

5G 开启行业新阶段，通信行业迎来估值上升期

——通信行业中报业绩综述

分析师： 徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019年9月28日

证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhzq.com

子行业评级

通信运营	中性
电信服务	中性
设备与服务	看好

重点品种推荐

中兴通讯	增持
中海达	增持
中国卫通	增持
恒实科技	增持
剑桥科技	增持
飞荣达	增持
动力源	增持
二六三	增持
岷江水电	增持

投资要点:

● 2019 上半年通信行业业绩稳步攀升

2019 年通信行业营收及利润情况整体稳定增长。从毛利率及净利率水平看，今年中报显示毛利率和净利率均出现上涨，显示出行业景气期公司盈利能力得到较好的提升。从费用情况看，5G 建设初期，虽然企业的研发支出加大、员工薪酬增加，但同期的费用绝对值增加，但是占比还是出现下降，且波动幅度较小，整体看行业的期间费用率处于合理区间。从业绩表现来看，同期的业绩没有受到商誉减值的影响，其增长是由其主业推动的。目前通信进入上升期，不排除行业内的并购再热潮再起，不过目前的结构，并购并表对业绩贡献边际递减，只能在一定程度上促进业绩改善。

● 2019H1 基金仓位上升，通信行业迎来估值上升期

目前，通信行业（中信）估值（整体法，TTM）为 47.49 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 292.73%。目前机构资金持仓占比出现小幅提升，2019Q2 配置比例上升至 2017 年以来相对高点位置，可见市场风险偏好明显提升。我们认为，进入 5G 建设周期，通信行业的景气度得到有效提升，行业的估值将会产生一定的溢价。同时在 5G 概念和终端产业链的兴起的基础上，各类细分子行业如云计算、国产替代、VR/AR，小基站、工业互联网等概念以及国家政策对于科技创新及企业信息化的支持力度都将从不同层面提升行业的整体估值。

● 投资策略

在当前 5G 周期正式开启之际，通信技术的演进将成为通信产业链中真正具备技术与市场优势的企业长期稳定发展的助力。因此我们主要围绕着行业技术高点布局相关企业，长期持有。我们在细分子行业中的标的选取如下：综合电信设备中选取中兴通讯（000063）；网优设计类选取恒实科技（300513）；专网通信的中海达（300177）；电信运营商选取中国卫通（601698）；光通产品选取剑桥科技（603083）；5G 器件/配件类品种中选飞荣达（300602）和动力源（600405）；增值通信选取二六三（002467）；物联网选取岷江水电（600131）。

风险提示：宏观经济风险、新一代信息技术突破受阻、政策落地低于预期。

目 录

1. 2019 上半年业绩稳步攀升.....	4
1.1 营收及利润增速小幅提升.....	4
1.2 净利率回升明显，期间费用率略微下降.....	5
1.3 营运情况趋好，现金流情况持续好转.....	7
1.4 行业内并购有望见底回升，企业商誉保持平稳.....	8
2 通信行业研发投入持续增强.....	9
2.1 通信从业人数下降，为行业发展带来后续动力.....	9
2.2 通信行业研发投入保持快速增长.....	10
3. 2019H1 仓位上升，行业迎来估值上升期.....	11
3.1 通信行业基金持仓配置比例上升.....	11
3.2 行业迎来估值上升期.....	12
4. 投资策略.....	13

图 目 录

图 1: 2016-2019 年半年度通信行业营收增速	4
图 2: 2016-2019 年半年度通信行业归母净利润增速	4
图 3: 2019H1 行业内营收增速区间	5
图 4: 2019H1 行业内归母净利润增速区间	5
图 5: 2016-2019 上半年通信行业毛利率 (%)	5
图 6: 2016-2019 上半年通信行业净利率 (%)	5
图 7: 2016-2019 上半年通信行业期间费用率情况 (%)	6
图 8: 2016-2019 上半年通信及子行业销售费用率 (%)	6
图 9: 2016-2019 上半年通信及子行业管理费用率 (%)	6
图 10: 2016-2019 年半年通信行业应收账款周转率	7
图 11: 2016-2019 年半年通信行业经营现金流净额/营业收入	7
图 12: 2014H1-2019H1 BH 通信预收账款及增速	8
图 13: 2014-2019 上半年通信行业商誉资产情况统计图	8
图 14: 2014-2019 上半年通信行业商誉资产情况统计图	9
图 15: 2014-2019 上半年通信行业员工数量情况	10
图 16: 2014-2019 年通信行业员工薪酬情况	10
图 17: 2014-2019 上半年通信行业研发支出情况	10
图 18: 2014-2019 上半年通信行业研发支出占营收比重及资本化率	10
图 19: 2014Q2-2019Q2 基金对申万通信行业的持仓占比	11
图 20: 2014-2019 上半年通信行业商誉资产情况统计图	12
图 21: 通信行业 2014 年以来估值区间	12

表 目 录

表 1: 2019 年 H1 通信板块业绩增速情况 (剔除中兴通讯)	错误! 未定义书签。
--	------------

1. 2019 上半年业绩稳步攀升

1.1 营收及利润增速小幅提升

2019 年中报显示通信板块营业收入增速 1.42%，同期沪深 300、中小板、创业板的营业收入增速分别为 15.84%、9.26%和 13.02%，从营收增速情况看，通信行业整体增速低于同期大盘指数水平，主要是由于联通营收下降且占比较大。利润方面，通信行业的营业利润和归母净利润增速分别为 1.02%和 7.05%，营业利润各板块中最低，而归母净利润增速是各个板块的中间水平。在 2019 中期通信行业整体营业利润增速显示出向上趋势，而归母净利润增速得到大幅提升，整体来看行业内部景气度提升明显。

表 1: 2019 年 H1 通信板块业绩增速情况 (剔除中兴通讯)

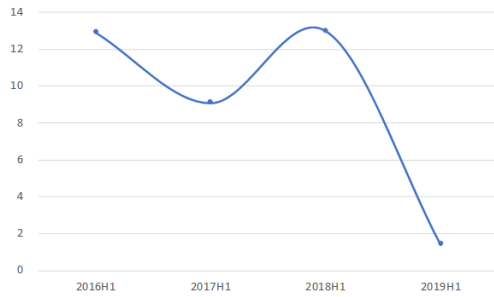
板块名称	营业收入同比增长率 (%)	营业利润同比增长率 (%)	归母净利润同比增长率 (%)
全部 A 股	12.64	8.97	9.12
沪深 300	15.84	9.92	12.81
中小企业板	9.26	2.89	3.11
创业板	13.02	7.09	-13.63
BH 通信行业	1.42	1.02	7.05

资料来源: wind 渤海证券

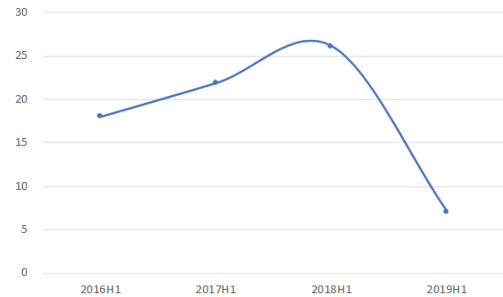
2016~2019 年中期，通信行业营收增速中位数呈震荡下行态势，已由 2016 年的 12.9 降低至 2019 年的 1.42%。而从归母净利润增来看，2019 年归母净利润增速的中位数为 18%，上升到 21.88%后就开始下滑到 2019 年的 7.05%。我们认为主要归因于两个方面：第一，2016 年到 2019 年是 4G 向 3G 转换期，4G 网络建设完成，5G 网络尚未启动，导致行业的周期谷底出现；第二，中美贸易战精准打击中兴华为等通信行业核心企业，给国内整个通信产业链带来了很大的负面影响，压制了国内通信行业的景气，从而导致行业整体的营收与利润增速下滑。

图 1: 2016-2019 年半年度通信行业营收增速

图 2: 2016-2019 年半年度通信行业归母净利润增速



资料来源: wind 渤海证券

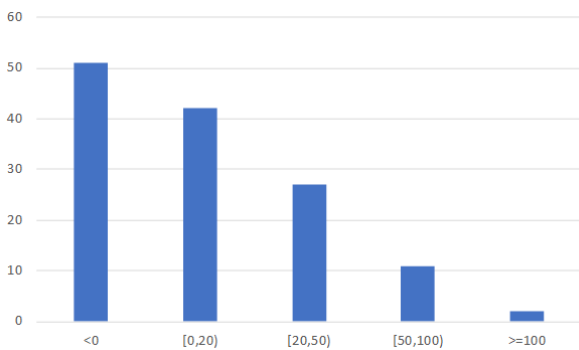


资料来源: wind 渤海证券

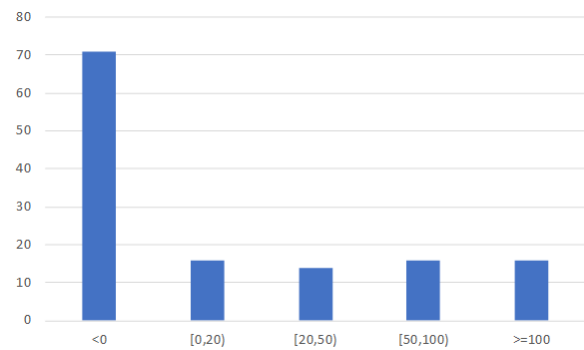
从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况看, 归母净利润增速的区间分布更为分散。1) 营收增速。行业内营收增速超过 50% 的公司数量为 13 家, 增速同比下滑的公司数量为 51 家, 其余公司营收增速主要落在 [0,20] 和 [20,50] 区间内, 分别为 42 家和 27 家; 2) 归母净利润增速。行业内归母净利润增速超过 50% 的公司数量为 32 家, 增速同比下滑的公司数量为 71 家, 其余公司归母净利润增速主要落在 [0,20] 和 [20,50] 区间内, 分别为 16 和 14 家。

图 3: 2019H1 行业内营收增速区间

图 4: 2019H1 行业内归母净利润增速区间



资料来源: 渤海证券



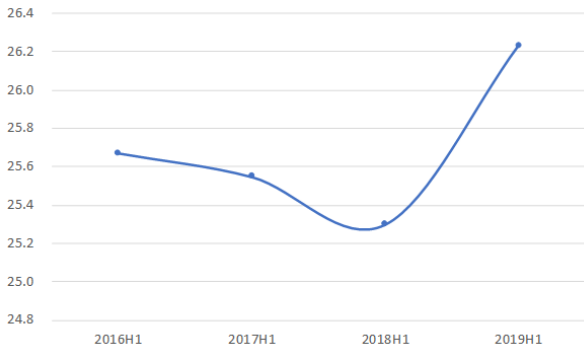
资料来源: 渤海证券

1.2 净利率回升明显, 期间费用率略微下降

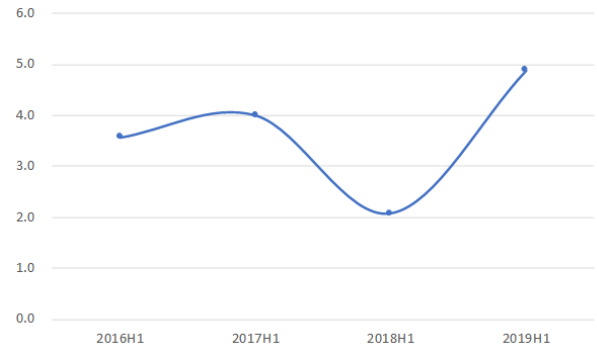
从毛利率和净利率情况看, 上半年行业毛利率上升 0.93 个百分点至 26.23%, 净利率下滑 2.82 个百分点至 4.89%, 通信行业毛利率和净利率都有所回升。

图 5: 2016-2019 上半年通信行业毛利率 (%)

图 6: 2016-2019 上半年通信行业净利率 (%)



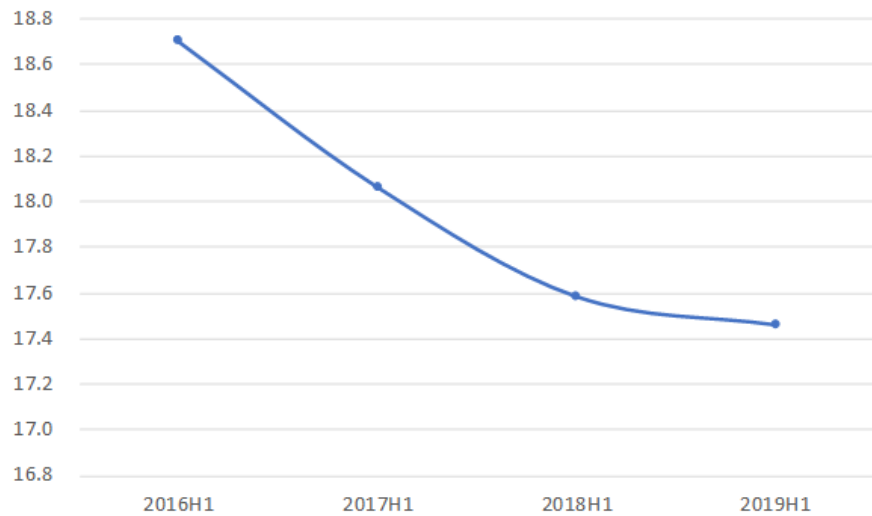
资料来源: wind 渤海证券



资料来源: wind 渤海证券

费用率方面, 2019 年上半年, 行业期间费用率较 2018 年同期下降 0.12 个百分点至 17.46%。由于上半年为通信行业由于 5G 建设的启动, 整体收入增长超过费用增长, 但产品营销、渠道管理等销售费用占比保持平稳, 而人员工资等管理费用占比下降明显, 所以整体费用占比是下降的。整体看, 行业内公司费用管控良好, 期间费用率处于不断优化的趋势中。

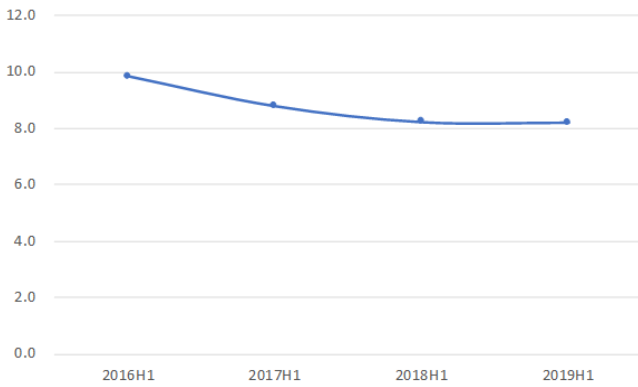
图 7: 2016-2019 上半年通信行业期间费用率情况 (%)



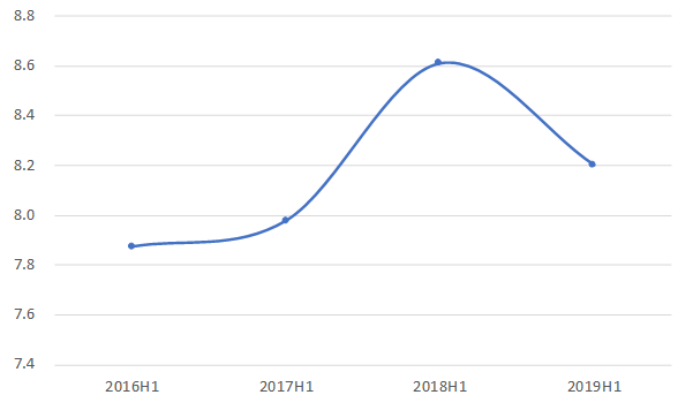
资料来源: wind 渤海证券

图 8: 2016-2019 上半年通信及子行业销售费用率 (%)

图 9: 2016-2019 上半年通信及子行业管理费用率 (%)



资料来源: wind 渤海证券

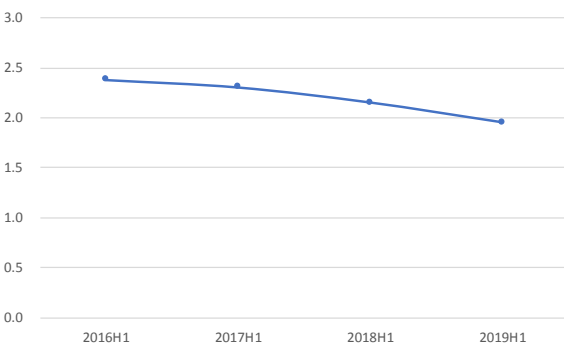


资料来源: wind 渤海证券

1.3 营运情况趋好，现金流情况持续好转

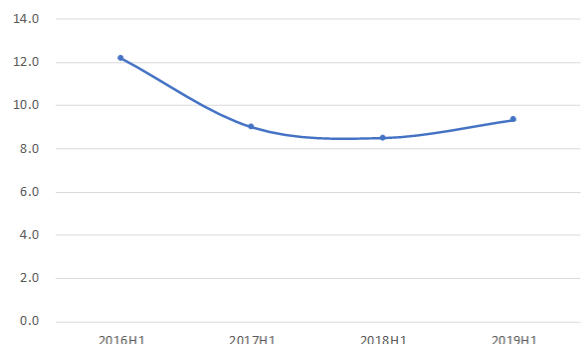
2019 年上半年，通信行业应收账款周转率较上年有所下降。经营性现金流净额/营业收入方面，2019 年上半年经营性现金流量净额/营业收入小幅回升，说明上半年行业内公司现金流情况有所好转。

图 10: 2016-2019 年半年通信行业应收账款周转率



资料来源: wind 渤海证券

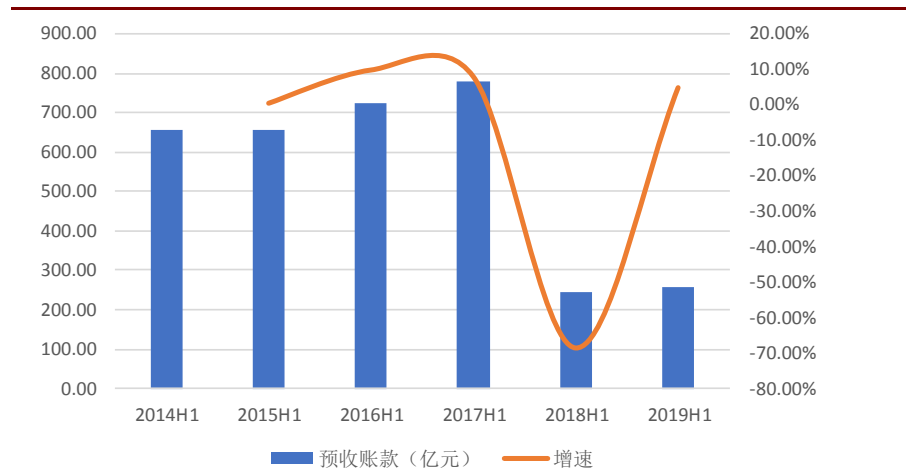
图 11: 2016-2019 年半年通信行业经营现金流净额/营业收入



资料来源: wind 渤海证券

从行业的预收账款情况看，2019 年上半年行业预收账款总量为 255.31 万元，同比上升 4.85%。我们认为，预收账款及预收账款增速的回升在一定程度上预示着行业景气度提升，对上游需求增加，公司获取订单能力提升。

图 12: 2014H1-2019H1 BH 通信预收账款及增速



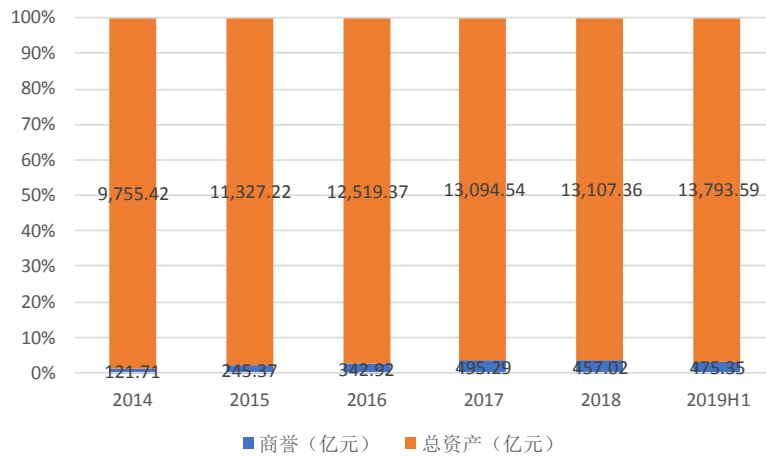
资料来源: wind 渤海证券

1.4 行业内并购有望见底回升，企业商誉保持平稳

据统计，并购虽然已经成为 TMT 行业规模扩张、业绩增长的一个重要方面，但是对于类制造业的通信行业来说，近两年来，并购对业绩的贡献基本保持稳定。通信行业在经历了 2015、2016 年并购大年之后，受限于监管政策以及行业低谷期等因素的影响，2018 年只完成的重大重组事件为 3 起，交易总价值为 10.55 亿元，相较于 2017 年完成的 16 起重大重组事件减少了 13 起，交易总价值下滑了 97.55%。不过随着行业拐点已过，在今年行业景气度提升以及并购政策放宽等的影响下，预计 2019 年及以后通信行业的并购数量和金额仍将呈现稳步回升态势，具备优势的企业将在行业上升期大规模扩张，不断补充自己的产品线，增强自身的竞争力。

截至 2019 年上半年末，通信行业商誉资产总值为 475.35 亿元，较 2018 年末上升了 4 个百分点，占 2019 年中期总资产的比重为 3.44%，较 2017 年下降了 0.04 个百分点，2018 年的行业并购减速以及行业整体资产上升降低商誉增速。

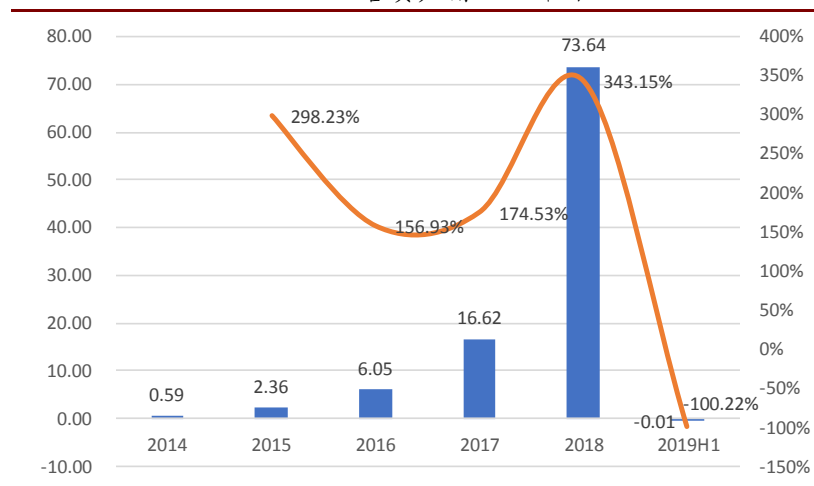
图 13: 2014-2019 上半年通信行业商誉资产情况统计图



资料来源: wind 渤海证券

由于去年年底出现了一波大规模的商誉减值潮，通信行业在 2018 年底的商誉减值达到了 73.64 亿，同比增长 343.15%，这可以视为行业前三年所做的并购所产生的商誉进行了一次大规模的核销，所形成的商誉基本上出清。因此今年上半年以来，商誉减值基本趋于 0，虽然有财务统计时间点的因素，但是商誉在行业上升期还是能保持平稳，后续的并购对公司业绩的拉动将起到正面效应、商誉减值风险将进一步降低。

图 14: 2014-2019 上半年通信行业商誉资产情况统计图



资料来源: wind 渤海证券

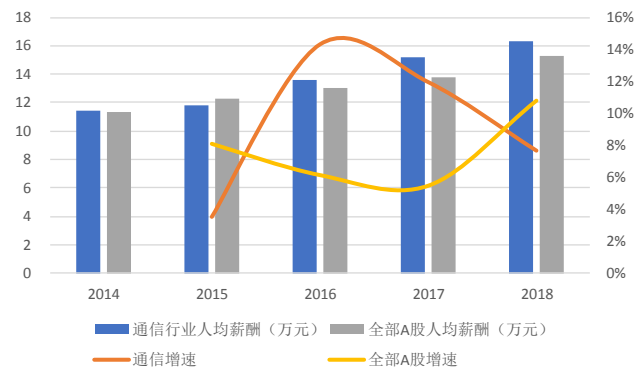
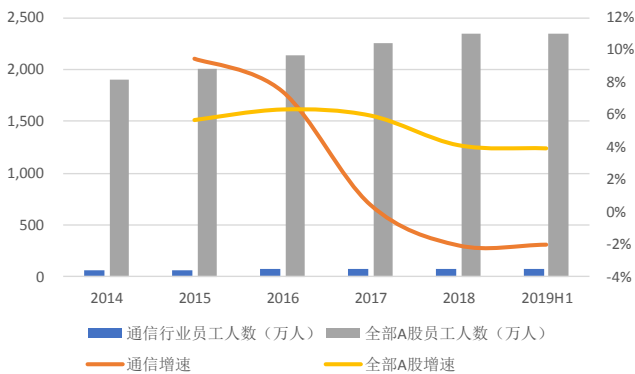
2 通信行业研发投入持续增强

2.1 通信从业人数下降，为行业发展带来后续动力

从上市公司雇佣的员工数量来看，我们选取的 133 家上市公司在 2019 年中期的员工总数为 67.27 万人，同比下降了 2.04%，而同期全部 A 股公司员工人数增速 3.89 个百分点，通信行业上市公司的员工增速低于 A 股公司的员工增速说明骗制造的通信公司引入智能化制造导致用工人数减少，不过随着 5G 建设的展开，各大公司的规模将会扩大，用工人数将扭转减少的趋势。从上市公司的员工薪酬来看，2019 年上半年通信行业上市公司的人均薪酬为 16.33 万元，较上年同期增长 7.66%，增速高于同期 A 股公司。不过增速方面，通信行业薪酬的增速呈现下降趋势，而 A 股整体的薪酬增速却是上升趋势。

图 15: 2014-2019 上半年通信行业员工数量情况

图 16: 2014-2019 年通信行业员工薪酬情况



资料来源：渤海证券

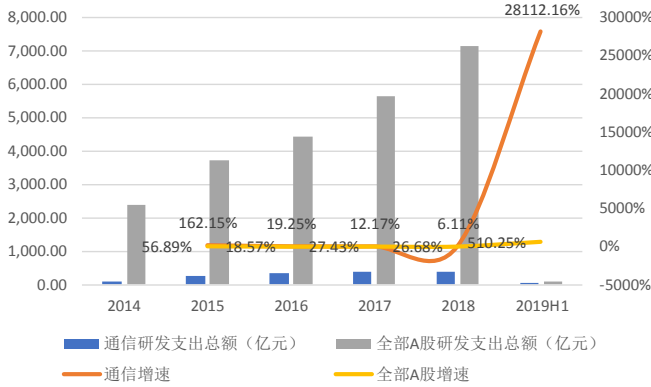
资料来源：渤海证券

2.2 通信行业研发投入保持快速增长

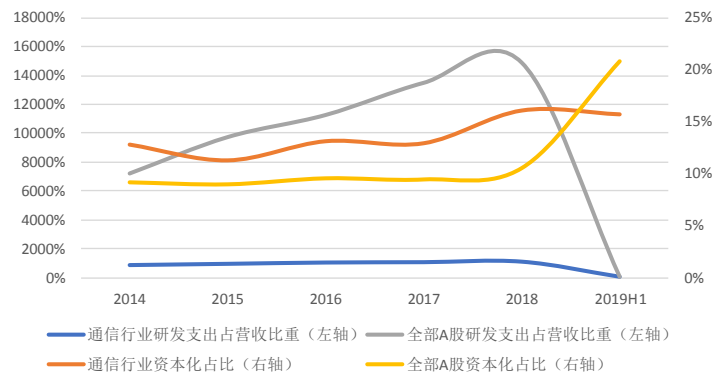
2019 年上半年通信行业上市公司研发支出总额为 64.72 亿元，占营收比 14.51%，由于通信行业研发支出统计集中在三四季度，所以研发支出占营业收入比重并不具有重要的参考意义，而同期全部 A 股公司研发支出总额为 106.56 亿元。研发支出资本化分为两个阶段，分别是研究阶段和开发阶段，其中研究阶段的费用计入当期损益，开发阶段的费用计入开发支出，如果开发成功则将其转入无形资产，如果失败则转入当期损益。也就是说，研发支出的资本化水平可以反映上市公司对研发投入的重视程度和研发“成功”的“多少”。2019 年中期通信行业研发投入资本化率为 15.71%，比上年同期下降 0.36 个百分点，并且低于 A 股公司同期 20.78% 的研发投入资本化率，意味着通信行业研发投入的转化率偏保守。

图 17: 2014-2019 上半年通信行业研发支出情况

图 18: 2014-2019 上半年通信行业研发支出占营收比重及资本化率



资料来源: wind 渤海证券



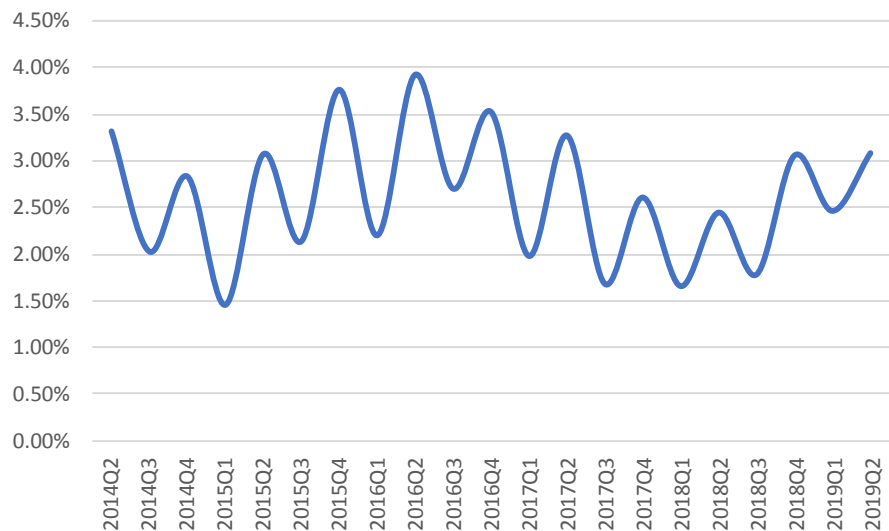
资料来源: wind 渤海证券

3. 2019H1 仓位上升，行业迎来估值上升期

3.1 通信行业基金持仓配置比例上升

据我们统计，以基金为代表的机构投资者对通信行业（SW）的持仓比重近几年来一直处于区间震荡，对通信行业持仓市值比在 1.5%到 4%的区间。不过去年年底开始，基金持仓比例持续走高，至 2019 年 Q2 达到了 3.08%。这波的通信行业基金自 2018 年物联网、中期以来，随着 5G、大数据以及云计算等行业热点的出现，伴随着国家加大信息基础建设，国产设备自主化提升，市场对通信板块的风险偏好提升，2019 年 Q2 的基金持仓占比回升到基金持仓的上区间 3%以上，环比上涨 0.62 个百分点，市场资金开始持续流入通信行业。

图 19: 2014Q2-2019Q2 基金对申万通信行业的持仓占比

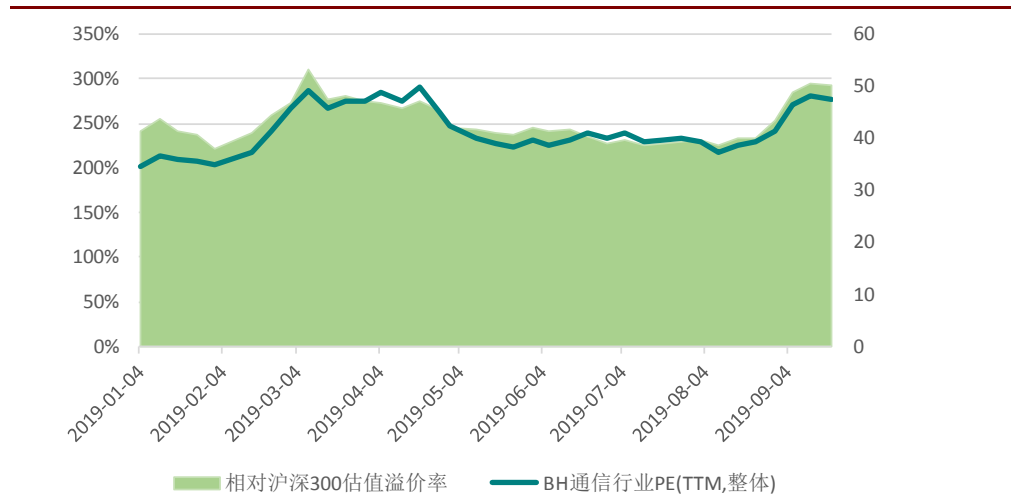


资料来源: wind 渤海证券

3.2 行业迎来估值上升期

截至 9 月 25 日，通信行业（中信）估值（整体法，TTM）为 47.49 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 292.73%。

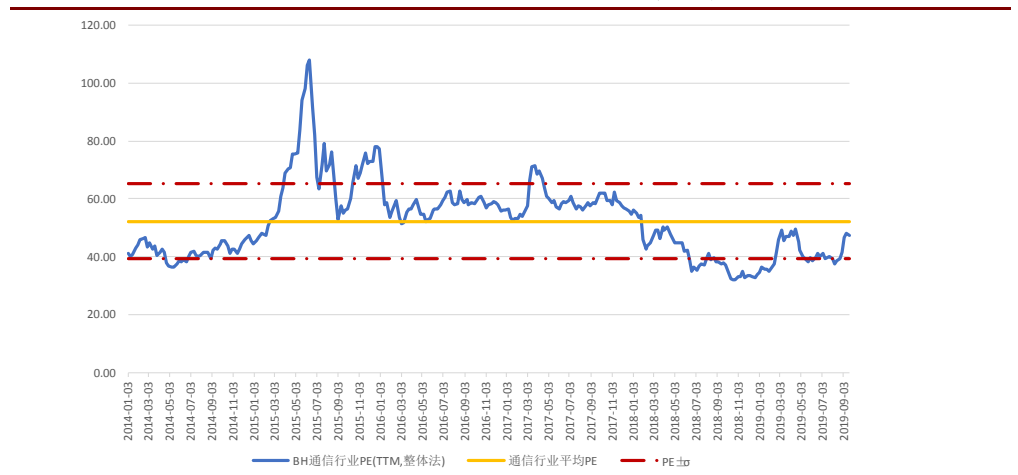
图 20:: 2014-2019 上半年通信行业商誉资产情况统计图



资料来源: wind 渤海证券

2014 年以来，通信行业平均 PE（整体法，TTM）为 52.15 倍， δ 为 12.96，估值区间为 31.94—108 倍，目前水平低于 2014 年以来行业估值均值。我们预计，随着 5G 周期的展开，通信行业的景气度得到有效提升，这对行业的估值溢价起到了一定的促进。同时在 5G 概念和终端产业链的兴起的基础上，各类细分子行业如云计算、国产替代、VR/AR，小基站、工业互联网等概念以及国家政策对于科技创新及企业信息化的支持力度都将使通信行业继续迎来估值上升期。

图 21: 通信行业 2014 年以来估值区间



资料来源: wind 渤海证券

4. 投资策略

1) 业绩层面。2019 年通信行业营收及利润情况整体稳定增长。从毛利率及净利率水平看, 今年中报显示毛利率和净利率均出现上涨, 显示出行业景气期公司盈利能力得到较好的提升。从费用情况看, 5G 建设初期, 虽然企业的研发支出加大、员工薪酬增加, 但同期的费用绝对值增加, 但是占比还是出现下降, 且波动幅度较小, 整体看行业的期间费用率处于合理区间。从业绩表现来看, 同期的业绩没有受到商誉减值的影响, 其增长是由其主业推动的。目前通信进入上升期, 不排除行业内的并购再热潮再起, 不过目前的结构, 并购并表对业绩贡献边际递减, 只能在一定程度上促进业绩改善。

2) 估值层面。目前, 通信行业(中信)估值(整体法, TTM)为 47.49 倍, 相对于沪深 300 的估值溢价率为 292.73%。目前机构资金持仓占比出现小幅提升, 2019Q2 配置比例上升至 2017 年以来相对高点位置, 可见市场风险偏好明显提升。我们认为, 进入 5G 建设周期, 通信行业的景气度得到有效提升, 行业的估值将会产生一定的溢价。同时在 5G 概念和终端产业链的兴起的基础上, 各类细分行业如云计算、国产替代、VR/AR, 小基站、工业互联网等概念以及国家政策对于科技创新及企业信息化的支持力度都将从不同层面提升行业的整体估值。

3) 投资建议方面。在当前 5G 周期正式开启之际, 通信技术的演进将成为通信产业链中真正具备技术与市场优势的企业长期稳定发展的助力。因此我们主要围绕着行业技术高点布局相关企业, 长期持有。我们在细分行业中的标的选取如下: 综合电信设备中选取中兴通讯(000063); 网优设计类选取恒实科技(300513); 专网通信的中海达(300177); 电信运营商选取中国卫通(601698); 光通产品选取剑桥科技(603083); 5G 器件/配件类品种中选飞荣达(300602)和动力源(600405); 增值通信选取二六三(002467); 物联网选取岷江水电(600131)。

风险提示: 宏观经济风险、新一代信息技术突破受阻、政策落地低于预期。

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 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

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

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
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
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&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

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

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