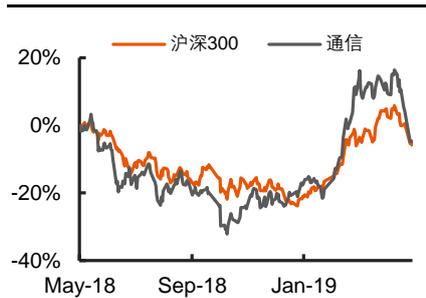
通信行业 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

盈利能力有所下降，复苏信号需密切跟踪

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*通信*DC网络升级路线未统一，光模块市场格局或重塑》
2019-05-05
《行业周报*通信*国内云计算市场或开放，IDC 供应商有望受益》
2019-04-28
《行业周报*通信*注意热点回调风险，提前布局新方向》 2019-04-21
《行业周报*通信*CDN市场仍将快速增长，400G网络步入部署阶段》
2019-04-14
《行业周报*通信*运营商网络迎来架构升级，关注光传送网设备产业链》
2019-04-07

证券分析师

朱琨 投资咨询资格编号
S1060518010003
ZHUKUN368@PINGAN.COM.CN

汪敏 投资咨询资格编号
S1060517050001
021-38643219
WANGMIN780@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **行业商誉仍处于高位，需要注意减值风险：**截止 2018 年底，行业整体商誉规模约 363 亿元。其中通信终端及配件和增值服务 II 两个二级细分行业商誉规模占比最高，分别为 28.3%和 24.6%。根据我们行业调研的情况显示，5G 移动通信系统的部署进程不会像 4G 那样快，运营商的投资周期会拉长到至少 6 年以上。因此，通信行业不少上市公司的并购标的将会存在承诺业绩不达预期的风险。我们认为，通信行业仍然存在商誉减值的风险。
- **海外市场拓展强劲，营业收入快速增长：**2018 年，通信行业海外收入规模达到了 630 亿元，同比增速约 39%。总体来看，通信行业海外收入来源主要来自于光纤光缆、光模块、物联网终端及模组、光网络设备、各类通信终端及配件。国内运营商海量的资本开支为这些公司产品的规模化低成本制造提供了强有力的支撑，使得这些公司的产品在走向海外市场时在成本方面拥有较强的竞争力。中国公司在全球通信产业链的市场地位正在逐步提升，随着这些公司在国际市场参与度的不断增加，市场份额仍有望提升。
- **行业盈利能力有所下降，复苏信号需密切跟踪：**2019 年 Q1，行业整体毛利率约 21%，同比下降 3 个百分点，行业盈利能力有所下降；预计今年将不会是 5G 投资的主要年份，新产品收入在整个行业收入中的占比不会太高，行业的整体毛利率下降趋势也不会有太大的改观。因此，在运营商资本开支小幅增长的背景下，对于行业将迎来复苏这个观点还需要通过密切跟踪一些信号来验证。例如：2019 年 Q2 毛利率水平环比持平或者小幅增长。
- **投资建议：**通信行业的投资逻辑正从估值面向基本面转换。5G 主题带来的估值溢价效应已经在减弱。短期来看，我们对光模块、5G 射频产业链相关标的持保守态度。需要密切跟踪国外 ICP 光模块需求的复苏以及国内运营商 5G 的推进速度。除了 5G 和光模块等热点细分板块，IDC、SDN 和 BOSS 细分板块也值得关注。在国内云计算市场快速增长以及外资运营商进入中国市场的驱动下，IDC 运营企业的收入仍有望快速增长，确定性也较强，建议关注数据港；5G 时代，SDN 也将迎来大规模的推广，白盒交换机作为 SDN 的硬件载体有望获得 CSP 和 ICP 的亲睐，建议关注星网锐捷；随着 5G 新应用场景的部署推广，运营商 BOSS 系统的作用也将大大提升，它们是运营商提升运营效率的关键系统，随着华为公司和中兴通讯退出这个市场，市场格局将重整，建议关注天源迪科。

■ 风险提示

1、承诺业绩不达标带来的商誉减值风险

由于大规模的并购外延，通信行业商誉规模自 2015 年以来快速增长。截止 2018 年底，行业整体商誉规模约 363 亿元。若是并购标的承诺业绩不达预期，不少公司将出现商誉减值的风险。

2、运营商资本开支执行不及预期会使行业增长不及预期

受益于 5G 建设，运营商资本开支规模在 2019 年实现了触底反弹；目前来看，运营商的 5G 部署进程基本于预期一致。若是再次出现类似中兴通讯的不可控事件，国内运营商的 5G 部署进程有可能会不及预期，从而使得行业增长不及预期。

3、ICP 资本开支不及预期会使得 IDC 运营商业绩不及预期

阿里巴巴、腾讯等公司对数据中心的需求是国内 IDC 行业增长的主要驱动力，若是这些 ICP 公司的资本开支执行不及预期将会使得 IDC 运营商业绩不及预期。

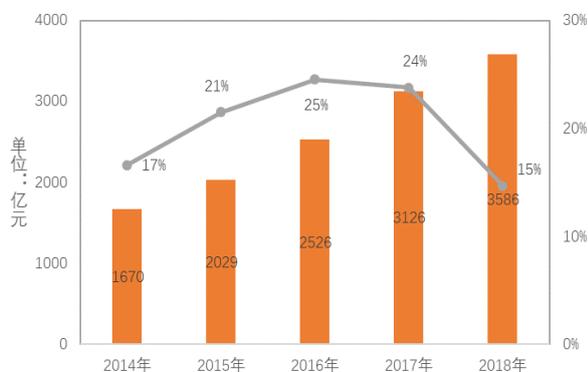
一、营业收入增速放缓，商誉减值拖累净利润增长

2018年，在剔除中兴通讯、中国联通、ST类公司以及主营业务已经不再是通信业务的公司后，通信行业实现：营业收入3586亿元，同比增长约15%；归母净利润约147亿元，同比下降12%。

1.1 营收增速放缓，毛利率降幅收窄

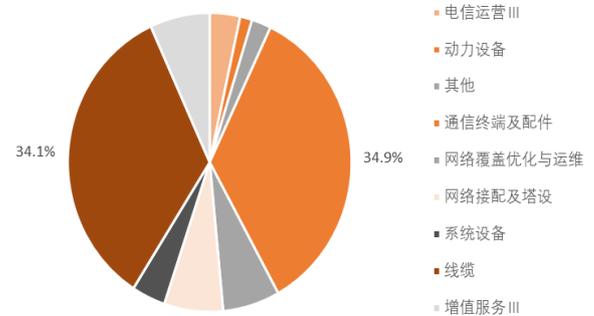
在剔除中兴通讯、天音控股、*ST高升、北纬科技、*ST凡谷、北讯集团、爱施德、数知科技、朗玛信息、平治信息、中国联通、波导股份、*ST信通、ST九有、*ST信威、*ST上普和龙宇燃油后，2018年通信行业实现营业收入3586亿元，同比增长约15%。与2017年24%的同比增速相比，下滑9个百分点，主要原因还是来自于运营商资本开支的下滑。从营收行业占比来看，线缆和通信终端及配件两个二级子行业的营收占比最高，分别为34.1%和34.9%。

图表1 2014年-2018年行业整体营收情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

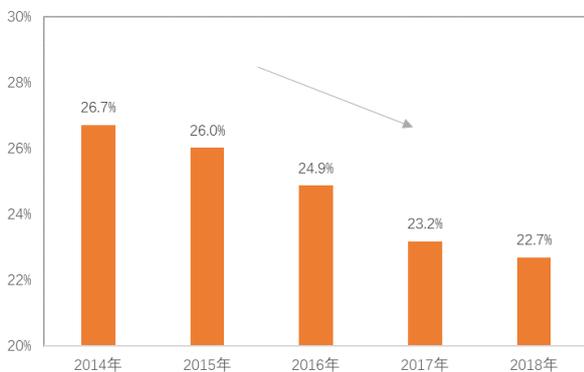
图表2 2018年行业营收分布情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

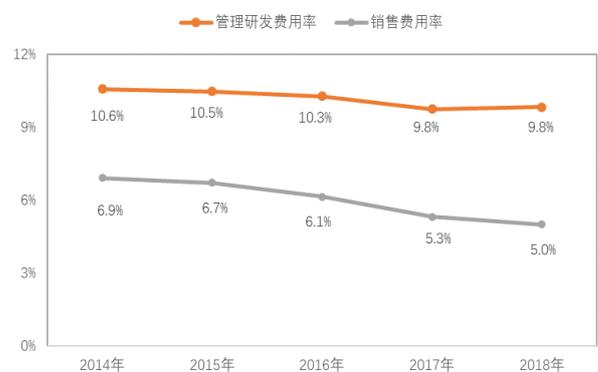
2018年，行业整体毛利率约22.7%，同比仅下降0.5个百分点，降幅收窄。自2014年以来，通信行业整体毛利率就处于不断下行的过程。我们认为，这主要与运营商的4G网络投资周期有关。2014年，是4G移动通信技术的初始导入期，相关产品的毛利率较高；2015年，随着网络大规模部署的推进，产品毛利率开始下降。

图表3 2014年-2018年行业整体毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2014年-2018年行业整体费用率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

作为通信行业收入占比最高的线缆和通信终端及配件两个二级子行业的整体毛利率分别从2014年的21.9%和25.7%下降至17.9%和23.9%；作为通信行业收入规模达到200亿以上的网络覆盖优化

与运维、网络接配及塔设和增值服务Ⅲ三个二级子行业的整体毛利率分别从2014年的29.2%、26.2%和46.3%下降至19.7%、22.3%和36.2%。

图表5 通信二级细分行业毛利率变化情况

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
电信运营Ⅲ	30.2%	29.0%	29.2%	24.9%	24.8%
动力设备	33.2%	34.4%	35.7%	33.7%	31.1%
其他	21.3%	22.2%	29.1%	28.0%	29.3%
通信终端及配件	25.7%	26.0%	24.3%	23.4%	23.9%
网络覆盖优化与运维	29.2%	28.7%	26.2%	23.7%	19.7%
网络接配及塔设	26.2%	26.0%	22.1%	22.2%	22.3%
系统设备	23.9%	20.1%	21.7%	25.4%	27.6%
线缆	21.9%	21.1%	19.8%	18.3%	17.9%
增值服务Ⅲ	46.3%	46.2%	45.6%	40.5%	36.2%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

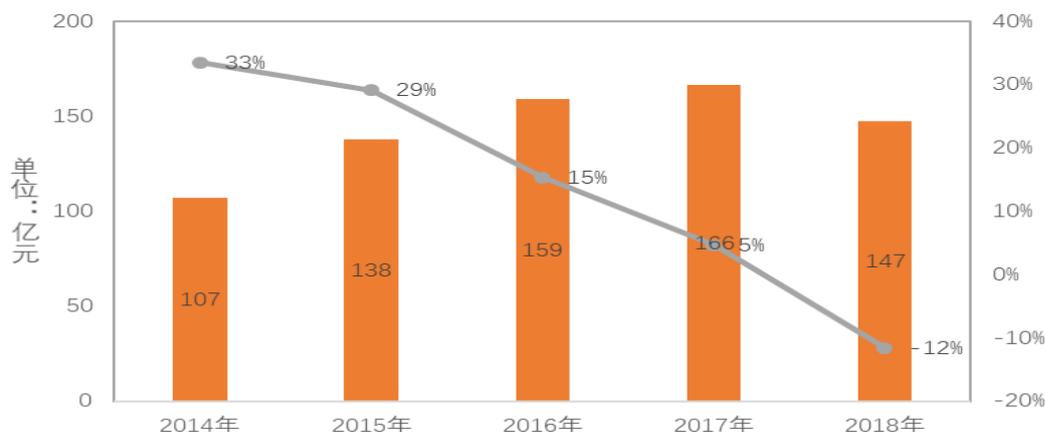
2018年行业整体销售费用达到了179亿元,同比增长8%,小于营收增幅;行业整体管理研发费用达到了353亿元,同比增长16%,基本与营收增幅同步。整体来看,销售费用率处于下降态势;管理研发费用率处于持平态势,我们认为这主要与相关公司进行5G移动通信技术的布局有关。

目前,5G移动通信技术的全球标准尚未完全冻结,运营商的试验网建设也还未结束。行业对于5G的研发投入还处于起步阶段。未来,研发费用规模还将进一步增长。

1.2 归母净利润大幅下降,商誉减值或是主要因素

在剔除中兴通讯、天音控股、*ST高升、北纬科技、*ST凡谷、北讯集团、爱施德、数知科技、朗玛信息、平治信息、中国联通、波导股份、*ST信通、ST九有、*ST信威、*ST上普和龙宇燃油后,2018年通信行业实现归母净利润147亿元,同比下降约12%。在毛利率、各项费用率未发生大幅变化的前提下,大规模资产减值是行业归母净利润出现大幅下降的主要原因。

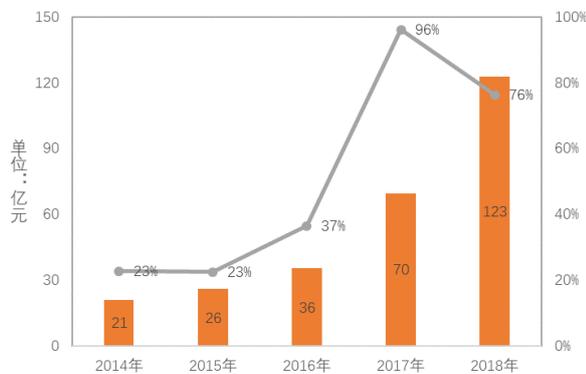
图表6 2014年-2018年行业整体归母净利润情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

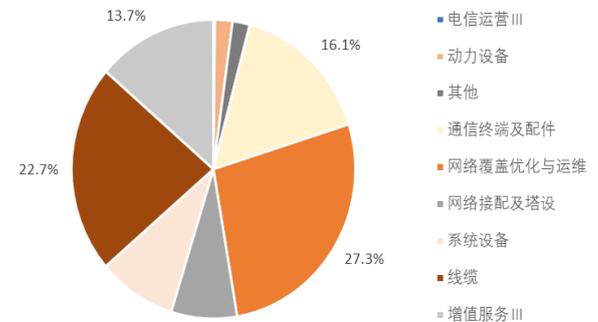
2018年，行业资产减值规模达到了123亿元，同比增长76%。其中宜通世纪、吴通控股、拓维信息发生了大幅商誉减值计提，规模约42亿元；此外，还有邦讯技术、东土科技等公司也发生了商誉减值计提。商誉减值是2018年行业整体资产减值大规模增长的主要原因。

图表7 2014年-2018年行业资产减值情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2018年行业资产减值分布情况

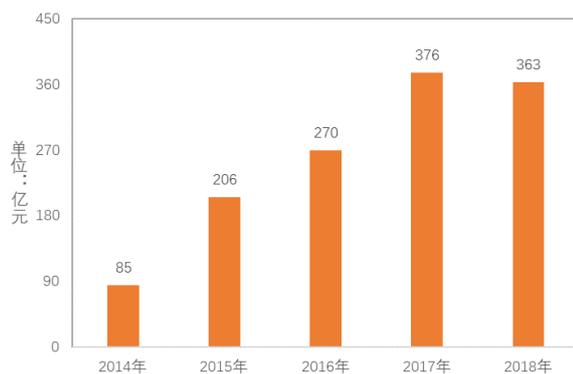


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 行业商誉仍处于高位，需要注意减值风险

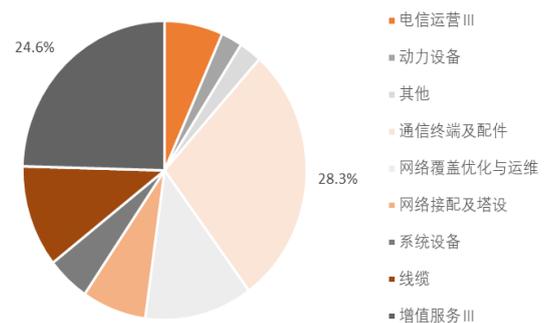
由于大规模的并购外延，通信行业商誉规模自2015年以来快速增长。截止2018年底，行业整体商誉规模约363亿元。其中通信终端及配件和增值服务 III 两个二级细分行业商誉规模占比最高，分别为28.3%和24.6%。根据我们行业调研的情况显示，5G移动通信系统的部署进程不会像4G那样快，运营商的投资周期会拉长到至少6年以上。因此，通信行业不少上市公司的并购标的将会存在承诺业绩不达预期的风险。通信行业仍然存在商誉减值的风险。

图表9 2014年-2018年行业商誉规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2018年行业商誉分布情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、海外市场拓展强劲，营业收入快速增长

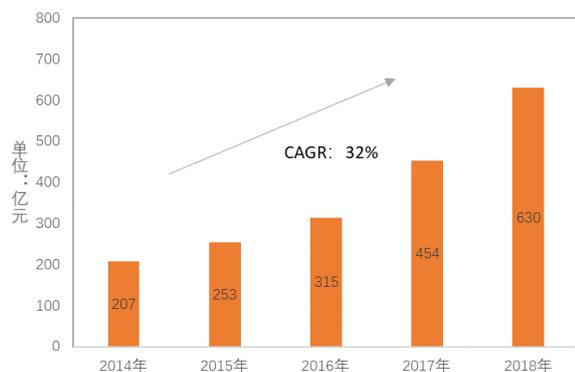
2018年，通信行业海外市场收入规模达到了630亿元，同比增速约39%。其中线缆、通信终端及配件和网络接配及塔设三个二级细分行业是海外收入的主要来源，占比分别为：32.1%、47.8%和12.0%。

线缆细分行业中，中天科技公司是收入的主要来源。中天科技自2017年就开始拓展海外光缆市场的业务，2018年营业收入规模已经达到106亿元，在线缆二级子行业中占比已经超过50%。

通信终端及配件细分行业中，海能达、信维通信、星网锐捷、烽火通信、剑桥科技、硕贝德、移为通信和亿联网络是收入的主要来源。海能达和亿联网络在各自的市场已经做到了全球第一；信维通信、硕贝德在手机天线行业占据了有影响力的市场份额；移为通信在物联网领域收入快速增长。

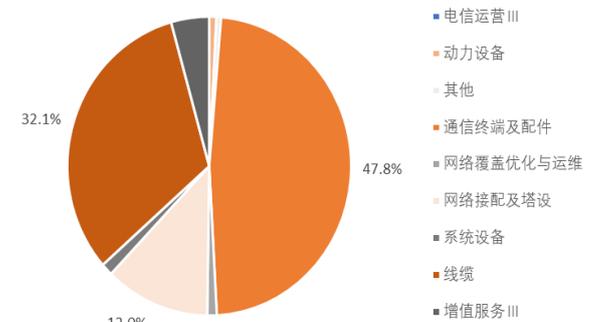
网络接配及塔设细分行业的收入主要来自光迅科技和中际旭创。这两个公司是全球光模块的主要供应商。

图表11 2014年-2018年行业海外收入情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2018年行业海外收入分布情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总体来看，通信行业海外收入来源主要来自于光纤光缆、光模块、物联网终端及模组、光网络设备、各类通信终端及配件。国内运营商海量的资本开支为这些公司产品的规模化低成本制造提供了强有力的支撑，使得这些公司的产品在走向海外市场时在成本方面拥有较强的竞争力。

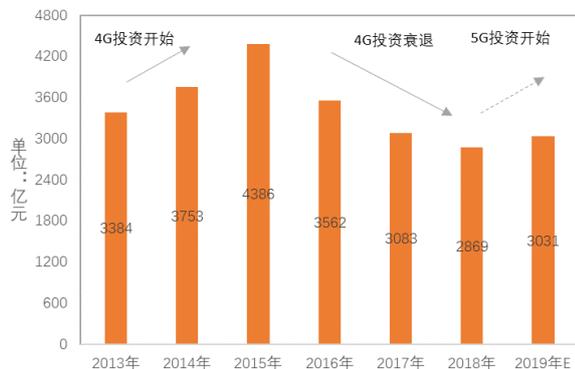
中国公司在全球通信产业链的市场地位正在逐步提升。随着这些公司在国际市场参与度的不断增加，市场份额仍有望提升。

三、运营商资本开支触底，行业复苏信号需密切跟踪

3.1 运营商资本开支触底反弹，移动通信投资占比回升

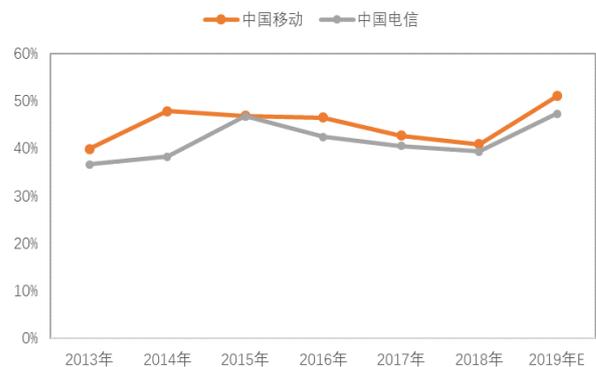
2019年Q1，三大运营商相继发布了2019年的资本开支计划，预计总体规模将达到3000亿元以上，同比增长超过5%，自2015年以来首次实现正向增长；其中5G投资规模将达到300亿元以上。

图表13 2013年-2019年中国运营商资本开支情况



资料来源: 运营商官网, 平安证券研究所

图表14 2013年-2019年移动网资本开支情况



资料来源: 运营商官网, 平安证券研究所

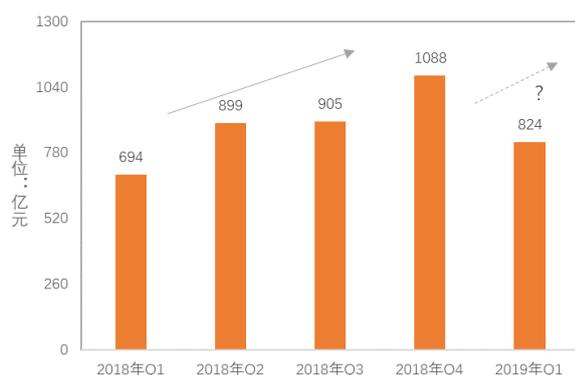
中国电信预计资本开支约 780 亿元, 同比增长 4%, 其中: 移动网络投资约 370 亿元 (含 5G 投资 90 亿元), 同比增长 25%。

根据我们行业调研的数据并结合中国移动披露的 2019 年 5G 基站建设规模, 我们认为中国移动在 2019 年 5G 投资规模将达到 172 亿元左右。整体来看, 中国移动 2019 投资规模将与 2018 年持平, 达到 1671 亿元。需要值得注意的是: 考虑 5G 投资后, 移动通信网整体投资规模同比增速将达到 25%; 若剔除光纤宽带的投资, 传输网投资规模也将保持正向增长

运营商资本开支计划是整个通信产业的晴雨表, 2019 年运营商资本开支规模实现正向增长将对整个产业链产生积极的推动作用。特别是, 中国移动和中国电信的移动网资本开支占比重新回升, 移动通信相关产业链公司有望受益。

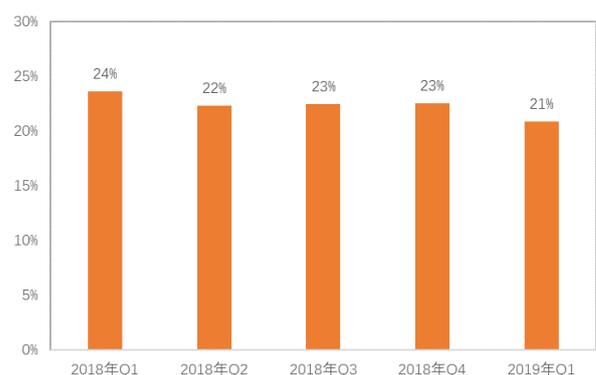
3.2 2019 年 Q1 行业盈利能力有所下降, 复苏信号需密切跟踪

图表15 2018年Q1-2019年Q1行业整体收入情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2018年Q1-2019年Q1行业毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

剔除中兴通讯、天音控股、*ST 高升、北纬科技、*ST 凡谷、北讯集团、爱施德、数知科技、朗玛信息、平治信息、中国联通、波导股份、*ST 信通、ST 九有、*ST 信威、*ST 上普和龙宇燃油后, 2019 年 Q1, 行业实现: 营业收入约 824 亿元, 同比增长约 19%; 归母净利润约 43 亿元, 同比增长仅 7%。2019 年 Q1, 行业整体毛利率约 21%, 同比下降 3 个百分点, 行业盈利能力有所下降, 这是造成营收和归母净利润增长不同步的主要原因。

图表17 通信二级细分行业归母净利润变化情况

二级细分行业	2014年Q1	2015年Q1	2016年Q1	2017年Q1	2018年Q1	2019年Q1
电信运营Ⅲ	9.5%	10.0%	12.5%	10.0%	12.8%	13.7%
动力设备	8.0%	-1.8%	2.2%	1.1%	0.7%	2.5%
其他	3.1%	4.8%	3.1%	0.1%	2.0%	5.0%
通信终端及配件	1.8%	3.5%	4.8%	5.1%	3.8%	5.4%
网络覆盖优化与运维	-0.4%	0.3%	3.8%	8.3%	5.6%	4.6%
网络接配及塔设	5.7%	5.5%	4.8%	8.0%	8.1%	5.1%
系统设备	8.7%	-0.9%	-0.4%	-1.2%	0.0%	-0.3%
线缆	2.4%	2.9%	4.9%	4.4%	6.5%	5.0%
增值服务Ⅲ	10.1%	11.9%	13.6%	10.3%	10.4%	4.9%
行业整体水平	4.2%	4.1%	5.4%	5.3%	5.8%	5.2%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

从运营商发布的 2019 年 5G 投资规模来看,我们认为今年将不会是 5G 投资的主要年份,新产品收入在整个行业收入中的占比不会太高,行业的整体毛利率下降趋势也不会有太大的改观。因此,在运营商资本开支小幅增长的背景下,对于行业将迎来复苏这个观点还需要通过密切跟踪一些信号来验证。例如:2019 年 Q2 毛利率水平环比持平或者小幅增长。

四、投资建议

1、行业投资逻辑或从估值面向基本面转换

近期,通信行业整体出现了较大的调整。主要原因还是前期涨幅过高;特别是通信设备相关公司,在 5G 主题的带动下,前期涨幅明显较高,调整幅度也稍高于行业整体水平。通信行业的投资逻辑正从估值面向基本面转换。5G 主题带来的估值溢价效应已经在减弱。短期来看,我们对光模块、5G 射频产业链相关标的持保守态度。需要密切跟踪国外 ICP 光模块需求的复苏以及国内运营商 5G 的推进速度。

2、关注确定性较强的 IDC 运营细分行业

虽然行业整体情况不尽如人意,但是仍有不少细分行业让人眼睛一亮。IDC 运营行业在过去的几年保持了高质量的增长。2019 年 Q1,以 IDC 运营商为主的电信运营Ⅲ细分行业:实现收入 32 亿元,同比增长 26%,领先行业整体 19% 的增速;毛利率 26.6%,同比提升 0.6 个百分点,领先行业 20.9% 的整体水平;归母净利润 4.3 亿元,同比增长 35%,大幅领先行业 7% 的整体水平。

在国内云计算市场快速增长以及外资运营商进入中国市场的驱动下, IDC 运营企业的收入仍有望快速增长,确定性也较强。建议关注数据港。

3、关注热点以外的细分板块

除了 5G 和光模块等热点细分板块,通信行业还有不少值得关注的细分板块。5G 时代,软件定义网络(SDN)也将迎来大规模的推广,白盒交换机作为 SDN 的硬件载体有望获得 CSP(通信服务运营商)和 ICP(互联网内容运营商)的亲睐,以白盒交换机为核心的 SDN 产业链值得关注,建议关注星网锐捷。

此外,随着 5G 新应用场景的部署推广,运营商运营分析系统(BSS, CRM)和网络维护系统(OSS)的作用也将大大提升(统称 BOSS),它们是运营商提升运营效率的关键系统;随着华为公司和中兴通讯退出这个市场,市场格局将重整,建议关注天源迪科。

五、风险提示

1、承诺业绩不达标带来的商誉减值风险

由于大规模的并购外延,通信行业商誉规模自 2015 年以来快速增长。截止 2018 年底,行业整体商誉规模约 363 亿元。若是并购标的承诺业绩不达预期,不少公司将出现商誉减值的风险。

2、运营商资本开支执行不及预期会使行业增长不及预期

受益于 5G 建设,运营商资本开支规模在 2019 年实现了触底反弹;目前来看,运营商的 5G 部署进程基本于预期一致。若是再次出现类似中兴通讯的不可控事件,国内运营商的 5G 部署进程有可能会不及预期,从而使得行业增长不及预期。

3、ICP 资本开支不及预期会使得 IDC 运营商业绩不及预期

阿里巴巴、腾讯等公司对数据中心的需求是国内 IDC 行业增长的主要驱动力,若是这些 ICP 公司的资本开支执行不及预期将会使得 IDC 运营商业绩不及预期。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033