申万宏源研究 SWS RESEARCH

2020 年 07 月 09 日

围绕流量驱动，多环节确定受益

——通信行业 2020 年中报前瞻

看好

相关研究

"R16 标准冻结，5G 商用驶入快车道-申万宏源通信周报（2020/06/29-2020/07/03）" 2020 年 7 月 4 日

"变革趋势的确定把握——2020 年下半年网络流量驱动行业投资策略" 2020 年 6 月 30 日

证券分析师
朱型檑 A0230519060004
zhuxl@swsresearch.com

联系人
朱型檑
(8621)23297818×转
zhuxl@swsresearch.com

本期投资提示：

- **半年度板块表现 :涨幅居中 ,估值趋于上行。**整体来看 ,通信板块半年度累计涨幅为 7.26%，在所有行业中排名第 11，排名居中。行业估值 PE 在 4 月到达局部低点后，整体已经呈现出上行趋势。截止到 6 月 30 日，通信板块估值 PE 为 45 倍。
- **流量主线是多环节迭代升级的内在驱动力。**网络、计算、存储三者流量所必须的基础设施，而网络、计算、存储又会涉及到 5G 网络、服务器、交换机等多个环节，因此下游流量爆发将会驱动多环节进行软硬件的迭代升级。
- **主设备和光模块是 5G 建设核心环节。**主设备在 5G 建设环节投资额所占比例超过 40%，是价值量最高、功能最核心的部分，也是 5G 周期内最确定的部分。光模块是网络数据传输“光电转换”之核心环节，中短期需求源于 5G 与数据中心建设和升级，长期将充分受益于流量的高速增长。
- **云厂商资本开支持续回暖印证下游流量爆发，网络设备/IDC 直接受益。**海内外云厂商资本开始回暖从 19Q3 起连续三个季度得到验证，凸显下游旺盛需求。在流量驱动的产业链中，IDC 是最先储备的基础环节，最明显受益于 ICT 领域的流量爆发、网络建设和云化，同时下游流量爆发并向上传到至中游，带动中游网络设备厂商高景气。
- **预计归母净利润预测中枢同比增速超过 50%**：新易盛（+81%，5G+数通市场受益）、中际旭创（+77%，受益于海内外光模块放量）、宝信软件（+61%，上架机柜数量增加）。
- **预计归母净利润预测中枢同比增速 20-50%**：广和通(+27%，产品线扩张且需求稳定)、光环新网（+20%）、东山精密（+33%，在手订单充足）。
- **预计归母净利润预测中枢同比增速 0%-20%：**紫光股份（+4%，二季度运营和销售快速恢复）、中兴通讯（+11%）、星网锐捷（+6%）、数据港（+8%）、亿联网络（+10%）、中新塞克（+16%）、和而泰（+1%）。
- **预计归母净利润预测中枢同比下降有**：烽火通信（-74%）、华工科技（-28%）、剑桥科技（-597%）、中天科技（-12%）、移远通信（-5%，扩张期投入大）、移为通信（-14%，海外业务影响）、乐鑫科技（-7%）。
- **后续重点关注以下方向：（1）**主设备与光模块是 5G 建设进程确定性最高、最受益的两个环节。**（2）**流量爆发，拉动中游网络设备与 IDC 需求；**（3）**5G 应用层高弹性趋势凸显，包括物联网、云视讯、网络可视化等。
- **推荐关注以下标的：7 硬核”**——5G 主设备之中兴通讯，IDC 之宝信软件、光环新网，ICT 设备之星网锐捷、紫光股份，云视讯之亿联网络，网络可视化之中新赛克；**“2 细分”**——光模块之新易盛、中际旭创、剑桥科技，物联网之移远通信、和而泰、乐鑫科技。
- **风险提示：**5G 建设进度不及预期、5G 应用商用进程不及预期

申万宏源研究微信服务号

1．半年度板块表现：涨幅居中，估值趋于上行

通信板块半年度涨幅行业排名居中，IDC 相关个股涨幅靠前。截止到 2020 年 6 月 30 日，通信（申万）指数一季度累计涨幅为 7.26%，在所有行业中排名第 11。在通信分类个股中，涨幅第一第二的个股均为 IDC/云计算领域。

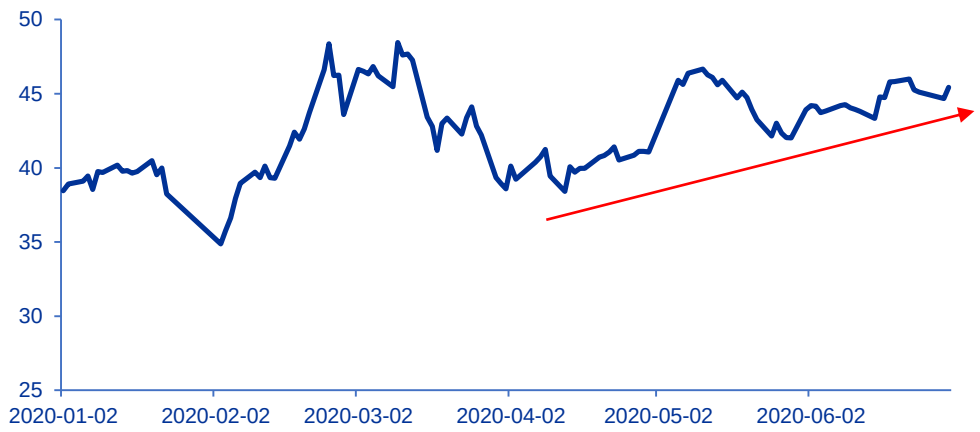
表 1：半年度通信板块中涨幅前五个股

证券代码	证券简称	2020.1.1-2020.6.30 涨跌幅	所属领域
603881.SH	数据港	184.99%	IDC/云计算
002837.SZ	英维克	160.44%	IDC/云计算
300502.SZ	新易盛	120.77%	光器件
300299.SZ	富春股份	85.07%	通信应用与增值服务
600845.SH	宝信软件	80.89%	IDC/云计算

资料来源：Wind，申万宏源研究

板块估值 PE 处于上行趋势中。回顾通信行业半年度估值 PE 变化情况，2 月末行业估值 PE 进入调整期，并在 4 月中旬达到局部低点 38 倍后，行业估值 PE 整体呈现出上行趋势。截止 2020 年 6 月 30 日，通信（申万）板块的估值 PE 为 45 倍。

图 1：行业估值 PE 处于上行趋势中

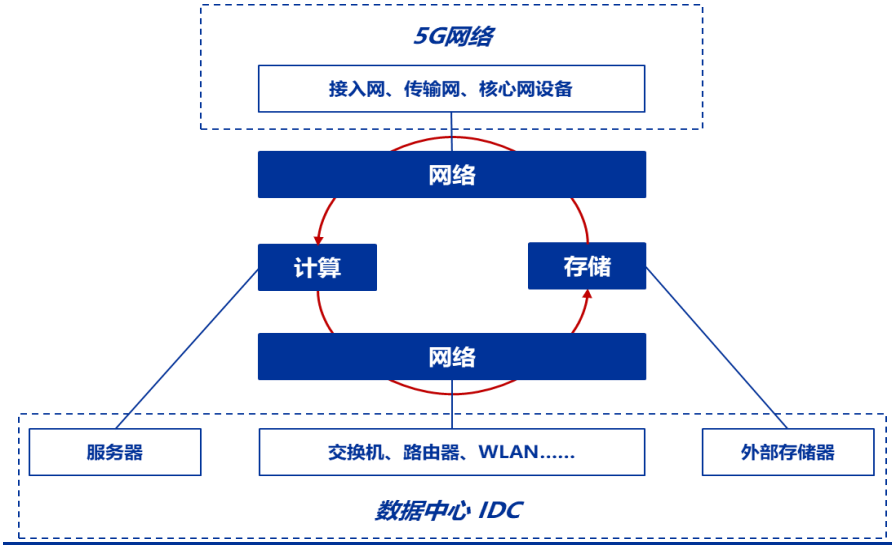


资料来源：Wind，申万宏源研究

2．流量驱动下，各环节景气度持续上行

流量主线是多环节迭代升级的内在驱动力。网络、计算、存储三者是下游流量使用所必须的基础设施。当下游流量爆发时，会对网络、计算、存储三部分提出更高的要求，而网络、计算、存储又会涉及到 5G 网络、服务器、交换机等多个环节，因此流量主线是多环节迭代升级的内在驱动力。

图 2：流量主线涉及多个环节



资料来源：申万宏源研究

2020 年后流量爆发驱动因素发生变化，持续性更强。2020 年流量爆发的核心驱动力在于云的景气周期本身+5G 新基建，具体体现在：1）企业上云的增量：B 端流量来自远程办公、云视频（以及未来工业云），粘性高于 C 端流量；2）运营商市场的增量：5G 基建需求，以及运营商向“智能管道”转型的需求；3）互联网的增量：芯片层的换代，应用层的方案商业化等。

2.1 5G 网络：主设备+光模块是核心环节

主设备和光模块是 5G 建设核心环节。主设备占 5G 建设环节投资额比例超过 40%，是价值量最高、功能最核心的部分。2020 年运营商 5G 总投资额在 1800 亿以上，中国移动、中国联通等均已公布关于主设备相关招标的结果。考虑到华为、**中兴通讯**等国内厂商已经形成了非常稳定的市场格局，5G 投资周期和投资规模的相对确定性，这一领域一定是 5G 周期内最确定也是最受益的。

图 3：主设备是基站建设的核心中游环节

资料来源：申万宏源研究

光模块：5G+数通市场双轮驱动。光模块是网络数据传输“光电转换”之核心环节，亦是网络速率提升之瓶颈环节，中短期需求源于 5G 与数据中心建设和升级，长期将充分受益于流量的高速增长，是流量驱动逻辑中的重要环节。根据市场研究机构 Yole 数据显示，2019 年光模块市场规模达到约 77 亿美元，预计到 2025 年将增长至约 177 亿美元，期间复合年增长率为 15%。

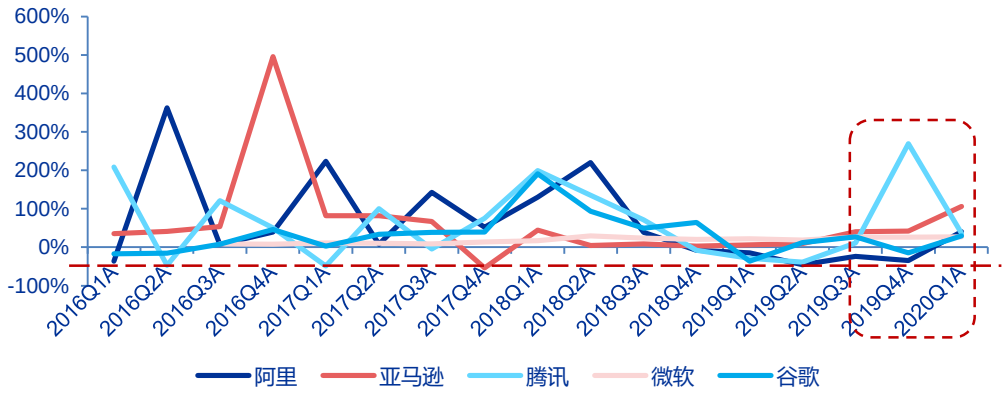
图 4：光模块下游为运营商、数通两大应用市场

资料来源：申万宏源研究

2.2 网络设备/IDC：资本开支回暖，下游需求旺盛

云厂商资本开支持续回暖，凸显下游旺盛需求。据最新季报，头部云厂商资本开支增速回暖再次得到验证。阿里 20Q1A Capex 同比增长 40.49%，扭转 5 个季度持续下跌的趋势；腾讯仍然保持强劲态势；海外厂商中，亚马逊、谷歌最新季报 Capex 增速分别高达 106.53%、29.47%，体现旺盛需求。

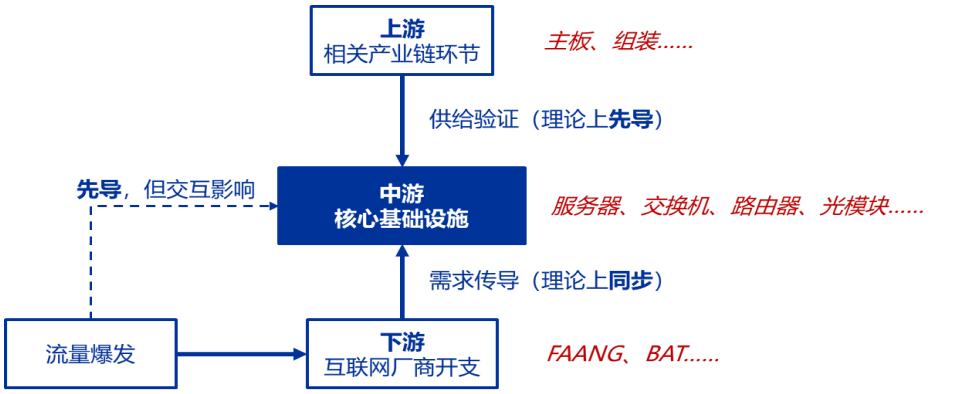
图 5：头部云厂商资本开支增速回暖已连续三个季度验证



资料来源：阿里巴巴、亚马逊、腾讯、微软公司各季度报告，申万宏源研究

网络设备/IDC，直接受流量爆发驱动。在流量驱动的产业链中，各环节实际的投产次序分别为：首先 IDC（周期长）、其次上游芯片与组装（上游）、之后硬件设备（周期短）。其中 IDC 是最先储备的基础环节，最明显受益于 ICT 领域的流量爆发、网络建设和云化，同时下游流量爆发会刺激云厂商会加大资本开支，并向上传到至中游，带动中游设备厂商高景气。

图 6：网络设备/IDC 直接受益于流量爆发



资料来源：申万宏源研究

3．通信行业重点公司中报前瞻

紫光股份：进入 2020 年第二季度以来，公司各产品线运营和销售快速恢复，在政务、电信等行业及智慧城市、云计算等方面的多个重点项目陆续交付。公司公告 2020 年上半年营业收入预计同比增长 0%–10%，归母净利润预计同比增长 0%–8%。

宝信软件：根据公司公告，主要受益于宝之云 IDC 四期项目上架机柜数量增加，同时采用新的会计准测，变更了关于软件开发及工程服务业务中部分业务确认方式，公司收入和利润相应增加。预计 2020 年半年度实现归母净利润较去年同期增加 2.2 亿元到 3.0 亿元，同比增长 56%到 76%。

中际旭创：根据公司公告，受益于全球数通市场回暖，海外市场 400G 产品需求逐步上量、100G 产品需求继续增长；国内 5G 网络建设等“新基建”项目带来 25G、50G 和 200G 等产品的需求增长，公司上半年预计实现归母净利润 3.36 亿元至 3.97 亿元，同比增长 62.08%到 91.50%。

移为通信：考虑到公司近 90%业务来自海外，受公共安全事件的影响，预计二季度公司仍存在部分订单取消和需求递延的情况。2020 年上半年公司预计实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降-14%。

移远通信：受益于物联网市场的快速发展，营收端预计公司二季度有望继续维持一季度快速增长的态势，但考虑到公司目前正处于扩张期，需要进行大额投入，因此费用端支出较大，预计 2020 年半年度公司归母净利润为 0.74 亿元，同比下降 5.49%。

广和通：公司通过开发新产品线，整个业务的应用领域得到进一步拓展，同时下游客户需求保持稳定，预计 2020 年上半年公司实现归母净利润为 1.02 亿元，同比增长 26.64%。

表 2：通信行业重点公司中报预测（单位：亿元）

细分	证券代码	证券简称	是否公布业绩预告	19H1 净利润	20H1 净利润 E	20H1 净利润预测下限	20H1 净利润预测上限	20H1 净利润同比
网络设备	000938.SZ	紫光股份	是	8.47	8.81	8.47	9.15	0-8%
	000063.SZ	中兴通讯	否	14.71	16.30	15.00	18.00	2%-22%
	002396.SZ	星网锐捷	否	1.57	1.66	0.50	1.70	-68%-8%
	600498.SH	烽火通信	否	4.28	1.10	0.93	1.26	-78%~-70%
光器件	300308.SZ	中际旭创	是	2.07	3.67	3.36	3.97	62%-91%
	300502.SZ	新易盛	否	0.81	1.46	1.24	1.68	54%-108%
	000988.SZ	华工科技	否	3.31	2.38	2.02	2.74	-39%~-17%
	603083.SH	剑桥科技	否	0.06	-0.29	-0.33	-0.25	-672%~-522%
光纤光缆	600522.SH	中天科技	否	10.86	9.55	8.12	10.99	-25%-1%
IDC	600845.SH	宝信软件	是	4.06	6.53	6.26	7.06	56%-76%
	300383.SZ	光环新网	否	3.92	4.71	4.50	5.00	15%-28%
	603881.SH	数据港	否	0.69	0.74	0.60	0.80	-13%-16%
统一通信	300628.SZ	亿联网络	否	6.07	6.66	5.66	7.66	-7%-26%
网络安全	002912.SZ	中新赛克	否	0.66	0.77	0.70	1.00	6%-51%
物联网	603236.SH	移远通信	否	0.78	0.74	0.65	0.85	-17%-9%
	688018.SH	乐鑫科技	否	0.64	0.59	0.50	0.68	-21%-7%
	300590.SZ	移为通信	否	0.63	0.54	0.46	0.60	-27%~-5%
	300638.SZ	广和通	否	0.81	1.02	0.90	1.17	12%-45%
卫星互联网	002402.SZ	和而泰	否	1.70	1.72	1.46	1.98	-14%-17%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：判断是否发布中报业绩预告的判断时点为 7 月 8 日

表 3：通信行业重点公司估值表

证券代码	证券代码	证券简称	20200708		PB	净利润（亿元）			PE		
			收盘价（元）	总市值（亿元）	2019A	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
网络设备	000938.SZ	紫光股份	49.67	1,014.72	3.6	18.43	21.98	27.59	55.0	46.2	36.8
	000063.SZ	中兴通讯	46.05	1,962.73	5.1	51.48	61.80	81.13	38.1	31.8	24.2
	002396.SZ	星网锐捷	39.44	230.05	5.5	6.11	7.67	9.98	37.6	30.0	23.1
	600498.SH	烽火通信	32.96	385.96	3.7	9.79	11.45	13.75	39.4	33.7	28.1
光器件	300308.SZ	中际旭创	67.20	479.25	6.8	5.13	8.58	11.50	93.3	55.8	41.7
	300502.SZ	新易盛	68.00	225.11	16.7	2.13	3.27	4.28	105.8	68.8	52.5
	000988.SZ	华工科技	26.48	266.26	4.3	5.03	6.58	8.02	53.0	40.4	33.2
IDC	600845.SH	宝信软件	66.10	618.35	11.9	8.79	11.30	14.11	70.3	54.7	43.8
	300383.SZ	光环新网	29.26	451.52	5.3	8.25	10.19	13.11	54.8	44.3	34.4
	603881.SH	数据港	108.81	229.14	20.5	1.10	1.33	2.40	207.7	172.8	95.5
统一通信	300628.SZ	亿联网络	74.62	673.64	15.6	12.35	15.30	18.90	54.5	44.0	35.6
网络安全	002912.SZ	中新赛克	106.50	185.81	11.5	2.95	3.66	5.23	63.0	50.8	35.5
运营商	600050.SH	中国联通	5.35	1,659.86	1.2	49.82	79.49	92.89	33.3	20.9	17.9
物联网	603236.SH	移远通信	220.40	235.86	13.8	1.48	2.62	4.23	159.4	90.0	55.7
	688018.SH	乐鑫科技	228.31	182.65	12.3	1.59	1.78	2.27	115.2	102.6	80.5
	300590.SZ	移为通信	35.95	87.08	8.7	1.62	2.02	2.72	53.7	43.1	32.0
	300638.SZ	广和通	62.44	150.83	11.6	1.70	2.58	3.50	88.7	58.5	43.0
云通信	002123.SZ	梦网集团	20.74	169.19	3.9	-2.78	3.70	5.61	-60.8	45.8	30.1

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：20-21 年净利润取自申万预测；紫光股份、中际旭创、新易盛、华工科技、数据港、广和通、移为通信、移远通信、梦网集团取 Wind 一致预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。