

3G牌照发放  
优势设备商值得持续关注  
新催化剂来自于业绩利好  
□申银万国 方璐

1月7日工信部宣布，正式向中国移动、中国联通、中国电信三家运营商分别发放TD-SCDMA、WCDMA、CDMA2000三张3G业务牌照。短期内通信设备行业相对估值存在向下调整压力。

我们认为，估值调整压力主要来自于3G预期兑现和估值驱动因素尚不明显。自11月初开始，通信设备板块表现明显超越大盘，短期内快速上涨的股价已将3G预期反映较充分。另外，根据目前预测，2010年运营商资本开支增速将较09年放缓，甚至可能负增长，因此目前驱动09年行业相对估值提升的因素尚不明显。不过，由于市场对于09年投资增长具有明确预期，即使短期回调，行业相对溢价也难以回落到10月份的低点。

同时我们也应看到，牌照发放预期兑现并非利好出尽。3G投资序幕正式揭开，将对09年优势设备商的业绩增长构成实实在在的支撑。预计09年国内运营商资本开支总额将达到3104亿元，同比08年的2619亿元增长24%，无线网投资1652亿元，同比08年的1278亿元增长29%。这其中，预计WCDMA、TD-SCDMA、CDMA2000投资分别为480亿元、231亿元和218亿元，TD和CDMA的同比投资增速分别为101%和33%。

09年通信设备行业内个股表现将分化，2009、2010年可持续稳健增长的公司将获超额收益。首先，从估值来说，较其他弱周期类行业，通信设备行业整体估值不高(09年15.3倍)，存在提升空间。其次，市场预期部分设备商业绩受2010年电信投资增速下滑影响较大，其09年估值难以提升。但部分子行业的优势公司，依靠所处细分行业的持续增长、市场份额提升以及海外收入的增长，2009、2010年均可保持稳健增长，相对估值存在提升动力，值得持续关注。

展望后市，新的估值催化剂将来自于业绩上的利好，如明显超越市场整体的年报及1季报表现。我们预期，优势设备商明显超越大盘的年报及1季报业绩，可能逐渐消除市场对于其持续成长能力的担心，从而驱动其相对估值提升。维持中天科技“买入”评级，中兴通讯、三维通信、武汉凡谷“增持”评级。对运营商而言，月度新增用户数是一个重要的业绩指标。预计最早自09年2月开始，通过移动固定捆绑以及后期的3G业务商用等手段，联通在月度新增用户数上将有持续的改善，维持中国联通“增持”评级。

通信设备行业细分行业受益3G投资程度	
细分行业	受益程度
通信设备	高
光通信	中
卫星通信	中
移动通信	中
数据通信	低

资料来源：申万研究

受制于培育3G业务带来的CAPEX和OPEX投入，联通和电信EPS增长将落后于收入增长，预计自2011年起，EPS增速方有明显提升

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
中通	5.67	6.25	6.76	7.37	8.04
中电	0.27	0.26	0.26	0.27	0.29
中联	0.78	0.79	0.81	0.87	0.94

资料来源：申万研究

运营商资本开支预测						
运营商	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
中国移动	442	415	240	351	212	1130
中国联通	167	170	170	170	170	170
中国电信	42	35	40	2	41	57
中国铁塔	104	123	70	252	401	375
中国网通	37	37	44	10	10	24
中国卫通	109	109	109	109	109	109
其他	41	71	38	43	40	40
总计	1005	1092	878	2819	3023	2242

资料来源：申万研究

无线网全网投资预测						
运营商	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
中国移动	400	400	400	400	400	400
中国联通	100	100	100	100	100	100
中国电信	40	40	40	40	40	40
中国铁塔	40	40	40	40	40	40
中国网通	10	10	10	10	10	10
其他	10	10	10	10	10	10
总计	560	560	560	560	560	560

资料来源：申万研究

本篇文章均摘自相关研究报告，未经作者核实，仅供参考，风险自担。

# 2008年全国电力工业统计数据公布 电源结构改善 盈利回升确定

□本报记者 徐效鸿

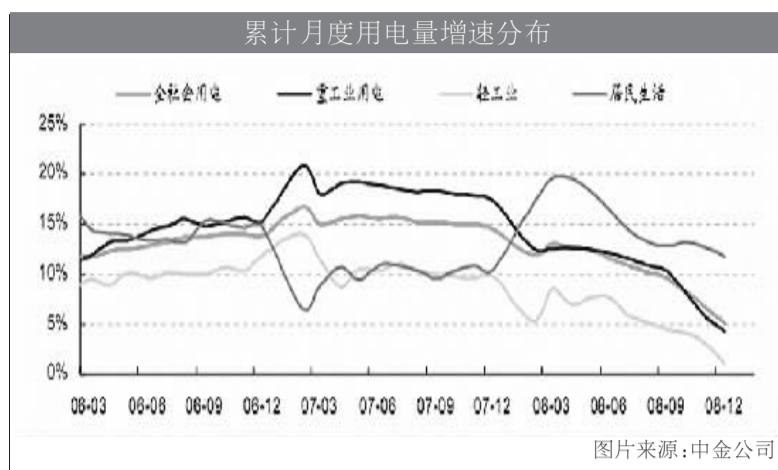
近日，中国电力企业联合会发布《2008年全国电力工业统计快报》。相关数据显示，2008年发电量仅增长5.2%，创下10年来最低水平；装机增速为10.3%，但新投火电比例明显下降，水电及风电等清洁能源比例提升。行业产能过剩局面形成，但火电整体扭亏也非常确定，板块配置价值十分显著。

## 电力需求增速大幅下降

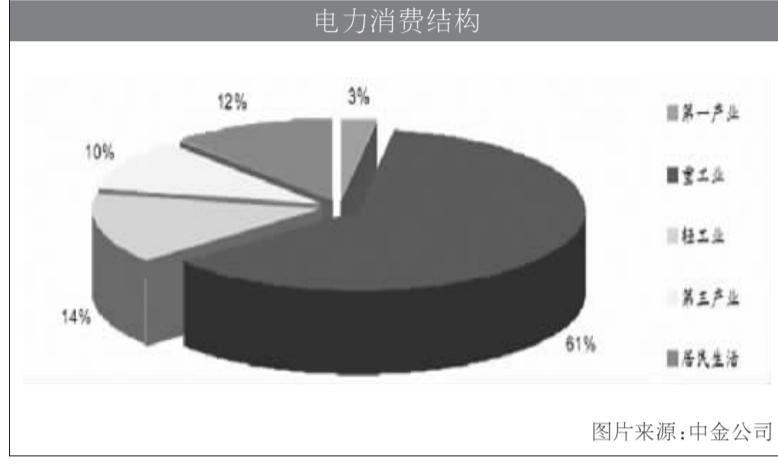
2008年全社会用电量为34268亿千瓦时，同比增长5.23%，增幅比2007年下降9.57个百分点。其中，第一产业用电量为879亿千瓦时，同比增长1.85%；第二产业用电量为25863亿千瓦时，同比增长3.83%，其中轻、重工业用电量分别为4511亿千瓦时和20984亿千瓦时，同比增长0.99%和4.24%，轻、重工业增幅比2007年分别下降7.92和13.45个百分点；第三产业用电量为3498亿千瓦时，同比增长9.67%；城乡居民生活用电量为4035亿千瓦时，同比增长11.83%。占比达61.2%的重工业用电增速大幅下滑是造成全社会用电增速大幅下降的主要原因。

中信证券对电力需求“自下而上”分行业的预测显示，2009年全社会用电增速约为2.7%，在GDP增速为8.2%的假设下，对应电力需求弹性仅0.33，或将创出20年来的新低。考虑到2008年上半年基数较高的事实，中信证券进一步预计2009年上半年用电需求仍为负增长。相比上次亚洲金融危机期间仅1998年5、6月份发电量微幅负增长，此次全球危机的冲击影响更大。

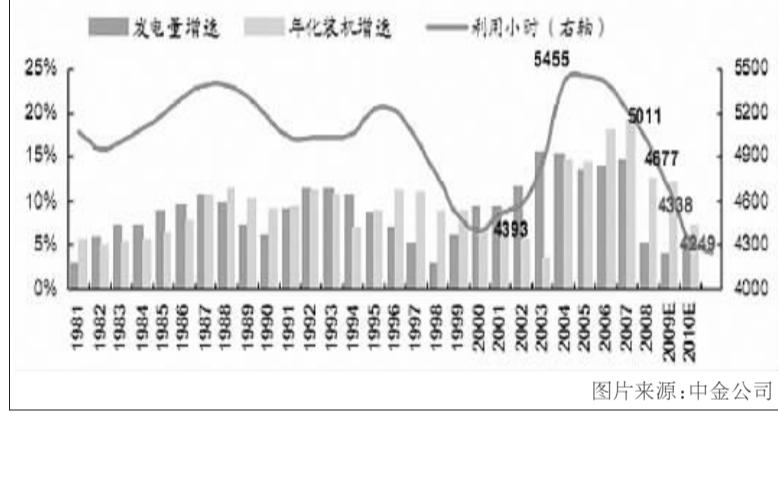
全国发电设备累计平均利用小时也出现明显下降。2008年，全国6000千瓦及以上电厂累计平均设备利用小时数为4677小时，同比降低337小时。其中，水电设备利用小时



图片来源：中金公司



图片来源：中金公司

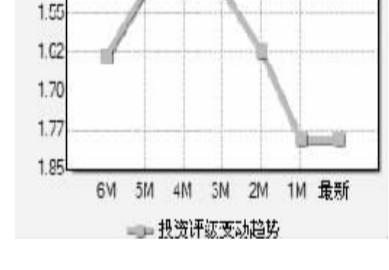


图片来源：中金公司

## ■ 评级简报 | Report

太原重工(600169)

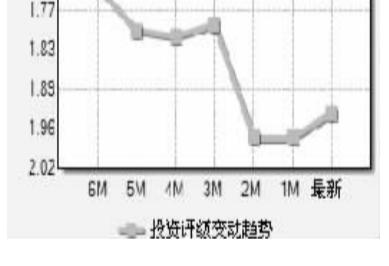
订单保证需求稳定



资料来源：申万研究

宇通客车(600066)

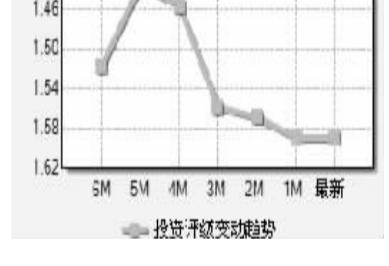
09年业绩增长确定



资料来源：申万研究

保利地产(600048)

扩大市场占有率



资料来源：申万研究

数为3621小时，同比增长102小时；火电设备利用小时数为4911小时，同比降低427小时；核电设备利用小时数为7731小时，同比降低46小时。中信证券在较为中性的用电需求增速(2.7%)和装机增速(7.7%)假设下，同时考虑2009年新增机组的结构性差异，预计2009年全国发电设备利用小时的变动为-6.5%，低于1999年低点时的水平，创出近20年新低。

## 电源结构调整迹象明显

2008年全国电力基本建设投资完成额为5763亿元，同比增长1.5%。其中电网增长17.7%，投资额自2003年来首次超过电源投资；电源投资则由于火电增速下滑21.2%而出现10.8%的下降，但核电和风电投资则由于投资导向和基数原因分别大幅增长71.9%和88.1%。

2008年全国新增装机90510MW，装机增速10.3%。其中风力继续保持100%以上的高增长，水电也由于三峡、龙滩以及景洪等大型水电的集中投产而继续增长15.7%；火电则在2006年达到投产高峰后继续下滑，增速仅为8.2%，电源继续向清洁化机构调整迹象十分明显。

风电、核电建设在2008年获得超速发展。核电加快了立项核准和建设速度，全年已核准浙江秦山、福建宁德、福清及广东阳江共14台1512万千瓦建设规模；风力发电机组翻倍增长，全年基建新增风电机容量466万千瓦，并网总容量超过880万千瓦。内蒙古自治区继去年风电机容量突破百万千瓦后，今年已逼近300万千瓦。中国国电集团风电机组突破200万千瓦。

由于目前在建及转结的电源项目较为庞大(2008年底约为260000MW，其中火电约45%，水电约42%)，中信证券预计2009年装机将平稳回落，新投产机组约为

75000MW，考虑到小火电淘汰因素，净增速为7.7%，其中火电投产速度将继续放缓，水电略有下降，而风能将保持高增长势头。

## 火电“因祸得福”

中信证券认为，虽然电力产能过剩将维持两年左右，但对当前电价水平，煤价较利用小时对业绩具有更大弹性。2009年火电盈利将出现确定性回升，“靓丽”业绩将从一季报开始，电力将成为2009年市场为数不多的业绩上升通道中的行业。中金公司表示，点火价差扩大和贷款利率下降是推动火力发电商利润环比上升的核心因素，但用电量方面难有显著改观。这主要因为：一季度为传统的用电淡季，单月用电量为全年较低水平；2008年一季度用电量基数较高，政府巨额投资能否带动工业用电量的快速恢复，甚至出现同比上升仍待观察。

## 从结构调整中寻找机会

对于整个电力及设备行业而言，渤海证券认为结构调整还远未到位，甚至可以说是刚开始，电源投资在电力投资中的比例逐渐下降是必然趋势，更多的资源将转向电网领域。而在电源投资中，在火电盈利预降的同时，资源将逐步转向水电、风电、核电等可再生能源领域。根据这个逻辑，渤海证券认为未来更多的机会将是输配电及新能源行业。

中金公司建议关注盈利恢复确定性强、具备相对估值优势的电力股。分析师表示，目前A股电力股市净率为2.0倍，估值优势并不明显，当前股价包含了投资者对于火电生产商“利润回升”的较高预期，同时近期刺激电力股股价上涨的因素在逐步弱化，建议投资者关注盈利恢复确定性强且具备相对估值优势的个股，把握阶段性投资机会。

## ■ 评级追踪 | Rating

代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	上次评级	调整方向
600720.SH	祁连山	渤海证券	唐笑	2009/10/7	1_买入	1_买入	维持(多)
600583.SH	海油工程	渤海证券	李强	2009/10/6	1_买入	1_买入	维持(多)
002227.SZ	奥特迅	申银万国	矫健	2009/10/6	1_买入	-	首次关注
600000.SH	浦发银行	国都证券	邓婷	2009/10/6	1_推荐	1_推荐	维持(多)
600048.SH	保利地产	中信证券	陈聪	2009/10/6	1		