

行业净利润提升，5G 商用元年开启

—通信行业三季度综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 11 月 20 日

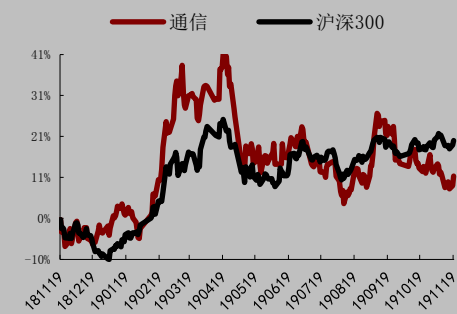
投资要点：

- **营收增速放缓，盈利能力提升：**2019 年前三季度，通信行业（中万通信指数成分股经过调整剔除为 99 只）整体营收为 5097.33 亿元，同比增长 0.01%，增速放缓；归母净利润为 211.16 亿元，同比增长 78.59%，盈利能力明显提升；但扣非后归母净利润仅为 137.86 亿元，同比下降 6.93%。显示非经常性损益对净利润贡献很大。从收入结构上来看，半数公司营收增长维持在中低增速，另外半数公司营收出现负增长。在归母净利润方面，中低增速的公司占比接近三成，负增长的公司占比超过六成。显示行业内净利润增速分化严重，虽然行业整体净利润快速上升，但是主要是由于龙头企业的增速贡献较大，而众多中小公司的净利润出现下滑压力。
- **费用管控优化，研发投入持续增强：**2019 年前三季度，行业整体期间费用率为 15.35%，较去年同期提升 0.79 个百分点。从近五年整体趋势来看，期间费用率已经从 18% 左右下降到 15%，呈现明显的下降趋势。行业研发费用从 2018Q3 的 205 亿元至 2019Q3 的 233 亿元，研发费率提升 0.5 个百分点至 4.75%，主要原因是科研人员薪酬提升所致。我们认为，研发费用持续增加是确定性趋势，研发费用占营收比例也将维持高位。
- **流动性提升，经营性现金流改善：**在营运能力方面，2019Q3 应收账款周转天数减少至 77 天；存货周转天数增加至 70 天；预收账款同比下降 2.33% 至 236.48 亿元。从流动比率和速动比例来看，呈现同步波动上升趋势。其中，流动比率在 2019Q3 突破 1，说明行业资产的变现能力提升，短期偿债能力较强。就现金流来看，经营性现金流同比增长 14.61%，远超过营业收入的增长速度，同时经营性现金流占营业收入比重上升至 15.00%，较去年同期提升 2 个百分点。说明在营收增长放缓的情况下，多数公司都加大了回款力度，可预期未来坏账会相应减少，行业整体营业收入的质量改善。
- **行情走向结构化，关注通讯主设备、光模块、测试设备模块：**通信 PE (TTM) 从年初的 41.15 倍升至当前的 44.82 倍，相较于 4G 建设周期中板块估值最高水平 70.10 倍，还有较大上行空间。近一个月板块估值小幅波动，基于 5G 建设稳步推进和板块成分公司业绩转好驱动，我们认为板块估值仍有向上修复空间。
- **投资建议：**光通信领域推荐持续关注中际旭创、光迅科技；通讯设备领域推荐国内设备龙头中兴通讯、星网锐捷；所有主营业务均为 5G 建设核心料号的铭普光磁；以及国内测试领域综合服务龙头东方中科。
- **风险因素：**5G 建设不达预期、中美贸易摩擦加剧。

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
铭普光磁	0.18	0.96	1.77	增持
中际旭创	1.33	0.65	1.17	买入
光迅科技	0.53	0.53	0.86	增持
中兴通讯	-1.67	1.13	1.46	增持
星网锐捷	1.00	1.24	1.62	增持
东方中科	0.41	0.53	0.84	买入

通信行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 11 月 19 日

相关研究

万联证券研究所 20191117_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (11.11-11.17)

万联证券研究所 20191112_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (11.04-11.10)

万联证券研究所 20191107_公司跟踪报告_AAA_中际旭创 (300308) 跟踪报告

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

目录

1、行业整体三季报表现	4
1.1 收入端：营收增速放缓，盈利能力提升	4
1.2 费用端：费用管控优化，研发投入持续增强.....	5
1.3 现金端：流动性提升，经营性现金流改善	6
2、子行业三季报表现	7
2.1 通信运营：收入略有下滑，盈利能力提升	7
2.2 终端设备：行业需求阶段性匮乏，毛利率逆势向好.....	10
2.3 通信传输设备：业绩初步回暖，5G 需求逐渐释放.....	10
2.4 通信配套服务：营收增速放缓，毛利率承压.....	11
3、投资建议	12
3.1 涨幅下滑，估值仍有向上修复空间	12
3.2 把握光通讯主设备、光模块、测试设备，关注 5G 商用机遇.....	13
4、风险提示	13
图表 1：近五年行业营业收入及同比变化	4
图表 2：近五年行业归母净利润及同比变化	4
图表 3：近五年行业扣非归母净利润及同比变化	4
图表 4：营业收入增速分布	5
图表 5：归母净利润增速分布	5
图表 6：扣非归母净利润增速分布	5
图表 7：近五年行业毛利率及净利率变化	5
图表 8：近五年行业期间费用率变化	5
图表 9：近五年行业三费变化	5
图表 10：近五年行业研发费用变化	6
图表 11：近五年行业存货及应收账款周转天数	7
图表 12：近五年行业流动比例及速动比例	7
图表 13：近五年行业预收账款变动	7
图表 14：近五年行业经营性现金流及营收现金比变动	7
图表 15：通信运营近五年营业收入及同比变化	7
图表 16：通信运营近五年归母净利润及同比变化	7
图表 17：通信运营近五年毛利率变化	8
图表 18：中国联通近五年营业收入及同比变化	8
图表 19：中国联通近五年归母净利润及同比变化	8
图表 20：中国联通近五年毛利率变化	8
图表 21：通信运营其他公司近五年营业收入及同比变化	9
图表 22：通信运营其他公司近五年归母净利润及同比变化	9
图表 23：通信运营其他公司近五年毛利率变化	9
图表 24：终端设备近五年营业收入及同比变化	10
图表 25：终端设备近五年归母净利润及同比变化	10
图表 26：终端设备近五年毛利率	10
图表 27：通信传输设备近五年营业收入及同比变化	11
图表 28：通信传输设备近五年归母净利润及同比变化	11
图表 29：通信传输设备近五年毛利率	11

图表 30: 通信配套服务近五年营业收入及同比变化	11
图表 31: 通信配套服务近五年归母净利润及同比变化	11
图表 32: 通信配套服务近五年毛利率	12
图表 33: 通信板块年涨跌幅	12
图表 34: 通信板块估值情况	13

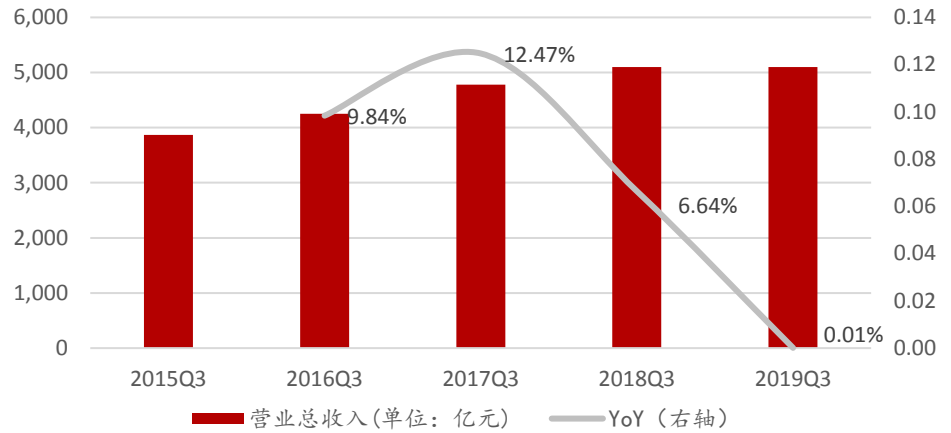
万联证券

1、行业整体三季报表现

1.1 收入端：营收增速放缓，盈利能力提升

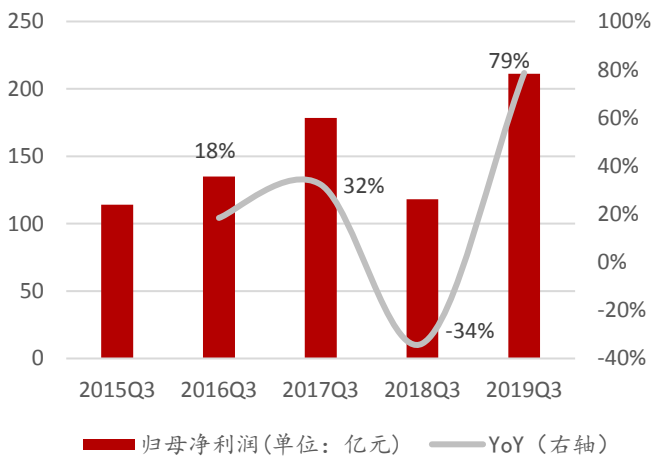
2019年前三季度，通信行业（申万通信指数成分股，经过调整剔除为99只，下同）整体营收为5097.33亿元，同比增长0.01%，与去年收入大抵持平，增速放缓；归母净利润为211.16亿元，同比增长78.59%，盈利能力明显提升；但扣非后归母净利润仅为137.86亿元，同比下降6.93%。显示非经常性损益对净利润贡献很大，行业业绩承压。

图表1：近五年行业营业收入及同比变化



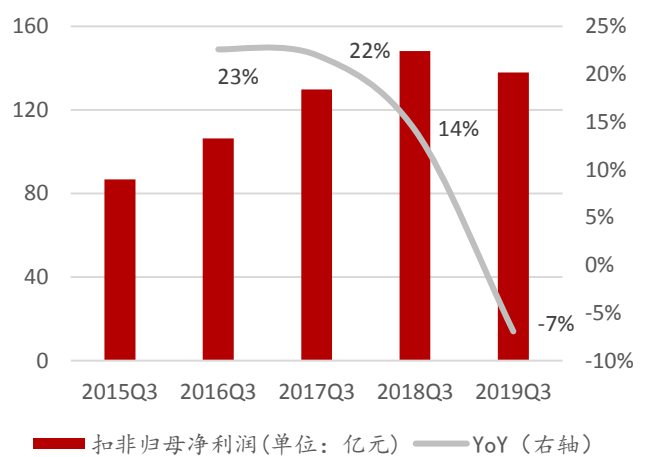
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：近五年行业归母净利润及同比变化



资料来源：wind，万联证券研究所

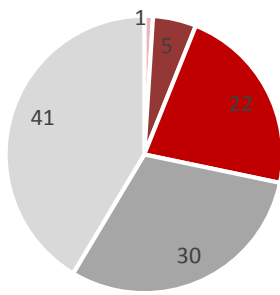
图表3：近五年行业扣非归母净利润及同比变化



资料来源：wind，万联证券研究所

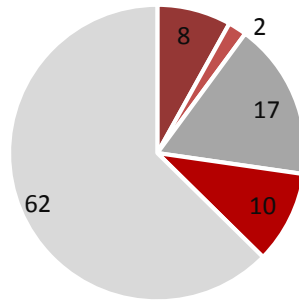
从收入结构上来看，剔除有退市风险的股票后，99只个股中营收增速在50%以上的仅6只，占比6%；增速位于0-50%区间的有52只，占比接近半数；显示半数公司营收增长维持在中低增速；出现负增长的有41只，占比接近4成，另外半数公司营收出现负增长。在归母净利润方面，增速在50%以上的有10只，占比约一成；增速位于0-50%区间的有27只，占比接近三成；而净利润负增长的公司数量达到62只，占比超过六成。在扣非归母净利润方面，增速在50%以上的有10只，占比约一成；增速位于0-50%区间的有23只，占比约两成；负增长的有62只，占比约六成。与净利润的分布情况相近。净利润分布情况，显示行业内净利润增速分化严重，虽然行业整体净利润快速上升，但是主要是由于龙头企业的增速贡献较大，而众多中小公司的净利润出现下滑压力。

图表4：营业收入增速分布



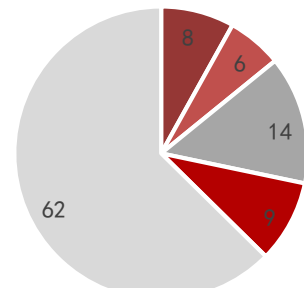
■ 100%以上 ■ 50%-100% ■ 20%-50%
■ 0-20% ■ 0%以下

图表5：归母净利润增速分布



■ 100%以上 ■ 50%-100% ■ 20%-50%
■ 0-20% ■ 0%以下

图表6：扣非归母净利润增速分布

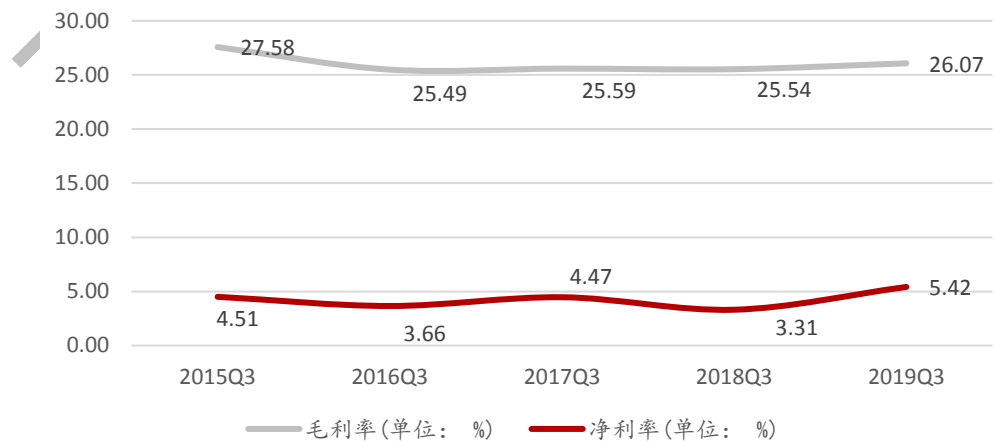


■ 100%以上 ■ 50%-100% ■ 20%-50%
■ 0-20% ■ 0%以下

资料来源：wind，万联证券研究所

毛利率方面，2019年前三季度行业毛利率为26.07%，较去年同期提升0.5个百分点；而净利率也达到了5.42%，较去年同期提升2个百分点。从近五年趋势来看，公司的毛利率和净利率均在2015年Q3达到高点，随后三年波动中略有下降，但是2019年再次回复到较高水平。净利率突破5%，创近五年同比新高。说明通信行业整体处于降本增效压力下，费用管控水平持续优化，盈利能力稳步提升，2019年Q3成果有所显现。

图表7：近五年行业毛利率及净利率变化



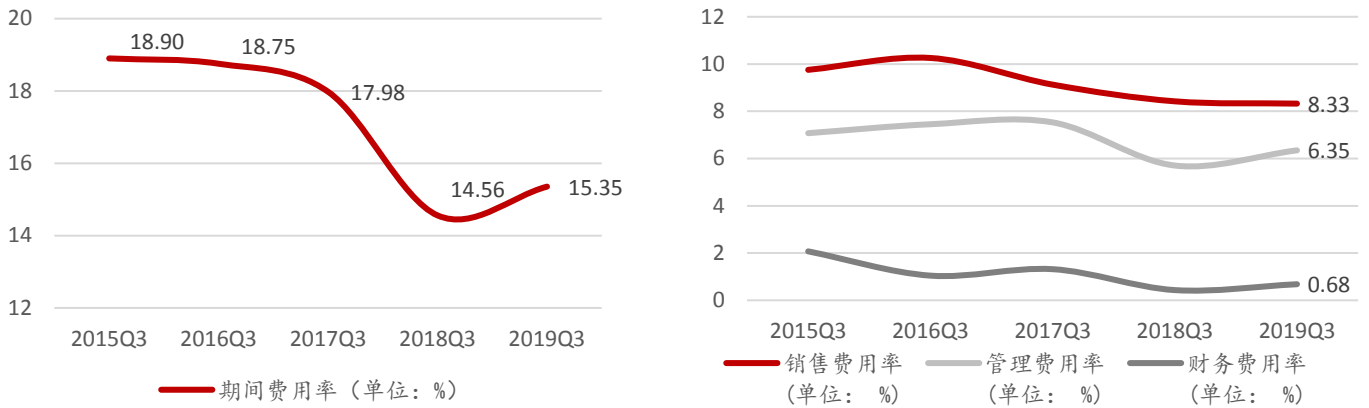
资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 费用端：费用管控优化，研发投入持续增强

2019年前三季度，行业整体期间费用率为15.35%，较去年同期提升0.79个百分点，但是从近五年整体趋势来看，期间费用率已经从18%左右下降到15%，呈现明显的下降趋势。从三费的细分来看：1) 相比于2018Q3，销售费用率下降0.1个百分点至8.33%，在近五年中也基本呈现持续下降趋势，说明销售费用管控的持续优化；2) 相比于2018Q3，管理费用率上行0.64个百分点至6.35%，是期间费用率同比上升的主要原因，为净利率上带来一定压力，从近五年来，在2018年管理费用出现骤降，主要原因系会计准则变化，研发费用从管理费用中剔除所致；3) 从近五年趋势来看，财务费用率已经从2015年2%下降到现在不足1%的水平；相比于2018Q3，财务费用率上行0.25个百分点至0.68%，要关注行业的资金压力和成本。

图表8：近五年行业期间费用率变化

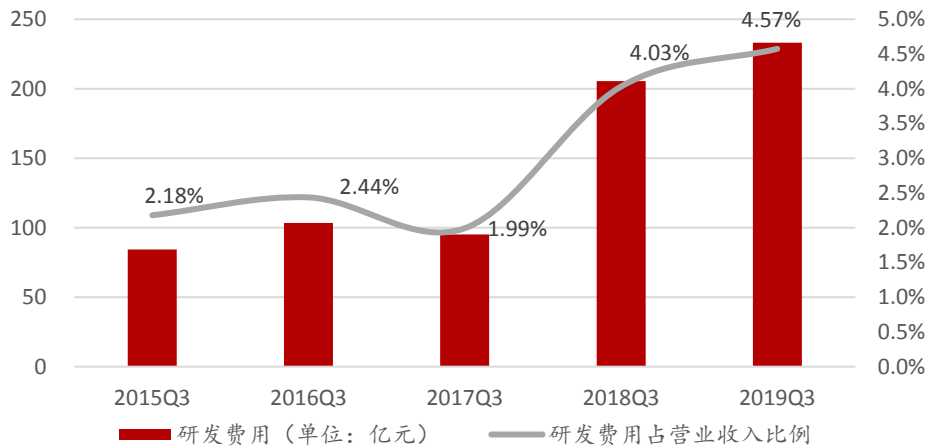
图表9：近五年行业三费变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 近五年行业研发费用变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

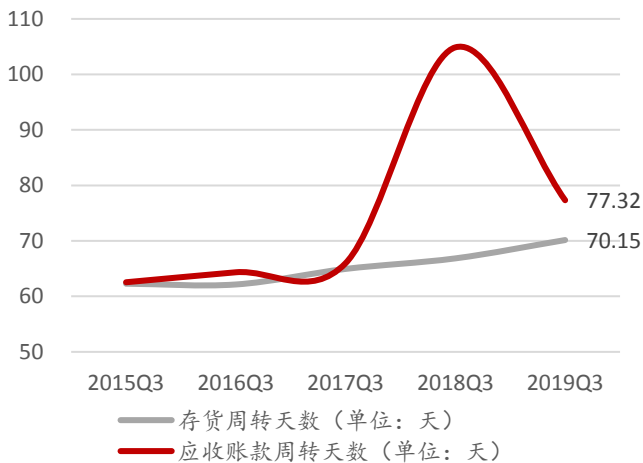
行业研发费用从2018Q3的205亿元至2019Q3的233亿元, 研发费率提升0.5个百分点至4.75%, 主要原因是科研人员薪酬提升所致。5G新兴标准下, 对于通信行业公司的研发要求更大, 需求的技术复杂度提升, 企业对研发投入增加, 可以加强市场竞争力、抢占先机, 为客户提供国内领先的技术服务。我们认为, 研发费用持续增加是确定性趋势, 研发费用占营收比例也将维持在高位。

1.3 现金端: 流动性提升, 经营性现金流改善

在营运能力方面, 2019Q3应收账款周转天数由2018Q3的104天减少至77天, 周转速度加快; 存货周转天数由2018Q3的66天增加至70天, 周转速度略有下降; 预收账款略有下降趋势, 同比下降2.33%至236.48亿元。从流动比率和速动比例来看, 呈现同步波动上升趋势, 说明存货占流动资产比重不大, 即使存货周转速度略有下降, 对于流动性影响有限。其中, 流动比率在2019Q3突破1, 说明行业资产的变现能力提升, 短期偿债能力较强。

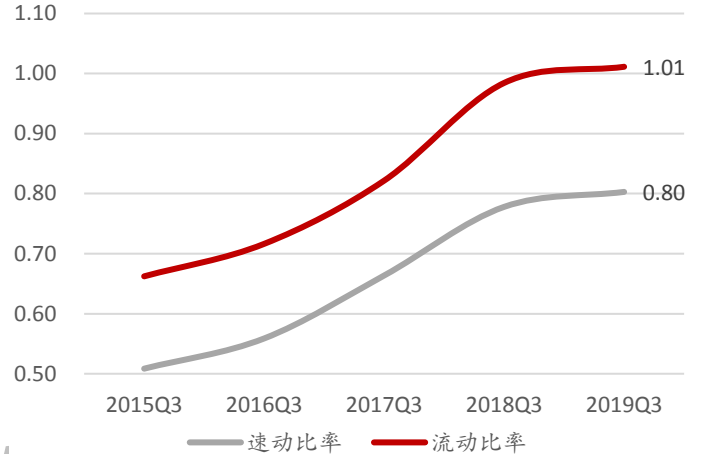
就现金流来看, 经营性现金流同比增长14.61%, 远超过营业收入的增长速度, 同时经营性现金流占营业收入比重上升至15.00%, 较去年同期提升2个百分点。说明在营收增长放缓的情况下, 多数公司都加大了回款力度, 减少了应收账款在收入中的占比。总体来说, 营业收入的质量和可靠性进一步改善。

图表11: 近五年行业存货及应收账款周转天数



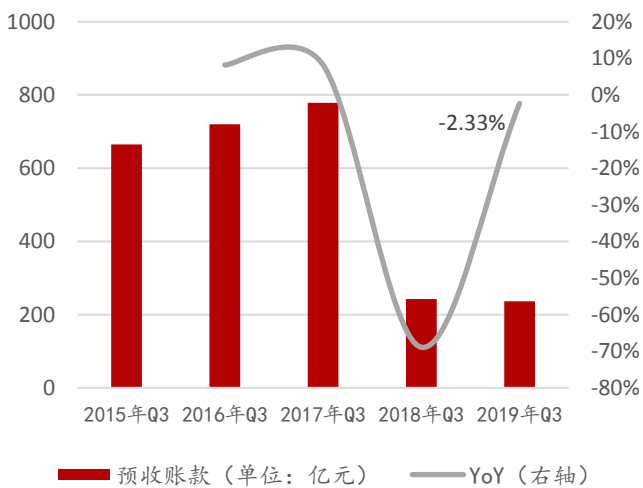
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 近五年行业流动比例及速动比例



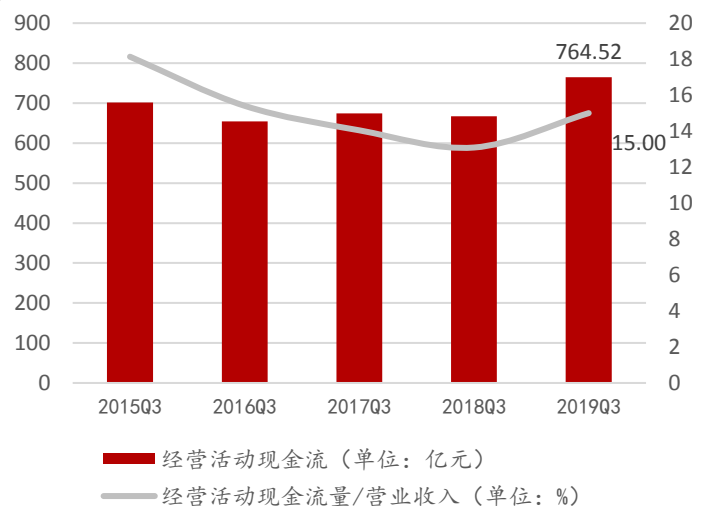
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: 近五年行业预收账款变动



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: 近五年行业经营性现金流及营收现金比变动



资料来源: wind, 万联证券研究所

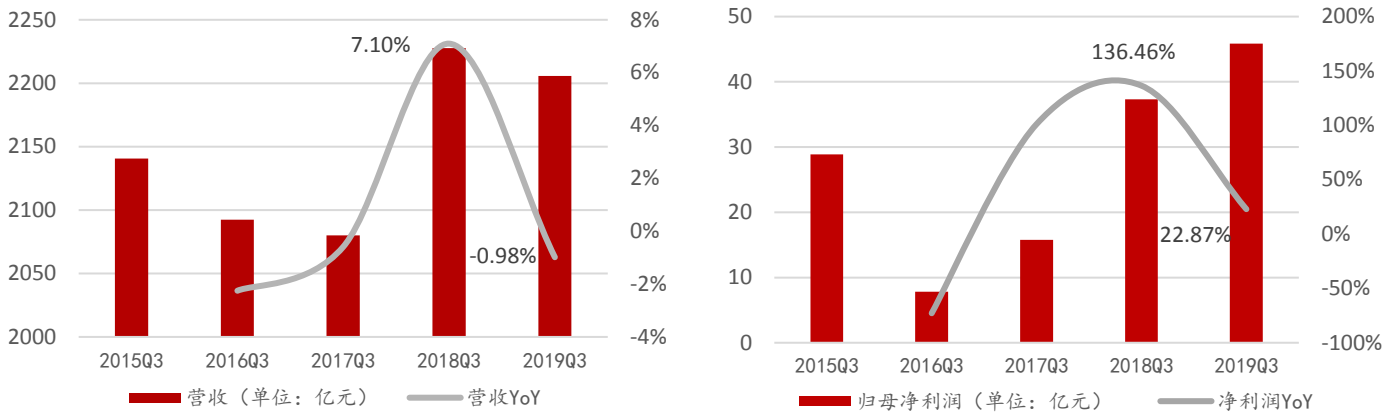
2、子行业三季报表现

2.1 通信运营: 收入略有下滑, 盈利能力提升

从行业整体来看, 在营业收入方面, 2015Q3-2017Q3期间, 营业收入逐步下滑, 直到2018年, 营业收入才开始再次上涨7个百分点, 2019年Q3收入再次下滑1个百分点。在净利润方面, 2016Q3-2019Q3一直保持增长态势, 2019年Q3达到22%的增长; 同时毛利率同比上升0.5个百分点至27.51%, 创五年来的新高。说明面对流量红利快速消退、市场竞争加剧的压力, 行业整体营收下降, 但是盈利能力在逐步提升。

图表15: 通信运营近五年营业收入及同比变化

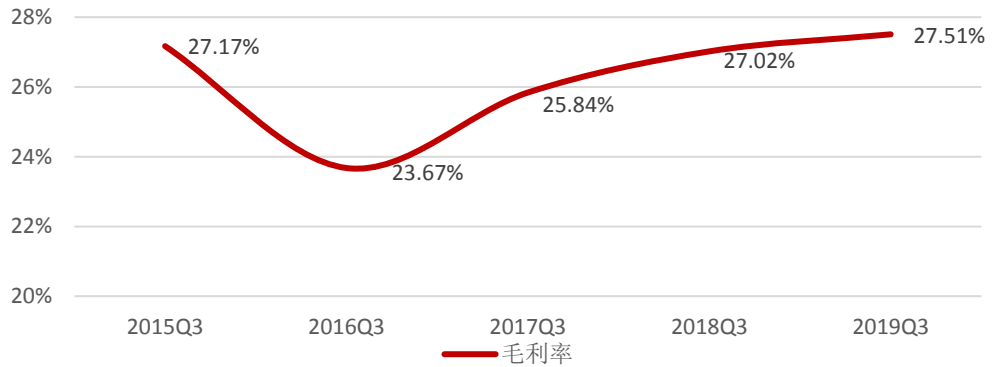
图表16: 通信运营近五年归母净利润及同比变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

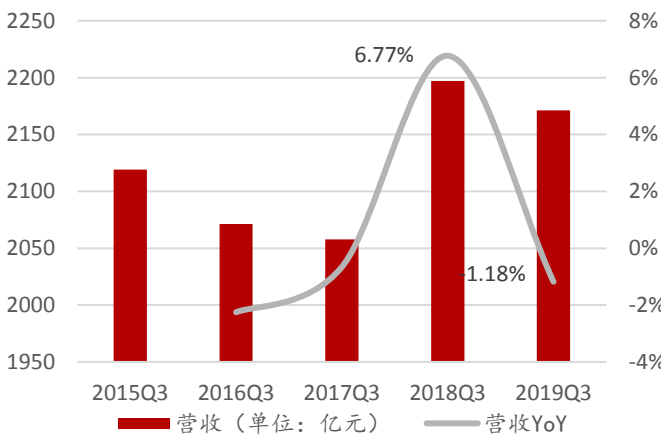
图表17: 通信运营近五年毛利率变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

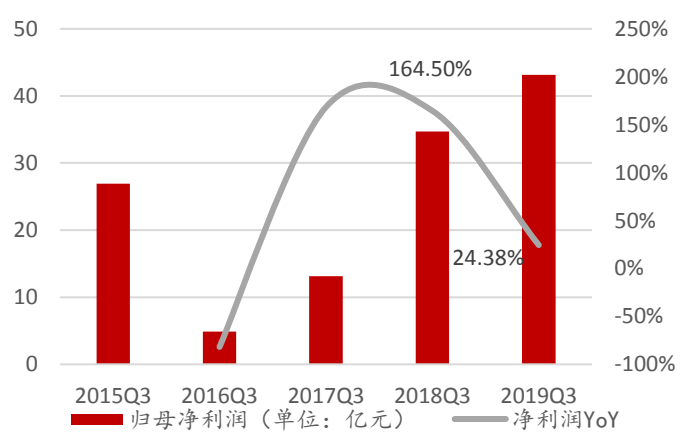
通信运营子行业中共包括四家公司,分别为中嘉博创、二六三、会畅通讯和中国联通。龙头公司中国联通的营业收入和净利润等,占到整个子行业95%以上。所以子行业的行业情况受中国联通的经营状况影响很大,进一步将公司分为中国联通和其他公司来考虑。

图表18: 中国联通近五年营业收入及同比变化



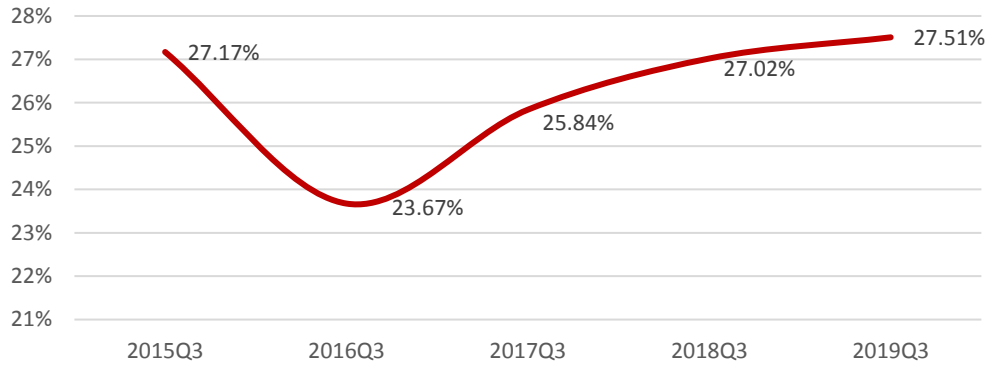
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 中国联通近五年归母净利润及同比变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

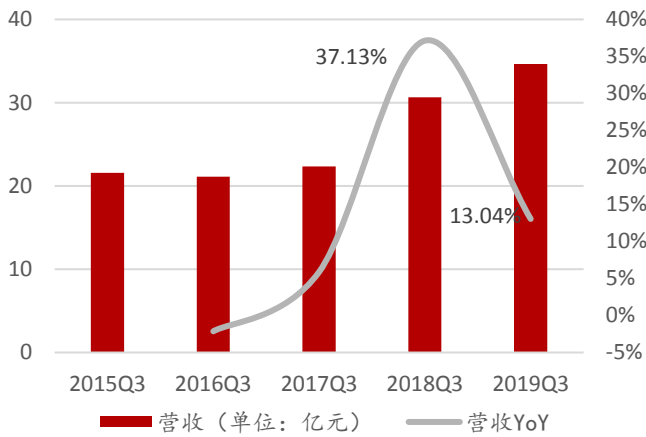
图表20: 中国联通近五年毛利率变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

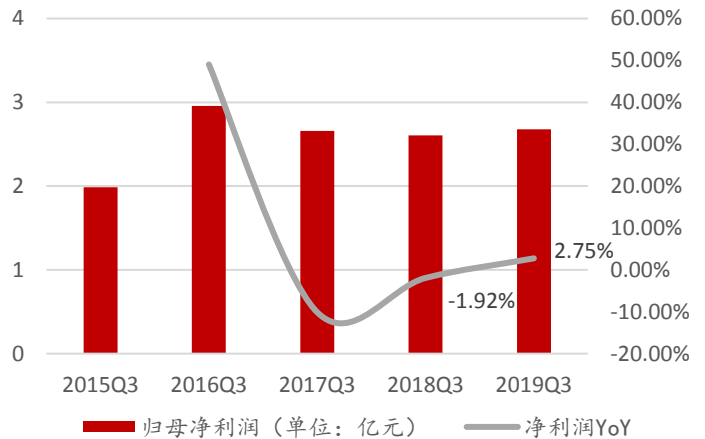
中国联通的经营状况和行业整体基本一致, 营收略有下滑, 净利润和毛利率提升, 盈利能力提升。主要原因系今年以来中国联通逐步取消了低价格套餐, 混改带来经营效率的提升, 着力于发挥LTE 900MHz 4G网络的深度覆盖和农村区域广覆盖优势, 加大公司创新业务的投入, 积极转型以适应5G时代的到来。作为2019年Q3唯一利润增长的三大运营商, 说明中国联通的竞争策略取得了不错的效果, 提升了整个子行业的盈利能力。

图表21: 通信运营其他公司近五年营业收入及同比变化



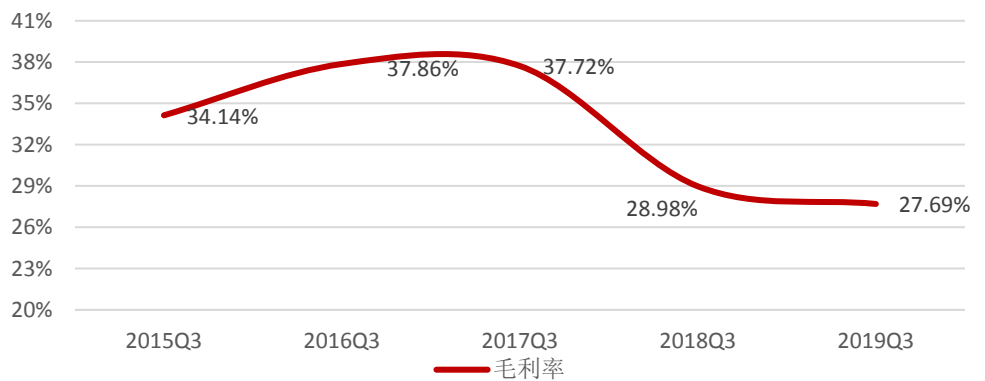
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22: 通信运营其他公司近五年归母净利润及同比变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23: 通信运营其他公司近五年毛利率变化



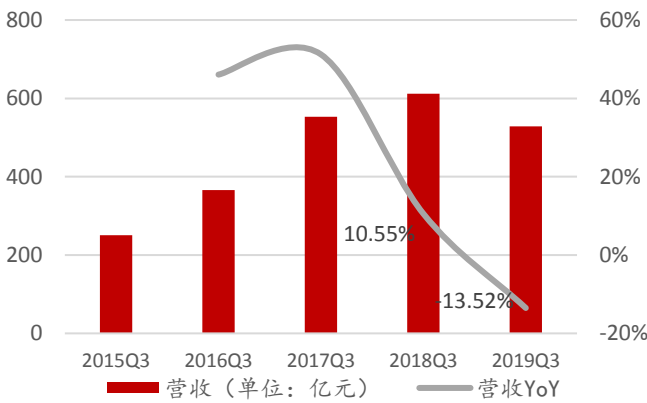
剔除中国联通后余下三家公司, 收入方面, 2019Q3 营业收入同比增长13%, 远超过中国联通的收入增速; 净利润同比上涨2.75%, 远低于中国联通增速; 毛利率下滑一个

百分点，与中国联通相逆。说明剔除行业龙头中国联通的影响后，余下公司的收入同比增长速度提升，但净利润和毛利率的同比增长下降。

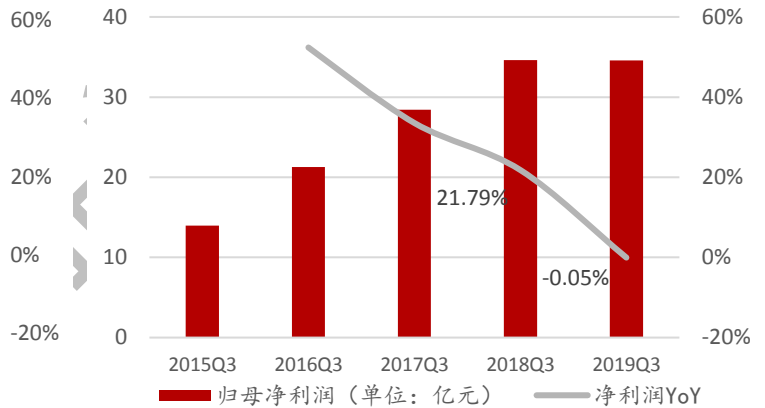
2.2 终端设备：行业需求阶段性匮乏，毛利率逆势向好

2019Q3，终端设备子行业营业收入同比下降13.52%，较去年同期回落24个百分点。归母净利润与去年基本持平，略有下降，可能由于5G周期前夜过度阶段需求减少带来的行业需求阶段性匮乏。在4G建设进入末期，5G建设尚未大规模展开的情况下，毛利率方面逆势向好，从2018Q3的18.33%提升至21.15%，提升近3个百分点，创五年同比新高。

图表24：终端设备近五年营业收入及同比变化



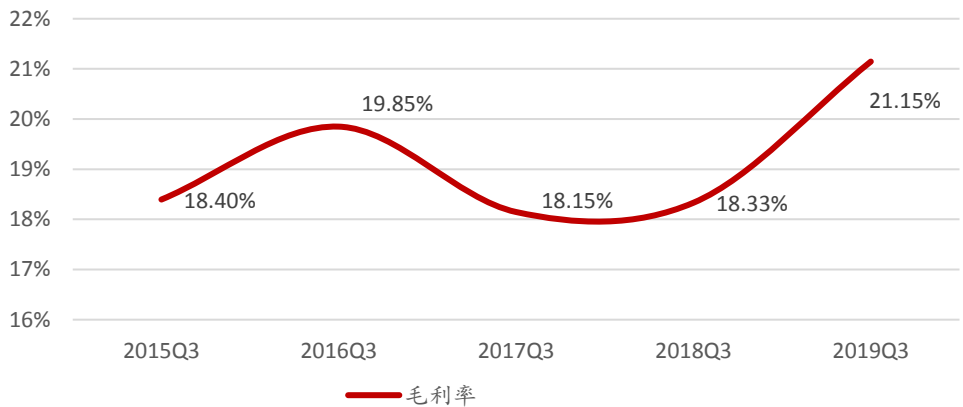
图表25：终端设备近五年归母净利润及同比变化



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表26：终端设备近五年毛利率



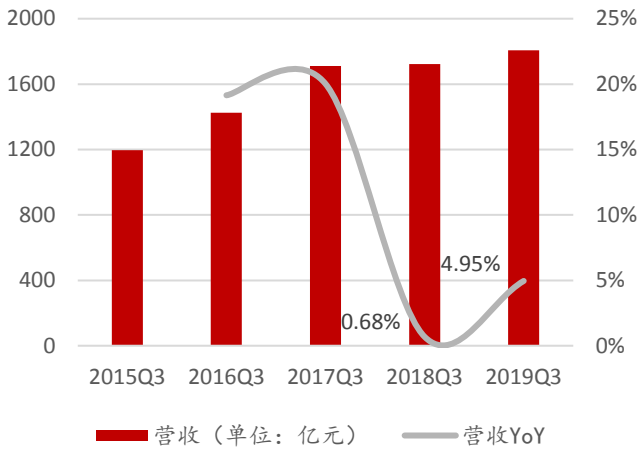
资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 通信传输设备：业绩初步回暖，5G需求逐渐释放

通信传输设备子行业龙头为中兴通讯，营收及净利润占比均达行业整体30%以上。2019年前三季度通信设备子板块总计实现营业收入1807亿元，同比增长4.95%，实现归母净利润101.69亿元，同比增长796.06%，主要系中兴通讯去年同期受到美国巨额罚款所致。毛利率水平提升0.5个百分点至25.61%。在2019年Q3，4G建设进入尾声，宽带需求放缓，整体市场对光纤光缆需求下降，移动招标价格影响持续，光纤光缆量价齐跌。通信传输设备子行业业绩承压，未恢复到2017年同期高位水平。但预期已经充分，行业趋势正在向好，且随着明年SA下传输网和小基站需求的打开，通信传输设备企业有望享受

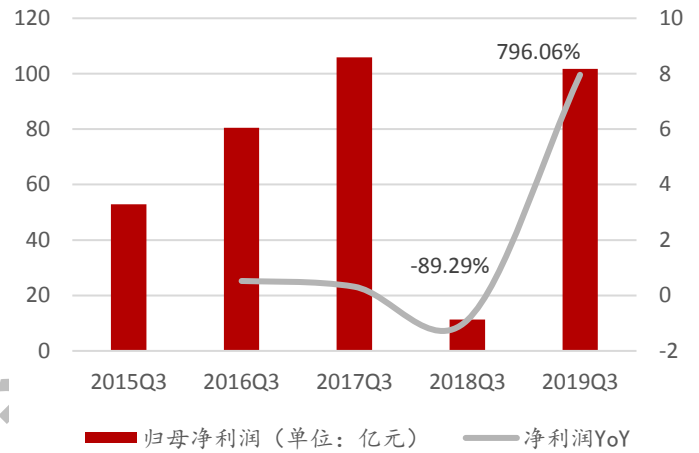
行业红利。

图表27：通信传输设备近五年营业收入及同比变化



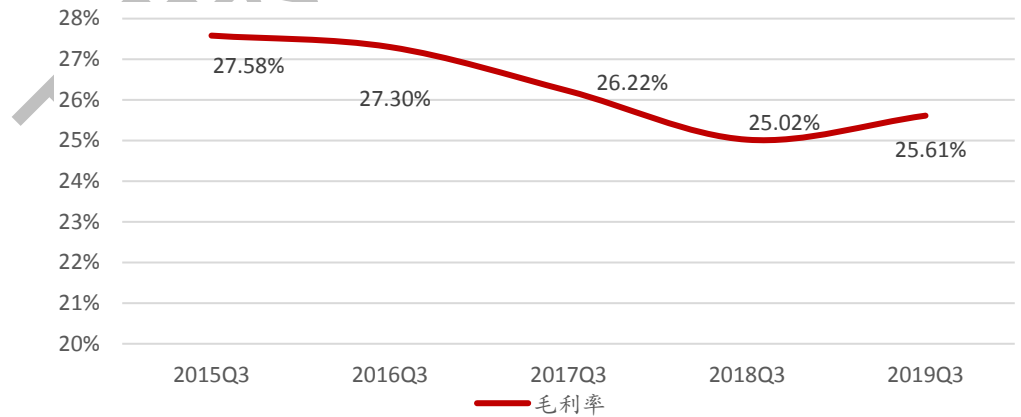
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表28：通信传输设备近五年归母净利润及同比变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29：通信传输设备近五年毛利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

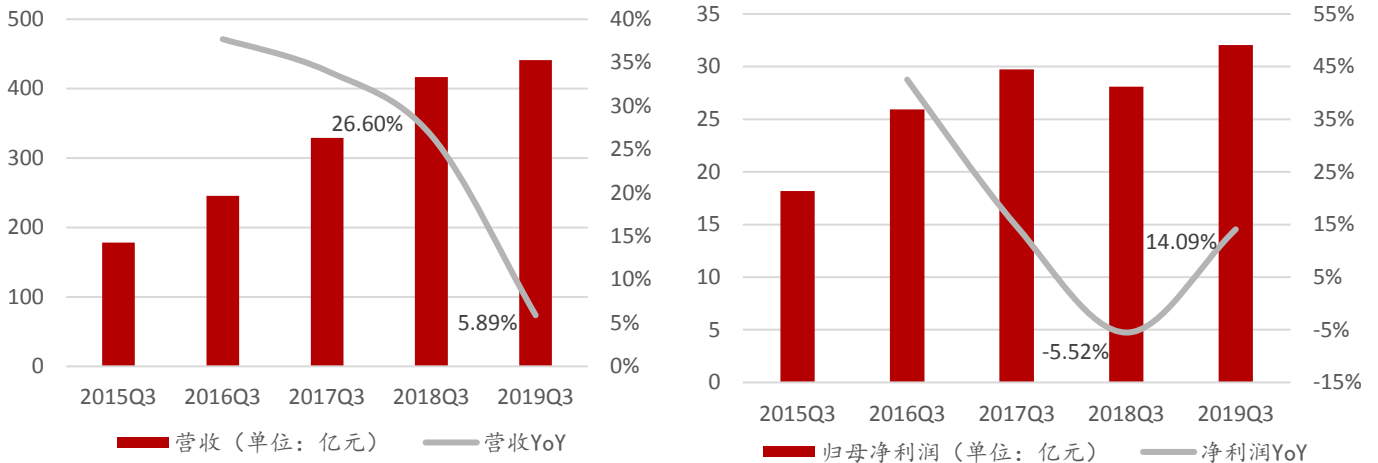
2.4 通信配套服务：营收增速放缓，毛利率承压

5G建设初步打开，配套设备需求放大，业绩平稳增长。2019年前三季度配套服务子行业实现营业收入441.09亿元，同比增长5.89%，实现归母净利润32.04亿元，同比增长14.09%。

而近五年毛利率呈现下降趋势，从2015Q3的42%高位一路下滑，至2019Q3毛利率下降至26.67%，同比下降2.5个百分点。行业毛利率下降主要因素为外协、派遣人员工资上涨和运营商招标价格下降，在国家提速降费的大背景下，运营商大幅压低服务商毛利空间。但是可预见的未来，行业的集中度逐渐提高，行业壁垒加大，毛利率存在一定向上修复空间。

图表30：通信配套服务近五年营业收入及同比变化

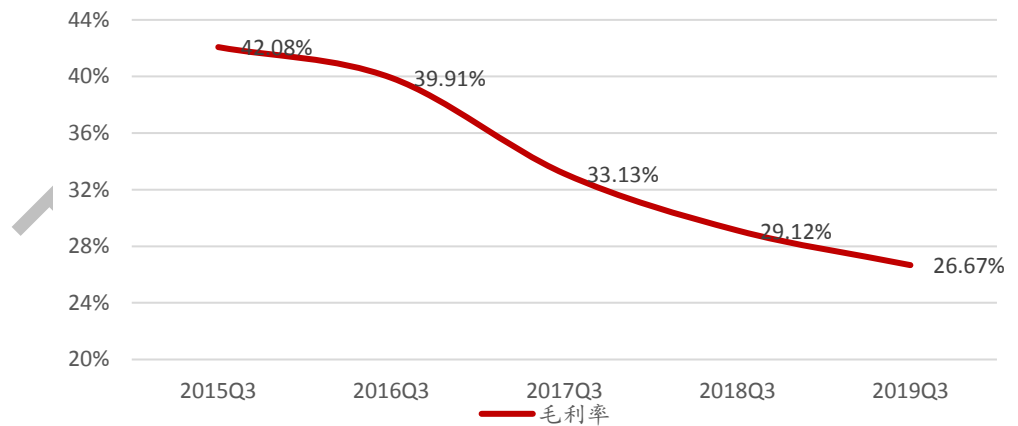
图表31：通信配套服务近五年归母净利润及同比变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表32: 通信配套服务近五年毛利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

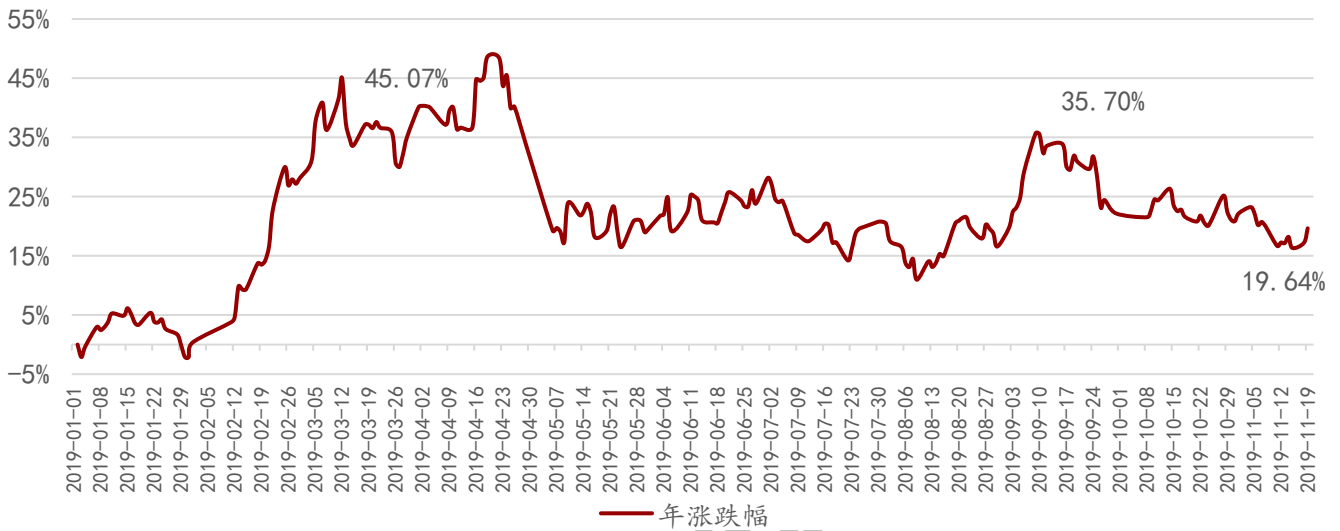
3、投资建议

3.1 涨幅下滑, 估值仍有向上修复空间

2019年年初至今, 通信板块整体上涨达到19.64%, 低于沪深300的涨幅26.85%。回顾整体走势, 板块在Q1快速上涨, 在3月12日达到45.07%的涨幅高位。Q2逐步回落, 降至25%左右持续震荡。直到8月才重启上扬走势, 在9月上旬重回35%左右的高位, 随后波动下降至20%涨幅水平, 当前处于盘整蓄势阶段, 不改长期向好态势。

对应至估值方面, 申万通信PE-TTM估值从年初的69倍下降至当前的44倍, 年内估值明显下滑。但相较于4G建设周期中板块估值最高水平70.10倍, 还有较大上行空间。近一个月板块估值小幅波动, 略有下降, 基于5G建设稳步推进和板块成分公司业绩转好驱动, 我们认为板块估值仍有向上修复空间。

图表33: 通信板块年涨跌幅



资料来源: Wind、万联证券研究所 (注: 数据截至到2019.11.19)
备注: 剔除有退市风险股票后, 使用流通股本加权平均法计算得出

图表34: 通信板块估值情况



资料来源: Wind、万联证券研究所 (注: 数据截至到2019.11.19)
备注: 剔除有退市风险股票后, 使用流通股本加权平均法计算得出

3.2 把握光通讯主设备、光模块、测试设备, 关注5G商用机遇

中国在国际5G部署竞赛中领先, 自主话语权不断加强, 随着5G技术多场景应用的逐步落地, 我们持续看好作为5G建设中一马当先的光通信领域, 推荐国内光模块领军企业中兴通讯、光迅科技, 全球领先的综合性通信设备商中兴通讯、星网锐捷, 5G建设核心标的铭普光磁, 以及国内测试领域综合服务龙头东方中科。

4、风险提示

5G建设不达预期。以上重点覆盖公司的业绩预测是基于5G建设符合预期的基础, 如若5G建设不达预期, 会影响公司增量业务的业绩预测。

中美贸易摩擦加剧。现阶段以上重点覆盖公司对国外光电芯片的依赖仍然较大，如果中美贸易摩擦加剧，出现供应链层面的不利，将影响整体业绩。

万联证券

通信行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年11月19日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
002902	铭普光磁	0.18	0.96	1.77	5.07	23.46	136.33	24.44	13.25	4.60	增持
300308	中际旭创	1.33	0.65	1.17	9.44	42.21	33.76	64.94	36.08	4.47	买入
002281	光迅科技	0.53	0.53	0.86	6.50	28.23	49.25	53.26	32.83	4.31	增持
000063	中兴通讯	-1.67	1.13	1.46	6.57	32.77	-12.10	29.00	22.45	3.69	增持
002396	星网锐捷	1.00	1.24	1.62	7.02	31.04	18.34	25.03	19.16	3.89	增持
002819	东方中科	0.41	0.53	0.84	3.23	29.82	51.15	56.26	35.50	8.70	买入

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场