



2009 年 1 月 4 日

电信服务行业

中金公司研究部

分析员: 陈昊飞 chenhf@cicc.com.cn

联系人: 陈丽嘉 chenlj@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

11 月行业收入反弹不是真相; 而资本开支的大幅上升却是

要点:

有何更新:

- 中国工业和信息化部公布的电信行业 11 月份收入同比增速反弹至 13.9% (08 年 10 月同比增长 4.6%; 08 年 1 季度同比增长 17.6%; 08 年 2 季度同比增长 9.7%), 尽管环比还是下降了 4.9%。
- 电信行业 11 月份资本支出明显加速 (环比增长 70%, 同比增长 59%), 前 11 个月资本支出 2,160 亿元 (约为 07 年全年 2,280 亿元资本支出的 95%)。

投资建议:

随着宏观经济的不断恶化, 而行业整体渗透率已然不低, 行业竞争进一步加剧。在目前的估值水平下, 相对于移动市场的既得市场份额运营商 (中国联通和中国移动), 我们更看好新进入者 (中国电信)。

- 11 月份的行业收入同比增幅反弹并非反映行业增长的实际趋势, 而是因为: 1) 07 年 11 月收入基数较低 (环比下降 12.7%, 同比增长 6.8%), 主要应该是由于去年 11 月的收入在财务上已扣除了年底发生的促销行为; 而 2) 08 年 11 月的收入在财务上可能还没有扣除年底的促销; 这部分促销行为对收入的影响可能将会在 08 年 12 月集中确认。我们注意到, 08 年底促销活动力度比 07 年更加激进, 而且宏观经济不断恶化, (如果没有会计记帐方法的调整) 我们预计 08 年 12 月的行业收入将出现环比下降, 同比增长可能也仅为较低的单位数水平。

运营商年底 (11~12 月) 的收入通常会由于促销活动而显得较低。例如, “预存 1,200 元话费 (未来 12 个月每月返还 100 元来抵消当月话费), 当场送 600 元的话费”。送的这 600 元可以马上被充值用来抵消当期的电话费, 但在财务处理上, (因为是送的) 它不能被计为收入。因此, 促销活动后 1~2 个月的收入将会受到不利影响。

- 11 月份资本支出飙升表示行业重组后各公司已开始大幅增加了资本支出。我们预计在 2009 年: 1) 中国联通上市公司移动业务资本支出 700 亿元; 2) 中国电信母公司移动业务资本支出 500 亿元; 3) 中国移动母公司 TD-SCDMA 业务资本支出 150 亿元, 上市公司 GSM 业务的资本支出 1,200 亿元。
- 值得注意的是, 工信部部长李毅中在全国工业和信息化工作会议上表示, 09 年通信行业业务收入争取增长 6%, 这一增速远低于 08 年预计的 11%、07 年的 12% 和 06 年的 12%。之前市场只关注了李部长所提到的明年资本开支增长情况, 而没有注意到在资本开支大幅上升的同时, 行业收入的增速将预期明显下降。

详细运营数据:

收入

- 电信行业 11 月份收入为 663.4 亿元 (同比增长 13.9%, 环比下降 4.9%)。同比增速反弹主要是因为去年基数较低 (07 年 11 月: 收入环比下降 12.7%, 同比增长 6.8%)。

08 年前 11 个月累计收入 7,461.3 亿元, 同比增长 12.4% (08 年 1 季度、2 季度和 3 季度分别同比增长 17.6%、9.7% 和 12.7%)

资本支出

- 电信行业 11 月份资本支出共计 307 亿元 (环比增长 70%, 同比增长 59%), 前 11 个月资本支出为 2,160 亿元, 相当于 07 年全年资本支出总额 2,280 亿元的 95%。

通话时长

- 固网通话时长总计 480 亿分钟 (环比下降 2.9%, 同比下降 10.8%); 移动通话时长 2,560 亿分钟 (环比下降 1.1%, 同比增长 20.5%)

用户

- 移动用户 11 月仅净增加约 660 万 (同比下降 17%), 两年来首次出现同比下滑。
- 固网用户 11 月份净减少约 300 万 (其中 57% 的净减少用户数归因于小灵通的流失; 中国联通和中国电信分别流失用户 150 万左右)。此前 8 月、9 月和 10 月份分别净减少 100 万、92 万和 170 万。2008 年 1~11 月份累计净减少 1,700 万, 2007 年全年净减少用户仅为 240 万。
- 11 月份宽带用户净增加约 120 万 (环比下降 17%, 同比下降 0.9%)。宽带业务首次出现同比下滑, 但我们认为这是由于中国网通此前宽带业务的过度开发以及联通与网通的融合磨合造成的, 而并非是受宏观经济恶化的影响。我们看到, 中国电信的宽带用户增长仍然保持稳定。消费者压缩开支后, 在家里上网比其它消费还是要便宜得多了。2008 年前 11 个月宽带用户净增加约 1,690 万, 与同期固网电话用户净减少量 (约 1,700 万) 差不多。

附表 1: 工信部行业月度数据

	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08
电信行业收入 (十亿)	58.24	64.09	61.28	60.75	72.11	67.81	68.6	68.24	69.02	70.64	71.57	69.77	66.34
同比 %	-12.7%	10.0%	-4.4%	-0.9%	18.7%	-6.0%	1.2%	-0.5%	1.1%	2.3%	1.3%	-2.5%	-4.9%
环比 %	6.8%	10.9%	15.1%	16.7%	20.7%	7.2%	13.6%	8.4%	17.4%	8.8%	12.4%	4.6%	13.9%
电信行业投资 (十亿)	19.31	40.28	n.a.	n.a.	41.65	13.79	19.61	38.59	17.35	15.43	20.59	18.04	30.70
同比 %	24.3%	108.6%	n.m.	n.m.	n.m.	-66.9%	42.2%	96.8%	-55.0%	-11.1%	33.4%	-12.4%	70.2%
环比 %	-12.3%	5.9%	n.m.	n.m.	5.5%	3.6%	-3.2%	27.2%	36.5%	-3.4%	-0.9%	16.2%	59.0%
固定电话用户数 (000)	369,307	365,448	363,952	362,188	361,055	360,039	358,900	356,321	355,056	354,070	353,150	351,437	348,479
净增用户数	-1,376	-3,859	-1,496	-1,764	-1,133	-1,016	-1,139	-2,579	-1,265	-986	-920	-1,713	-2,958
同比 %	-41.3%	-180.5%	61.2%	-17.9%	35.8%	10.3%	-12.1%	-126.4%	50.9%	22.1%	6.7%	-86.2%	-72.7%
环比 %	-1328.6%	58.4%	-244.1%	-275.0%	-197.8%	-204.1%	-634.7%	-652.2%	-1404.1%	-209.1%	-15.9%	-75.9%	-115.0%
移动电话用户数 (000)	539,379	547,286	555,769	565,227	574,634	583,511	592,130	600,757	608,378	616,017	624,046	627,265	633,840
净增用户数	7,932	7,907	8,483	9,458	9,407	8,877	8,619	8,627	7,621	7,639	8,029	3,219	6,575
同比 %	-2.5%	-0.3%	7.3%	11.5%	-0.5%	-5.6%	-2.9%	0.1%	-11.7%	0.2%	5.1%	-59.9%	104.3%
环比 %	32.0%	30.7%	34.1%	45.1%	39.9%	30.9%	20.3%	22.3%	10.2%	7.5%	5.0%	-60.4%	-17.1%
宽带用户数 (000)	65,592	66,464	68,311	69,794	71,468	72,937	74,448	76,007	77,827	79,348	80,808	82,214	83,380
净增用户数	1,177	872	1,847	1,483	1,674	1,469	1,511	1,559	1,820	1,521	1,460	1,406	1,166
同比 %	-13.8%	-25.9%	111.8%	-19.7%	12.9%	-12.2%	2.9%	3.2%	16.7%	-16.4%	-4.0%	-3.7%	-17.1%
环比 %	-5.8%	-1.1%	408.8%	-40.3%	10.7%	46.5%	54.5%	30.9%	54.8%	16.6%	28.4%	3.0%	-0.9%
总本地通话量 (十亿 分钟)	266.1	276.6	278.0	250.2	302.2	295.8	308.0	299.2	303.0	291.5	303.3	308.3	303.9
---固定电话通话量	53.8	55.3	56.1	47.5	54.0	52.4	53.7	52.1	53.9	51.1	50.1	49.4	48.0
占总量 %	20%	20%	20%	19%	18%	18%	17%	17%	18%	18%	17%	16%	16%
---移动电话通话量	212.3	221.2	221.9	202.8	248.2	243.3	254.3	247.1	249.2	240.4	253.2	258.9	255.9
占总量 %	80%	80%	80%	81%	82%	82%	83%	83%	82%	82%	83%	84%	84%

资料来源: 工信部、中金公司研究部

附表 1、行业可比公司估值表

公司名称	货币	股价	总市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率			
		(当地货币)	(百万美元)	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	
国内运营商																
中国移动	HKD	76.90	197,494	16.6	11.7	10.9	3.9	3.1	2.7	6.7	5.3	4.8	2.7%	3.8%	4.2%	
中国联通	HKD	9.61	29,233	13.2	12.5	13.3	1.0	1.0	0.9	*	3.2	3.1	3.3	3.2%	3.3%	3.1%
中国电信	HKD	2.88	29,883	9.6	8.8	11.2	1.0	0.9	0.9	*	3.1	2.6	2.6	3.0%	3.2%	3.2%
平均				13.1	11.0	11.8	2.0	1.6	1.5		4.3	3.7	3.6	3.0%	3.4%	3.5%
美国运营商																
Verizon	USD	32.85	93,310	17.2	12.8	12.1	1.9	1.8	1.7	5.8	5.5	5.1	5.1%	5.4%	5.5%	
Sprint Nextel	USD	1.58	4,514	-0.2	21.4	-9.8	0.2	0.2	0.2	2.2	3.0	3.6	6.3%	0.0%	0.0%	
AT&T	USD	27.83	164,002	14.3	9.8	9.8	1.5	1.5	1.4	5.7	5.4	5.4	5.1%	5.7%	5.9%	
平均				10.4	14.7	4.1	1.2	1.2	1.1	4.6	4.7	4.7	5.5%	3.7%	3.8%	
欧洲运营商																
英国电信	GBP	1.32	15,028	6.0	6.2	6.3	1.9	2.3	2.0	3.4	3.6	3.6	12.2%	9.6%	9.4%	
沃达丰	GBP	1.29	99,559	9.9	9.5	9.0	0.9	0.9	0.8	n.m.	6.7	6.4	6.2%	6.1%	6.4%	
德国电信	EUR	10.66	66,065	82.0	14.5	12.7	1.1	1.1	1.1	5.5	4.7	4.5	7.3%	7.5%	7.8%	
法国电信	EUR	19.82	72,913	8.2	9.7	9.3	1.7	1.7	1.6	4.9	4.9	4.9	6.6%	7.1%	7.5%	
西班牙电信	EUR	15.78	104,474	8.4	9.8	8.9	3.7	3.2	2.8	5.4	5.5	5.4	4.8%	6.3%	7.3%	
意大利电信	EUR	1.15	28,346	8.8	10.0	10.4	0.9	0.8	0.8	5.0	5.0	5.1	7.0%	6.2%	6.1%	
平均				20.5	10.0	9.5	1.7	1.7	1.5	4.9	5.1	5.0	7.3%	7.1%	7.4%	
韩国运营商																
韩国电信	KRW	38,000.00	7,993	7.4	14.8	9.9	0.9	1.0	0.9	2.8	3.4	2.9	5.3%	4.7%	4.9%	
SK电信	KRW	213,500.00	13,329	9.4	11.2	9.9	1.3	1.6	1.4	5.3	5.1	4.5	4.4%	4.3%	4.5%	
KTF	KRW	31,400.00	4,546	24.6	29.9	13.8	1.4	1.4	1.3	4.7	4.8	4.2	0.0%	1.5%	2.2%	
LG电信	KRW	10,000.00	2,132	10.1	n.a.	n.a.	1.6	1.4	1.2	5.1	n.a.	4.1	3.0%	3.2%	4.2%	
平均				12.9	18.7	11.2	1.3	1.4	1.2	4.5	4.4	3.9	3.2%	3.4%	4.0%	
日本运营商																
NTT DoCoMo	JPY	173,800.00	86,242	15.3	14.4	14.5	1.7	1.7	1.6	4.9	4.7	4.8	2.8%	2.8%	2.8%	
KDDI	JPY	627,000.00	31,097	12.8	10.7	9.8	1.7	1.5	1.3	4.5	3.8	3.5	1.7%	1.8%	2.0%	
平均				14.1	12.5	12.1	1.7	1.6	1.4	4.7	4.2	4.1	2.2%	2.3%	2.4%	
印度运营商																
Bharti	INR	683.00	26,779	20.3	15.4	12.5	n.m.	4.3	3.2	n.m.	8.9	7.3	n.m.	1.2%	1.1%	
Reliance	INR	209.40	8,926	n.m.	7.6	7.0	1.9	1.3	1.1	n.m.	7.3	5.8	n.m.	0.7%	1.1%	
MTNL	INR	79.00	1,028	n.m.	12.4	14.2	n.m.	0.4	0.4	n.m.	1.4	1.5	n.m.	5.1%	5.1%	
平均				20.3	11.8	11.2	1.9	2.0	1.6	n.m.	5.9	4.9	n.m.	2.3%	2.4%	
其他亚洲运营商																
马来西亚电信	MYR	3.04	3,126	4.1	20.0	17.3	0.5	1.1	1.1	1.4	5.4	5.5	11.5%	7.4%	7.0%	
MobileOne	SGD	1.46	904	8.1	8.6	8.6	6.3	5.9	5.5	4.9	4.9	4.9	7.5%	9.7%	9.7%	
Singtel	SGD	2.58	28,433	10.3	11.9	11.5	2.0	1.8	1.7	10.4	9.8	9.8	4.7%	4.7%	4.9%	
PLDT	PHP	2,115.00	8,346	11.2	10.8	9.8	3.7	3.6	3.4	5.1	5.1	4.9	8.7%	8.2%	8.7%	
中华电信	TWD	50.80	17,866	11.1	11.2	11.3	1.2	1.6	1.6	4.7	4.7	4.7	n.m.	7.7%	7.7%	
台湾大哥大	TWD	46.60	5,366	21.1	10.2	9.9	2.7	3.7	3.4	6.7	6.6	6.7	5.6%	7.7%	8.6%	
平均				11.0	12.1	11.4	2.8	2.9	2.8	5.5	6.1	6.1	7.6%	7.6%	7.8%	

资料来源: 彭博资讯、公司数据, 中金公司研究部 注: 计算中国联通和中国电信 09 年市盈率时已考虑了 125 亿人民币和 250 亿人民币的小灵通冲销

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。