

2019年11月05日

2019 三季度报总结：4/5G 更迭周期，细分行业持续分化

通信行业

报告摘要：

1. 受下游运营商 Capex 影响，整体盈利情况下行； 4/5G 建设替换周期，着重于公司现金流改善：

收入：4/5G 建设交替阶段，整体收入水平持续下滑，但剔除后的单季度值环比改善。

利润：受下游 Capex 下降以及 4G 周期尾声影响，行业利润空间大幅缩减。**毛利率：**维持中报结论，行业整体毛利率水平持续下滑，行业竞争依旧激烈。**费用：**主要是管理费用快速上涨。行业收入增速下滑，但应收账款占资产比重仍持续增长平均现金收入比持续增强，侧面说明企业更倾向于于现金流较强的业务订单，经营性净现金额也得到了持续改善。

2. 分板块情况：

- 1) 主设备商：存货、应收账款周转率降幅趋缓，5G 集采有望拉动行业景气向上；
- 2) 光器件及光纤光缆：光纤毛利率、存货周转率持续下滑，光棒扩产业绩仍有较大压力；光器件器下游数据中心需求回暖，景气度上行；
- 3) 基站天线及射频器件：4G 扩容及 5G 前期备货影响射频器件受益较早，收入增长拉动 ROE 水平提升；行业迎来景气度上行周期
- 4) 铁塔灯杆&小基站室分：5G 建网启动拉动灯杆产业快速发展，预计小基站&室分仍需等待 2021 年起量；
- 5) 物联网：行业上行周期，国内竞争仍然激烈，海外市场成为稳毛利关键；
- 6) IDC：行业收入增速回落进入淘汰阶段，关注在建工程增速快的龙头公司。

4. 风险提示

5G 运营商资本开支、建设进展不及预期；5G 相关技术方案带来竞争格局新变化；受宏观经济因素影响互联网公司开支不及预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系人：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

联系电话：010-51662928

正文目录

1. 下游运营商 Capex 影响，整体盈利情况下行；4/5G 建设替换周期，着重于公司现金流改善 4

1.1. 4/5G 建设交替，整体盈利情况下滑 4

1.2. 应收账款、存货周转率降低，公司现金流略有加强 6

2. 费用端：管理费用大幅上涨 7

3. 分版块情况： 8

3.1. 主设备商：存货、应收账款周转率降幅趋缓，5G 集采有望拉动行业景气向上 9

3.2. 光器件及光纤光缆：光纤需求不景气毛利率、存货周转率持续下滑；光器件器去库存周期，数据中心光模块上游景气度高 10

3.3. 基站天线及射频器件：4G 扩容及 5G 前期备货影响射频器件受益较早，收入增长拉动 ROE 水平提升；行业迎来景气度上行周期 11

3.4. 无线基站（铁塔灯杆&小基站室分）：5G 建网启动拉动灯杆产业快速发展，预计小基站&室分仍需等待 2021 年 12

3.5. 物联网：行业上行周期，国内竞争仍然激烈，海外市场成为稳毛利关键 13

3.6. IDC：行业收入增速回落进入淘汰阶段，关注在建工程增速快的龙头公司 14

4. 风险提示 14

图表目录

图 1 CS 通信营收总和及增速情况（亿元） 4

图 2 CS 通信（剔除值）单季度营收总和情况（亿元） 4

图 3 CS 通信净利润总和及增速情况（亿元） 5

图 4 CS 通信扣非后净利润总和及增速情况（亿元） 5

图 5 2019H1 公司营收及净利润增速分布（家） 5

图 6 2019 前三季度公司营收及净利润增速分布（家） 5

图 7 CS 通信销售毛利率及净利率-算术平均 6

图 8 CS 通信摊薄 ROE-算术平均（调整值） 6

图 9 CS 通信应收账款周转率及应收账款占收比 6

图 10 CS 通信应收账款占总资产情况（亿元） 6

图 11 CS 通信存货及存货周转率情况（亿元） 7

图 12 CS 通信净营业周期情况（天） 7

图 13 CS 通信现金收入比-算术平均 7

图 14 CS 通信经营性净现金额情况（亿元） 7

图 15 CS 通信整体三费及算术平均三费率（亿元） 8

图 16 CS 通信 2018-2019 前三季度研发费用（亿元） 8

图 17 通信细分行业 ROE 情况（%） 9

图 18 通信主设备商收入增速（%） 9

图 19 通信主设备商毛利率情况（%） 9

图 20 主设备商存货、应收账款周转率情况（亿元） 10

图 21 通信主设备商期间费用率（%） 10

图 22 光通信行业收入增速情况（%） 10

图 23 光通信毛利率情况（%） 10

图 24 光通信行业期间费用率情况（%） 11

图 25 光通信行业存货及周转率情况（%） 11

图 26 射频器件行业 ROE 情况（%） 11

图 27 射频器件收入增速（%） 11

图 28 射频器件行业存货、应收账款情况（亿元） 12

图 29 射频器件收入及预收账款增速（%） 12

图 30 无线基站收入增速情况（%） 12

图 31 无线基站毛利率（%） 12

图 32 无线基站行业存货及周转率情况（亿元） 13

图 33 无线基站毛利率 (%)	13
图 34 物联网行业收入增长情况 (%)	13
图 35 物联网行业毛利率情况 (%)	13
图 36 物联网行业存货及周转率情况 (亿元)	14
图 37 IDC 行业收入增长情况 (%)	14
图 38 IDC 行业 ROE (%)	14

1. 下游运营商 Capex 影响，整体盈利情况下行；4/5G 建设替换周期，公司着重于现金流改善

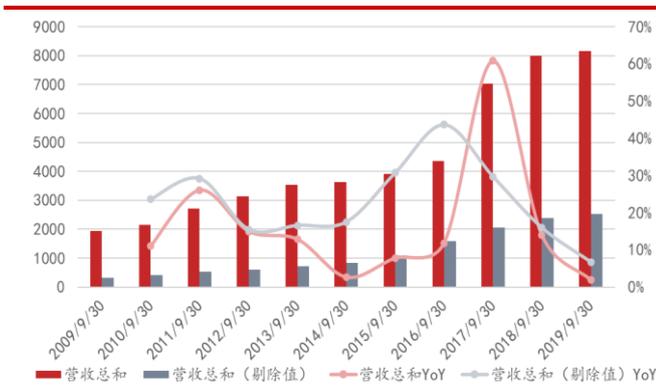
1.1. 4/5G 建设交替，整体盈利情况下滑

(1) 收入：4/5G 建设交替阶段，整体收入水平持续下滑，但剔除工业富联、中国联通和中兴通讯后的单季度值环比改善。

通信行业整体收入水平增速进一步放缓，扣非后净利润水平持续负增长：根据 CS 通信现有的 114 个标的来看，2019Q1-Q3 CS 通信总收入增速 1.86%，YoY -12.07pct，较中报数据进一步缩减（2019H1 4.21%，YoY -4.87pct），但主要系受工业富联影响；剔除工业富联、中国联通及中兴通讯后的 CS 通信收入增速 6.75%，YoY -9.23pct（2019H1 5.58%，YoY -12.14pct）。

从剔除后指标看，整体行业收入增速自 2016 年高峰后持续下滑，但从单季度指标来看单季度营收环比改善。

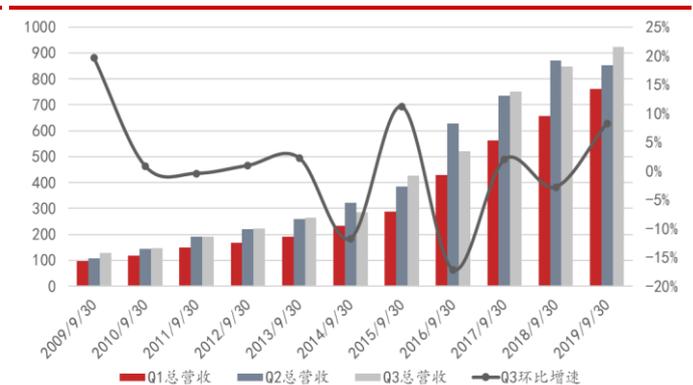
图 1 CS 通信营收总和及增速情况（亿元）



注：剔除值为剔除工业富联、中国联通、中兴通讯

资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 CS 通信（剔除值）单季度营收总和情况（亿元）



注：剔除值为剔除工业富联、中国联通、中兴通讯

资料来源：wind，华西证券研究所

(2) 利润：受下游 Capex 下降以及 4G 周期尾声影响，行业利润空间大幅缩减。

2019Q1-Q3 CS 通信净利润增速 -12.33%，YoY +8.71pct；剔除后的 CS 通信净利润出现负增长，增速-119.14%，YoY -123.50pct。

从扣非后净利润指标来看，2019Q1-Q3 CS 通信增速 -25.23%，YoY -94.91pct；剔除后的 CS 通信扣非后净利润增速 -72.39%，YoY -77.82pct。

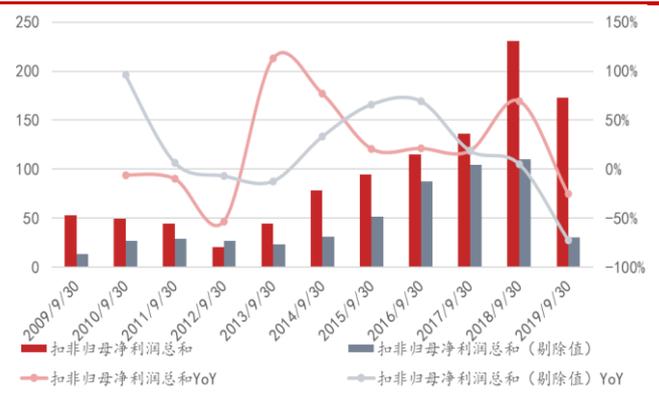
虽然整体净利润指标 2019 年降幅略有缩减，自 2017 年起同期净利润水平就连续下滑；但是从扣非后净利润情况看，整体行业扣非后净利润是自 2019 年起首次下滑，行业内利润空间大幅缩减，主要系下游最终端运营商 Capex 缩减以及 4G 建设尾声所致。

图3 CS 通信净利润总和及增速情况 (亿元)



注：剔除值为剔除工业富联、中国联通、中兴通讯
资料来源：wind，华西证券研究所

图4 CS 通信扣非后净利润总和及增速情况 (亿元)



注：剔除值为剔除工业富联、中国联通、中兴通讯
资料来源：wind，华西证券研究所

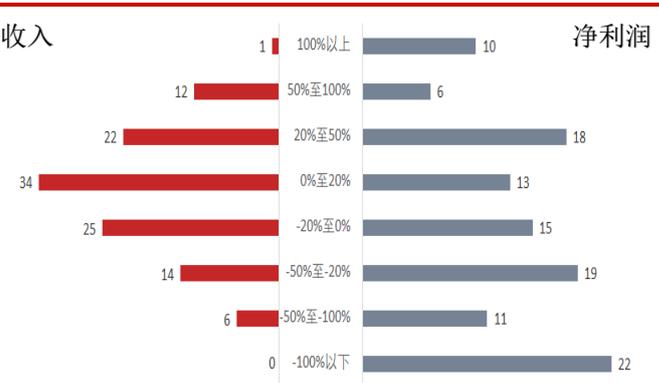
从收入及净利润同比增速的分布情况来看，上市公司整体收入增速分布较2019H1持续集中，净利润增速分布持续分化，重心向负值偏移。

图5 2019H1 公司营收及净利润增速分布(家)



资料来源：wind，华西证券研究所

图6 2019 前三季度公司营收及净利润增速分布(家)

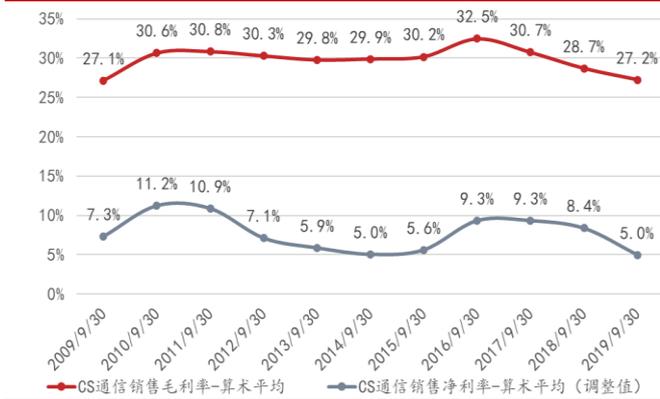


资料来源：wind，华西证券研究所

(3) 毛利率：维持中报结论，行业整体毛利率水平持续下滑，行业竞争依旧激烈。

2019Q1-Q3 行业平均毛利率 27.2%，YoY-1.3pct 保持稳定（2019H1 27.4%，YoY -1.3pct）。仍然系近年来运营商行业逐渐进入用户存量博弈市场，市场竞争加剧，由于提速降费影响收入增速下滑，Capex 支出压力传导上游压缩毛利空间，导致整体产业毛利率持续下滑。

图7 CS 通信销售毛利率及净利率-算术平均



注：净利率调整值为剔除部分异常数据
资料来源：wind，华西证券研究所

图8 CS 通信摊薄 ROE-算术平均 (调整值)



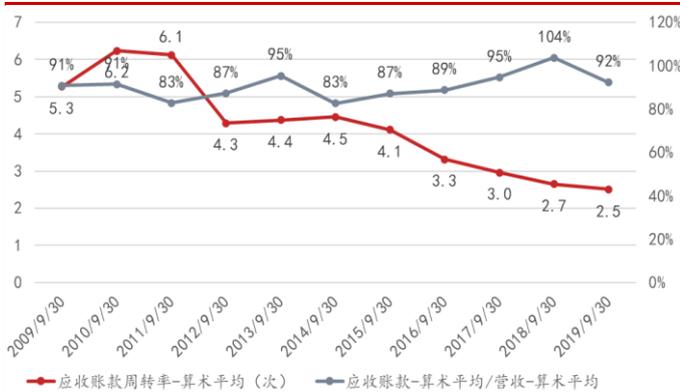
注：调整值为剔除部分异常数据
资料来源：wind，华西证券研究所

1.2. 应收账款、存货周转率降低，公司现金流略有加强

行业收入增速下滑，但应收账款占资产比重仍持续增长。

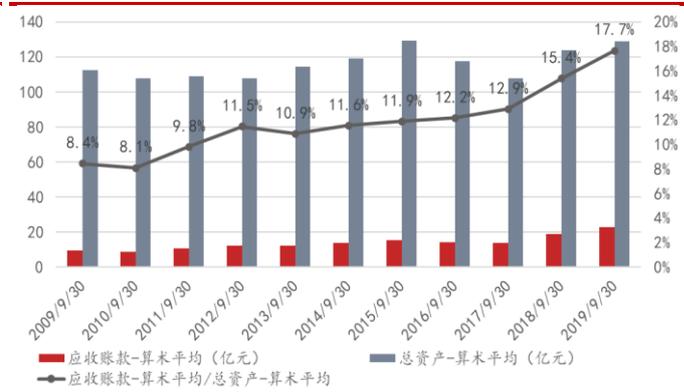
2019Q1-Q3 平均应收账款占收比 92%，YoY -12pct。平均应收账款周转率持续下滑。应收账款周转率持续降低，说明行业内公司由于宏观背景紧缩导致应收账款账期拉长，2019Q1-Q3 应收账款占总资产比值 17.7%，仍维持高位水平，资金周转仍需警惕。从绝对值看，应收账款仍保持较高速度增长，主要是源自工业富联、中兴通讯和中国联通权重股影响所致。

图9 CS 通信应收账款周转率及应收账款占收比



资料来源：wind，华西证券研究所

图10 CS 通信应收账款占总资产情况 (亿元)



资料来源：wind，华西证券研究所

2019Q1-Q3 平均存货为 13.8 亿元，同期略有上升，存货周转率近两年快速下滑，主要系行业下游需求影响导致库存积压。

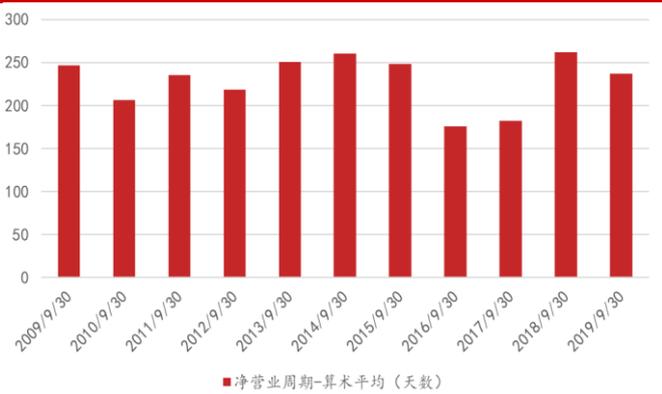
2019Q1-Q3 企业平均净营业周期 237.44 天，较去年略有下降，仍处于历史较高位水平，说明行业整体资金周转情况并未明显改善。

图 11 CS 通信存货及存货周转率情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

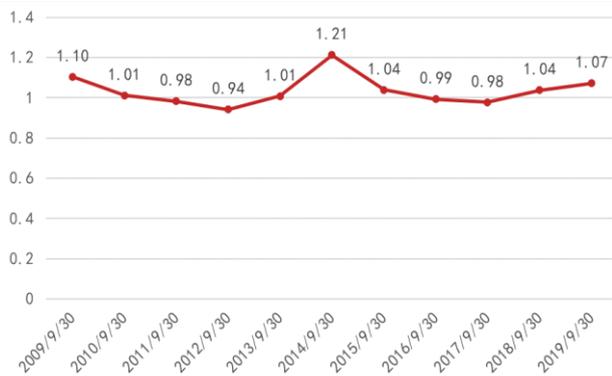
图 12 CS 通信净营业周期情况 (天)



资料来源: wind, 华西证券研究所

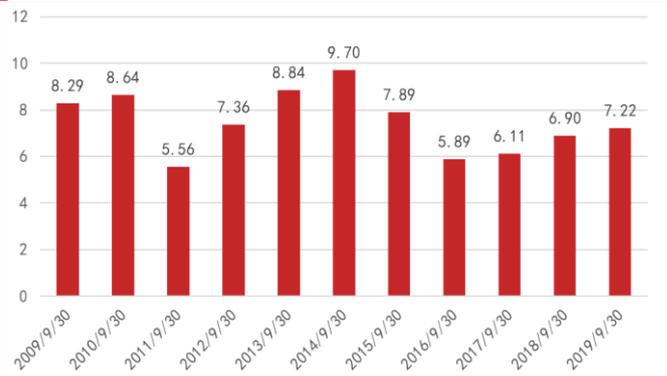
从现金流情况来看，行业内平均现金收入比持续增强，侧面说明企业更倾向于现金流较强的业务订单，我们认为仍主要是因为公司现金流相对紧张所致。随着现金收入比提升，经营性净现金额持续改善。

图 13 CS 通信现金收入比-算术平均



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 CS 通信经营性净现金额情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

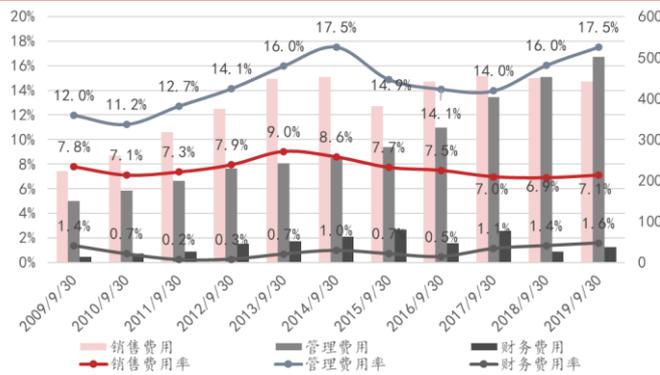
2. 费用端：5G 前期研发费用上升导致管理费用大幅上涨

从上市公司平均水平来看，2019Q1-Q3 平均销售费用率 7.1%，YoY +0.2pct，(2019H1 7.7%，YoY+0.8pct)。整体销售费用率较往年趋平。

管理费用 (包括研发费用) 持续增长达到历史高位水平 17.5%，YoY +1.5pct；其中来源于研发费用增长+0.3pct。

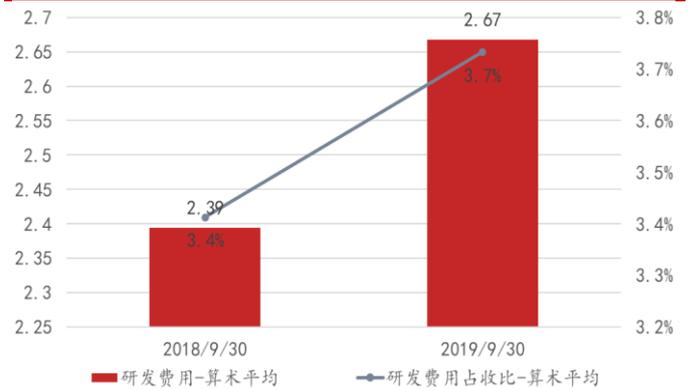
财务费用率小幅上涨达到 1.6%，YoY +0.2pct。由于融资政策收紧，及经济下行趋势影响，行业平均财务费用率仍维持行业高位水平。

图 15 CS 通信整体三费及算术平均三费率 (亿元)



注：管理费用包含研发费用（中兴通讯和工业富联除外）
资料来源：wind，华西证券研究所

图 16 CS 通信 2018-2019 前三季度研发费用 (亿元)



资料来源：wind，华西证券研究所

3. 分版块情况：

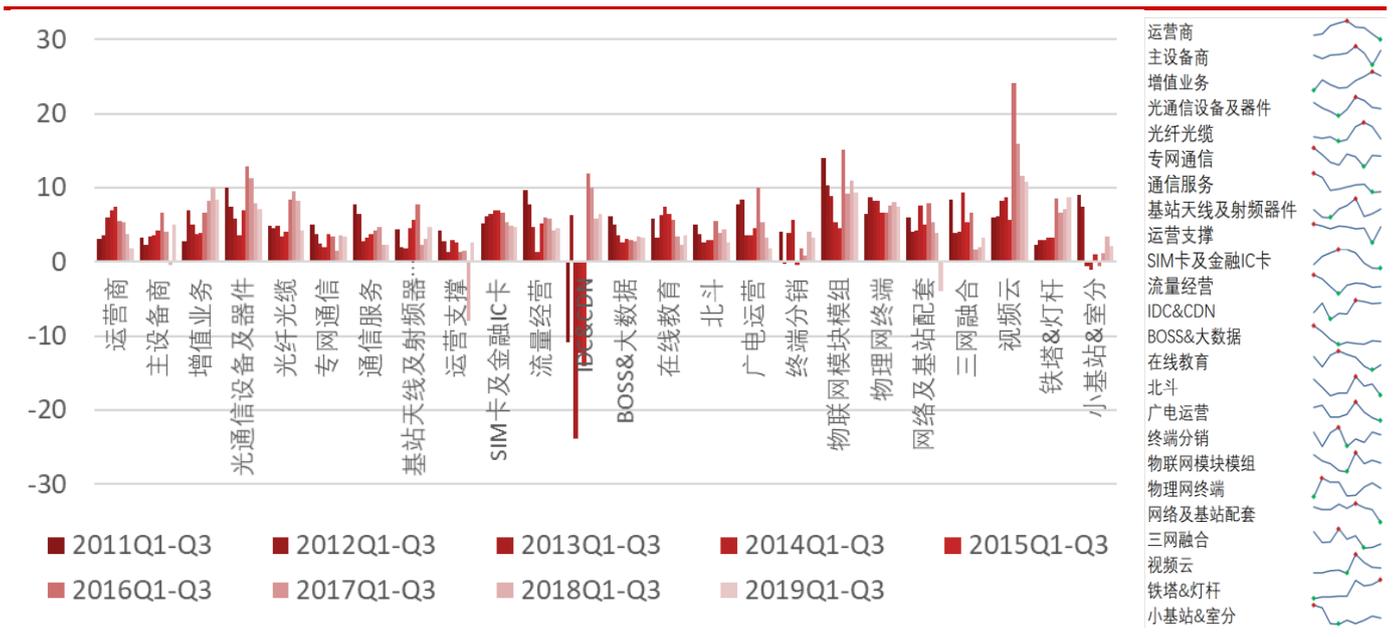
分版块行情来看，ROE 同比上升的行业有 9 大板块，分别是运营支撑、主设备商、铁塔和灯杆、基站天线及射频器件、在线教育、三网融合、IDC&CDN、流量经营、通信服务。

- 前三大增速板块主设备商 (+5.38pct)、运营支撑 (+10.65pct) 持续中报拐点向上趋势，ROE 大幅提升；此外在线教育也停止连续四年的 ROE 下滑同比回升 1.38pct；物联网模块模组和专网通信、三网融合的 ROE 迎来市场拐点向上；
- 铁塔和灯杆 (+1.65pct)、基站天线及射频器件 (+1.55pct) 和三网融合 (+1.30pct) 近年来都处于稳定增长趋势中。
- IDC&CDN (+0.63pct)、流量经营 (+0.31pct)、通信服务 (+0.07pct) 基本持平，其中通信服务长期处于行业底部。

ROE 同比下降的行业分别有 15 个板块，分别是网络及基站配套、光纤光缆、运营商、北斗、物联网模块、增值业务、广电运营、小基站&室分、终端分销、视频云、光通信设备及器件、物联网终端、专网通信、BOSS、SIM 卡及金融 IC 卡。

- 从长期趋势来看，网络及基站配套 (-7.84pct)、光纤光缆 (-4.12pct)、运营商 (-1.81pct)、北斗 (-1.80pct)、广电运营 (-1.54pct)、视频云 (-0.83pct)、光通信设备及器件 (-0.71pct) 处于下降趋势中，并普遍位于行业地位水平；
- 物联网模块 (-1.73pct)、增值业务 (-1.65pct)、小基站&室分 (-1.22pct)、终端分销 (-0.83pct)、物联网终端 (-0.67pct) 拐点向下；
- 专网通信 (-0.17pct)、BOSS&大数据 (-0.13pct)、SIM 卡及金融 IC 卡 (-0.09pct)、ROE 情况与去年基本持平。

图 17 通信细分行业 ROE 情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

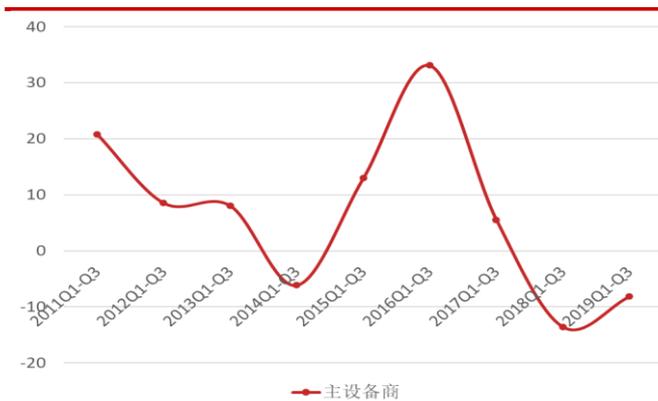
3.1. 主设备商: 存货、应收账款周转率降幅趋缓, 5G 集采有望 拉动行业景气向上

受大唐电信、路通视信等拖累影响, 主设备商收入增速保持负增长, 较去年同期略有回升, 毛利方面企稳回升。

随着运营商集采陆续启动, 应收账款回正, 毛利率维稳; 但是期间费用率较去年同期增长 6.29pct, 影响净利润持续下降, 其中大唐电信下降幅度最大。

预计随着 5G 建网逐步启动, 设备商集采陆续开始, 下游需求有望拉动行业景气度上行。

图 18 通信主设备商收入增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 19 通信主设备商毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 20 主设备商存货、应收账款周转率情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 21 通信主设备商期间费用率 (%)



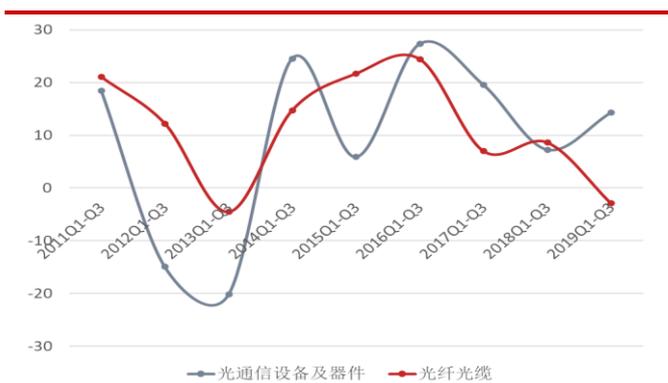
注: 排除掉信威集团 (异常) 数据后
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.2. 光器件及光纤光缆: 光纤毛利率、存货周转率持续下滑; 光器件器下游数据中心需求回暖, 景气度上行

光纤光缆: 受运营商 FTTH 建设放缓、5G 投资未启动, 多数光缆光棒在建工程项目持续推进预计后期在建工程转固会给相关企业带来折旧压力; 同时存货快速增长, 以及快速增加产能使得光纤光缆价格承压。未来光纤光缆产量出海能否带来行业边际改善, 需要持续跟踪关注。

光器件及光模块: 海外互联网厂商 Capex 回暖, 光器件下游需求改善。2018 下半年运营商集采释放, 以及 2019Q2 起海外互联网厂商 Capex 回暖, 行业整体边际改善, 收入增速出现拐点, 行业毛利率水平也均较去年同期有所改善, 但仍低于 2017H1 水平。

图 22 光通信行业收入增速情况 (%)



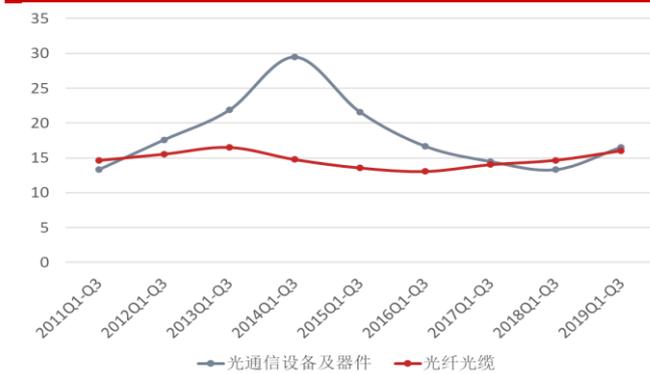
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 23 光通信毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 24 光通信行业期间费用率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 25 光通信行业存货及周转率情况 (%)

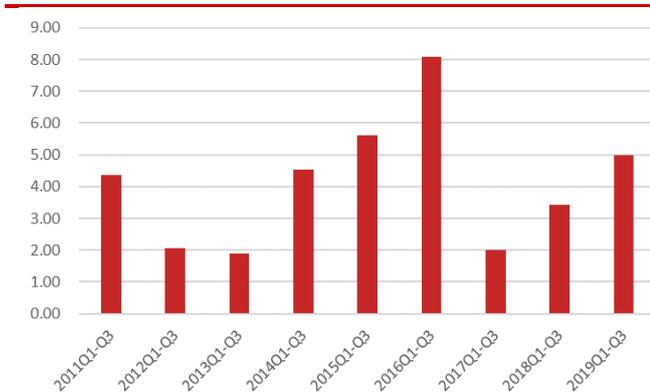


资料来源: wind, 华西证券研究所

3.3. 基站天线及射频器件: 受 4G 扩容及 5G 前期备货影响, 射频器件受益较早, 收入增长拉动 ROE 水平提升; 行业迎来景气度上行周期

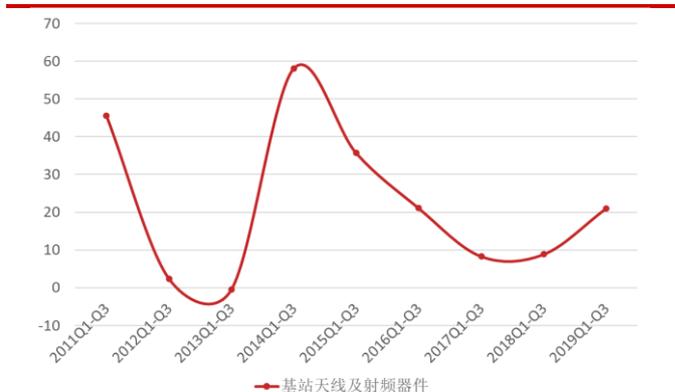
受 4G 扩容及 5G 前期备货影响射频器件受益较早, 收入增长拉动 ROE 水平提升; 5G 新品出货同时带来主要射频供应商毛利提升, ROE 呈现上升趋势。

图 26 射频器件行业 ROE 情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 27 射频器件收入增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

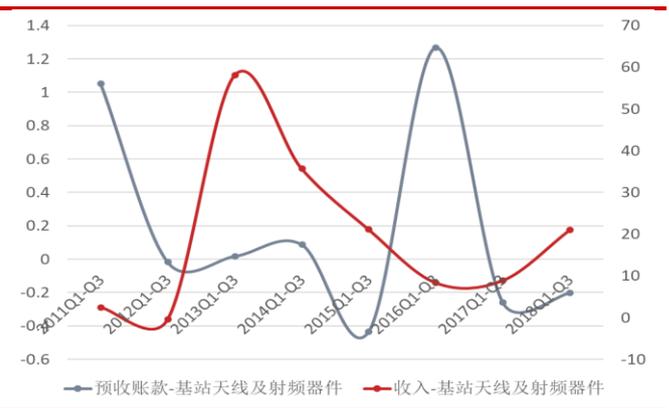
从历史数据看, 行业存货、应收账款周转率不断提升, 现金流流转加快; 此外行业预收账款与收入存在错周期关系, 一般以 1 到 2 年为周期, 预计随着 5G 建网启动, 行业有望迎来景气度上行周期。

图 28 射频器件行业存货、应收账款情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 29 射频器件收入及预收账款增速 (%)



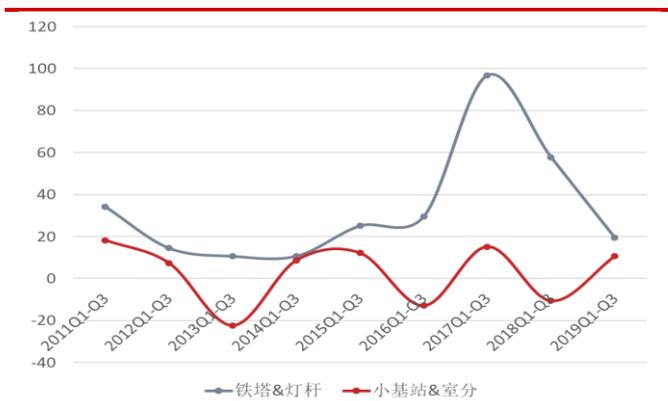
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.4. 铁塔灯杆&小基站室分: 5G 建网启动拉动灯杆产业快速发展, 预计小基站&室分仍需等待 2021 年起量

5G 建网启动伊始, 拉动灯杆产业快速发展, 近年来无论是收入及员工人数均快速上升, 存货周转率也快速上升, 今年快速去库存。预计未来随着 5G 建网规模逐步扩大, 预计行业景气度持续上行。

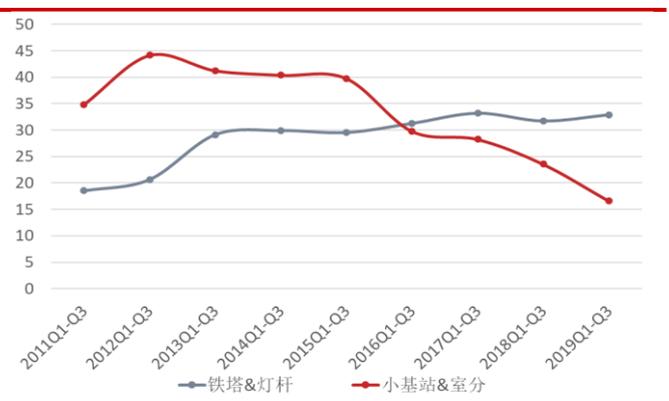
同时小基站&室分自 2016 年起持续去库存, 毛利率水平也持续下降。未来随着 2021 年 5G 深度覆盖有望重新提振。

图 30 无线基站收入增速情况 (%)



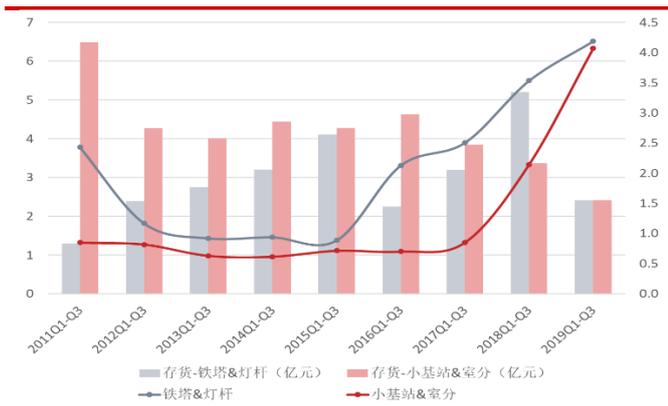
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 31 无线基站毛利率 (%)



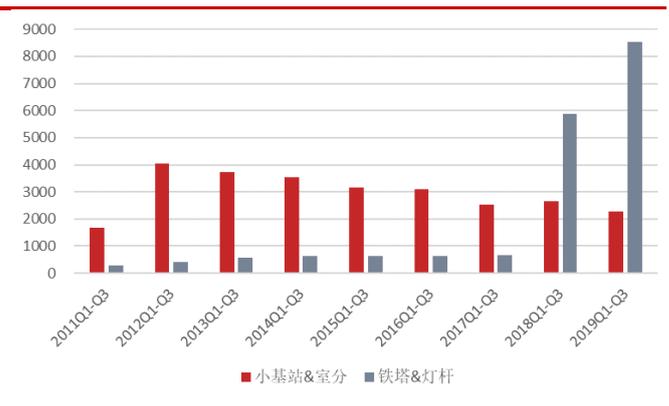
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 32 无线基站行业存货及周转率情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 33 无线基站毛利率 (%)



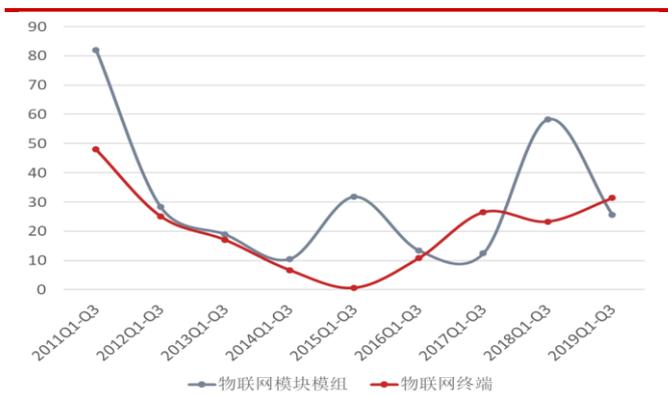
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.5. 物联网：行业上行周期，国内竞争仍然激烈，海外市场成为毛利关键

物联网模组行业持续保持稳健增长，其中广和通、移为通信、移远通信等海外收入占比超过 50% 的公司，仍保持较高收入增速水平，毛利水平也较好。

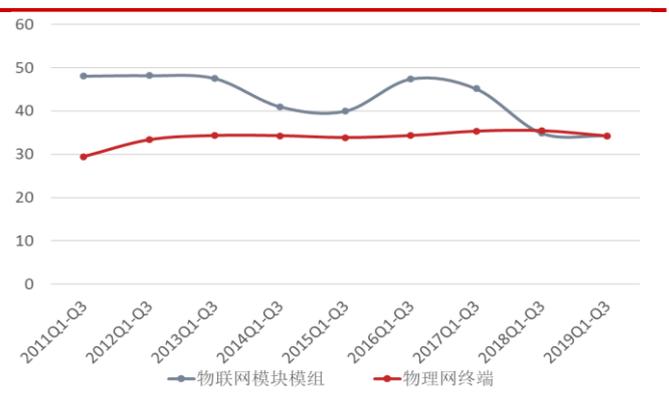
物联网终端板块主要包括多家表计类公司，行业收入增速持续上涨，毛利率趋稳。

图 34 物联网行业收入增长情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

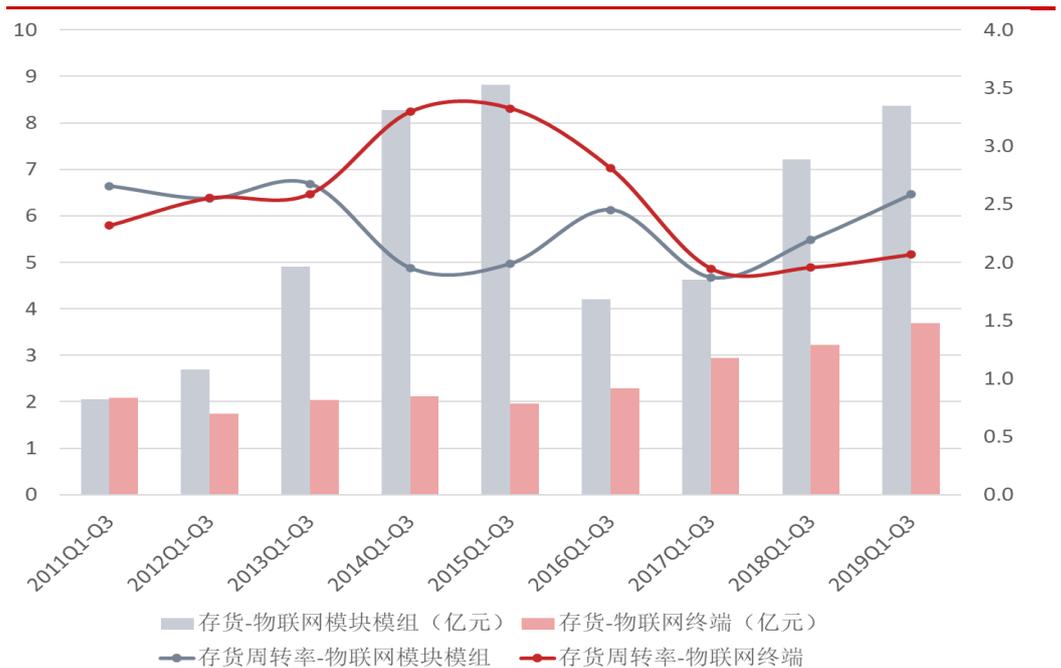
图 35 物联网行业毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

从存货情况来看，物联网行业存货及其周转率均在快速增长，行业运转速率不断加快，处于行业上行周期。

图 36 物联网行业存货及周转率情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

3.6. IDC: 行业收入增速回落进入淘汰阶段, 关注在建工程增速快的龙头公司

IDC 行业收入增速持续放缓, 龙头公司收入维持高速扩张, 行业进入洗牌淘汰阶段。行业 ROE 水平提升主要由于部分公司出售相关资产带来的投资收益相关。

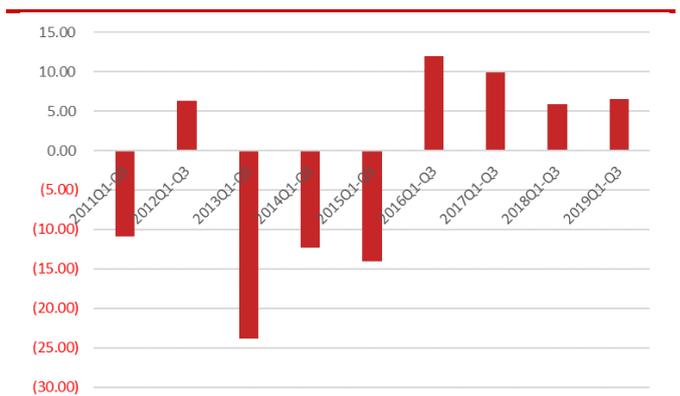
后续重点关注在建工程增速快的龙头公司, 相关标的如数据港、万国数据等。

图 37 IDC 行业收入增长情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 38 IDC 行业 ROE (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 风险提示

5G 运营商资本开支、建设进展不及预期; 5G 相关技术方案带来竞争格局新变化; 受宏观经济因素影响互联网公司开支不及预期。

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。