

证券研究报告—深度报告

通信

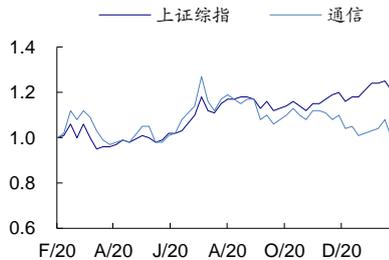
通信行业 21 年 2 月投资策略暨
20 年年报业绩前瞻

超配

(维持评级)

2021 年 02 月 04 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国信证券-行业专题-海外云相关行业简析之 Equinix: 全球第三方 IDC 龙头》——2021-01-25
《运营商专题: 纽交所摘牌冲击已过, 静待运营商价值重估》——2021-01-14
《通信行业 2021 年 1 月投资策略: 静待估值修复, 关注运营商+车联网机会》——2021-01-12
《数字浪潮系列之数字基础设施: 通讯创新, 打造数字经济发展新基石》——2021-01-11
《通信行业 2021 年投资策略: 不卑不亢, 砥砺前行---挖掘新赛道机会》——2021-01-08

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150
E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

证券分析师: 陈彤

电话: 0755-81981372
E-MAIL: chentong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080001

证券分析师: 付晓钦

电话: 0755-81982929
E-MAIL: fuxq@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120003

行业投资策略

精选业绩高增长标的, 持续关注运营商

● 1 月行情回顾: 估值继续回调, 接近历史低位

1 月沪深 300 指数全月上涨 140.68 点, 涨幅 2.7%, 通信(申万)指数下跌 154.3 点, 跌幅 7.3%, 弱于大市, 全市场排名倒数第一。

1 月份通信板块估值继续回落, 从近一年的情况看, 通信行业估值持续下降, 已经创一年以来的新低, 接近 2018 年底的最低水平。

● 20 年年报业绩预告出炉, 高景气板块表现优异

我们通信股票池 115 个标的中, 共有 73 家公司公布了业绩预告。其中, 26 家公司公布了业绩预减情况, 47 家公司公布了业绩预增, 预增的比例达到了 40% 以上。其中, 业绩预增的公司主要分布在物联网、光器件、IDC 和北斗四个板块中, 尤其是北斗板块, 很多公司实现了 100% 以上的增长。建议精选其中的优质标的, 包括统一通信设备龙头(亿联网络)、全球物联网模组龙头(移远通信)、智能控制器龙头(拓邦股份)、液晶显示主控板卡龙头(视源股份)、国内第三方 IDC 龙头(万国数据)。

5G 板块虽然公布业绩大幅预增的公司不多, 但我们判断整个板块的业绩呈整体向上的趋势。

20 年四季度, 通信行业公募基金、QFII、陆股通持仓占比均进一步下滑, 合计降至 1.7%。

● 移动与广电 700M 合作落地, 持续关注运营商投资机会

1 月 26 日, 中国移动与中国广电在北京签署“5G 战略”合作协议, 正式启动 700MHz 5G 网络共建共享。我们认为, 移动+广电的合作, 结合之前电信+联通的合作, 全面开启了运营商共建共享的新发展阶段。节省资本开支、高效运营、合作大于竞争已经成为了运营商的共识, 这对于运营商在成本端的节约大为有利。随着 5G 客户的不断拓展, 运营商收入边际向上, 成本端受益于共建共享上升可控, 利润端有望逐步放大。看好在新时代下运营商的投资机会。重点关注港股运营商的价值低估机会, A 股关注中国联通。

● 重点推荐组合:

2021 年 2 月份的重点推荐组合为: 亿联网络、移远通信、拓邦股份、视源股份、华工科技、万国数据、中国联通、新天科技。

● 风险提示:

全球疫情加剧风险、5G 投资建设不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
300628	亿联网络	买入	80.24	72,416	1.47	1.89	54.59	42.46
603236	移远通信	买入	213.65	22,864	2.25	4.24	94.96	50.39
002841	视源股份	买入	136.40	91,119	2.44	2.78	55.90	49.06
002139	拓邦股份	买入	10.52	11,942	0.46	0.53	22.87	19.85

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(2021.1.31)

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

1 月行情回顾：估值继续回调，接近历史低位	4
1 月通信板块重点推荐组合表现	4
2 月通信板块重点推荐组合	4
1 月通信板块大跌 7.3%，弱于大市	4
通信板块估值进一步下调，达到近 10 年的历史低位	5
20 年年报业绩预告出炉，高景气板块表现优异	6
20 年 Q4 机构持仓进一步下降	8
移动与广电 700M 合作落地，持续关注运营商投资机会	9
投资建议：	13
精选业绩高增长标的，持续关注运营商历史性投资机会	13
风险提示	13
国信证券投资评级	15
分析师承诺	15
风险提示	15
证券投资咨询业务的说明	15

图表目录

图 1: 通信行业指数 1 月走势	5
图 2: 申万各一级行业 1 月涨跌幅	5
图 3: 通信行业 (申万分类) 2011 年以来 PE/PB	5
图 4: 通信行业 (申万分类) 近 1 年 PE/PB	5
图 5: 通信行业各细分板块分类	6
图 6: 通信板块细分领域 1 月涨跌幅	6
图 7: 通信行业 1 月涨跌幅前后十名	6
图 8: 公司 2019Q1~2020Q4 营业收入 (亿元)	7
图 9: 公司 2019Q1~2020Q4 归母净利润 (亿元)	7
图 10: 通信行业公募基金持仓占比变化	8
图 11: 通信行业 QFII+陆股通持仓占比变化	8
图 12: 三大运营商移动 ARPU 值情况 (元/月)	10
图 13: 运营商 5G 套餐用户数 (万)	10
图 14: 近十年三大运营商收入增速	10
图 15: 4G 基站新增数 (万座)	11
图 16: 5G 基站新增数预测 (万座)	11
图 17: 中国联通 5G 行业应用	11
图 18: 三大运营商 2020 年上半年 B 端业务收入占比	11
图 19: 三大运营商 B 端业务收入 (亿元)	11
图 20: 三大运营商销售费用率	12
图 21: 中国联通终端补贴 (亿元)	12
图 22: 三大运营商过去十年 ROE	13
图 23: 三大运营商过去十年净利润率	13
表 1: 国信通信 1 月组合收益情况	4
表 2: 国信通信 2021 年 2 月推荐组合	4
表 3: 重点公司业绩预告情况	7
表 4: 运营商 5G 推进情况	8
表 5: 通信行业 Q4 机构持仓前十股票	8
表 6: “提速降费”政策梳理	9
表 7: 运营商 DICT 业务情况	12
表 8: 通信行业成分股选取及板块划分	14

1 月行情回顾：估值继续回调，接近历史低位

1 月通信板块重点推荐组合表现

1 月份的重点推荐组合为：亿联网络、移远通信、广和通、新天科技、中际旭创、万国数据、中兴通讯、中国联通。组合收益率跑赢通信（申万）指数，跑输沪深 300 指数。

表 1: 国信通信 1 月组合收益情况

年月	月度组合	月度收益率	组合收益率	沪深 300 指数收益率	通信板块指数收益率
21 年 1 月	亿联网络	9.7%	1.1%	2.7%	-7.3%
	新天科技	-10.7%			
	广和通	-5.9%			
	移远通信	14.3%			
	中际旭创	1.8%			
	万国数据	10.2%			
	中兴通讯	-4.3%			
	中国联通	-6.1%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2 月通信板块重点推荐组合

2020 年 2 月份的重点推荐组合为：亿联网络、移远通信、拓邦股份、视源股份、华工科技、万国数据、中国联通、新天科技。

表 2: 国信通信 2021 年 2 月推荐组合

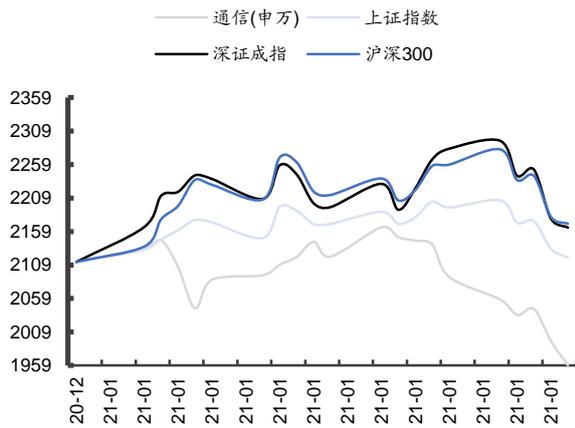
上市公司名称	公司简介
移远通信	全球物联网模组龙头，行业景气度风向标，新应用场景不断突破，规模效应逐步体现
亿联网络	Sip 话机龙头，VCS 会议系统新军，企业级通信领军企业，全球份额受益国产化趋势提升
拓邦股份	国内 MCU 模组龙头，全球市场份额提升，业绩反转
中国联通	A 股运营商核心标的，5G 时代边际改善明显，2B 业务占比提升带来价值重估
视源股份	液晶显示主控板卡龙头，充分受益智能屏幕交互浪潮
华工科技	华为 5G 前传光模块核心供应商，受益 5G 基建大潮，同时激光设备景气度有望反转提升
新天科技	智能表计龙头，行业景气度高，水表+燃气表双轮驱动
万国数据	国内第三方 IDC 龙头，开启全球布局步伐

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

1 月通信板块大跌 7.3%，弱于大市

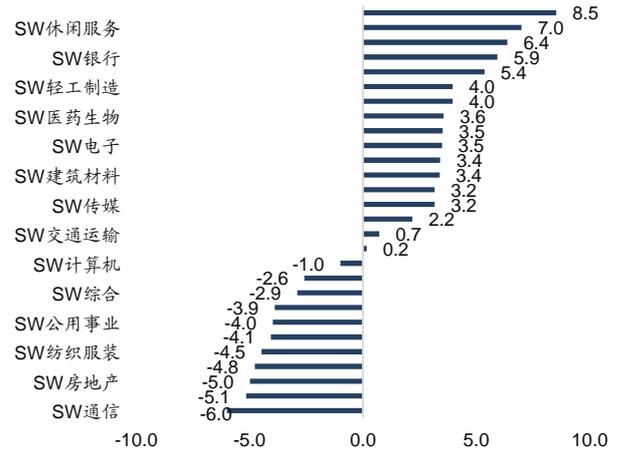
1 月沪深 300 指数全月上涨 140.68 点，涨幅 2.7%，通信（申万）指数下跌 154.3 点，跌幅 7.3%，弱于大市，全市场排名倒数第一。

图 1：通信行业指数 1 月走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：申万各一级行业 1 月涨跌幅



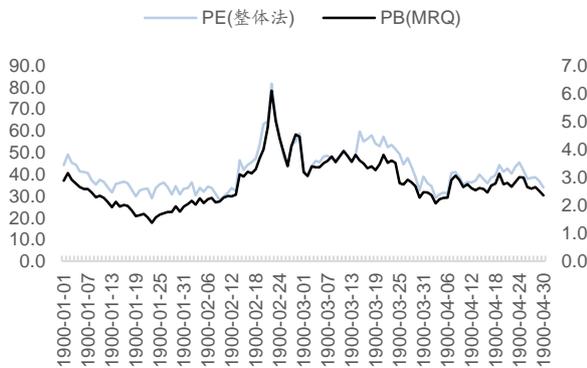
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

通信板块估值进一步下调，达到近 10 年的历史低位

2011 年以来，通信行业 PE (TTM) 最低达到过 28.81 倍，最高达到过 85.17 倍，1 月底估值为 34.0 倍，处于历史中位数偏下水平，接近 2018 年底的最低水平。从近一年的情况看，通信行业估值持续下降，已经创一年以来的新低。

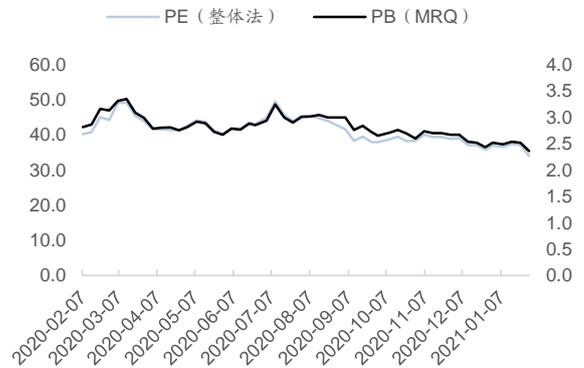
通信行业 PB (TTM) 最低达到过 1.33 倍，最高达到过 5.92 倍，1 月底估值为 2.36 倍，略有下滑，处于历史中位数偏下水平。

图 3：通信行业（申万分类）2011 年以来 PE/PB



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

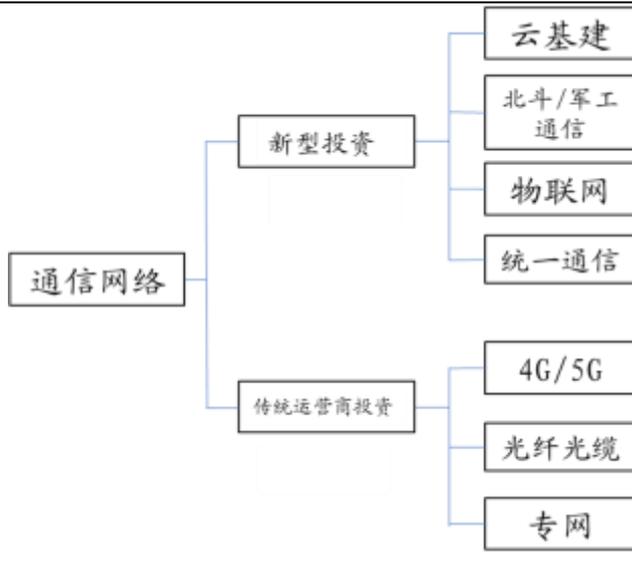
图 4：通信行业（申万分类）近 1 年 PE/PB



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

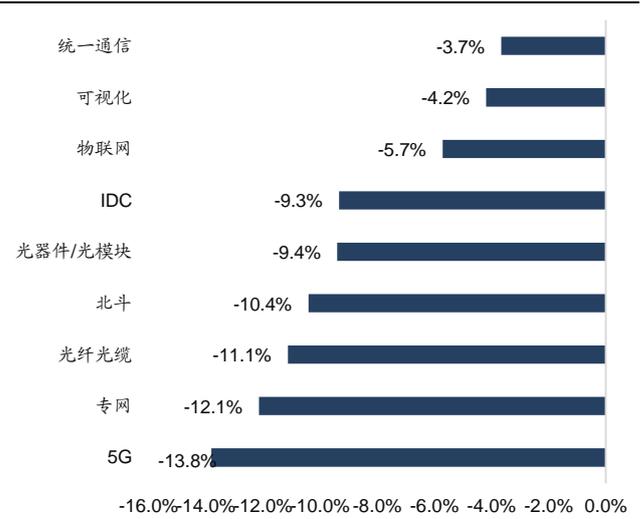
1 月份通信行业各细分领域全面下跌，其中 5G 板块幅度最大，统一通信板块较好。

图 5: 通信行业各细分板块分类



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

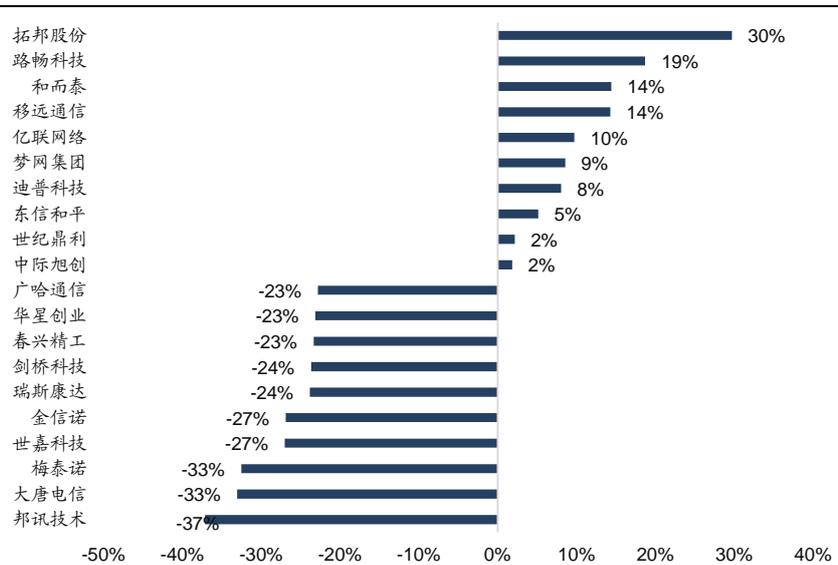
图 6: 通信板块细分领域 1 月涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股表现来看, 2021 年 1 月份涨幅排名前十的为: 拓邦股份 (30%)、路畅科技 (19%)、和而泰 (14%)、移远通信 (14%)、亿联网络 (10%)、梦网集团 (9%)、迪普科技 (8%)、东信和平 (5%)、世纪鼎利 (2%)、中际旭创 (2%)。

图 7: 通信行业 1 月涨跌幅前后十名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2020 年 12 月 31 日)

20 年年报业绩预告出炉, 高景气板块表现优异

截至 1 月 31 日, 在我们通信股票池 115 个标的中, 共有 73 家公司公布了业绩预告。其中, 26 家公司公布了业绩预减情况, 47 家公司公布了业绩预增, 预增的比例达到了 40% 以上。

我们选取了预增的公司中, 我们重点跟踪的公司进行分析, 如下所示。其中, 业绩预增的公司主要分布在物联网、光器件、IDC 和北斗四个板块中, 尤其是北斗板块, 很多公司实现了 100% 以上的增长。

从估值来看，北斗板块的估值较高，物联网、光器件、IDC 估值相对较低。

我们认为，2020 年的高业绩增速反映了细分行业的高景气，并有望于 2021 年延续，在预增的公司中，结合估值和长期空间，我们重点推荐物联网板块，包括移远通信、广和通、拓邦股份、新天科技，此外北斗板块的主题性投资机会值得关注。

表 3: 重点公司业绩预告情况

证券简称	预告利润 下限(万 元)	预告利润 上限(万 元)	预告利润 同比增速 下限	预告利润 同比增速 上限	预告中值 (万元)	最新市值 (亿元, 1.31)	PE(2020E)	所处板块
亿联网络	126000	133411	2%	8%	129706	724	56	统一通信
光环新网	91000	95000	10%	15%	93000	253	27	IDC
城地股份	38110	43081	15%	30%	40596	58	14	IDC
新天科技	35532	40998	30%	50%	38265	52	14	物联网
华测导航	20000	21500	44%	55%	20750	75	36	北斗
会畅通讯	12000	14700	33%	63%	13350	68	51	统一通信
光迅科技	46501	60809	30%	70%	53655	181	34	光器件
拓邦股份	49624	56241	50%	70%	52932	119	23	物联网
天孚通信	25654	28986	54%	74%	27320	98	36	光器件
移远通信	22940	25900	55%	75%	24420	229	94	物联网
中际旭创	78000	90500	52%	76%	84250	369	44	光器件
广和通	27212	30613	60%	80%	28913	136	47	物联网
鹏博士	10000	11600	102%	102%	10800	92	85	IDC
科华恒盛	38325	43504	85%	110%	40915	91	22	IDC
大富科技	4200	5400	112%	115%	4800	78	162	5G
华力创通	2700	3500	118%	124%	3100	52	167	北斗
北斗星通	14000	15500	121%	124%	14750	230	156	北斗
新易盛	47000	53000	121%	149%	50000	198	40	光器件
优博讯	10000	13000	95%	153%	11500	50	43	物联网
中海达	8100	10500	152%	168%	9300	61	65	北斗
通宇通讯	7000	7500	178%	197%	7250	57	79	5G
网宿科技	21000	27000	509%	683%	24000	147	61	IDC
博创科技	8173	9340	950%	1100%	8757	50	57	光器件
星网宇达	12000	14500	899%	1107%	13250	59	45	北斗
振芯科技	7500	9000	1535%	1862%	8250	91	110	北斗

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

此外，5G 板块虽然公布业绩大幅预增的公司不多，但我们判断整个板块的业绩呈整体向上的趋势。以中兴通讯为例，

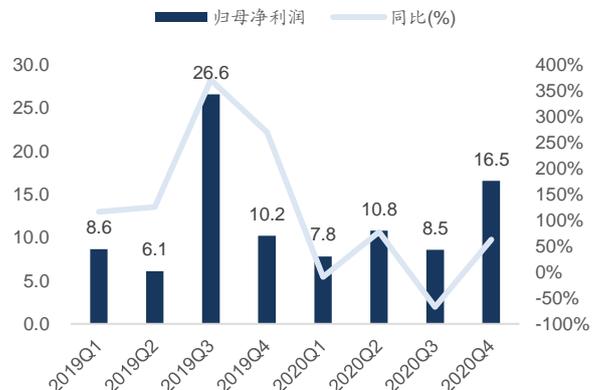
中兴通讯 1 月 23 日公告了 2020 年业绩快报，全年收入 1013 亿元，同比增长 11.73%，归母净利润 43.7 亿，同比下滑 15.18%。但是公司 20 年四季度表现优异，Q4 单季度收入 272 亿，同比增长 2.7%，归母净利润 16.5 亿元，同比大增 62%。反映出公司逐步走出国内外疫情的影响，业绩逐步向上。

图 8: 公司 2019Q1~2020Q4 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 9: 公司 2019Q1~2020Q4 归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

实际上，2020 年 5G 网络铺设超预期，整个产业链加速发展。2020 年三大运营商全年新增 5G 基站约 58 万个，累计已建成 5G 基站 71.8 万个，远超年初

制定的新增 50 万的目标，尤其是中国移动的建设数量大超预期。

工信部部长肖亚庆在 1 月 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上说，2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享，新建 5G 基站 60 万个以上。

我们认为，工信部提出的这一目标比 2020 年初的目标更高，彰显了 2021 年加速推进 5G 建设的决心。同时参考 2020 年超预期完成的情况，我们认为 2021 年实际落地的建设数依然有望超预期，5G 推进值得期待。

表 4: 运营商 5G 推进情况

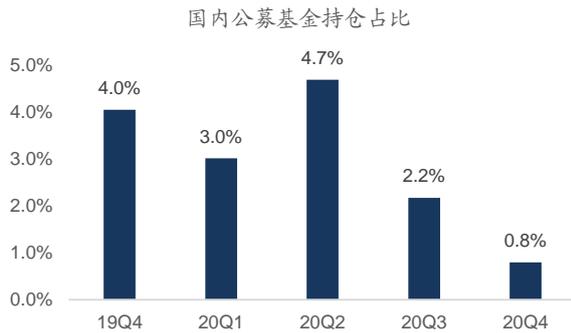
	2020 年初目标	2020 年实际完成	2021 年初目标
新建基站数 (万座)			
中国移动	25	34	
中国电信+中国联通	25	25	
合计	50	59	60

资料来源: 运营商官网、工信部、国信证券经济研究所整理

20 年 Q4 机构持仓进一步下降

根据最新的公募基金的持仓情况,我们统计了通信股票池 115 个标的机构持仓情况,如下所示。通信行业公募基金、QFII、陆股通持仓占比均进一步下滑。

图 10: 通信行业公募基金持仓占比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 通信行业 QFII+陆股通持仓占比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

机构持仓排名前十的公司如下所示,国内外资金偏好有所不同,共同看好的主要有和而泰、宝信软件、移远通信。

表 5: 通信行业 20 年 Q4 机构持仓前十股票

证券代码	证券简称	20Q4 基金持股比例	证券代码	证券简称	20Q4 QFII+陆股通持股比例
300628.SZ	亿联网络	14.7%	300308.SZ	中际旭创	9.1%
603712.SH	七一二	11.7%	603236.SH	移远通信	8.7%
300502.SZ	新易盛	10.4%	002463.SZ	沪电股份	7.8%
002402.SZ	和而泰	7.6%	300383.SZ	光环新网	5.8%
300394.SZ	天孚通信	7.0%	002281.SZ	光迅科技	4.1%
002384.SZ	东山精密	6.9%	600845.SH	宝信软件	3.0%
600845.SH	宝信软件	6.6%	601869.SH	长飞光纤	2.9%
600522.SH	中天科技	6.5%	002396.SZ	星网锐捷	2.8%
000063.SZ	中兴通讯	5.9%	002402.SZ	和而泰	2.7%
603236.SH	移远通信	2.4%	002916.SZ	深南电路	2.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

移动与广电 700M 合作落地，持续关注运营商投资机会

1月26日，中国移动与中国广电在北京签署“5G 战略”合作协议，正式启动 700MHz 5G 网络共建共享。

根据协议，双方合作分为两个阶段，第一阶段为协议签订日至 2021 年底，第二阶段为 2022 至 2031 年底。

建设方面：700MHz 无线网络的新建、扩容、更新改造由双方按 1:1 比例共同投资，双方按 1:1 共同享有资产。中移动向广电有偿提供 700MHz 对应的传输承载网络。

维护方面：中移动主要进行运维，包括相应的无线网和承载网，广电向移动支付费用。核心网由双方各自维护。

市场方面：在第一阶段，广电有偿共享中移动 2G/4G/5G 网络为维客户提供服务，第二阶段，广电有偿共享中移动 2.6GHz 网络为客户提供服务。700MHz 规模商用后，广电新增客户原则上不再共享中移动 2G/4G 网络。

费用结算方面：中国广电向中移动支付 700MHz 无线网络维护费、700MHz 承载网使用费、2G/4G/5G 网络使用费。按照基站数据据实收费。

700MHz 由于其覆盖范围广、深度覆盖能力强、组网成本低，是 5G 组网的“黄金频段”，本次中移动通过共建共享获得了 700MHz 的使用权，在 5G 网络频谱方面形成了 700MHz+2.6GHz+4.9GHz 的高中低频频谱组合，相对于联通和电信的 3.5GHz 频谱，在组网、客户服务、投资等各方面有了更多的灵活性和优势。而广电作为第 4 大运营商，通过与中移动的合作，正式拥有了组网运营的能力，且将大幅降低其投资金额。该合作是共赢的结果。

我们认为，移动+广电的合作，结合之前电信+联通的合作，全面开启了运营商共建共享的新发展阶段。节省资本开支、高效运营、合作大于竞争已经成为了运营商的共识，这对于运营商在成本端的节约大为有利。随着 5G 客户的不断拓展，运营商收入边际向上，成本端受益于共建共享上升可控，利润端有望逐步放大。看好在新时代下运营商的投资机会。重点关注港股运营商的价值低估机会，A 股关注中国联通。

重申运营商推荐逻辑：

移动 ARPU 值拐点已现。在 2020 年政府工作报告中，只提到了“宽带和专线平均资费降低 15%”以“推动降低企业生产经营成本”，相较于以往针对普通居民的降低宽带套餐资费的要求，政策力度边际改善，移动 ARPU 值下行压力得到一定释放，运营商拥有一定的定价权。

表 6：“提速降费”政策梳理

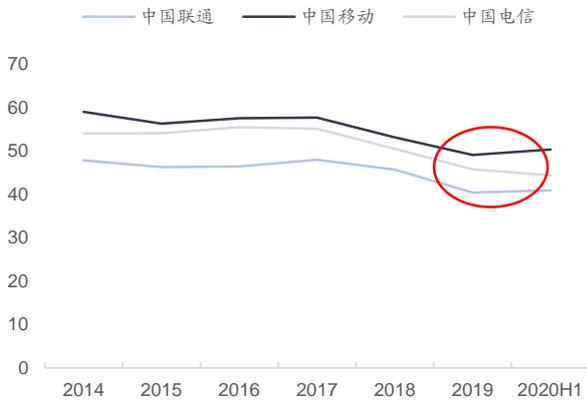
时间	内容
2015 年 5 月 13 日	李克强总理在主持召开国务院常务会议时再度明确促进提速降费的五大具体举措，包括鼓励电信企业发布提速降费方案，使城市平均宽带接入速率提升 40%以上，降低资费水平；推进电信市场开放和公平竞争(推出流量不清零、流量转赠等服务)
2017 年 2 月 22 日	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求有关方面进一步顺应社会期盼，继续深挖潜力，抓紧再出台一批提速降费新措施，加大电信基础设施投入，提高网络服务能力和质量
2017 年 3 月 5 日	国务院总理李克强在《政府工作报告》中提及，网络提速降费要迈出更大步伐，年内全部取消手机国内长途和漫游费
2018 年 3 月 5 日	2018 年政府工作报告再次敦促提速降费，要求年内取消流量“漫游”费，且移动资费年内降低至少 30%、明显降低宽带费用。
2019 年 3 月 5 日	国务院总理李克强在十三届全国人大二次会议上作政府工作报告。报告提出，今年中小企业宽带平均资费再降低 15%，移动网络流量平均资费再降低 20%以上，在全国实行“携号转网”，规范套餐设置
2019 年 12 月 23 日	全国工业和信息化工作会议在北京召开，对 2020 年重点工作进行部署，会议要求，2020 年继续做好网络提速降费，在扶贫助残领域实施精准降费

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5G 套餐高 APRU 值可显著提高整体移动 ARPU 值，参考中国移动的数据，5G 套

餐相较于迁移前的 4G 套餐，ARPU 值提升了 5.9%。随着 5G 套餐占比的提升，运营商整体 ARPU 值有望不断提升，2020 年环比改善拐点已现。

图 12: 三大运营商移动 ARPU 值情况 (人/元/月)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 13: 运营商 5G 套餐用户数 (万)



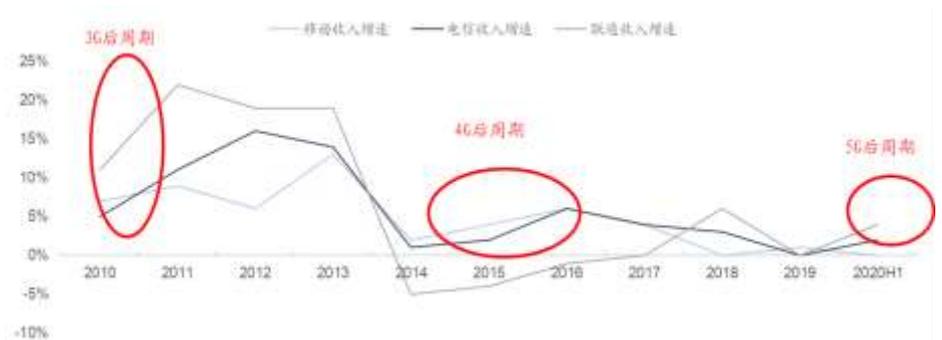
资料来源: 运营商官网, 国信证券经济研究所整理

收入提升周期开启。从历史看，运营商收入增速提振的年份，均是在基站建设的中后期，经过一定的基础设施铺设及用户转化后，网络升级红利开始显现

而每一次提升两年后又进入下降期，主要是在用户数完成转化以及提速降费的趋势下，套餐资费快速下降，即 ARPU 值的下降，导致了整体的收入增速下滑，我们认为这在政策边际改善下将也有所改观

4G 周期运营商收入增速很难回到 2G/3G 时代的高位，主要是网络的附加值部分被互联网厂商攫取，即运营商被“管道化”，这在 5G 时代也将有所改变，因为运营商可以为 B 端客户提供网络增值服务，这是互联网厂商所难以触及的（遏制资本无序扩张）。

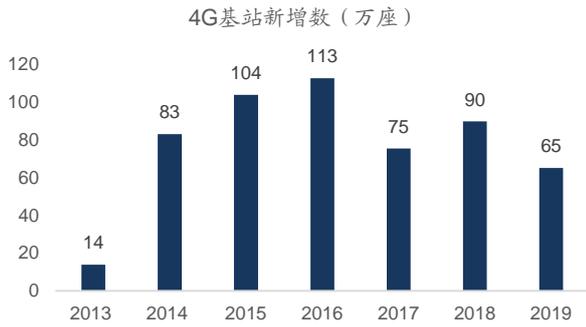
图 14: 近十年三大运营商收入增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5G 基站按需建设，共建共享节省资本开支。4G 基站建设的节奏是快速大范围全国铺开，而 5G 基站建设是按需建设重点地区深度覆盖。5G 时代采用共建共享模式，节省资本开支：2019 年 9 月，电信和联通宣布共建共享 5G 基站，截止 2020 年上半年，电信和联通已共建共享 5G 基站 15 万座左右，节省投资成本超过 400 亿元；中国移动拟与广电开展 5G 共建共享，据报道，中国移动与中国广电已签署 5G 共建共享合作框架协议，将于 2021 年开展 5G 共建共享以及内容和平台合作。

图 15: 4G 基站新增数 (万座)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 16: 5G 基站新增数预测 (万座)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理及预测

2B 业务占比快速提升, 资产价值有待重估。5G 网络不仅仅服务于个人, 更多服务于产业。5G 网络加强了对车联网、工业互联网等产业的支持, 助力更多的产业进行数字化升级, 以中国联通为例, 其聚焦新媒体、工业互联网、交通、教育、医疗、文旅等重点行业, 打造 5G+行业解决方案, 2019 年已经打造了 30 个示范项目、20 个创新应用产品。

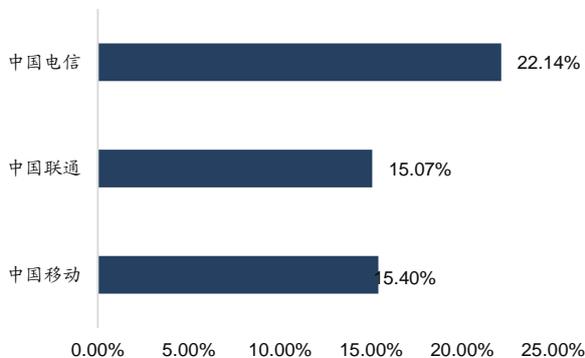
图 17: 中国联通 5G 行业应用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

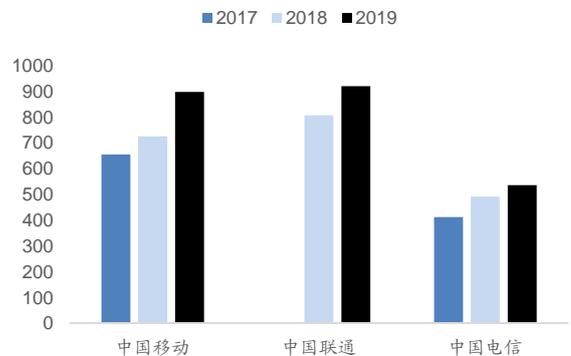
运营商从 2C 单一业务向 2B 多元化业务转型顺利推进。B 端业务主要面向政企客户, 包括 IDC、云、IOT、ICT 等, 运营商在该领域的定价权更高, 有望提升整体盈利能力。三大运营商 B 端业务均快速发展, 目前均占到整体服务收入的 15% 以上, 中国电信甚至超过 20%。

图 18: 三大运营商 2020 年上半年 B 端业务收入占比



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 19: 三大运营商 B 端业务收入 (亿元)



资料来源: 运营商年报 (电信用 DICT 业务代表政企业务收入), 国信证券经济研究所整理

表 7: 运营商 DICT 业务情况

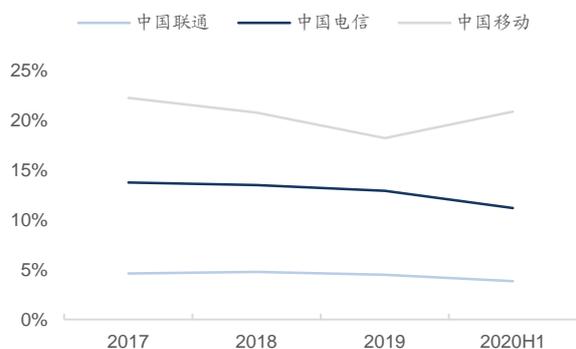
业务收入 (亿元)	中国电信		中国移动		中国联通	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
IDC	234	254	72	105	138	162
云	45	71	13	20	10	24
IOT	15	19	75	88	21	30
ICT	197	193	25	67	62	113
合计	491	536	185	280	230	329
增速		9%		52%		43%

资料来源: 运营商年报、国信证券经济研究所分析师整理

行业无序竞争趋缓, 运营费用率有望持续优化。以往监管部门对三大运营商采取市场份额的考核方式, 以鼓励行业良性竞争, 防止垄断。但是随着 4G 红利消退、市场饱和, 同时运营商之间的服务趋于同质化, 最后的竞争变为简单的价格战, 以及通过各种方式争夺用户, 行业竞争走向非理性。最典型的就是 2018 年三大运营商相继推出所谓的“不限量”套餐来争夺互联网用户, 此外, 终端补贴、门店优惠活动等走向白热化。行业的非理性竞争伤害了整个行业的盈利水平和健康发展, 因此到 2019 年下半年, 运营商高层开始呼吁行业走向理性竞争。

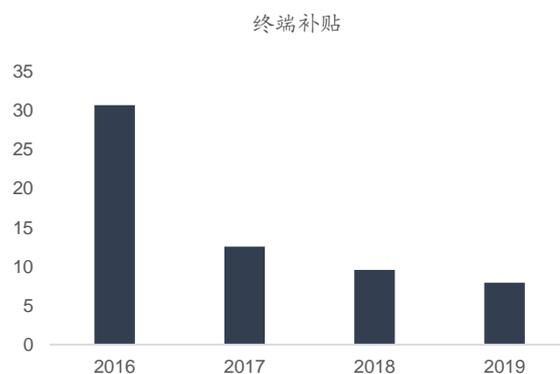
在此背景下, 2019 年下半年运营商整体竞争策略都有所改变: (1) 9 月份全面停售不限量套餐, 即“达量限速”套餐, 而是鼓励用户达到一定使用量后购买流量包, 用价格对需求进行市场化调节。(2) 清理无效渠道营业厅, 压缩销售费用, 以差异化服务和质量取胜, 而不是靠营业厅进行轰炸式宣传。中移动在 2019 年年报中提到已关停并转 4663 家营业厅。三大运营商 2019 年的销售费用率都有大幅下降, 降本增效成为关键词。

图 20: 三大运营商销售费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

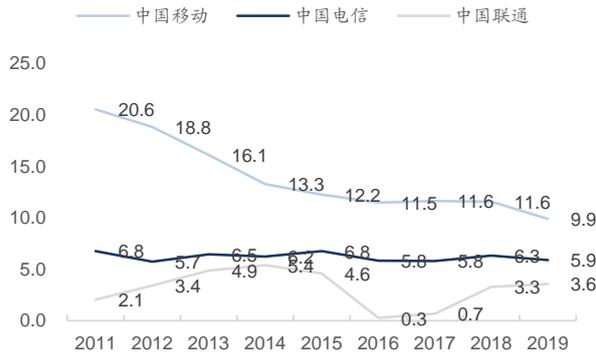
图 21: 中国联通终端补贴 (亿元)



资料来源: 中国联通年报、国信证券经济研究所整理

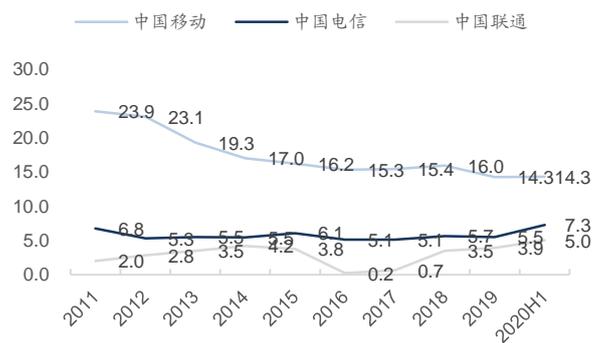
盈利能力复苏在即, 有望“戴维斯双击”。三大运营商的净利率在 2020 年均看见显著的止跌回升趋势, 参考前面的分析, 我们认为运营商整体的盈利能力将逐步修复, ROE 触底反弹。而在 ROE 反转过程中, 市场对于运营商的 PB 估值也有望修复, 股价有望迎来“戴维斯双击”。

图 22: 三大运营商过去十年 ROE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 三大运营商过去十年净利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:

精选业绩高增长标的, 持续关注运营商历史性投资机会

我们认为, 2020 年业绩大幅增长的细分环节优质龙头, 有望在 2021 年延续其高增长, 主要有统一通信设备龙头 (亿联网络)、全球物联网模组龙头 (移远通信)、智能控制器龙头 (拓邦股份)、液晶显示主控板卡龙头 (视源股份)、国内第三方 IDC 龙头 (万国数据)。

运营商在 5G 时代迎来崭新发展阶段, 港股价值洼地或迎来历史性投资机会。A 股关注中国联通。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020
300628.SZ	亿联网络	买入	80.24	2.06	1.47	1.89	38.95	54.59	42.46	14.86
603236.SH	移远通信	买入	213.65	1.66	2.25	4.24	128.70	94.96	50.39	12.68
600050.SH	中国联通	买入	4.19	0.13	0.16	0.23	32.23	26.02	18.22	0.88
300638.SZ	广和通	买入	56.32	1.27	1.21	1.77	44.35	46.55	31.82	9.08
300308.SZ	中际旭创	买入	51.80	0.72	1.09	1.35	71.94	47.63	38.51	4.87
300259.SZ	新天科技	买入	4.44	0.23	0.31	0.36	19.30	14.32	12.33	2.18
002139.SZ	拓邦股份	买入	10.52	0.32	0.46	0.53	32.88	22.87	19.85	3.67
000988.SZ	华工科技	买入	22.79	0.5	0.75	0.84	45.58	30.39	27.13	3.49
300548.SZ	博创科技	买入	33.27	0.09	1.31	2.43	375.41	25.49	13.69	7.64
300327.SZ	中颖电子	买入	37.85	0.75	0.75	1.07	50.47	50.47	35.37	10.62
000063.SZ	中兴通讯	买入	32.19	1.22	0.95	1.31	26.39	33.88	24.57	3.44
002841.SZ	视源股份	买入	136.40	2.46	2.44	2.78	55.45	55.90	49.06	13.52
9698.HK	万国数据	增持	99.60	-0.36	-0.20	-0.08				9.80

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理 (1 月 31 日)

风险提示

全球疫情加剧风险、5G 投资建设不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化

附：通信板块成分股选取及板块划分
表 8：通信行业成分股选取及板块划分

	证券代码	证券简称	证券代码	证券简称		证券代码	证券简称
运营商	600050.SH	中国联通	603220.SH	中贝通信		002829.SZ	星网宇达
通信设备	603118.SH	共进股份	002123.SZ	梦网集团		600345.SH	长江通信
	603803.SH	瑞斯康达	300292.SZ	吴通控股	信息安全	300454.SZ	深信服
	000063.SZ	中兴通讯	603679.SH	华体科技		603496.SH	恒为科技
	600498.SH	烽火通信	300050.SZ	世纪鼎利		002912.SZ	中新赛克
	300414.SZ	中光防雷	300098.SZ	高新兴	云计算	002123.SZ	梦网集团
	002916.SZ	深南电路	300183.SZ	东软载波		002396.SZ	星网锐捷
	300134.SZ	大富科技	002313.SZ	日海智能		300353.SZ	东土科技
	002792.SZ	通宇通讯	002139.SZ	拓邦股份		300047.SZ	天源迪科
	002796.SZ	世嘉科技	300310.SZ	宜通世纪		002335.SZ	科华恒盛
	002463.SZ	沪电股份	300013.SZ	新宁物流		300383.SZ	光环新网
	300698.SZ	万马科技	300638.SZ	广和通		300017.SZ	网宿科技
	600776.SH	东方通信	002161.SZ	远望谷		600804.SH	鹏博士
	300252.SZ	金信诺	300531.SZ	优博讯		600845.SH	宝信软件
	002547.SZ	春兴精工	300259.SZ	新天科技		603881.SH	数据港
	002089.SZ	ST 新海	300349.SZ	金卡智能		300738.SZ	奥飞数据
	002446.SZ	盛路通信	300066.SZ	三川智慧		000938.SZ	紫光股份
	300563.SZ	神宇股份	300590.SZ	移为通信		603887.SH	城地香江
	002194.SZ	武汉凡谷	002017.SZ	东信和平		300038.SZ	数知科技
	300322.SZ	硕贝德	002104.SZ	恒宝股份		002837.SZ	英维克
	300565.SZ	科信技术	002813.SZ	路畅科技	光纤光缆	000070.SZ	特发信息
	600198.SH	大唐电信	603236.SH	移远通信		002491.SZ	通鼎互联
	300504.SZ	天邑股份	603700.SH	宁水集团		601869.SH	长飞光纤
	300312.SZ	邦讯技术	002402.SZ	和而泰		600487.SH	亨通光电
	002231.SZ	奥维通信	300213.SZ	佳讯飞鸿		600522.SH	中天科技
	603042.SH	华脉科技	002316.SZ	亚联发展		000836.SZ	富通鑫茂
	300615.SZ	欣天科技	002296.SZ	辉煌科技		000586.SZ	汇源通信
	300397.SZ	天和防务	600260.SH	凯乐科技	光器件光模块	300308.SZ	中际旭创
	300602.SZ	飞荣达	002583.SZ	海能达		300620.SZ	光库科技
	002897.SZ	意华股份	603712.SH	七一二		603083.SH	剑桥科技
通信服务	000889.SZ	中嘉博创	000561.SZ	烽火电子		300548.SZ	博创科技
	002929.SZ	润建股份	300711.SZ	广哈通信		300502.SZ	新易盛
	300025.SZ	华星创业	300627.SZ	华测导航		002281.SZ	光迅科技
	002544.SZ	杰赛科技	600118.SH	中国卫星		300394.SZ	天孚通信
	002093.SZ	国脉科技	300177.SZ	中海达		300570.SZ	太辰光
	300560.SZ	中富通	002151.SZ	北斗星通		002902.SZ	铭普光磁
	603602.SH	纵横通信	002383.SZ	合众思壮		000988.SZ	华工科技
	300597.SZ	吉大通信	300101.SZ	振芯科技	视频会议	603516.SH	淳中科技
	603559.SH	中通国脉	002465.SZ	海格通信		603660.SH	苏州科达
	603322.SH	超讯通信	300045.SZ	华力创通		300578.SZ	会畅通讯
						300628.SZ	亿联网络
						002467.SZ	二六三

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032