

谨慎对待运营商 重点关注设备制造商

——通信行业 2009 年投资策略报告

行业评级

通信运营 中性

通信设备制造 中性

重点公司（09 月 18 日）

中兴通讯	25.65 元	买入	
	08E	09E	10E
EPS	1.21	1.59	1.94
P/E	21.20	16.13	13.22
武汉凡谷	16.34 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.74	1.01	1.18
P/E	22.08	16.18	13.85
国脉科技	10.85 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.33	0.5	0.69
P/E	32.88	21.70	15.72

相关研究

通信行业2008年4季度投资策略

2008年9月18日

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业： 通信行业

研究员：梁凯

电 话：025-84457777-233 E-mail: Liangkai@mail.htsc.com.cn

2008 年 12 月 28 日

投资要点：

- 10 月，中国电信顺利接手 CDMA 网络，国内运营商全业务运营的时代开幕。
- 对于 2009 年的通信运营行业，我们认为，移动 2G 业务收入的增速还会继续放缓；固网通信收入萎缩的趋势仍然无法改变；虽然数据业务收入增速我们预期仍然会超过 30%，但其所占行业收入的比重仅为 10% 左右，其影响不是决定性的；移动 3G 业务不可能产生大量收入。因此，2009 年整个行业的收入增速会继续下降，我们预期达到 7.29%。
- 由于中国电信加入移动网络的竞争、中国联通摆脱两网发展的困境，2009 年通信运营市场的竞争将明显增大，运营商的利润率预期会有所下滑。
- 行业收入增速下滑、行业内竞争加剧，而非对称管制政策实施的时间和效果存在不确定性，不足以从根本上改变我们对弱势运营商的估值水平。因此我们给予通信运营行业“中性”评级。
- 我们认为本次国内电信投资的第一受益者是与移动网络建设相关的上市公司，其次是传输设备制造商，而 IT 系统等支撑系统影响较为有限。
- 全球经济的下滑对国内部分通信设备制造商有一定的负面影响，但影响程度有限。而国内电信投资的加速将使部分通信设备制造商未来两年的国内收入出现爆发式的增长。然而，尽管通信设备制造行业直接受益于本次电信投资的增长，但目前市场对该类股票的估值已充分反映了电信投资的预期。因此我们同样给予通信设备制造行业“中性”评级。

走势图



目录

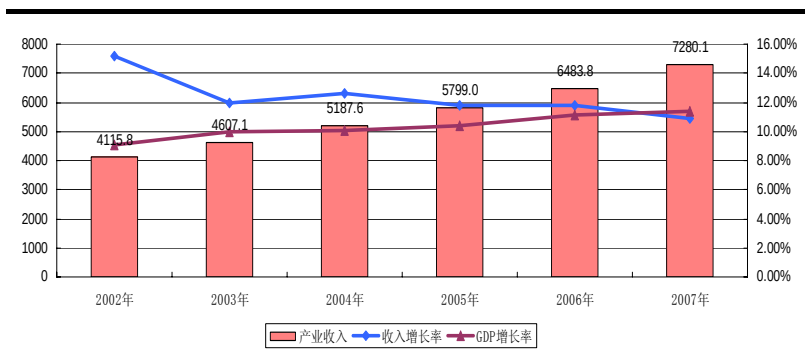
一、通信行业 2008 年回顾.....	3
(一) 移动业务和数据业务是行业增长的主因素.....	3
各业务增速差距较大.....	3
长途业务中的移动替代效应.....	4
通信业务资费继续下降.....	4
移动和宽带用户数增长稳定.....	5
我国移动和宽带业务普及率仍然较低.....	6
(二) 中西部地区和农村地区发展较快.....	7
(三) 重组后各运营商之间的差距继续拉大.....	8
中国移动的强势地位更加明显.....	8
中国联通移动用户开始恢复增长.....	9
中国电信移动业务针对高端用户.....	10
(四) 国产 3G 标准发展并不乐观.....	11
(五) 通信固定资产投资增速提高.....	12
国内电信投资开始回暖.....	12
通信设备制造行业盈利能力有所改观.....	13
二、2009 年通信行业展望.....	14
(一) 通信运营行业竞争加剧.....	14
业务收入增速将继续下滑.....	14
运营商盈利能力将减弱.....	16
非对称管制政策将陆续实施.....	19
3G 业务虽然长期乐观, 但短期影响为负面.....	20
增值业务提供商短期内不确定性较大.....	22
(二) 国内设备制造商业绩增长可预期.....	22
国内市场增长较为确定.....	22
国际市场面临挑战.....	23
三、2009 年通信行业投资策略.....	24
(一) 行业评级.....	24
通信运营行业.....	24
通信设备制造行业.....	25
(二) 重点公司分析.....	26

一、通信行业 2008 年回顾

（一）移动业务和数据业务是行业增长的主因素

在经历了多年的高速发展之后，我国通信运营行业的发展逐渐趋向平稳，发展速度在向 GDP 增速靠拢。2007 年，全国通信业务收入为 7280.1 亿元，同比增长 10.9%，略低于 GDP11.4% 的增长速度。

图 1、我国通信业务收入情况（单位：亿元）

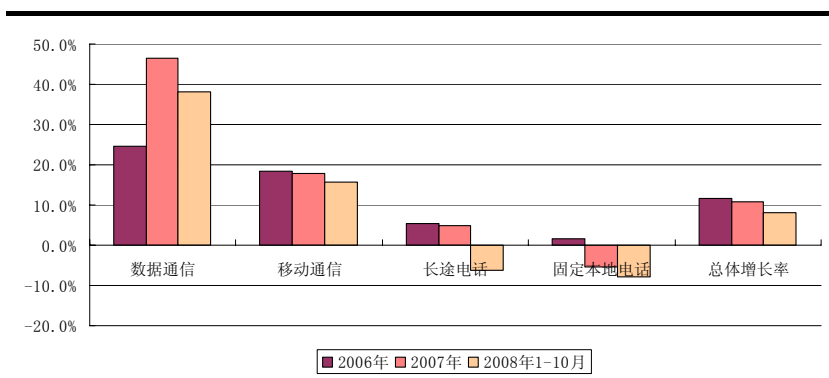


资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

各业务增速差距较大

根据工信部最新公布的 1-10 月份统计数据，通信行业内各业务的增速都在下滑，其中，数据通信和移动通信仍是整个行业增长的动力。

图 2、通信运营行业各业务增长率比较



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

移动对固话的替代和数据对语音的替代使得行业收入结构继

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正确性和完整性不作保证。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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

续向移动和数据方向偏移。

表 1、历年电信业务收入结构

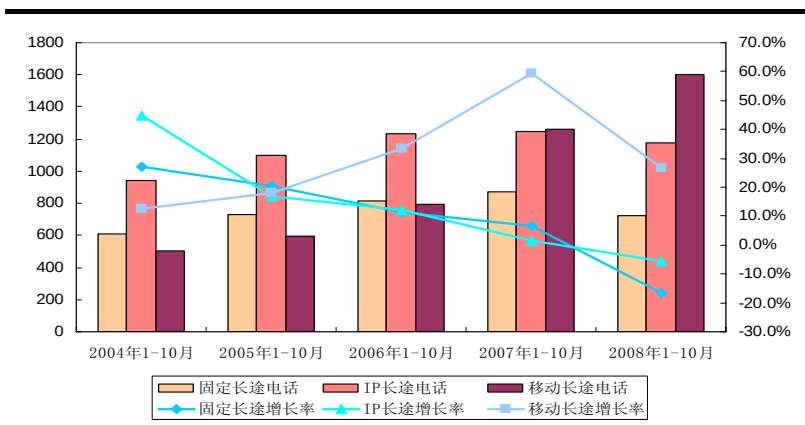
	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-10 月
移动通信	45.47%	46.86%	43.00%	45.12%	44.44%	50.87%	54.82%
固定本地	33.73%	32.35%	31.24%	30.03%	29.91%	24.01%	21.08%
长途电话	15.48%	14.64%	19.24%	17.84%	18.41%	16.56%	14.25%
数据通信	4.44%	5.70%	6.23%	6.84%	7.08%	8.40%	9.71%
无线寻呼	0.68%	0.36%	0.23%	0.10%	0.10%	0.05%	-
卫星通信	0.20%	0.09%	0.06%	0.06%	0.07%	0.11%	-

资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

长途业务中的移动替代效应

移动通信对固网通信的替代效应已经由原来的本地通话开始向长途电话延伸。

图 3、长途电话业务分析（单位：亿分钟）



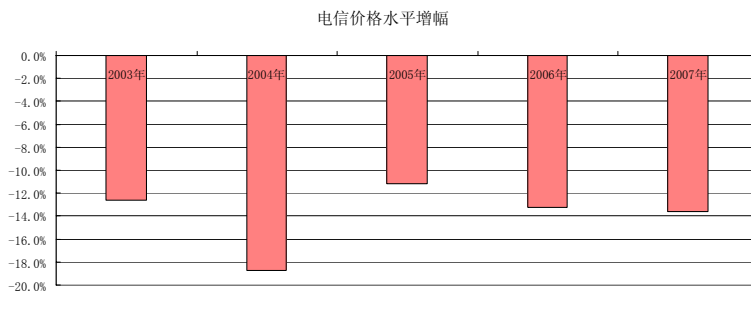
资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

2008 年 1-10 月份，移动长途通话时长占全部长途电话通话时长的比重由 2007 年 1-10 月份的 37.4% 增长到 45.7%。

电信业务资费继续下降

我国通信业务整体的价格水平一直处在下降的过程中，2003 年至 2007 年的五年内，通信价格水平每年的降幅都超过 10%。

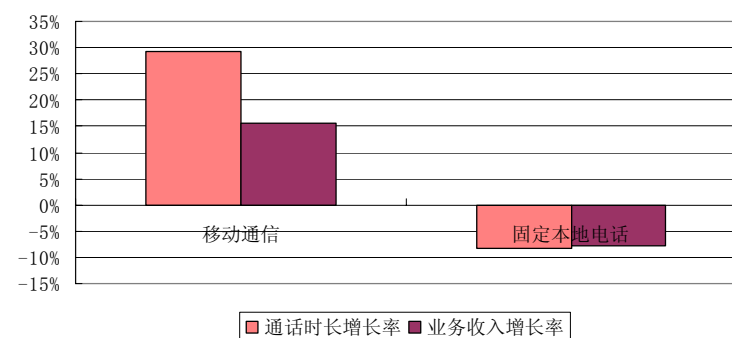
图 4、电信价格水平



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

2008 年基本延续了资费下降的趋势，尤其是移动通信资费。2008 年 1-10 月份，移动通信业务收入同比增长 15.7%，而移动通信通话时长达到 22592.4 亿分钟，同比增长 29.4%。

图 5、通话时长和业务收入的增长率



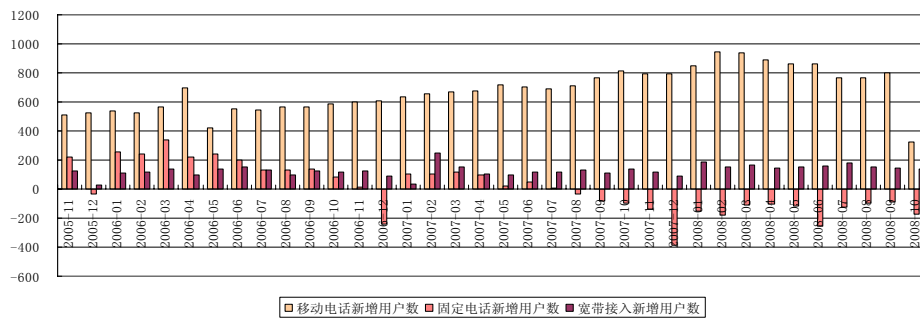
资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

移动通信收入增速明显小于通话时长增速表明移动通信的资费还在继续下调。我们粗略计算，2008 年 1-10 月移动通信每分钟的资费同比约下降了 10%。

移动和宽带用户数增长稳定

自电信重组以来，由于部分运营商的精力放在重组业务上，因此，宽带和移动业务月新增用户数有所减少。尽管如此，宽带业务月新增用户基本维持在 150 万左右，而移动业务月新增用户基本维持在 800 万左右。

图 6、各业务月度新增用户数量（单位：万户）



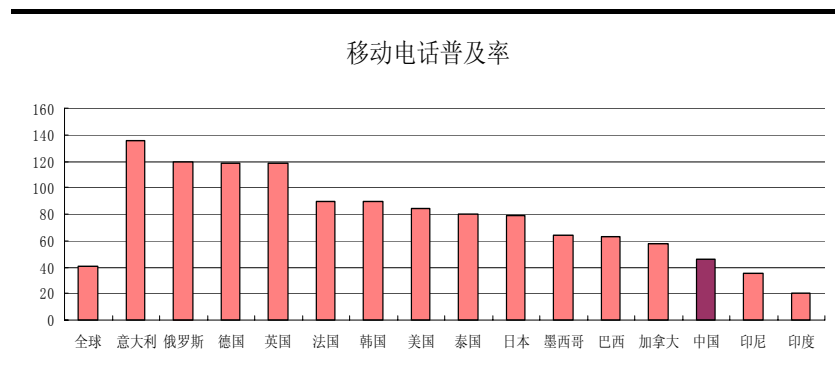
资料来源：WIND、华泰证券研究所

2008 年 10 月起，CDMA 网络经营主体由中国联通转移至中国电信，由于统计口径不同，中国电信一次性确认减少用户 1265 万，造成 10 月份移动新增用户数骤减。

我国移动和宽带业务普及率仍然较低

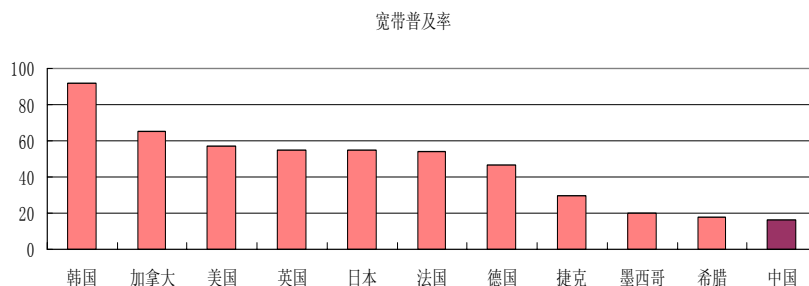
截至 2008 年 9 月底，我国移动用户数已经超过 6 亿，宽带接入用户数超过 8 万户，是全球最大的移动用户群和宽带接入用户群。然而，相比于发达国家，我国移动电话和宽带业务的渗透率并不高，移动电话的渗透率仅为 45.6%，而宽带业务的渗透率小于 20%。

图 7、全球移动电话渗透率比较



资料来源：ITU、华泰证券研究所

图 8、各国宽带渗透率比较



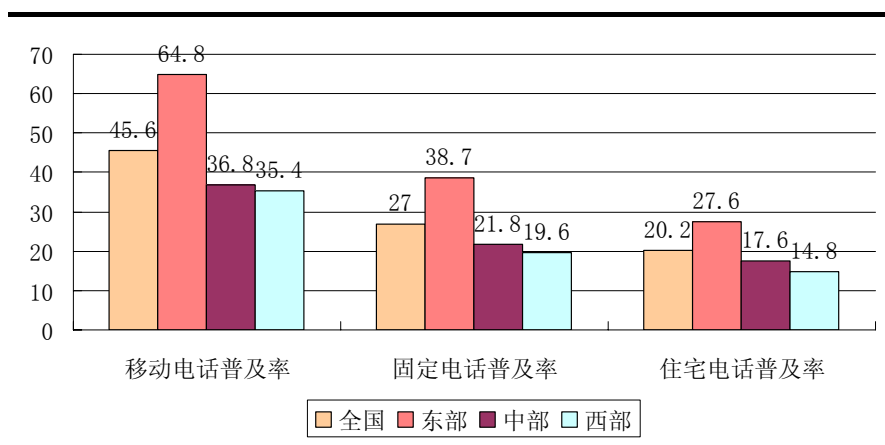
资料来源：ITIF、华泰证券研究所

较低的渗透率为我国未来移动业务和宽带接入业务提供了大量的潜在用户基础。假设我国移动电话渗透率和宽带接入渗透率分别可以达到 65%和 40%的话，那么未来可挖掘的移动用户和宽带接入用户数约为 3 亿移动用户和 1 亿宽带接入用户。

(二) 中西部地区和农村地区发展较快

由于我国地区间的经济发展差异比较大，因此，通信业务的普及率在各地区之间的差异也比较大。中西部地区移动电话的普及率比东部地区落后 3 年左右。

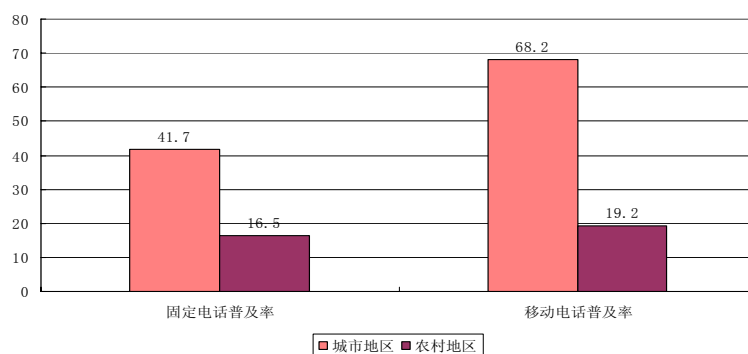
图 9、2008 年 9 月底各地区通信业务普及率



资料来源：WIND、华泰证券研究所

此外，我国城乡之间的电信水平差异也非常巨大，固定电话和移动电话的普及率大大低于城市地区。

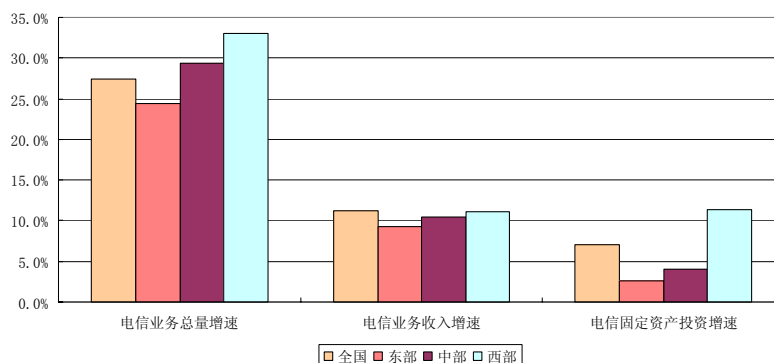
图 10、2007 年底年城乡通信业务普及率



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

目前以语音业务为主的通信网络，尤其是 2G 移动通信网络已经很难为现有用户提供更多的新增服务。随着通信资费的不断下降，现有用户 ARPU 值的增长已经很难期待，收入的增长将主要来自于新增用户。因此，对于现有 2G 通信网络，普及率较低的中西部地区通信业务的增速要高于东部发达地区。

图 11、2007 年各地区通信数据增速比较



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

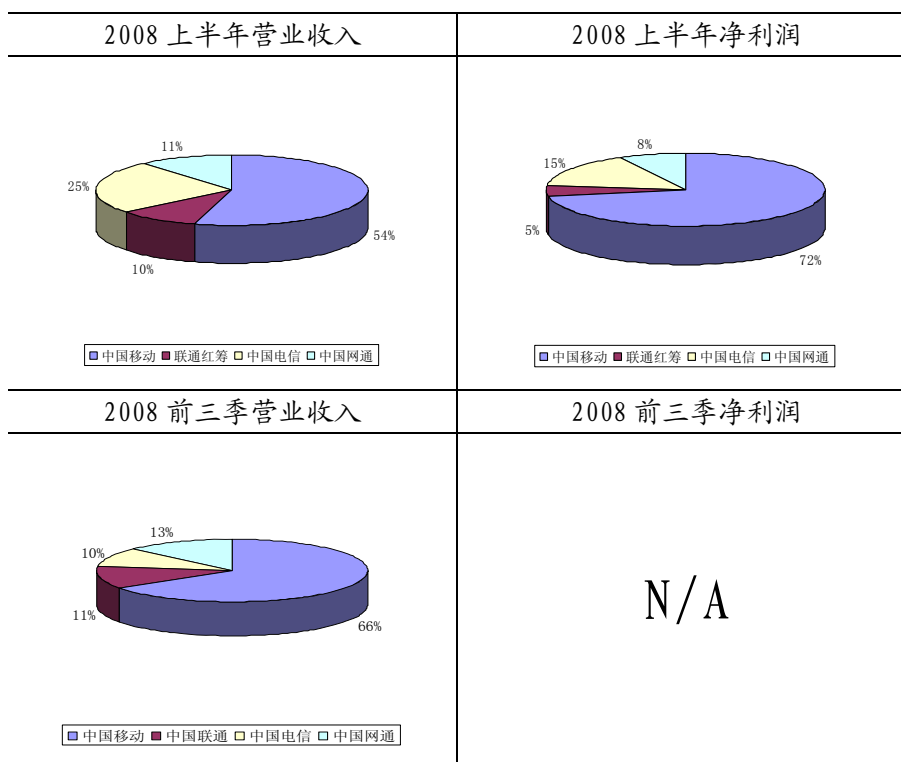
（三）重组后各运营商之间的差距继续拉大

我国第四次电信重组已基本完成：5 月，中国铁通集团并入中国移动通信集团；10 月 1 日，中国电信正式接手 CDMA 网络的运营；10 月 15 日原中国网通从香港等地正式退市，成为中国联通的全资附属公司，11 月 16 日，公司发布公告，两家公司的母公司在获得监管部门同意后将合并，预期合并时间为 2009 年 1 月。

中国移动的强势地位更加明显

本次电信重组的目的之一就是形成适度、健康的市场竞争格局，既防止垄断，又避免过度竞争和重复建设。电信重组方案使我国的运营商减少到三家，在一定程度上增强了中国电信和中国联通的实力，但从整个市场看，中国移动的强势地位仍在继续增强，市场份额不断增大。

图 12、2008 各运营商业绩比较



资料来源：公司数据、华泰证券研究所

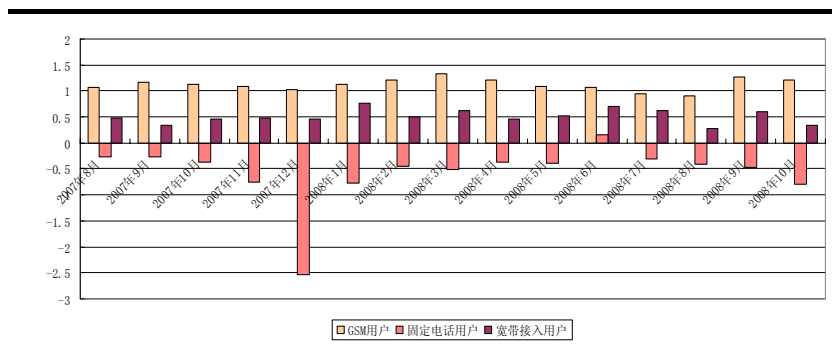
由于移动替代固话的趋势，移动通信业务逐渐成为通信运营行业的增长动力。中国移动在移动业务上的优势使得其在整个行业中的市场份额不断增加。2008 年上半年，中国移动收入已经占四大运营商全部收入的 54%，电信重组后，中国移动利用其他运营商进行重组的时机，继续扩大在行业中的领先地位，收入占比已经达到 66%。由于原中国网通没有公布其前三季度的净利润，所以我们无法准确计算净利润的情况，但我们预期中国移动占比超过 80%。

中国联通移动用户开始恢复增长

中国联通在本次电信重组开始后，由于公司的精力放在与中国网通的融合以及 CDMA 业务的出售上，因此中国联通的月度新增

移动用户数开始下滑。9 月份重组基本完成后，中国联通新增移动用户数开始恢复。

图 13、中国联通各业务月度新增用户数（单位：百万户）



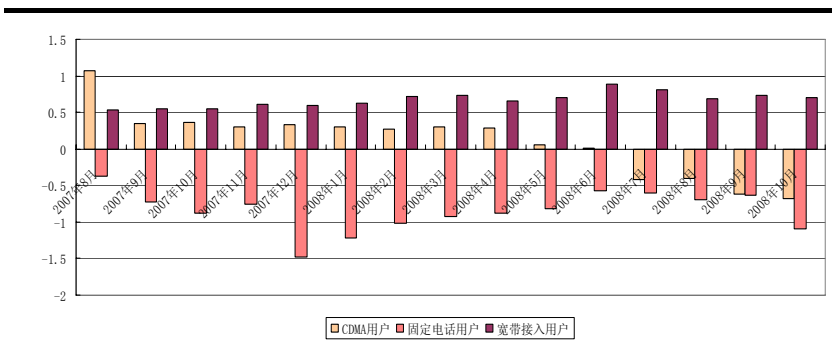
资料来源：公司数据、华泰证券研究所

2008 年 10 月 15 日，中国联合网络通信有限公司（合并后上市公司的国内运营公司）正式成立。中国联通和原中国网通的融合开始深入，新联通总部共设 28 个部门和一个垂直管理公司。虽然两公司的融合一直在积极进行，但我们认为，由于人员、业务、管理等方面的差异，公司的融合还需一定时日。

中国电信移动业务针对高端用户

中国电信宽带接入业务和固网业务基本保持稳定，受电信重组的影响较小，而新收购的 CDMA 移动业务自电信重组以来持续下滑。中国电信在 10 月份正式接收 CDMA 网络并开始运营。2008 年 7 月以来，CDMA 网络用户已经连续 4 个月出现负增长，截至 10 月份，总共流失超过 200 万的移动用户。

图 14、中国电信各业务月度新增用户数（单位：百万户）



资料来源：公司数据、华泰证券研究所

此外，由于统计口径不同，中国电信在 10 月份一次性确认减少 CDMA 用户 1265 万，根据中国电信公布的数据，10 月底 CDMA 的用户数为 2840 万。虽然我们并不能确定中国电信的统计口径更加准确，但我们认为，CDMA 目前的实际在网的用户数要远小于之前公布的 4173 万，CDMA 网络运营现状不容乐观。

由于 CDMA 网络用户基础的限制，中国电信未来很难在用户规模上与其他两家运营商抗衡，因此中国电信目前将移动业务定位在重点发展中高端用户上。

（四）国产 3G 标准发展并不乐观

2008 年 4 月 1 日，中国移动正式在 8 城市启动国产 3G 标准 TD-SCDMA 网络的试商用。工信部成立后，积极推进国产 3G 标准的发展，并将 188 手机号段正式划拨给中国移动，用于发展 TD 网络。工信部部长李毅中明确表示“TD 只能成功，不能失败”。国家对于 TD 标准的态度已经由原来的不确定逐渐转变为明确的支持。

根据公开市场信息，国家已确定将 TD 网络发展的重任交由中国移动。随着国家对于 TD 标准态度的转变，中国移动对于 TD 网络建设的态度也在转变，未来几年可能会全力推动 TD 网络的发展。

然而截至 9 月 20 日，TD 网络的发展并不理想，中国移动共发展 TD 用户 27 万，其中，试商用用户为 14.5 万，奥组委、奥运志愿者和奥运服务人员的奥运专用用户为 9 万，自己购买终端的用户为 3.8 万。根据网络试商用的效果看，国产 3G 标准在网络上并不存在颠覆性的问题，我们认为，网络用户发展不理想的原因主要有三点：

- 一、终端产品选择余地小。中国移动的第一批和第二批 TD 终端招标主要以国内品牌为主，国际品牌只有三星等少数终端厂商参与。
- 二、网络覆盖范围有限，无法实现国际漫游。由于 TD 网络处于建设初期，覆盖范围不够广，即使在城市中心地区也存在部分盲点。此外由于标准的问题，TD 用

户无法实现全球范围内的漫游。

三、 内容提供有限，消费习惯形成需要时间。由于 3G 网络刚刚开始在国内运营，运营商所能提供的 3G 服务还不够丰富，目前主要集中在视频电话、手机电视、手机上网等服务。此外，用户要形成 3G 消费习惯也需要一定的时间。

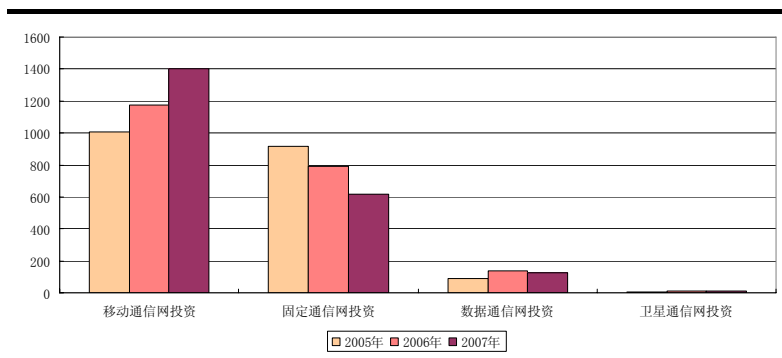
为了加快 TD 网络用户数量的增长，9 月，中国移动分别针对企业客户、家庭客户、中小企业、在校学生推出四款 TD 选择性资费方案，本地主叫资费已经下降至 0.1 元左右，基本与固话和无线市话资费相当。此外，中国移动将在 TD 二期试商用过程中，全面实行‘三不原则’：一是不改号，用户加入 TD 网络不需要更换号码；二是不换卡，用户将目前使用的手机卡直接插入 TD 手机就可以使用；三是不需要登记，用户不需要去营业厅办理转换登记。

（五）通信固定资产投资增速提高

国内电信投资开始回暖

过去几年，由于通信运营市场的发展存在很大的不确定性，因此，除中国移动外的各通信运营商都采取了较为保守的资本支出策略，电信固定资产投资增速保持在较低的速度。2007 年的各通信网投资中，移动通信网是唯一投资有所增长的通信网络。

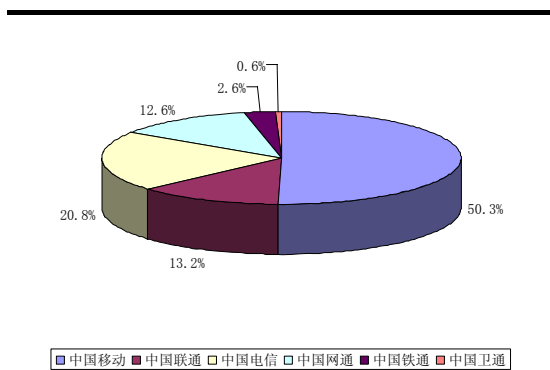
图 15：各通信网投资（单位：亿元）



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

各运营商中，中国移动是行业投资的主体，2007 年投资占比超过全部运营商投资的一半。

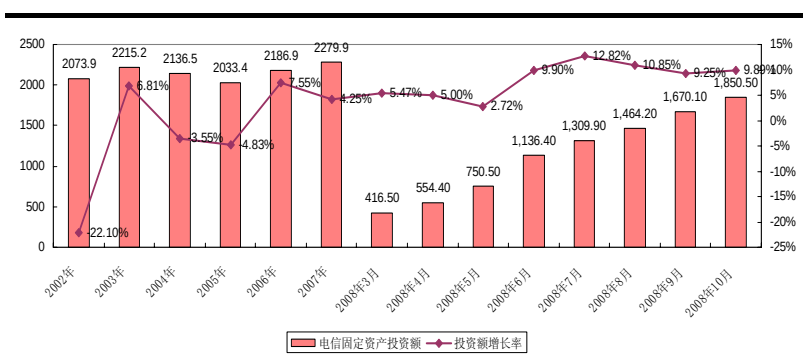
图 16：各运营商投资比例



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

电信重组的推进使得各运营商未来投资的方向逐渐明确，国内电信固定资产的投资也开始加速，投资增速从 2007 年的 4% 左右增长到接近 10%。

图 17：通信固定资产投资（单位：亿元）

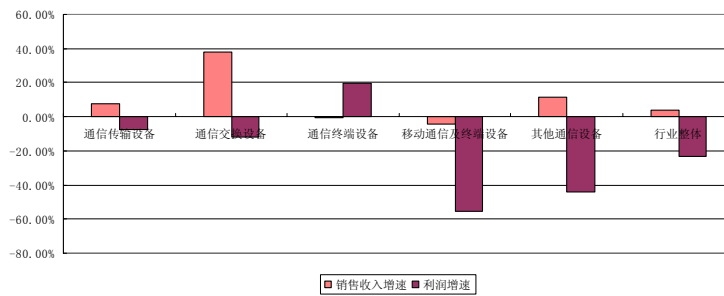


资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

通信设备制造行业盈利能力有所改观

2007 年由于国内电信投资的疲软，通信设备制造行业销售收入和利润的增速并不令人乐观。

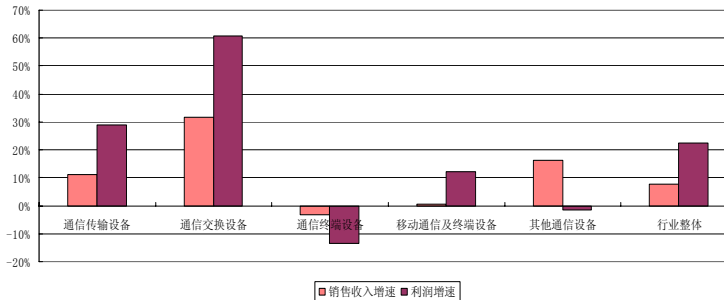
图 18：2007 年通信设备制造子行业经营情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2008 年 1-8 月份数据显示，通信设备制造行业的盈利能力开始大幅上升，其中交换和传输设备利润增速最快。

图 19：2008 年 1-8 月通信设备制造子行业盈利情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

二、2009 年通信行业展望

第四次电信重组目前已基本完成，2009 年将成为三大运营商正式开始竞争的一年，同时，我们预期 3G 牌照将在 2009 年 1 季度发放，并且非对称管制政策也将相继出台，通信行业将在 2009 年发生重大变化。

（一）通信运营行业竞争加剧

业务收入增速将继续下滑

2G 移动通信方面，随着移动资费的不断下降，存量用户的 MOU（每用户每月通话时长）值在不断趋近其自然消费上限时长，MOU 值相对于通信资费的弹性在不断下降，通信资费的下降已无法带来有效的 MOU 值增长以提高用户的 ARPU 值。而随着中国电信加入移动业务的竞争，通信资费仍然有进一步下滑的可能，因此存量用户

的 ARPU 值预期会进一步下降。虽然我们预期新增用户数明年增速会基本维持,但未来新增用户中,低端用户的比例将不断增加,因此收入的增速预期还会持续下降。

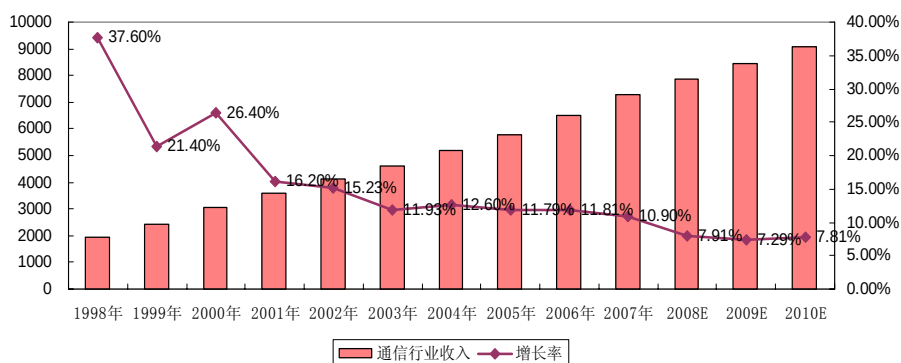
固定电话方面,虽然 1-10 月份固网本地通信收入占整个通信行业收入的比重仍然超过 20%,但该比重在不断下降。固网运营商语音业务收入下降的主要原因有两点:移动电话替代固定电话的趋势以及无线市话的萎缩。移动替代固话的趋势不会改变,此外目前我国大约还有 7000 多万的无线市话用户,因此我们认为,固网语音业务收入未来下降的压力仍然很大。

宽带接入方面,1-10 月份宽带接入业务收入仍然处于快速增长长期,成为固网运营商收入增长的第一驱动力。截至 2007 年底,我国互联网普及率仅为 16%,低于全球 19.1%的普及率。目前我国宽带接入主要被用于高速上网,随着互联网、通信网、广电网的融合,宽带接入将同时完成 IPTV、高速上网、视频电话、VoIP 等一个家庭的多项业务,因此,未来家庭对宽带接入的需求程度将越来越高,宽带将逐渐成为家庭生活的必需品。我们预期,渗透率较低和未来新业务催生的需求将使得宽带接入业务收入的增速未来两年继续保持在 30%以上。宽带接入业务虽然发展迅速,但短期内,收入级别还无法与语音业务相抗衡,因此宽带业务的高速增长并不能改变固网整体萎缩的局面。

3G 移动通信方面,虽然我们长期较为看好,但我们预期,由于网络建设、消费者消费习惯的形成等因素,未来两年内 3G 业务无法成为转变行业颓势的业务。

综合对以上各业务的分析我们认为,通信运营行业 2009 年的收入增速仍将继续下滑,我们预期增速将下滑到 7%左右,2010 年由于 3G 业务和宽带业务的增长,行业整体增速将有所反弹。

图 20、通信行业收入预期(单位:亿元)



资料来源：华泰证券研究所

运营商盈利能力将减弱

我国各运营商的净利润率在全球来看处于较高的水平，尤其是中国移动。由于在移动通信行业缺乏与之抗衡的竞争对手，中国移动的净利润率不但要明显高于其他三家运营商，而且比其他国家主导运营商的净利润率也要高很多。

表 2、各运营商净利润率比较

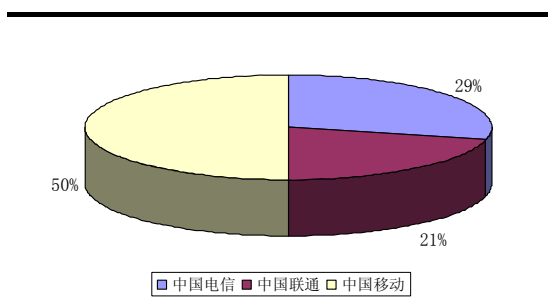
净利润率	2007 年	2006 年
中国移动	24.39%	22.35%
联通 G 网	9.54%	9.43%
联通 C 网	2.81%	0.70%
中国电信	12.84%	15.50%
中国网通	14.39%	14.91%
VODAFONE	N/A	24.07%
AT&T	7.23%	9.52%
VERIZON	8.59%	10.29%
SPRINT NEXTEL	5.87%	6.36%
SKT	14.32%	19.31%
PCCW	10.69%	11.70%
NTT DoCoMo	12.86%	15.81%
KDDI	N/A	7.03%
SOFTBANK	2.97%	N/A

注：中国联通 G、C 两网净利润率为估算数据

资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

电信重组中，中国联通和中国电信的综合实力都有所增强，并且在重组后，三家运营商都成为全业务运营商，行业内的竞争将显著加剧。

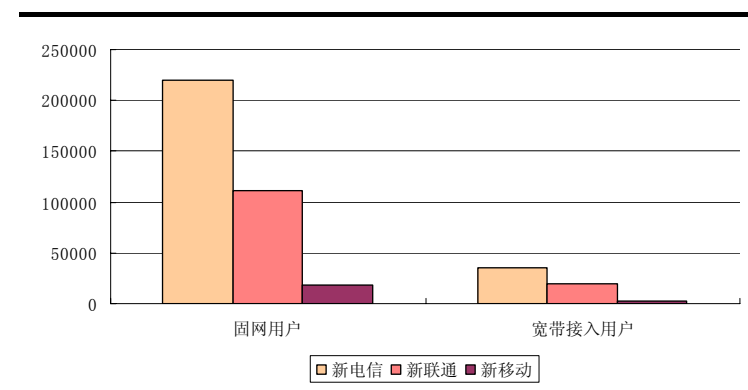
图 21、2007 年收入计算的运营商市场份额



资料来源：华泰证券研究所估算

中国移动虽然在移动业务方面具有绝对优势，但在固网和宽带接入方面，中国电信和中国联通却拥有较大优势。

图 22、2007 年固网和宽带用户市场份额（单位：千户）



资料来源：公司数据、华泰证券研究所

截至 2008 年 10 月，我国共拥有 3.51 亿固话用户，8221.4 万户宽带接入用户。固网和宽带接入的用户基础是中国电信和中国联通短期内与中国移动抗衡的主要手段。

- 1、无线市话用户的转网。移动通信资费的降低使得无线市话逐渐退出了通信市场的舞台，截至 2008 年 10 月，国内无线市话用户数减少到 7400.3 万户。根据工信部的一项调查，同时拥有移动电话的无线市话用户大约占无线市话用户总数的 43%，因此，只拥有无线市话的用户约为 4218

万。如果中国电信和中国联通能够采取促销措施将这些用户转移到自己的移动网络上，那么运营商将能够快速扩大其移动用户数量。

- 2、 扩张“我的e家”、“亲情1+”品牌。“我的e家”和“亲情1+”分别是中国电信和原中国网通针对家庭用户推出的整合固话、宽带、无线市话业务的品牌。如果中国电信和中国联通将“我的e家”和“亲情1+”进行扩展，将移动业务包含在品牌中，为用户提供一个包括固网、移动、宽带在内的，统一的信息服务平台，那么中国电信和中国联通将能够吸引部分中国移动用户转网。
- 3、 集团客户的扩展。中国电信和原中国网通分别在南方和北方拥有大量的固网集团客户。这些集团客户是其未来发展集团移动客户的基础。

电信重组后，不论在移动业务还是在固网业务中，行业内各运营商的竞争程度都将增加。竞争的加剧将迫使各运营商降低服务价格，提高营销费用等，运营商的净利润率将受到影响。

除行业内的竞争加剧外，工信部预期实施的携号转网政策也会增加运营商的营销费用。携号转网在一定程度上打破了运营商之间的壁垒，使移动用户能自由地在运营商之间转移，加剧了运营商间的竞争程度，促使各运营商加大营销费用的投入，尤其是用于吸引新用户的销售费用。

韩国在实施携号转网政策后，各运营商的营销费用大幅增加。

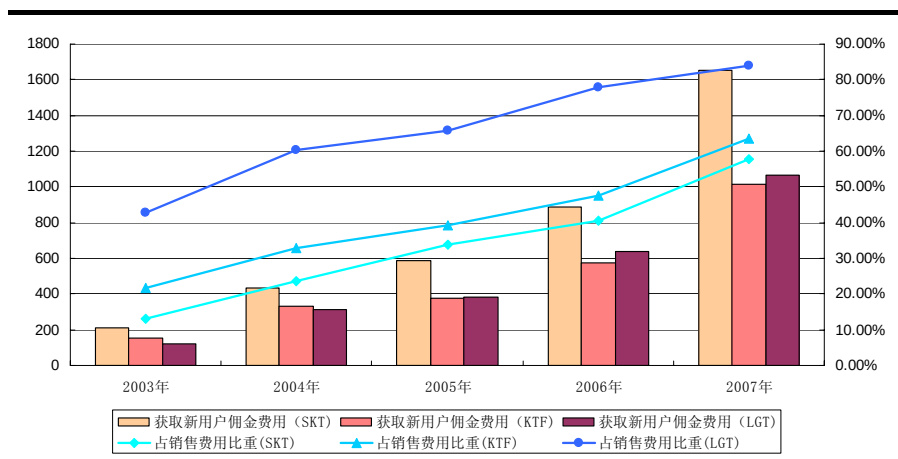
表 3、2004 年韩国各运营商营销费用（单位：亿韩元）

运营商	SKT	KTF	LGT
2003 年营销费用	1579	692	287
2004 年营销费用	1861	1005	519
增长率	17.86%	45.23%	80.84%

资料来源：公司数据、华泰证券研究所

在营销费用的细分科目中，为获取新用户支付的佣金费用（Acquisition commissions）增长最为明显，其占全部营销费用的比重不断提高。

图 23、韩国运营商获取新用户佣金费用（单位：亿韩元）



资料来源：公司数据、华泰证券研究所

我们认为，行业内的竞争加剧、未来的电信管制将使通信运营行业竞争加剧，同时行业内各运营商的盈利能力将下降。

非对称管制政策将陆续实施

虽然电信重组已经在一定程度上提高了弱势运营商的竞争实力，但从整体上看，中国联通和中国电信仍然无法和中国移动相抗衡。为了进一步均衡各运营商之间的实力，工信部一直在筹划和积极推进非对称管制政策。我们认为非对称管制政策在 2009 年会持续推出。

表 4、预期和正在实施的非对称管制政策

非对称管制政策	实施可能性	分析
站址共享	已经实施	虽然工信部在大力推进该项政策，但我们认为，政策的实施难度较大，实施效果还需观察。
短信统一定价	09 年实施	短信网内网外统一定价将提高用户选择弱势运营商的积极性，未来与单向携号转网政策一起实施效果将更明显。
单向携号转网	很大	政策对于各运营商的影响持续期长，并且会给移动用户带来直接的便利。
网间非对称结算	很大	政策对运营商经营层面的影响较小，有利于整个行业的稳定运营，并且政策实施的技术要求较低。
市场份额限制	很小	政策对主导运营商影响巨大，严重妨碍其正常经营，由于中国移动承担建设 TD-SCDMA 网络的责任，因此实施该政策的可能性很小。此外，消费者并不能从该政策中直接受益。
新的资费管制	小	在数据业务逐渐变为运营商争夺用户的主要手段后，资费管制的难度变大，并且实施效果变得不明显。

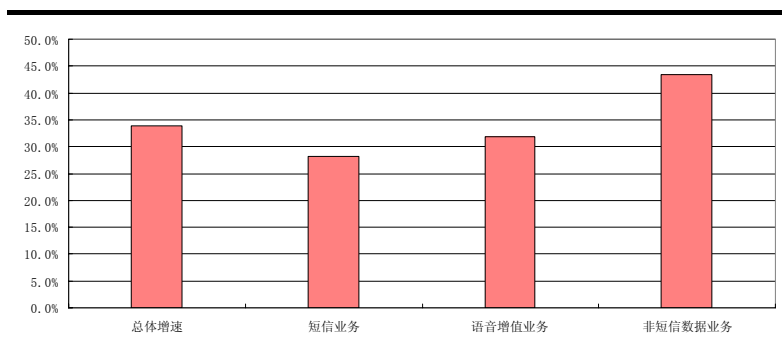
资料来源：华泰证券研究所

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正确性和完整性不作保证。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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

3G 业务虽然长期乐观，但短期影响为负面

根据工信部的统计数据，2007 年，基础电信企业的增值业务收入为 1487.2 亿元，同比增长 33.9%，占总收入的 20.1%，对基础电信企业收入增长的贡献率为 50.7%。增值业务收入中，短信业务、语音增值业务、非短信数据业务分别占比为 38.2%、29.1%、32.7%。

图 24、2007 年基础电信企业增值业务增长情况



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

事实上，目前以语音业务为主的 2G 通信网络能够提供的增值业务非常有限。3G 网络，尤其是 3G 网络与互联网络融合后，通信运营商将能够为客户提供的增值业务大大增加。

表 5、不同网络提供的主要增值服务

	2G 通信网	3G 通信网	3G 网与互联网融合
通信工具	➢短信 ➢来电显示 ➢呼叫转移	➢可视电话 ➢电子邮件	➢电话会议 ➢VoIP
信息工具		➢高速上网 ➢手机音乐 ➢手机游戏 ➢手机搜索	➢个性化信息提供 ➢互动多媒体 ➢移动社交网 ➢移动博客
生活助手			➢移动钱包 ➢定位 ➢身份识别 ➢移动拍卖

资料来源：华泰证券研究所

我们认为，在 3G 网络时代，如果通信运营商能够不断推出适合消费者消费习惯的增值业务，那么，增值业务收入的增长就能有

效弥补语音收入的下降，从而增加用户的 ARPU 值，实现营业收入的增长，因此，从长期看，我们对于 3G 业务持乐观态度。

虽然从长期看，3G 网络将成为运营商增长的重点，但从短期看，3G 业务对运营商带来的影响一定是负面的。

首先，网络折旧压力巨大，短期内无法形成大规模 3G 用户群。电信重组后，中国联通宣布未来将投资 1000 亿建设 3G 网络；中国电信宣布未来 3 年投资 800 亿用于 CDMA 网络建设；中国移动 TD-SCDMA 网络一期投资约为 150 亿，二期投资约 300 亿，我们认为未来中国移动全国网络建设的投资也将接近千亿。我们预期，运营商 2009 年的投资额将达到计划投资额的 60% 左右，虽然部分投资与 2G 网络有所重合，但我们估计 2009 年三家运营商产生的 3G 相关的成本，包含折旧、营销等，总共将可能会达到 300 亿，我们估算 ARPU 值超过 100 元的 3G 用户数大约要接近 3000 万户后，整个 3G 业务才有可能不出现亏损。然而短期内运营商是很难形成大规模 3G 用户群。

其次，中国移动对 TD 网络态度的转变将大大增加 3G 业务的竞争程度。国家对 TD 网络态度的转变，促使中国移动逐渐改变对 TD 网络的态度。虽然 TD 的产业链目前来讲与 WCDMA 网络产业链以及 CDMA2000 网络产业链的差距较大，尤其是终端产业链。但凭借强大的 2G 用户基础和资金实力，中国移动在 3G 时代仍然会给两大弱势运营商带来巨大的竞争。中国移动 4 季度推出的 TD 试商用选择性资费方案基本已经达到固话和无线市话的资费水平，这对中国联通和中国电信未来对 3G 业务的定价产生很大的压力。

表 6、TD-SCDMA 试商用选择性资费方案

目标客户群	月功能费	套餐包含内容	本地主叫	本地被叫	长途通话
企业客户	30 元	500 分钟网内通话	首三分钟 0.22 元/3 分钟，以后 0.11 元/分钟	0	国内长途 0.3 元/分钟
家庭用户	10 元	50 分钟网内通话	首三分钟 0.22 元/3 分钟，以后 0.11 元/分	0	国内长途 0.3 元/分

			钟		钟
中小企业	总机 100 元/月，每分机 5 元/月	总机与分机、分机之间通话费为 0	首三分钟 0.22 元/3 分钟，以后 0.11 元/分钟		0
在校学生等年轻人	25 元	含 150 条网内短信，100M 数据流量，包含来电显示	网内 0.13 元/分钟	网外 0.23 元/分钟	0
					国内长途 0.3 元/分钟 国内长途 0.29 元/分钟

资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

增值业务提供商短期内不确定性较大

伴随着运营商 3G 业务的发展，电信增值业务提供商将面临较大的发展机遇。尽管如此，我们仍然认为，从短期看增值业务提供商的投资机会仍不明朗。

首先，目前行业的集中度非常低，存在着大量的小型公司。截至 2007 年底，主要以固定通信网用户、移动通信网用户、互联网用户为对象的增值业务服务企业有 18581 家，上市公司能否在众多公司中脱颖而出还存在很大的不确定性。

表 7、相关增值业务企业情况

	跨地区	省内	合计
企业数（单位：个）	1585	16996	18581
业务收入（单位：万元）	1444752.7	1586831	3031583.7
年平均收入（单位：万元）	911.5	93.4	163.2

资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

其次，运营商在整个产业链中处于非常强势的地位，因此，增值业务提供商的发展未来受到运营商增值业务运营模式的严重影响。从中国移动的“飞信”业务对移动“QQ”的取代可以看出，移动运营商对产业链的控制力非常强，未来运营商对增值业务的运营模式将很大程度上决定哪一类型的增值业务企业能够成功。因此，目前增值业务行业发展的不确定性还很大。

（二）国内设备制造商业绩增长可预期

与通信运营商相比，国内的通信设备制造企业是本次电信重组的直接受益者。

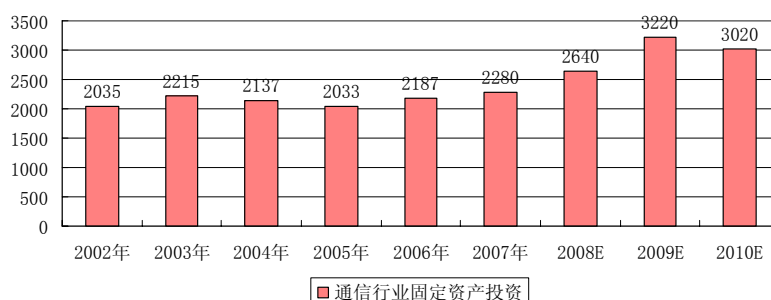
国内市场增长较为确定

过去几年国内电信固定资产投资的增速一直小于电信收入

的增长。国内投资主要来自于移动运营商，其中，中国移动投资额占到六家运营商投资总和的一半。原固网运营商投资相对保守，根据公司年报，2007 年中国电信和原中国网通资本支出同比分别减少了 7.2%和 15.8%。

根据运营商公布的投资计划，未来 3 年三家运营商移动网络的投资将接近 3000 亿。考虑到拉动内需的目的，我们预期国家可能会对投资采取鼓励的态度。通信行业固定资产投资在未来两年预期都将超过 3000 亿的水平。

图 25、通信行业固定资产投资预期



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

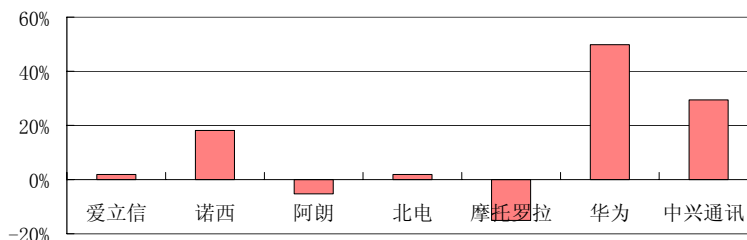
我们对上市公司的调研表明，未来的投资重点是移动网络和数据网络的建设，而对于支撑系统的投资未来增长幅度将较为有限，支撑系统并不是本次投资爆发的直接受益者，固定网络仍然会继续处于萎缩的状态。

国际市场面临挑战

以华为、中兴为首的国内设备制造商过去几年在国际市场上取得了骄人的战绩。快速的反应能力、低廉的价格、逐步提高的技术水平使得国内通信设备制造企业不但维持了在非洲、东南亚等不发达地区的地位，而且在北美和欧洲等高端市场上逐步实现突破。在国外通信设备制造商步履维艰的时候，国内设备制造企业实现了收入和利润的大幅增长。

图 26、全球主要设备制造商 2008H1 收入增速

2008H1 收入增速



注：华为数据为互联网数据

资料来源：公司数据、华泰证券研究所

然而日益严重的全球金融危机必然要影响到电信运营商的投资力度，海外电信投资势必要放缓。虽然收入的萎缩将迫使更多运营商考虑采用价格较为低廉的“中国制造”，但这种替代效益很难完全弥补需求减少带来的海外收入减少。因此我们预期，国内设备制造商未来出口增速将明显放缓。

而从另一方面看，受到金融危机冲击最大的是国外大型通信设备制造商。金融危机将加速国外大型通信设备制造商走向衰退的步伐。国内设备制造的成本优势加上国内电信投资的爆发将使得国内通信设备制造商更快的超越国外竞争对手。因此从长远看，本次金融危机可能加速国内设备制造商的崛起。

三、2009 年通信行业投资策略

（一）行业评级

通信运营行业

对于通信运营行业，我们认为，2009 年移动 2G 业务收入的增速还会继续放缓；固网通信收入萎缩的趋势仍然无法改变；虽然数据业务收入增速我们预期仍然会超过 30%，但由于其所占行业收入的比重仅为 10%左右，因此其影响不是决定性的；移动 3G 业务从牌照发放到提供业务需要几个月的时间，2009 年 3G 业务很难产生大量的收入。因此，2009 年整个行业的收入增速会继续下降，我们预期达到 7.29%。

收入增速下滑的同时，行业的利润率预期也会下滑。由于中国电信加入移动网络的竞争、中国联通摆脱两网发展的困境，移动通信市场 2009 年的竞争程度会显著增加。此外 3G 网络的建设

和运营也会给运营商带来成本上的压力。因此我们预期通信运营商 2009 年的盈利能力会下降。

非对称管制政策的出台将对弱势运营商产生利好，但由于非对称管制实施的时间和效果存在重大的不确定性，不足以从根本上改变我们对弱势运营商的估值水平。因此，我们给予通信运营行业“中性”评级。

通信设备制造行业

全球经济的下滑对国内部分通信设备制造商有一定的负面影响，但影响程度有限。而且从长远看，本次金融危机可能对于国内设备制造商是一个利好，它将加速国内设备制造商在全球的崛起。

此外，国内电信投资的加速将使部分通信设备制造商未来两年的国内收入出现爆发式的增长。我们认为，与移动网络建设相关的上市公司将是本次通信网络建设的第一受益者，包括移动通信设备制造商、移动通信网络建设商、移动通信网络优化服务商等，如：中兴通讯、国脉科技、武汉凡谷、三维通信等。光网络等传输设备制造商也将一定程度受益，如：以光通信为主的烽火通信等。而对于 IT 系统等支撑系统，根据我们的调研我们认为，运营商未来大幅增加投资的可能性较小，因此，该类上市公司并不是本次电信投资的直接受益者，未来此类公司业绩的增长主要来自于行业自身的增长。

然而，尽管通信设备制造行业直接受益于本次电信投资的增长，未来收入增加较为确定，但目前市场对该类股票的估值已充分反映了电信投资的预期。A 股市场静态市盈率为 15.29 倍，而申万通信设备指数的静态市盈率为 29.23 倍。从整个行业看，我们认为，市场并没有低估行业的成长性，因此我们同样给予通信设备制造行业“中性”评级。

图 27、通信行业指数走势图



资料来源：WIND

(二) 重点公司分析

虽然我们给予整个行业“中性”的评级，但行业中部分公司基于目前的成长性来讲，已经具有长期的投资价值，投资者可以适当关注。

中兴通讯（000063）

中兴通讯是国内领先的通信设备制造商，产品线齐全，涉及无线通信系统、有线交换及接入、手机终端、光通信及数据通信、电信软件系统服务及其它产品。公司上半年海外市场维持了2007年的增长势头，收入增长60%，比重达到64%，最终实现总收入和净利润分别增长29.5%和21.2%。随着国内电信投资的爆发，公司无线设备的优势产品CDMA标准和TD-SCDMA标准将为公司带来可观的收入，公司国内收入未来几年的增长十分让人期待。由于前期CDMA招标事件，公司股价在8月份出现较大幅度的下跌。我们认为，股价的过激反映使得公司股票的投资价值凸现，投资者可以适当关注。

武汉凡谷（002194）

武汉凡谷是一家专业的射频滤波器制造商，公司产品由滤波器（占4%）、双工器（占52%）和射频子系统（占44%）构成。公司的客户较为集中，前5大客户贡献收入占比90%以上。公司的主要客户包括华为、爱立信、诺西、摩托罗拉等移动通信系统制造商。本次国内电信投资的爆发势必会使华为等设备制造商订单饱满。而处于行业上游的武汉凡谷也会相应受益。

表8、重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	12/26	EPS（元）	P/E	投资评级
------	-------	--------	-----	------

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正确性和完整性不作保证。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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

	收盘价	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
中兴通讯	25.65	1.21	1.59	1.94	21.20	16.13	13.22	买入
国脉科技	10.85	0.33	0.50	0.69	32.88	21.70	15.72	推荐
烽火通信	10.27	0.38	0.47	0.57	27.03	21.85	18.02	观望
武汉凡谷	16.34	0.74	1.01	1.18	22.08	16.18	13.85	推荐
华胜天成	10.31	0.39	0.50	0.63	26.44	20.62	16.37	观望
三维通信	11.56	0.46	0.62	0.73	25.13	18.65	15.84	观望

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下;