

3G 深度分析报告

电信设备业受益明显 弱势运营商发展契机

投资要点

- ❖ **3G 牌照终于正式公告，发放时间、方式符合我们预期。**期待已经的 3G 牌照于 1 月 7 日下午正式公告，发放时间符合我们预期。牌照的发放方式为：中国移动集团获得 TD-SCDMA 牌照，中国电信集团获得 CDMA2000 牌照，中国联通集团获得 WCDMA 牌照。12 月 31 日国务院常务会议同意启动 3G 工作，使得这次 3G 牌照正式发放反而显得相对平静。
- ❖ **3G 有利于运营商长期价值增长。**我国 3G 发展具备如下有利条件：国内增值业务发展有良好的需求基础；运营商无牌照成本负担；市场竞争激烈程度相对较低。目前发放 3G 牌照是顺应产业需求，3G 将推动用户数据 ARPU 增长，进而有利于运营业长期增长。
- ❖ **短期看 3G 将拖累运营商当前业绩。**3G 将使运营商资本支出增加，营销费用增加，价格战趋于激烈，而 3G 用户又处于起点阶段，收入贡献小，短期看，运营商盈利增长将受拖累。我们估计 09~12 年单折旧增加这一项将使运营商年均盈利增长率降低 10%。
- ❖ **调低电信运营业投资评级为“中性”。**中国移动的发展将不会再现过去的辉煌，我们将中国移动投资评级调低为“持有”，同时我们将行业投资评级调低为“中性”。我们依旧看好弱势运营商的长期价值增长，所以我们维持中国电信、中国联通“买入”的投资评级。由于其建网周期导致的 3G 客户流产生时点不同，我们认为上半年中国电信机会好于中国联通，下半年正好相反。建议上半年配置中国电信，下半年配置中国联通。
- ❖ **电信设备业是 3G 大赢家。**我们预计 2008~2010 年电信投资规模为 2561 亿、2953 亿、2912 亿，同比增长率为 12.3%、15.3%、-1.4%，未来三年（2009-2011）电信投资规模预计为 8675 亿元。
- ❖ **短期回调不改设备业中期机会。**我们预计设备业市场表现也会同运营业一起回调，我们认为回调将是新的买入点。设备业是 3G 的大赢家，上市公司业绩也将在 09、10 年稳健增长，所以我们维持设备业“强于大市”投资评级。

重点公司盈利预测及投资评级

股票简称	股价	EPS			PE			评级
		07A	08E	09E	07A	08E	09E	
中国联通	5.19	0.27	0.29	0.31	19	18	17	买入
中兴通讯	27.83	0.93	1.32	1.74	30	21	16	买入
烽火通信	10.97	0.26	0.37	0.49	42	30	22	买入
武汉凡谷	17.45	0.54	0.6	0.77	32	29	23	买入
国脉科技	12.3	0.21	0.28	0.38	59	44	32	买入

资料来源：中信证券研究部 注：股价为 2009 年 1 月 7 日收盘价。

运营：中性（调低）
设备：强于大市（维持）

中信证券研究部

张兵

中信证券通信行业首席分析师

电话：010-84588511

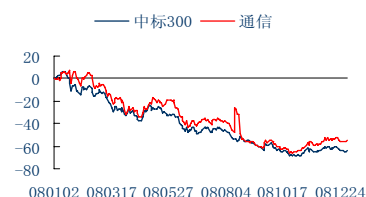
邮件：zhangb@citics.com

张新峰

电话：010-84588228

邮件：zhangxf@citics.com

市场表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

中标 300 指数	1531.27 点
总股本/流通股本	378.27/264.04 百万股
近 12 月最高/最低价	26.18 元 / 5.77 元
近 1 月绝对涨幅	57.74%
近 6 月绝对涨幅	-30.92%
今年以来绝对涨幅	-49.92%
12 个月日均成交额	64.05 百万元

相关报道

- 1.《通信行业 2009 年投资策略—3G 推动运营商价值增长，投资维系设备业景气度》2008-12-3
- 2.《通信行业 2008 年 11 月跟踪报告—看好运营防御性与设备商成长性价值》2008-11-12

目 录

3G 为弱势运营商发展提供契机	1
各运营商 3G 发展的不同背景及策略	1
3G 牌照发放方式可以理解为最大的不对称监管政策	2
中长期看 3G 有利于运营商价值增长	4
全球 3G 发展已渐入佳境	4
3G 通过改善 ARPU 提升运营商业绩	6
国内 3G 发展具备有利条件	7
增值业务将打开我国运营商新增长之路	9
短期看 3G 将拖累运营商当前业绩	12
新一轮投资带来折旧费用上升	12
09-12 年折旧增加造成行业利润年均减少 10%	13
折旧对联通的冲击将远高于对中移动的冲击	13
销售费用将因竞争加剧而上升	13
3G 将推动电信投资新一轮增长周期	14
预计未来三年电信投资规模在 8675 亿元	14
设备业：明显受益于 3G 牌照发放	15
1 主设备厂商——最大的受益者	15
2 无线覆盖——网络优化需求提升	17
3. 光纤光缆需求平稳	18
4. 新技术及业务	21
3G 发牌后行业投资策略	24
附录	27
国际运营商和设备业商的估值水平	27

图表目录

图 1：WCDMA 用户规模及增长速度领先于 EV-DO	1
图 2：WCDMA 网络占据全球商用 3G 网络的多数	1
图 3：3G 商用网络接近 400 个	4
图 4：全球 3G 用户超过 3.3 亿	4
图 5：3G 业务提升了 ARPU（NTT DoCoMo）	6
图 6：3G 的数据 ARPU 值明显高于 2G 用户（NTT DoCoMo）	6
图 7：3G 用户主导后综合数据 ARPU 上升（NTT DoCoMo）	6
图 8：3G 对 NTT DoCoMo 的长期业绩改善有积极作用	6
图 9：3G 实施促进了数据 ARPU 的提升（KDDI）	7
图 10：3G 业务开展有力促进了 KDDI 的业绩增长	7
图 11：SKT 网络建设、业务开展与 ARPU 走势	7
图 12：SKT 经营业绩较为平稳	7
图 13：2004 年以来电信月度固定资产投资	14

表格目录

表 1: 运营商发展 3G 用户的能力评价.....	2
表 2: 三大运营商 3G 网络建设情况及预期.....	2
表 3: 重点上市公司盈利预测及投资评级.....	25
表 4: 国际固网及综合运营商估值及市场表现.....	27
表 5: 国际移动通信运营商估值及市场表现.....	28
表 6: 国际通信设备厂商估值及市场表现.....	30

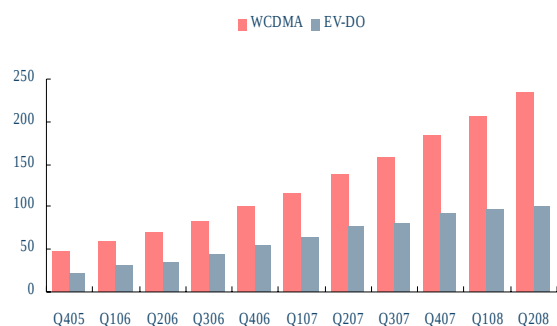
3G 为弱势运营商发展提供契机

运营商 3G 发展的不同背景及策略

（1）产业链成熟高是联通抢占 3G 份额的依据

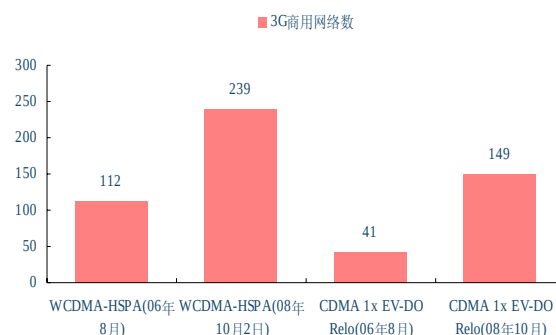
产业链成熟度高意味着产业链的运行成本低，系统成熟度高，有利于运营商的支出的有效规划，同时，对用户发展更为重要的是移动终端。成熟产业链的终端供应品种丰富、品质较高、价格相对低廉，这对用户具有很强的吸引力。

图 1：WCDMA 用户规模及增长速度领先于 EV-DO



资料来源：Informa Telecoms and Media, CDG。

图 2：WCDMA 网络占据全球商用 3G 网络的多数



资料来源：GSA, CDG。

就 WCDMA、CDMA2000 EV-DO、TD-SCDMA 三种 3G 制式而言，WCDMA 的产业链成熟度最高，2008 年 10 月在全球 388 个商用网络中，WCDMA 制式占据了 239 个，并且在 GSM 制式上有 400 多个商用网络，这些为 WCDMA 后来的发展提供了保障。联通将因获取 WCDMA 牌照而受益。

中国电信将获得的 CDMA EV-DO 在产业链上虽不及 WCDMA 成熟，但是全球也有广泛的用户基础。但由于近年 CDMA 在国内发展不佳，其产业链成熟度低于发达国家，主要表现在终端产品种类较少，价格较高，这一欠缺将在 CDMA EV-DO 推行的初期仍然存在，制约 3G 用户的增长。

中国移动的 3G 制式 TD-SCDMA 在业内是最不成熟的一个技术制式，在产业链的支撑方面和 WCDMA、CDMA2000 都具有较大差距，虽然这一因素将随着国内产业链的逐步完善而淡化，但是就短期而言，中移动的这一劣势比较显现。

（2）中国电信抢占 3G 份额的有利条件是网络布局及业务开展快

由于 CDMA EV-DO 相对 WCDMA 和 TD-SCDMA 具有快速建网的技术优势，这将为电信在 3G 市场份额的抢占上创造有力条件。在 3G 牌照发放前，电信的 3G 布局已然在快速展开。重组事项公布后，电信已经着手准备 CDMA 网络建设招标，10 月中上旬，电信已经初步完成了对全国 342 个城市的 CDMA 网络建设招标，此次招标设备已具有开展 3G 业务的能力，也就意味着一旦 3G 牌照发放，电信可以快速展开 3G 业务。

然而电信发展 3G 的明显短板是其移动业务基础差。这主要体现在三个方面：一是目前 CDMA 用户占移动用户比例低，品牌知名度较低；二是国内 CDMA 产业链基础弱于 GSM 产业链，尤其是终端品种少、价格高制约用户发展；三是电信在发展移动业务上经验相对欠缺。

（3）强有力的企业资源仍可为中移动争取多数的 3G 份额

中移动在 2G 时代积累了强大的企业资源，其现金流充裕、资产规模大且质量高，客户品牌营销能力、服务能力在业内都是最强的，经营管理层在战略制定和管理执行上的表现也是三大运营商中最好的，这些硬、软资源都可为中移动 3G 发展提供强大支持，以弥补 TD 在产业链和技术上的不足。

此外，TD 的发展明确得到了政府的支持，未来可能会得到有利于 TD 发展的政策的支持，因此，我们认为中移动在 3G 发展上仍然具有相对的优势。

综合而言，决定 3G 用户走向的关键因素还是价格（包括资费及终端价格）、产品与服务，而决定价格、产品和服务的还是企业的硬资源和软资源，依据用户发展经验我们认为 3 类资源因素将决定用户的走向，即产业链成熟度、网络质量、经营管理能力。这里我们做了个量化情景分析，假设消费者网络质量和产业链是其考虑的最重要因素，而且处于同等重要程度。综合比对，我们认为在未来 3G 用户发展上，中国移动依然最具实力，但是由于其在产业链上的限制将不能使其处于绝对优势，中国联通发展 3G 用户的能力弱于移动但强于电信。

表 1：运营商发展 3G 用户的能力评价

用户 3G 选择	产业链	网络质量	战略匹配	能力系数
中国移动	0.1	0.7	0.5	0.42
新联通	0.7	0.2	0.1	0.38
新电信	0.2	0.1	0.4	0.20
权重	0.4	0.4	0.2	-

资料来源：中信证券研究部。

3G 牌照发放方式可以理解为最大的不对称监管政策

目前发牌降低了联通、电信的 3G 发展风险

3G 牌照越是晚发放对联通和电信越是不利，目前发牌为联通、电信的 3G 发展留下了一定的时间窗口，降低了两家运营商的 3G 发展风险。联通的 WCDMA 网络建设需要一定的时间，因而尽快获得牌照启动网络建设对其 3G 发展尤为重要，否则将因 3G 业务延迟推出而削弱 WCDMA 网络的吸引力，预计联通 1 月可完成 WCDMA 网络建设招标，年中实现 3G 商用。电信获取 3G 发展的一个优势就是布网快，可快速在大范围提供 3G 服务，目前电信在全国范围内的网络扩容与升级工作已有很大进展，预计 3 月可实现 3G 商用。中移动的 TD 网络建设最早，现已展开 TD 二期网络建设，预计 6 月可实现 38 个大中城市的网络覆盖，目前发牌可阻止 TD 与 WCDMA 网络建设进程差距的进一步扩大。

表 2：三大运营商 3G 网络建设情况及预期

❖ 领域	❖ 目前建设情况	❖ 网络建设进展预期
❖ 中国移动	❖ TD 一期覆盖 10 奥运城市，基站约 1.77 万个，目前正处于试商用阶段； ❖ TD 二期建设已于 08 年 6 月启动，	❖ 预计 09 年 6 月完成 TD 二期建设，网络覆盖至 38 个城市，基站数约 4.3 万个；09 年底覆盖全国约 60% 的地级市（200 个城市）；10 年覆盖全国约 80% 的地级市（266 个城市）；11 年覆盖全国约 95% 的地级市（316 个城市）

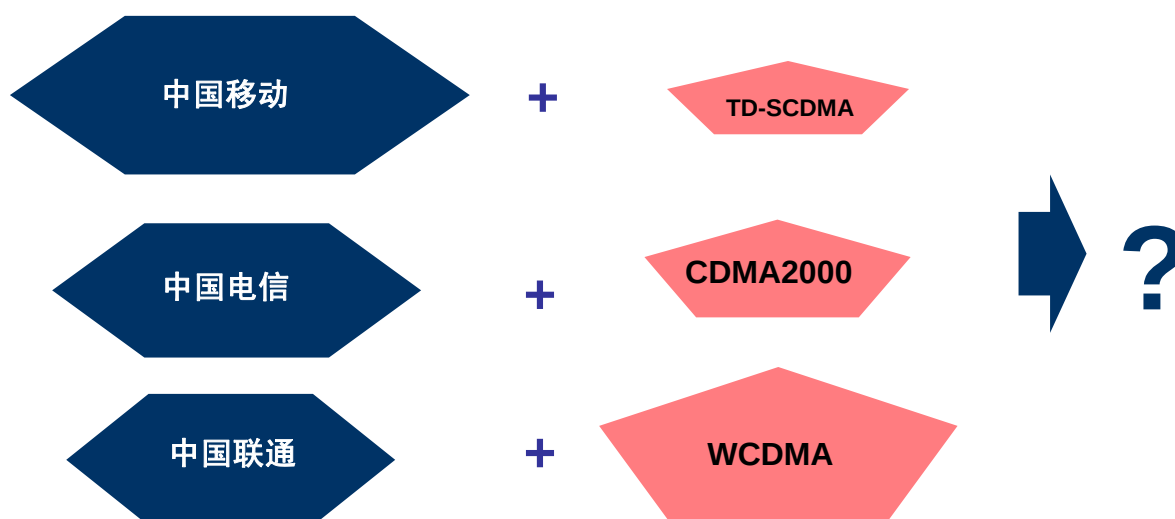
	将增加覆盖 28 个省会城市	个城市)
❖ 中国联通	❖ 进行了 WCDMA 试验网建设和外场测试, 我们估计在联通 08 年的 G 网扩容中已经进行了部分 W 网建设的准备	❖ 预计 09 年 1 月完成 WCDMA 网络建设招标, 年中商用
❖ 中国电信	❖ 08 年 10 月 C 网扩容与升级招标完成, 正在全国 342 个城市展开网络扩容与升级	❖ 预计 09 年初完成大部分城市扩容与升级, 3 月商用

资料来源: 中信证券研究部。

3G 后竞争结构趋于复杂, 是弱势运营商发展契机

我们认为 3G 牌照发放除了其 3G 之含义外, 还可以理解为相当于政府给三家运营商最大的不对称监管政策, 通过这种 3G 牌照发放方式, 政府实现了 2 个基本目标: 其一, 为 TD-SCDMA 在中国的发展保驾护航, 其二, 扶持了弱势运营商, 有利于市场竞争结构均衡, 我们用如下的图示, 形象地示意三家运营商基本面的变化趋势:

图 3: 三家运营商发展示意图



资料来源: 中信证券研究部。

我们认为 3G 牌照发放除了打开 3G 带来的增值业务发展空间外, 也将使竞争结构趋于均衡, 为弱势运营商发展提供了契机。

媒体调查显示: “3G 有需求, 联通、电信有潜力”

新浪科技近日发起了关于 3G 的相关调查, 截止 1 月 7 日 3G 发牌时, 共有 130503 名网友参与了调查。调查结果显示 65% 的参与调查网友表示肯定会考虑使用 3G 服务, 说明大家对 3G 的期待是较高的, 3G 有着很好市场需求环境。此外, 调查结果显示 70.8% 的网友认为 3G 的优势是高速上网, 说明消费者对 3G 的优势有了一定的了解, 也说明基于高速网络的新业务将有很大的发展空间。

此外, 值得关注的是在“你会选择哪家服务商”的调查中, 47.6% 的网友选择中国移动的 TD-SCDMA, 32.2% 的网友选择中国联通的 WCDMA, 20.1% 的网友选择了中国电信的 CDMA2000。网友对各运营商的选

择比例分配上大致与我们的 3G 格局判断相近，即移动将依靠其品牌和庞大的资源优势仍将获取多数 3G 用户，联通因 WCDMA 优势而“三分天下有其一”，电信获得的 3G 市场份额相对较小。

表 3：新浪网“中国迎来 3G 时代”调查

你是否会考虑使用 3G 服务？

选项	比例	票数
1 肯定会	65.34%	72741
2 暂时不会	27.63%	30759
3 没想好	6.98%	7765

你认为 3G 的优势是？

选项	比例	票数
1 高速上网	79.84%	78204
2 资费更便宜	23.90%	26379
3 其他	5.20%	5744

您会选择哪家运营商的 3G 服务？

选项	比例	票数
1 新移动（TD-SCDMA）	47.60%	62114
2 新联通（WCDMA）	32.22%	42048
3 新电信（CDMA2000）	20.14%	26287

资料来源：新浪科技。

中长期看 3G 有利于运营商价值增长

从发达电信市场的经验来看，语音业务尽管依然是运营商最主要的收入来源，但是由于竞争的加剧，语音资费不断降低，其对 ARPU（平均每用户每月收入）的贡献在逐步下降；而增值业务占运营商的收入比例逐步升高。由于增值业务具有多样化特征，通过增值业务的推陈出新可以促使消费者的使用，而不必持续降低价格，增值业务对 ARPU 的贡献率在提高。3G 网络提供了信息传送的高速通道，可大大丰富增值业务的种类以及改善用户的业务体验，有利于运营业的长期增长。

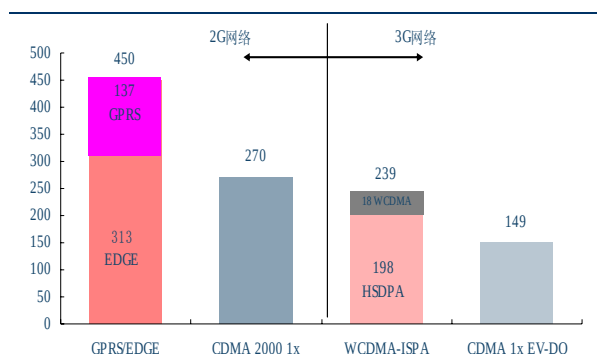
全球 3G 发展已具规模

3G 发展经历了初期的泡沫，但是 3G 作为移动通信未来的发展方向，让全球通信业更加坚定从重创中寻找经验和教训、找准思路、理性发展它的信心和决心，市场需求的逐步旺盛则成为催化剂。目前全球 3G 用户已经超过 3.3 亿，约占移动通信用户的 8.5%，如果计算 CDMA20001X 用户则超过 7 亿；全球已有 388 张 3G 商用网络，约占移动通信商用网络的 31%。可以说目前全球 3G 市场已经初具规模，进入平稳的发展阶段。

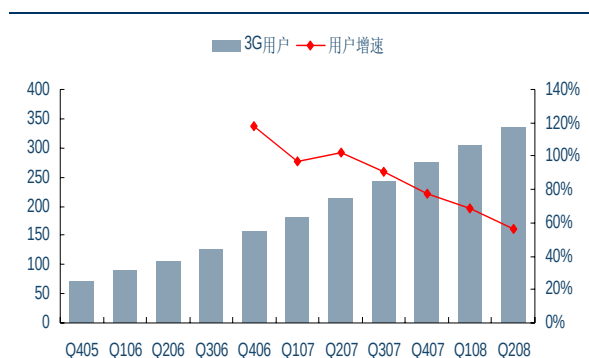
截止 2008 年 10 月初，全球已有 388 张 3G 商用网络，全球约有 239 个 WCDMA-HSPA 商用网络（其中有 221 个 HSPA 网络和 18 个 WCDMA 网络）；约有 CDMA 1xEV-DO 商用网络 149 个（其中包括 105 个 EV-DO Rel. 0 网络、44 个 EV-DO Rev. A 网络）。截止 2008 年 10 月，全球 3G 用户超过 3.3 亿（不含 CDMA20001X）。其中 WCDMA 用户超过 2.35 亿户，CDMA 3G（仅包括 CDMA2000 1xEV-DO）用户超过 1 亿。随着 3G 用户步入规模增长阶段，用户增速相对下降，但仍处于一个高速增长水平。

图 3：3G 商用网络接近 400 个

图 4：全球 3G 用户超过 3.3 亿



资料来源: GSA, CDG, 中信证券研究部。



资料来源: GSA, CDG, 中信证券研究部。单位: 百万。

从美国、欧洲、亚太区域的主要运营商近期的 3G 用户发展情况看, 3G 用户增长态势良好, 欧洲主要移动运营商的 3G 用户渗透率已超过了 10%, 美国主要移动运营商的 3G 用户渗透率已达到 30%, 日韩主要移动运营商的 3G 用户渗透率更是超过了 60%。

表 4: 近期主要运营商 3G 用户发展情况

3G 用户	2006 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	新增 3G 用户	2006 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3
美国															
AT&T	-	-	-	-	2,500	5,000	7,000	AT&T	-	-	-	-	-	2,500	2,000
Verizon	6,200	10,000	13,700	18,800	23,100	27,500	32,000	Verizon	2,700	3,800	3,700	5,100	4,300	4,400	4,500
合计	6,200	10,000	13,700	18,800	25,600	32,500	39,000	合计	2,700	3,800	3,700	5,100	4,300	6,900	6,500
3G 用户占比	5.70%	8.90%	11.90%	15.70%	20.80%	25.80%	30.10%	同比增长	42.10%	40.70%	-2.60%	37.80%	-15.70%	60.50%	-5.80%
欧洲															
Vodafone Germany	2,025	2,337	2,724	3,295	3,720	4,196	4,745	Vodafone Germany	578	312	387	571	425	476	549
Vodafone Italy	2,250	2,457	2,830	3,427	3,762	4,092	4,700	Vodafone Italy	533	207	373	597	335	330	608
Vodafone Spain	902	1,222	1,739	2,279	2,890	3,578	4,328	Vodafone Spain	300	320	517	540	611	688	750
Vodafone UK	1,033	1,228	1,348	1,459	1,938	2,623	3,095	Vodafone UK	308	195	120	111	479	685	472
Other Vodafone	1,230	1,406	1,726	2,072	2,353	2,589	2,875	Other Vodafone	1,230	176	320	346	281	236	286
Elisa(Finland)	52	258	383	522	650	759	885	Elisa(Finland)		206	125	139	128	109	126
Telecom Italia	2,979	3,421	3,892	4,206	4,700	5,147	5,728	Telecom Italia	809	442	471	314	494	447	581
France Telecom (UK)	-	-	-	-	1,140	1,400	1,551	France Telecom (UK)	-	-	-	-	-	260	151
France Telecom (Spain)	-	-	-	-	700	900	1,232	France Telecom (Spain)	-	-	-	-	-	200	332
T-Mobile (Europe)	-	-	-	-	2,096	2,400	2,822	T-Mobile (Europe)	-	-	-	-	-	304	422
合计	10,471	12,329	14,642	17,260	23,949	27,684	31,961	合计	3,758	1,858	2,313	2,618	2,753	3,735	4,277
3G 用户占比	8.40%	9.70%	11.30%	12.90%	9.80%	11.00%	12.50%	同比增长		-56.00%	24.50%	13.20%	5.20%	7.90%	14.50%
亚太															
SKT	8,474	9,122	9,518	10,038	10,889	11,753	11,946	SKT	348	648	396	521	850	864	193
NTTDoCoMo	23,463	26,217	29,098	32,114	35,530	37,854	40,043	NTTDoCoMo	-	2,754	2,881	3,016	3,416	2,324	2,189
KDDI	8,280	9,460	10,770	12,520	14,549	15,753	17,063	KDDI	1,530	1,180	1,310	1,750	2,029	1,204	1,310
Softbank		3,715	4,562	5,961	7,660	9,218	10,917	Softbank	-	-	4,562	4,562	4,562	4,562	4,562
Starhub	71	96	128	174	217	260	314	Starhub	-	25	32	46	43	43	54
合计	40,288	48,610	54,076	60,807	68,845	74,838	80,283	合计	1,878	4,607	9,181	9,895	10,900	8,997	8,308
3G 用户占比	41.10%	42.60%	46.90%	52.10%	57.80%	61.90%	66.40%	同比增长			0.30%	7.80%	10.20%	-17.50%	-7.70%

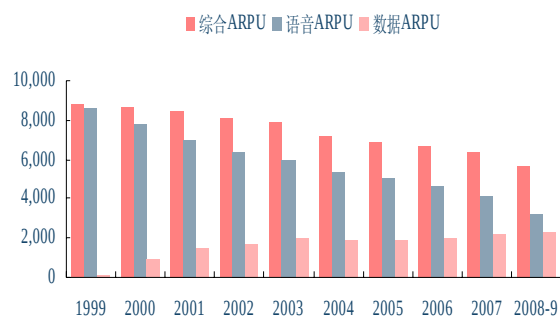
资料来源: 公司资料。单位: 千户。

3G 通过改善数据 ARPU 提升运营商业绩

3G 对 ARPU 的改善主要通过两个途径：一是 3G 用户的 ARPU 水平一般来说要高于 2G 用户；二是 3G 用户渗透率水平逐步走高，将可能推动整体用户 ARPU 的上升。日韩 3G 的发展经验印证了 3G 对 ARPU 的改善作用。

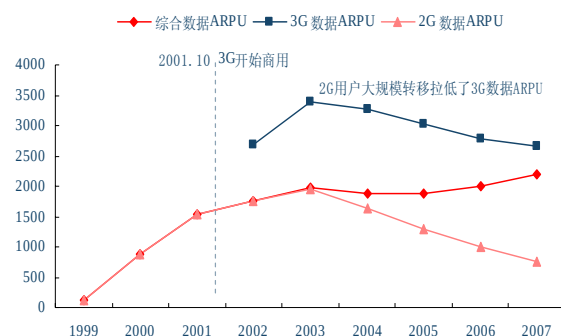
日、韩属 3G 服务最先开展的国家，也是目前 3G 发展最为成功的国家。日本 NTT docomo 于 2001 年 10 月率先开启 3G 服务，其 ARPU 值尽管仍呈下降趋势，但是数据业务 ARPU 值则从 2001 年 1540 日元提高到 07 年的 2200 日元，其占 ARPU 的比重则从 18% 提高到 34%，减缓了 ARPU 的下降。韩国 SKT 于 2002 年将 CDMA 网络升级至 EV-DO 并提供 3G 服务，2003 年又开始 WCDMA 的商用，05 年开始着手将网络升级至 HSDPA，网络的升级与改进有利支持了新业务的发展，SKT 的 ARPU 值在 02 年停止了下滑开始逐步提升。

图 5：3G 业务提升了 ARPU（NTT DoCoMo）



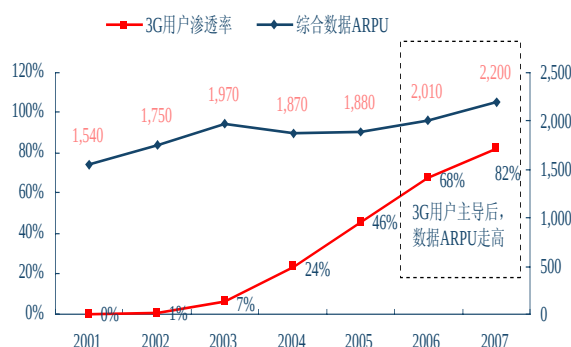
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 6：3G 的数据 ARPU 值明显高于 2G 用户（NTT DoCoMo）



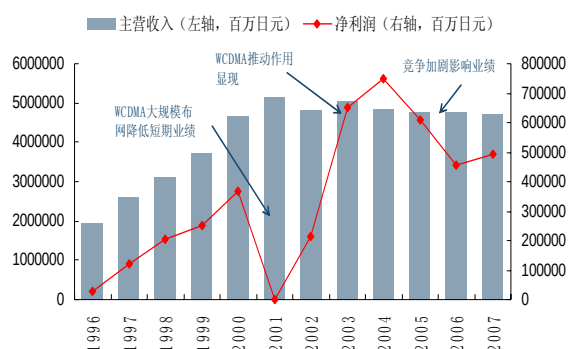
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 7：3G 用户主导后综合数据 ARPU 上升（NTT DoCoMo）



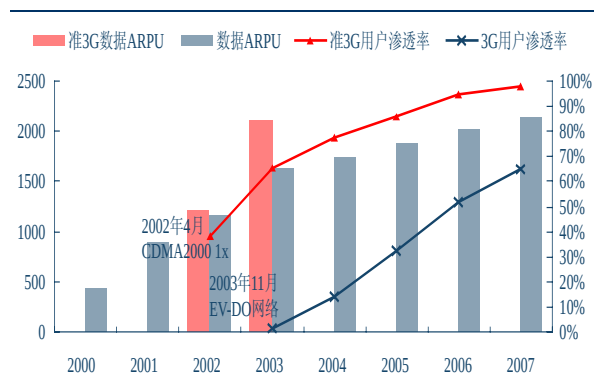
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 8：3G 对 NTT DoCoMo 的长期业绩改善有积极作用



资料来源：公司资料，中信证券研究部

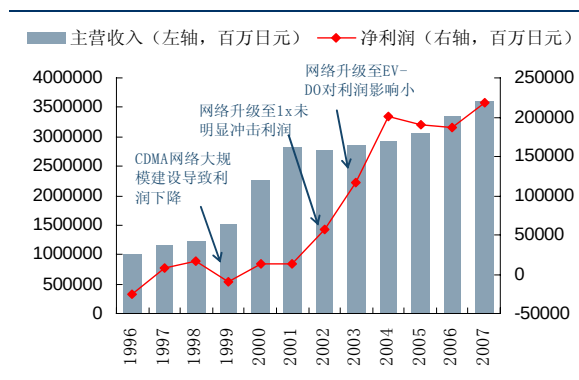
图 9：3G 实施促进了数据 ARPU 的提升（KDDI）



准 3G 包括 CDMA2000 1x 及 EV-DO 网络，3G 仅指 EV-DO 网络。

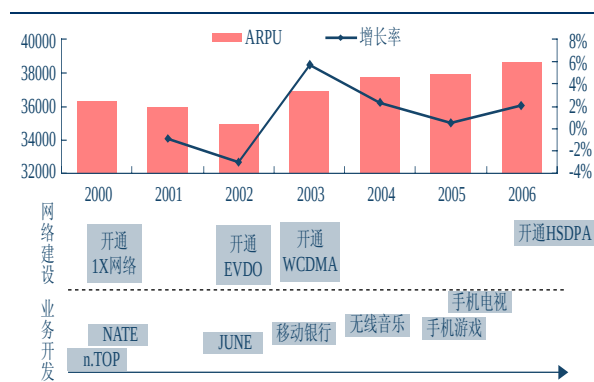
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 10：3G 业务开展有力促进了 KDDI 的业绩增长



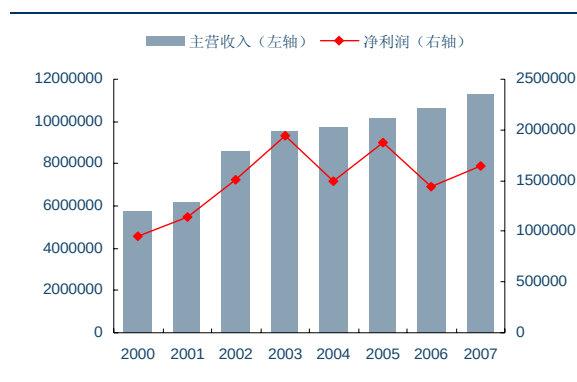
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 11：SKT 网络建设、业务开展与 ARPU 走势



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 12：SKT 经营业绩较为平稳



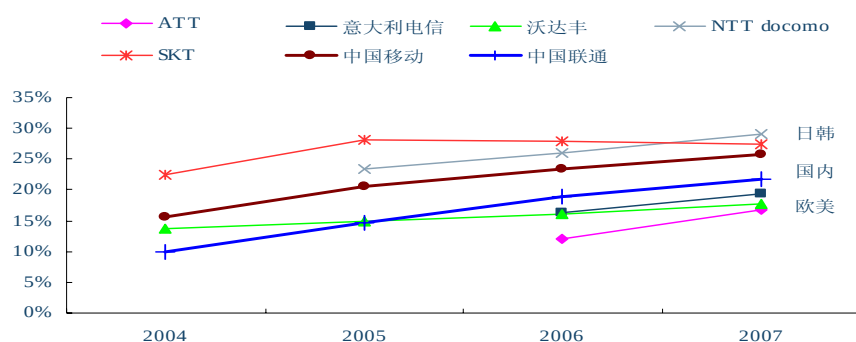
资料来源：公司资料，中信证券研究部。单位：百万韩元。

国内 3G 发展具备有利条件

国内增值业务发展的需求基础良好

近年来增值业务占国内运营商的收入比例不断上升。从 04 年至 07 年，增值业务对中国移动的 ARPU 贡献率由 15.7% 上升至 25.7%，中国联通也由 10% 上升至 21.7%。已经达到日韩 3G 初期水平，说明我国增值业务的发展潜力是不错的。

图 13：国内外增值业务占移动业务收入比例变化趋势



资料来源：公司资料，中信证券研究部。

3G 不是缺乏需求，而是没有供给

目前短信业务已经取得了相当成功的发展，但是手机上网还受网络制约而未能广泛普及，移动搜索、即时通讯等业务也因网络限制而迟迟得不到规模应用。我们认为目前 3G 推出是顺应产业发展趋势，不是推出早了，而是推出晚了；不是没有应用，而是没有供给。

图 14：中国移动增值业务产品规划示意



资料来源：公司资料。

表 5: 网络演进与对应的增值服务

网络	2G	2.5G—2.75G	3G
标准制式	GSM CDMA	GPRS CDMA 1X EDGE	WCDMA CDMA2000 TD-SCDMA
数据传输速率	9.6kbps	9.6kbps-384kbps	114kbps-2.4Mbps
可提供的主要服务	语音、WAP、短信	语音、无线上网、彩信、铃声、图片、位置服务	语音、网页浏览、电话会议、电子商务、流媒体、视频点播、音乐、电影、手机电视、位置服务

资料来源：中信证券研究部。

运营商成本负担轻

国内运营商的 3G 发展还有成本方面的优势。

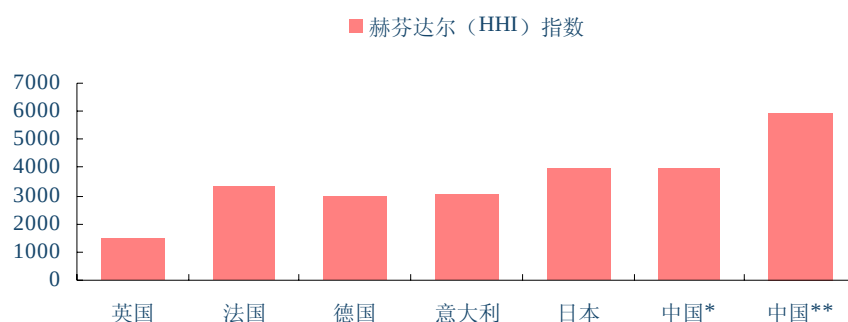
一是国内没有高昂的牌照费，节省的费用也可促使网络建设和业务开展。国内 3G 牌照发放方式不同于欧洲，欧洲采取拍卖方式，而国内采取政府发放的方式，不会产生高昂的牌照费用。欧洲 3G 起步时，高昂的牌照费不仅使运营商背上了沉重的债务，也使其在网络建设和业务开展上缺乏财力支撑，盈利能力受到重创。以 Vodafone 为例，其仅为获取英国 3G 牌照就支付了近 60 亿英镑。国内低廉的牌照费使得运营商轻装上阵，盈利受冲击小。

此外，我国移动用户规模庞大，具有国外运营商不可比拟的规模优势，预计随 3G 用户渗透率的提高，人均 3G 网络成本可被快速摊薄，提升盈利速度。

较低的市场竞争程度保障运营商的盈利水平

此次重组后，移动运营商由两家变为三家，竞争水平得到提高，但相比发达国家电信市场，国内电信业竞争程度依然较低，较低的市场竞争程度可有力保障运营商的盈利水平。日本在 3G 发展前，为保证运营商的 3G 发展动力，改变了原来较为宽松的市场进入管制，限定只允许有 3 个全国范围内的 3G 运营商，该项管制措施降低了市场竞争的激烈程度，促进了运营商的 3G 发展动力，避免了恶性竞争。

图 15：国内电信市场竞争程度明显低于欧日



*表示国内电信运营业的 HHI 指数，**表示国内移动运营业的 HHI 指数。

资料来源：OFCOM，中信证券研究部。

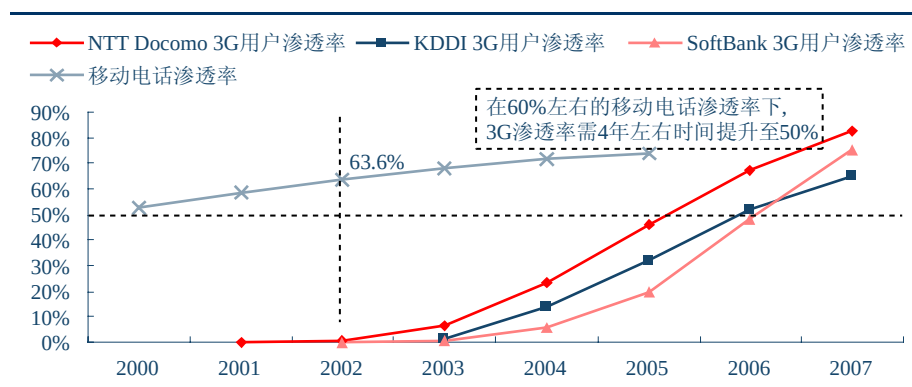
增值业务将打开我国运营商新增长之路

用户增长预测

我们考察了日本主要移动运营商的 3G 渗透速度。其历史经验表明，在 60%左右的移动电话渗透率下，3G 渗透率需要 4 年左右的时间提升 50%。

我国 09 年开展 3G 业务时，移动电话的渗透率可达到 50%左右，虽然这一渗透率低于日本当时 60%的渗透率，但是考虑到我国城乡二元结构现象突出，渗透率提升受到一定的限制，相同市场成熟度情况下，我国移动电话的渗透率相对要低。我们认为 09 年国内开展 3G 的用户基础与日本当时较为相近，因此日本的 3G 渗透速度对推算我国 3G 发展速度是有一定借鉴意义的。

图 16：日本主要移动运营商 3G 渗透趋势



资料来源：中信证券研究部。

对于国内 3G 用户总体发展速度主要有以下假设：

- (1) 国内 3G 用户渗透率需 5 年提升至 50%左右；
- (2) 2010 年 3G 用户渗透率达到 12%。

对于国内三大运营商 3G 用户发展情况主要有以下假设：

(1) 鉴于目前中国移动对 TD 用户发展的两难困境（一是 TD 具有政府意志必须发展；二是 TD 用户发展可能冲击现有 GSM 用户，在 TD 业务未有明确增长之前，移动可能在 GSM 与 TD 间设立防火墙，减少中高端用户转移），以及 TD 产业链本身的劣势，预计 2010 年中国移动 3G 用户渗透率达到 10.5%，渗透率的提升保持较为中性的增长速度。

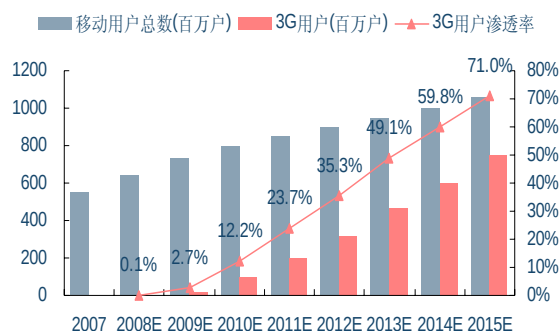
(2) 中国联通获取 3G 牌照后将于 09 年 5 月份开始提供 WCDMA 服务，预计 2010 年 3G 渗透率为 13.5%，2013 年 3G 用户渗透率达到 53%，WCDMA 在数据业务上的优势可相对加快联通 3G 用户渗透率的提升。

(3) 中国电信获得 3G 牌照后将于 09 年 3 月份开始提供 3G 服务，由于 3G 服务可快速开展以及用户规模较小，3G 渗透率的提升速度较联通和移动都要快，预计 2010 年 3G 渗透率为 25%，2012 年 3G 渗透率将超过 50%。

基于以上假设我们预测了国内以及三大运营商 3G 用户总体发展情况。预计 2011 年 3G 用户达到 2 亿，3G 用户渗透率为 23.7%；2013 年 3G 用户渗透率达到 49%，3G 用户数为 4.66 亿。

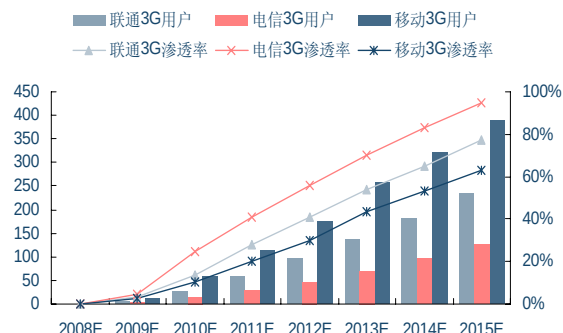
预计 2011 年中国移动、中国联通、中国电信的 3G 用户数分别达到 11251 万、5889 万、2944 万，3G 用户渗透率分别达到 20%、28%、41%；到 2013 年，三者的 3G 用户数分别为 25855 万、13792 万、6978 万，3G 用户渗透率分别达到 43%、54%、70%。

图 17：国内移动用户及 3G 用户增长预测



资料来源：中信证券研究部。

图 18：主要运营商 3G 用户发展预测



资料来源：中信证券研究部。

ARPU 变动趋势预测

综合 ARPU 的变化取决于语音 ARPU 和数据 ARPU 的变化。3G 用户的数据 ARPU 值一般高于 2G 用户，数据 ARPU 趋于提升；而 3G 和 2G 用户的语音 ARPU 值不存在明显的差异，在语音业务竞争激烈、资费降低的情况下，语音 ARPU 仍将下降。

对我国未来移动通信 ARPU 的变化，我们做如下基本判断：

语音业务方面，受资费水平下降、低端用户增加的影响，语音业务 ARPU 未来将继续下降，09 年行业竞争升温，资费价格会进一步下降，但由于价格弹性大大降低、移动考虑在网用户收益、以及联通和电信受成本压力的制约，预计资费降幅不会太大，随着竞争格局的重新稳定资费价格将逐步趋稳。

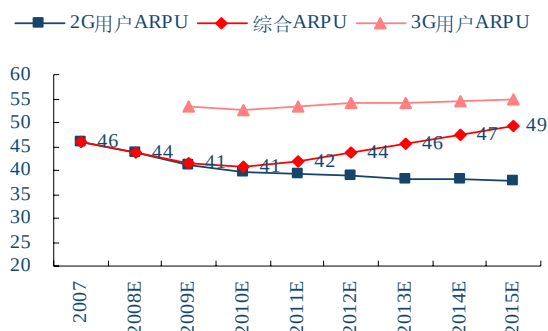
数据业务方面，短期因短信这个主力增值业务增速放缓，增值业务 ARPU 增速将明显放慢，但是由于未来几年我国移动增值业务储备接续性较好，以及 3G 开展将逐步提升增值业务，未来增值业务 ARPU 值在经历数年增速下降后将重拾增长。

除以上基本判断外，我们对国内运营商 ARPU 进行预测时还设定了以下假设：

- (1) 3G 起始阶段，中国电信、中国联通着力发展中高端用户，其 ARPU 值高于全体用户的平均水平；
- (2) 对于中国电信、中国联通而言，由于初始 3G 用户 ARPU 较高，随着 3G 用户渗透率的提高，会有大量的 2G 用户转入，此时会拉低 3G 用户 ARPU 增速，但随着 3G 用户占主导地位后，3G 用户 ARPU 会平稳上升。

基于以上判断和假设，我们对运营商的 ARPU 走势进行了预测。预计 2011 年三大运营商的 ARPU 值都将止落回升，联通、电信、移动的 ARPU 分别达到 42 元、49 元、76 元。

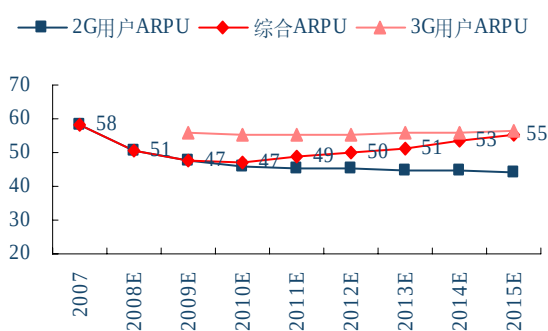
图 19：中国联通 ARPU 走势预测



不包含原联通 CDMA 网络。

资料来源：公司数据，中信证券研究部。

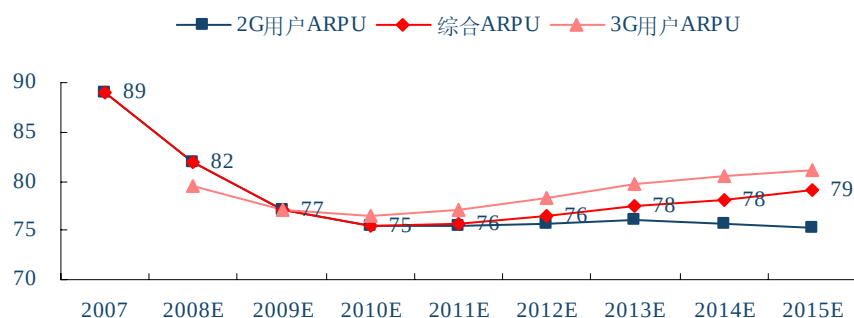
图 20：中国电信 ARPU 走势预测



预测数据为 CDMA 网络。

资料来源：公司数据，中信证券研究部。

图 21：中国移动 ARPU 走势预测



包含移动 G 网及 TD 网络，2G 数据对应 G 网；3G 数据对应 TD 网络。

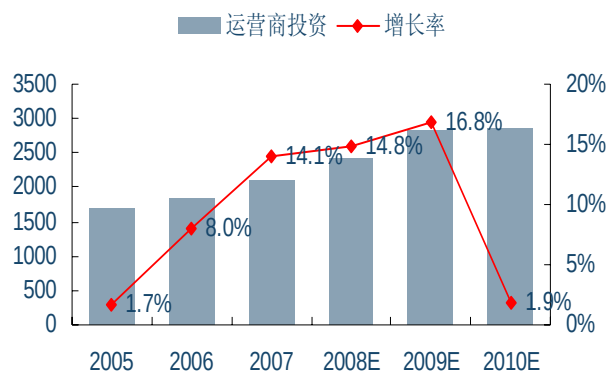
资料来源：公司数据，中信证券研究部。

短期看 3G 将拖累运营商当前业绩

新一轮投资带来折旧费用上升

依据我们对运营商资本支出策略的判断，以及运营商公布的历史资本支出水平和部分未来资本支出计划，我们对未来三大运营商（中国移动、新联通、中国电信）的资本开支（含移动和电信集团公司相关资本开支）进行了估算，08-10 年三大运营商的资本开支规模分别为 2412 亿元、2827 亿元、2870 亿元。三年资本支出总额超过 8000 亿元，其中，移动业务支出占比达到 77%，投资额超过 6000 亿元。从 08 年到 10 年 2G 网络的资本支出规模将逐步缩减，3G 网络的资本支出规模将快速增加。

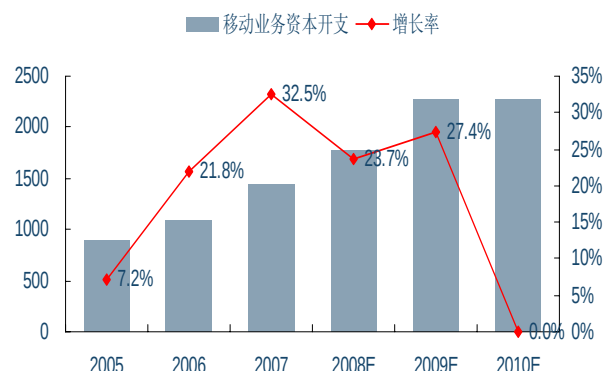
图 22：三大运营商资本开支及增长率预测



三大运营商包括：中国移动、新联通、中国电信，资本开支包括集团相关资本开支。

资料来源：公司数据，中信证券研究部。

图 23：三大运营商移动业务资本开支及增长率预测



三大运营商包括：中国移动、新联通、中国电信，资本开支包括集团相关资本开支。

资料来源：公司数据，中信证券研究部。

09-12 年折旧增加造成行业利润年均减少 10%

从移动业务的资本开支增长率上可以看出，06 年移动运营商已经开始大幅增加资本开支，这些资本开支带来的折旧将在其后 5-6 年中得到反映。08 年之后的 3G 投资潮将会进一步增加未来的折旧费用。依据我们对运营商资本支出的估计，我们估计了运营商未来的折旧费用规模，结果显示 08-12 年是运营商折旧费用大幅上升的阶段，其后折旧费用将逐步下降。

在静态情况下，折旧增加将导致 09-12 年行业利润年均减少约 10%。

折旧对联通的冲击将高于对中移动的冲击

折旧增加对联通利润的冲击将高于对中移动的利润冲击，原因有两个，一是中移动的 3G 网络暂定由集团建设，中移动上市公司从集团租用网络，这将使得中移动不必为 3G 网络支付高额的折旧费用。而中国联通将由上市公司负责 3G 网络建设，冲击公司利润。二是由于中移动的单用户盈利能力远超过中国联通，2007 年中移动的单用户盈利水平为 31 元，而联通仅为 9.2 元，高的盈利水平决定了运营商对折旧费用增加的消化水平，以 07 年数据为例，若联通和中移动的单用户折旧费用均增加 2 元，则中移动的单用户盈利水平下降 6.4%，而联通的单用户盈利水平下降 21.7%。

因此，新一轮投资竞争中，联通承受的折旧冲击高于中移动。

销售费用将因竞争加剧而上升

正面价格竞争将受回避

移动用户市场的竞争格局将因产业重组以及 3G 启动而发生改变。运营商之间必将为争夺用户市场份额而展开激烈竞争。价格战通常是争夺用户市场的首选工具，然而，正面的价格冲突并非弱势运营商的明智选

择。中国移动在移动资费上相比联通和电信有更大的降价空间，因此，在不对称价格管制措施的保护下（中国联通在中国移动的资费政策标准基础上可以上下浮动 10%），联通和电信发生正面价格战并非明智之举，但是为争夺用户必须让利于用户，哪怕是暂时的亏损，运营商也会全力争取用户市场份额，以利后期发展，这种情况下，非正面的让利于用户的销售活动必然更加激烈。

进行各种补贴支持仍是竞争的有力工具

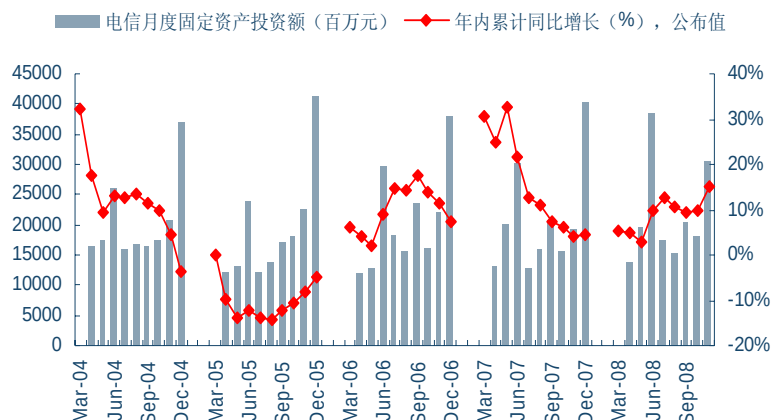
联通当年在发展 CDMA 用户时，采取了较为激进的手机赠送、话费赠送活动，从而刺激了用户的快速增长。这种通过手机补贴、资费补贴进行竞争的方式将会在此番用户竞争中被再次使用。这将势必增加运营商的销售费用，降低行业的盈利水平。

综合以上因素，我们认为短期内移动运营商将受折旧费用增加，营销费用增加，手机补贴费用增加等不利于盈利增长的制约，短期内运营商的盈利增长将受到抑制。

3G 将推动电信投资新一轮增长周期

08 年 1-11 月电信累计固定资产投资 2157.5 亿元，同比增长 14.9%，较 1-10 月份增长 5 个百分点，较去年同期增加 11 个百分点，投资增速明显上升。11 月电信固定资产投资额为 307 亿元，远高于去年同期的 193 亿元。受 3G 牌照发放推延的影响，前三季度电信固定资产投资潜力始终没能得到明显释放。11 月份以来运营商对 3G 牌照发放有普遍，电信重组也基本完成，运营商的投资力度明显加大，通信设备业进入实际受益期。

图 13：2004 年以来电信月度固定资产投资



资料来源：工业和信息化部，中信证券研究部。

预计未来三年电信投资规模在 8675 亿元

根据工信部 1 到 11 月数据，我们略调整了未来三年电信行业投资规模。我们预计 2008~2011 年电信投资规模为 2561 亿、2953 亿、2912 亿、2810 亿，同比增长率为 12.3%、15.3%、-1.4%、-3.5%，未来三年（2009-2011）电信投资规模预计为 8675 亿元。

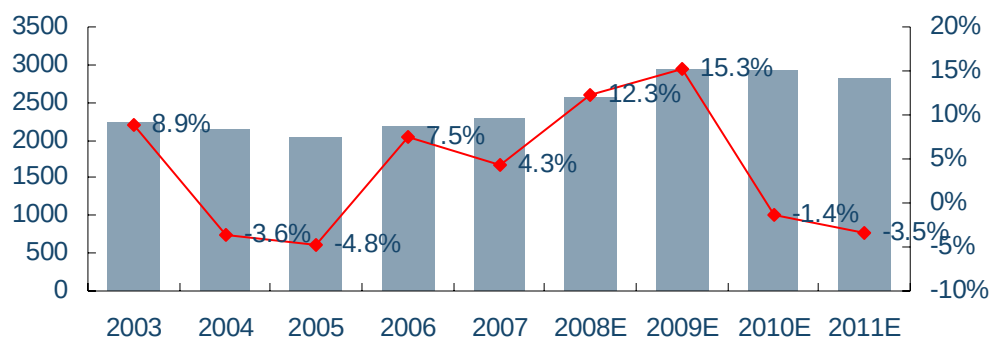
从增长率看增长率的最高峰出现在 2009 年，虽然运营商倾向于在

3G 牌照发放之后快速启动 3G 投资，但由于价格战因素，我们认为电信投资总体的增长率为 15.3%，是近几年增长率最高的年份。

国内电信投资额的增长，将维系 2009 年设备业景气度，行业将出现较好的投资机会，尤其是 2009 年上半年。

图 14：电信固定资产投资额及增长率预测

单位：亿元



数据来源：信息产业部，中信证券研究部

设备业：明显受益于 3G 牌照发放

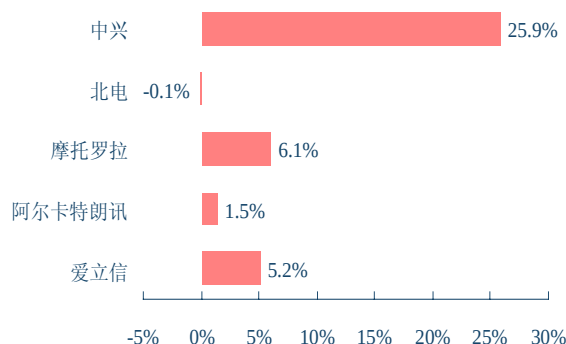
1 系统设备厂商——最大的受益者

中兴华为的低成本优势

低成本研发带来成本优势。虽然各系统设备商的毛利率基本相同，但是其净利润率却大相径庭，其中主要区别在于管理费用率的区别。由于中兴的低研发成本，使其在激烈的价格战下仍然保持了相对较高的净利润率。过去五年多，仅有华为和中兴保持了持续盈利，而且在不断的价格战中稳步提升自身的市场份额。

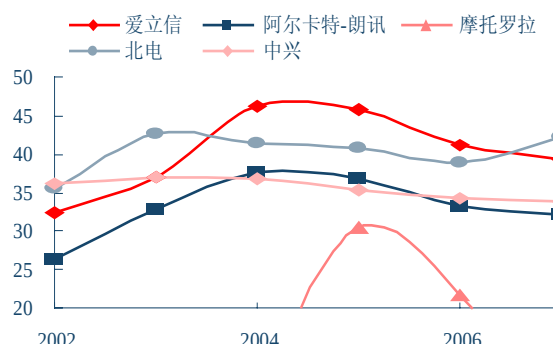
近期，各大系统设备上，如爱立信、阿尔卡特朗讯等都在欧美大量裁员的同时，不断增加在中国的研发队伍，以降低其研发成本。

图 25: 2002-2007 年系统设备商主营收入 CAGR



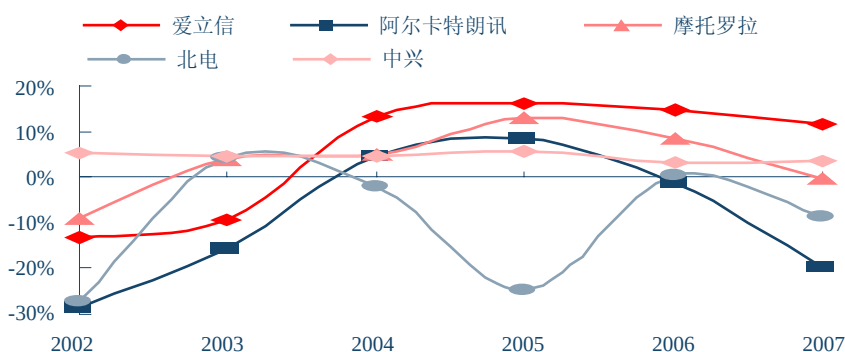
数据来源: Reuters, 中信证券研究部

图 26: 2002-2007 系统设备商毛利率变化



数据来源: Reuters, 中信证券研究部

图 27: 2002-2007 系统设备商净利润率变化



数据来源: Reuters, 中信证券研究部

表 6: 2002-2008 年系统设备商净利润增长情况

	单位	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007Q3	2008Q3
爱立信	百万瑞典克朗	(19013)	(10844)	17539	24315	26251	21836	16194	7388
阿尔卡特朗讯	百万美元	(4745)	(1944)	576	930	(176)	(3518)	(939)	(1323)
摩托罗拉	百万美元	(2485)	893	1532	4578	3661	(49)	(149)	(587)
北电	百万美元	(2994)	434	(207)	(2610)	28	(957)	(113)	(3664)
中兴	百万人民币	567	752	1009	1194	767	1252	603	816

数据来源: Reuters, 中信证券研究部

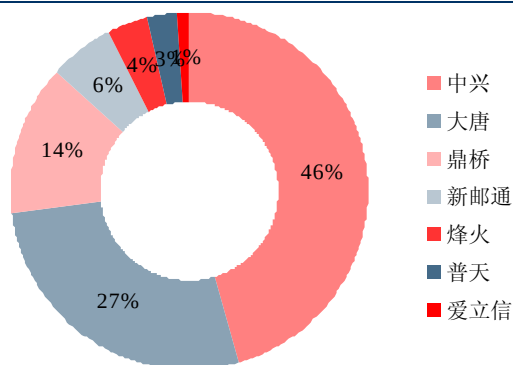
由于研发成本较低,中兴华为可以在价格较低的情况下保持和爱立信、诺基亚-西门子等企业相当的利润水平。同时,在财务状况相对较好的情况下,有可能通过低价进一步扩大市场份额。目前,中兴华为在国内运营商的招标中,已经占到了半壁江山,未来我们预期其国际市场的份额也将进一步提升。

国内厂商市场份额不断提升

国内 2G 市场主要为国外厂商。由于起步较晚,国内厂商在 GSM 设备领域落后于国外设备商,虽然今年有所改观,但仍然处于劣势,2008 年中移动的 GSM 设备招标中,中兴华为市场份额合计仅为 14%。

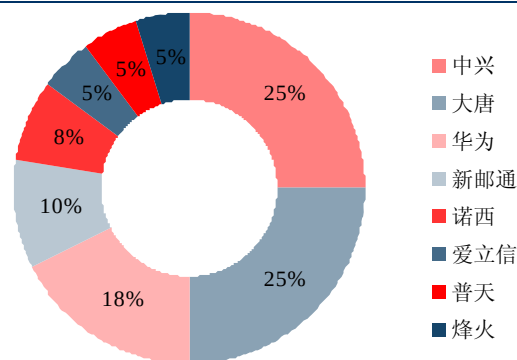
3G 带来转机。凭借技术差距的缩小,以及成本优势,国内设备商在 3G 的市场份额得到明显改善,有望占据半壁江山。

图 28: 中国移动 TD 一期招标市场份额



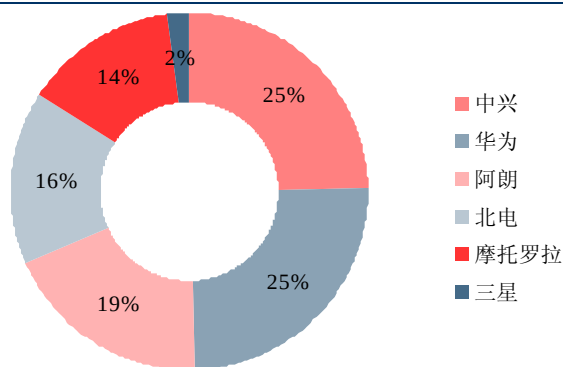
数据来源: 中信证券研究部

图 29: 中国移动 TD 二期招标市场份额



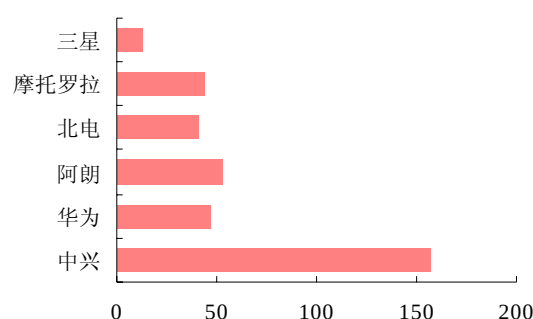
数据来源: 中信证券研究部

图 30: 中国电信 CDMA342 个城市招标市场份额 (按载频)



数据来源: 中信证券研究部

图 31: 中国电信 342 个城市招标市场份额 (按城市)



数据来源: 中信证券研究部

2 无线覆盖——网络优化需求提升

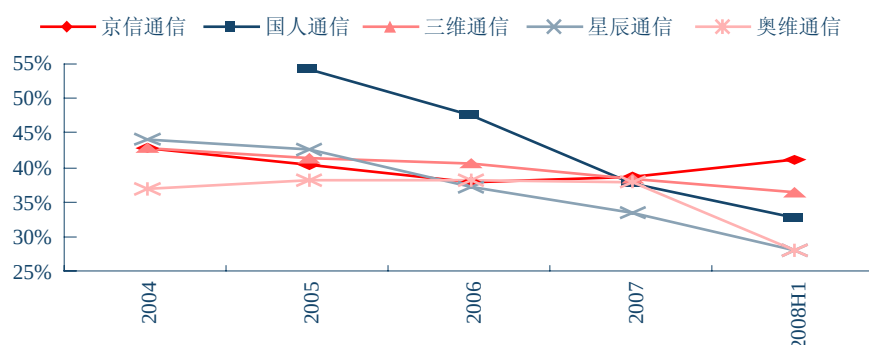
根据日本 NTT DoCoMo 对大量 3G 应用的统计结果, 大约有 **70%** 的 3G 应用发生在室内。由于室内环境舒适, 适合数据和多媒体业务的使用, 因此室内覆盖对 3G 至关重要。3G 覆盖中 BBU+RRU 形式的基站比例明显增加, 但是直放站仍然是室内覆盖的主要设备。

直放站价格下降趋势将持续

直放站价格持续快下降导致行业洗牌。2006 年运营商开始对直放站产品采取集中采购的方式, 导致直放站采购价格呈现持续快速下降的趋势, 行业毛利水平出现大幅下滑。激烈的竞争使得行业内大多数竞争力较弱的厂商出局, 目前参加运营商招标的无线优化覆盖企业已经从集采开始时的一百多家减少至二十多家, 能入围的企业十家左右, 行业的集中度大大提高。

直放站价格下降趋势将持续。由于运营商在产业链中处于主导低位, 在集采中价格是决定市场份额的重要因素, 在运营商集采评价体系权重约 60%, 因此价格战是众多企业获取市场份额的主要手段。众多企业的激烈竞争导致网络优化覆盖产品的价格和毛利仍将维持下滑趋势, 而且目前尚未看到停止的迹象。但是随着市场份额的逐步集中, 以及毛利下降导致企业参与价格战积极性的下降, 未来直放站价格下降的恐将逐步收窄, 下降速度强逐步趋缓。按照目前的价格下降速度, 行业的洗牌有望在明后两年完成。

图 32: 主要无线覆盖企业毛利率变动



资料来源: Wind, 各公司公告, 中信证券研究部

价格持续下降的应对措施。原材料成本的下降; 开发毛利较高的新产品: 新产品降价的速度远低于成熟产品, 因此企业可以通过不断研发领先于竞争对手的新产品, 来以部分缓解价格下降的压力。

网络优化价格上涨

由于短期内联通和电信有较大数量的基站建设需求, 基站的站址获取、直放站的安装、网络优化需求有较大提高, 导致网络优化的价格有所上涨, 可以弥补无线覆盖制造商直放站产品价格下降带来的收入和毛利率的下降。

表 7: 京信通信半年报直放站产品和集成收入变化情况 单位: 百万港元

	2007H1	2008H1	YtoY (%)
无线优化设备	440.14	332.79	-24.4
安装、网络优化及售后维护	109.86	190.80	73.6

资料来源: 公司半年报, 中信证券研究部

3. 光纤光缆需求平稳

3G 维持光缆需求平稳发展

一方面 3G 网络建设将增加光缆需求, 另一方面共建共享却将抑制部分光缆需求, 因此总体来看, 光缆需求将维持平稳态势。3G 对光缆的需求主要来自以下三个方面:

3G 业务对传输网提出更高需求。3G 业务中数据业务的比例将大大增加, 对基站的传输带宽提出了更高的要求, 对已有基站的传输网进行光纤化改造或者增加已有光传输网的芯径数。由于 3G 使用高于 2G 时代的频段, 无线传输的特性决定了在同样覆盖容量、密度和面积的情况下, 3G 基站总量将比 2G 时代超过 30%。如果按照每年新增 5 万个基站、平均每个使用光缆 3 公里、平均光缆芯数 24 计算, 每年新增的光纤使用量将是 300 多万芯公里

3G 分布式基站增加光缆需求。由于 3G 约 70% 的数据业务均发生在室内，因此室内网络覆盖和优化将更为重要，目前的主流方式为 BBU+RRU 的方式，即基站的建设由单一的宏基站走向分布式基站，射频部分用光纤拉远，光缆替代了部分射频线缆，也将增加对室内软光缆的需求。

骨干网和城域网的完善。随着 DWDM 传输系统向高速率、大容量以及光域组网演进，对光缆网络拓扑、光纤光缆性能都提出了新的要求，运营商存在光缆补网、纤芯优化等建设需求。

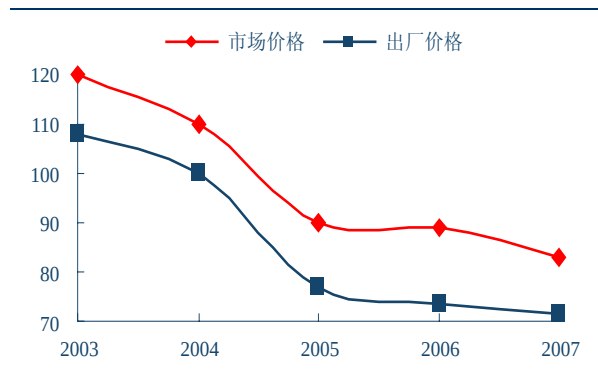
光纤价格难以改善

集中采购打压价格。由于运营商对光纤采取集中采购的方式，而价格因素占到打分体系约 50% 的权重，因此部分企业为争取市场份额，采用低价竞争的战略，导致光纤光缆价格持续走低。

近年光纤产能供过于求有所缓解。2002~2003 年国际光纤光缆厂商的无序扩张导致行业严重供过于求，导致全球光纤价格大幅下降。虽然受到反倾销保护，但是近几年国内光纤光缆产能扩张较快，导致供过于求，随着光缆需求的平稳增长，光纤的供求关系逐步改善，价格下跌逐步趋缓。2007 年光纤光缆行业的产能约为 4000 万芯公里，产量约为 3500 万芯公里，产能利用率达到约 88%。预期 2009 年仍能维持这一产能利用率水平，但是供过于求的局面仍将维持。

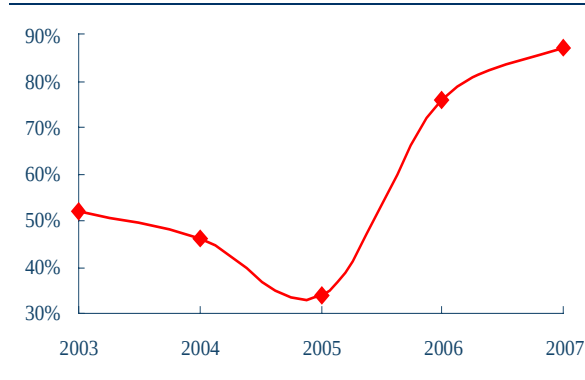
图 33：国内 G652 单模光纤价格变化

单位：元/芯



数据来源：中信证券研究部

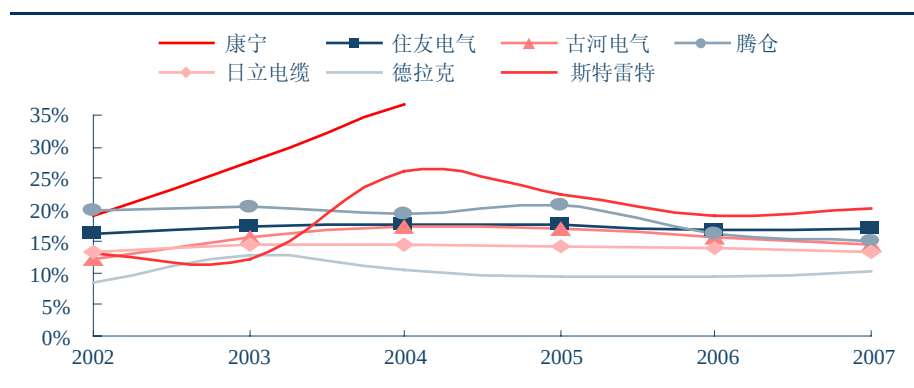
图 34：我国光纤光缆产能利用率



数据来源：中信证券研究部

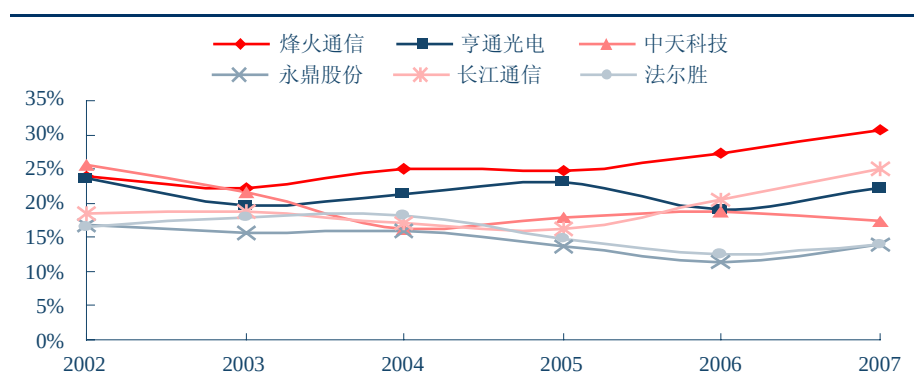
价格缺乏继续下行动力。由于国际厂商与国内厂商的毛利率基本处于同一水平，除康宁外国内外企业的毛利率均已处于较低水平，进一步价格战的动力缺乏。

图 35: 国外光纤光缆企业毛利率水平



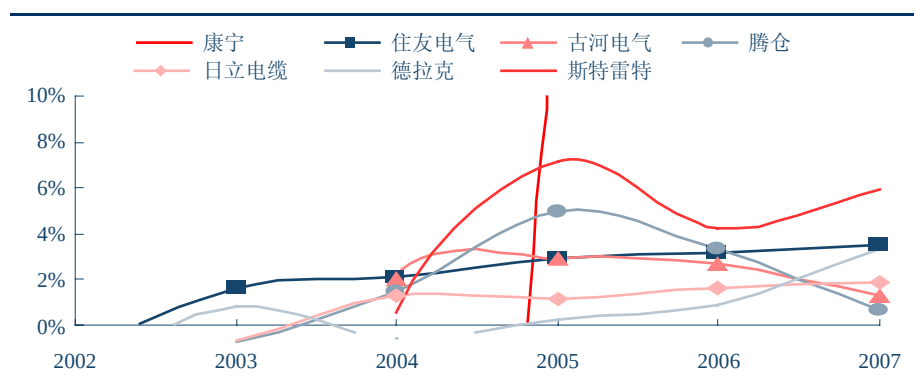
数据来源: Reuters, 中信证券研究部

图 36: 国内光纤光缆企业毛利率水平



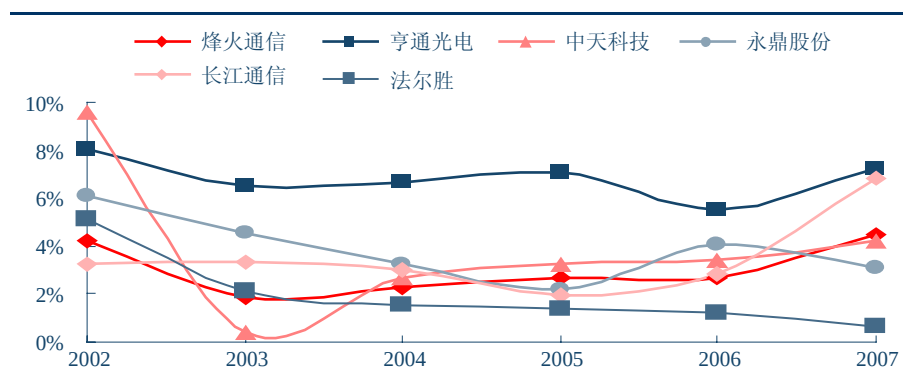
数据来源: Reuters, 中信证券研究部

图 37: 国外企业净利润率变化



数据来源: Reuters, 中信证券研究部

图 38：国内企业净利润率变化

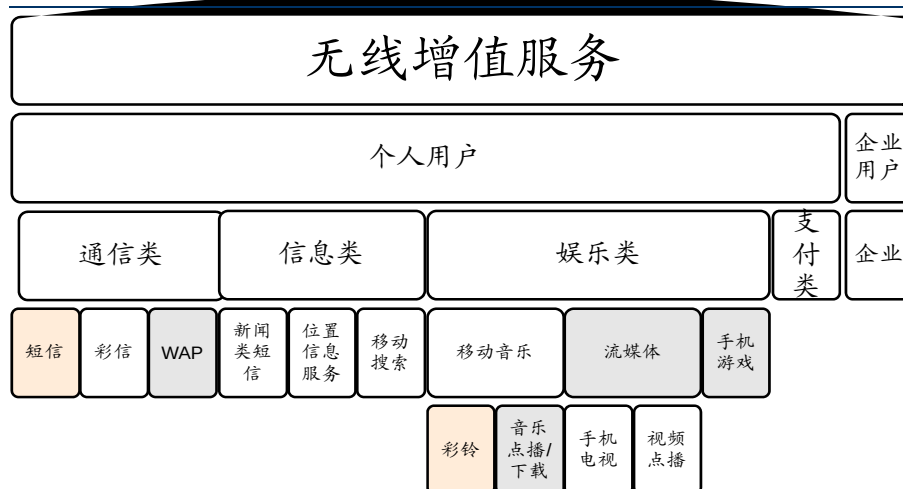


数据来源：Reuters, 中信证券研究部

4. 新技术及业务

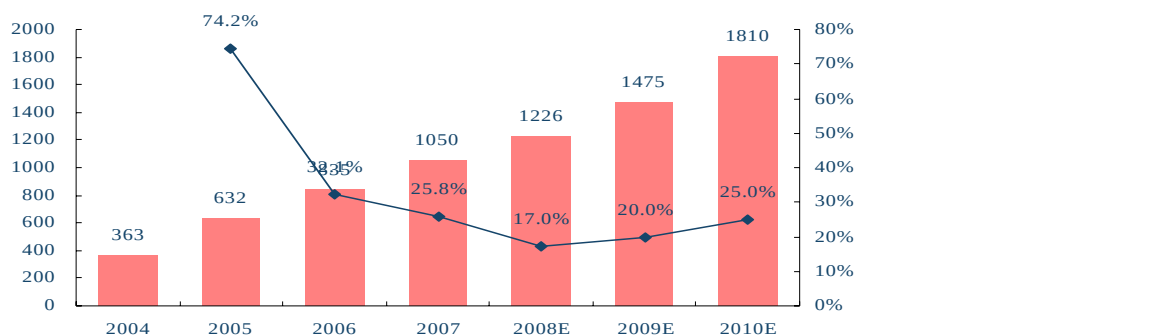
如果说 2G 是语音的时代，则 3G 是增值服务的时代。根据无线增值服务为用户提供的价值，我们将无线增值服务分为通信类、信息类、娱乐类和支付类。其中短信和彩铃是 2G 时代较为成功的增值业务，3G 时代我们认为 WAP、音乐点播/下载、流媒体和手机游戏是可能获得较大成功的业务。

图 39：无线增值服务分类



资料来源：中信证券研究部

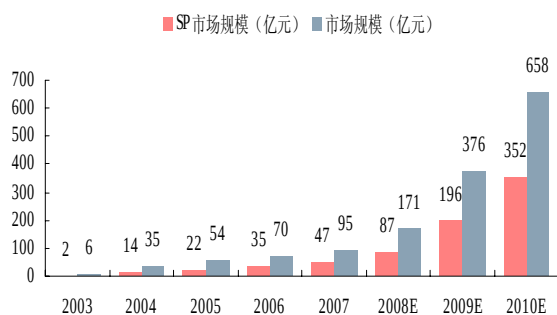
图 40：我国无线增值服务市场增长预测（单位：亿元）



资料来源：iResearch, 中信证券研究部

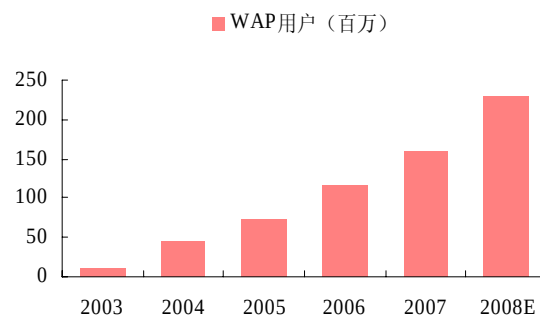
WAP/移动宽带——最受益的新业务

图 41：我国 WAP 市场规模



资料来源：中信证券研究部

图 42：我国 WAP 用户规模



资料来源：中信证券研究部

目前我国的 WAP 分为两类，一种是以运营商为主导的收费模式，如中移动的“移动梦网”和中联通的“UNI-互动视界”；另一种是免费 WAP 网址，即“独立 WAP 站点”。

表 8：WAP 业务拓展存在的问题

问题	描述
资费过高	目前 GPRS 上网按照流量收费，流量难以控制；
接入速度慢	相对于固网而言，目前的 2G 网络 WAP 接入速度过慢；有望在 3G 的到改善
有价值的应用缺乏	由于技术原因，WAP 无法浏览互联网网页；而且移动之前的梦网门户战略也遏制了其他独立 WAP 的发展

资料来源：中信证券研究部

WAP 将迎来快速发展期

3G 破解带宽问题：我们预计 3G 牌照将在 09 年初发放，三大运营商将在 2009 年全面提供 3G 服务，困扰 WAP 多年的带宽问题将随之而解；

资费不断下调：移动 WAP 的流量资费价格的不断下降也在刺激用户的消费；

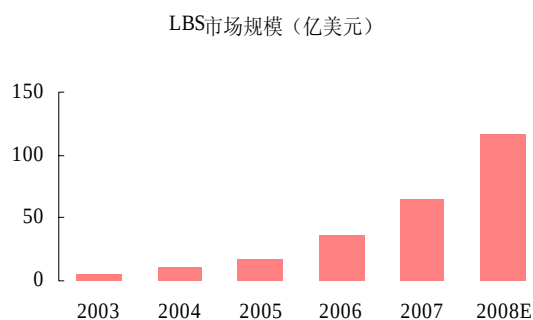
移动“霸主”变“盟主”促应用繁荣：移动在 2008 年底改变了之前的移动梦网战略，独立 WAP 可以通过移动的渠道进行收费，这样将促进 WAP 内容服务和应用的繁荣。

我们预期 2009 年随着 3G 服务的启动 WAP 将迎来加速发展，预测 2008-2010 年 WAP 的市场规模将达到 171 亿元、376 亿元和 658 亿元。

位置类信息服务——综合服务的载体

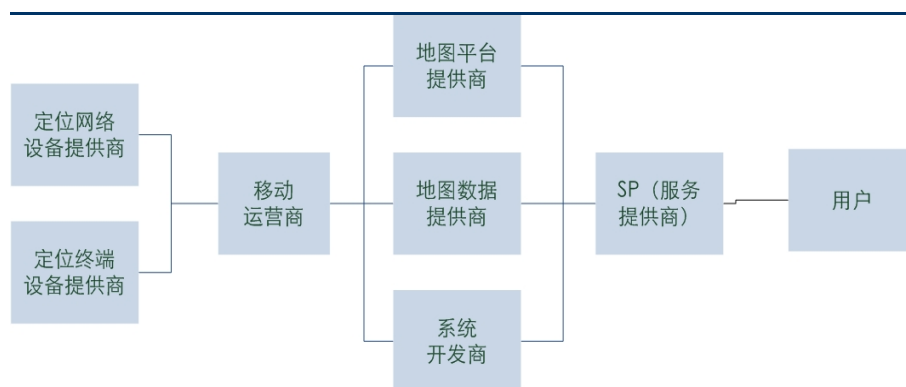
基于位置服务 LBS (Location-Based Services)，又称定位业务、移动定位服务或无线定位服务，它是通过移动终端上的 GPS 定位器或者电信移动运营商的网络获得移动终端用户的位置信息（经纬度坐标），在电子地图平台的支持下，为用户提供相应服务的一种增值业务。

图 41：全球 LBS 市场规模



资料来源：PDAY Research，中信证券研究部

图 43：LBS 产业链分析



资料来源：中信证券研究部

图 44：LBS 典型位置信息服务举例

资料来源：中信证券研究部

目前国内 LBS 用户依然偏少，主要原因在于用户需求把握不准，基于地图信息的应用和服务不足等。

视频流媒体——3G 标准业务

手机电视是利用移动终端为用户提供视频资讯服务，其实现方式有两种，一是基于移动运营商的移动通讯网络，实现多媒体的点到点传送；另一种是利用数字广播电视拼不上的数字多媒体广播（DMB），实现点对多点传送。

牌照的问题：由于运营业务中内容提供商的牌照发放权掌握在广电总局手中；

内容问题：由于绝大部分内容资源把握在数字电视手中，所以如果要使用这些资源就面临着版权和转化成本的问题；

标准问题：广电总局的 CMMB 标准并非国家标准；

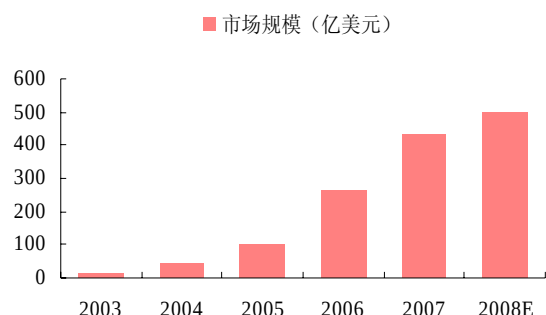
定价问题：定价模式是否合理将直接影响到手机电视市场能否做大。手机电视业务的定式包括四种：按流量定价、按点播次数定价、包月以及提供部分免费内容。

根据欧洲研究机构的调查，用户愿意接受的手机电视业务价格在每月 5 欧元-12 欧元之间；根据美国市场调研公司的信息，60% 的手机用户对手机电视业务感兴趣，可以接受的价格为 10~20 美元/月。

手机游戏——宽移动带宽推动快速增长

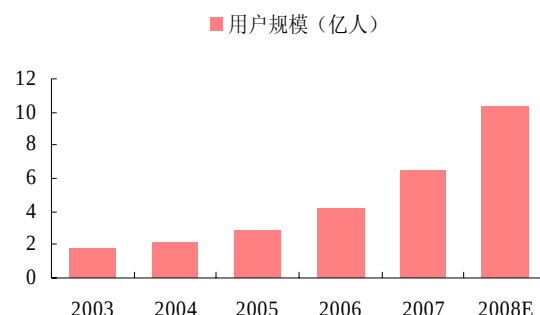
近几年来，手机游戏业务正逐渐成为一个生机勃勃而又潜力巨大的文化产业。与 PC 游戏不同，手机游戏摆脱了线缆的束缚，具有随时、随地、随身的特点，更适合人们在移动中休闲和娱乐。显然，手机游戏产业一旦启动，其能量不亚于目前的电脑网络游戏。

图 51：全球手机游戏市场规模



资料来源：中信证券研究部

图 52：全球手机游戏用户规模



资料来源：中信证券研究部

3G 发牌后行业投资策略

调低电信运营投资评级为“中性”

- ❖ **短期看 3G 将拖累运营商当前业绩。**3G 将使运营商资本支出增加，营销费用增加，价格战趋于激烈，而 3G 用户又处于起点阶段，收入贡献小，短期看，运营商盈利增长将受拖累。我们估计 09~12 年单折旧增加这一项将使运营商年均盈利增长率降低 10%。此外，手机补贴、广告等等营销费用也将明显增加，3 家移动运营商也使价格战趋于激烈，我们认为运营商短期业绩难以向好。
- ❖ **调低电信运营投资评级为“中性”。**鉴于对当前行业盈利前景的判断，以及中国移动获得“最不好”的 TD-SCDMA 牌照，我们认为中国移动的发展将不会再现过去的辉煌，其盈利增长率将逐步走低，所以我们将中国移动投资评级调低为“持有”，同时我们将行业投资评级调低为“中性”。

- ❖ **看好弱势运营商的长期价值增长。**中国移动发展受到抑制，意味着竞争对手相对的机会，虽然处于同样的行业背景下，当前所有运营商盈利都会收到冲击，但弱势运营商的盈利中长期增长趋势是向好的，所以我们维持中国电信、中国联通“买入”的投资评级。
- ❖ **中国电信、中国联通机会时点不同。**由于其建网周期导致的 3G 客户流产生时点不同，我们认为上半年中国电信机会好于中国联通，下半年正好相反，联通的机会是产业链趋势性机会。所以，我们建议的配置为上半年主要配置中国电信、下半年主要配置中国联通。

维持通信设备业“强于大市”投资评级

- ❖ **电信设备业是 3G 大赢家。**3G 推动下，电信投资将进入新一轮增长周期，电信设备业是 3G 之大赢家。我们预计 2008~2010 年电信投资规模为 2561 亿、2953 亿、2912 亿，同比增长率为 12.3%、15.3%、-1.4%，未来三年（2009-2011）电信投资规模预计为 8675 亿元。
- ❖ **短期回调无改设备业中期机会。**我们预计设备业市场表现也会同运营业一起回调，我们认为回调将是新的买入点。设备业是 3G 的大赢家，上市公司业绩也将在 09、10 年稳健增长，所以我们维持设备业“强于大市”投资评级。
- ❖ **从细分子行业看：**
 - **无线设备商的增长确定，是最直接受益的行业。**09 年国内无线设备投资的增长具有很高的确定性，同时国内设备商的市场份额也在逐步提高，业绩增长较为明确。其中系统设备商中兴通讯、以及配套的射频器件生产商武汉凡谷受益较大。
 - **光通信将是增长最快的子行业。**国内光网络建设将向 FTTN/FTTP 推进，热点地区或企业用户将部署 FTTB/FTTH，光通信仍将保持快速增长，预计 FTTH 线数 2009 年增长率将达到 100%，其中中兴通讯和烽火通信受益最大。
 - **无线覆盖、光纤光缆行业价格压力持续。**由于运营商采取的集采政策，集中度较低、以及供大于求的子行业，如无线覆盖、光纤光缆等，价格战仍将持续，行业的盈利压力仍在。
 - 我们看好系统设备、光通信设备、电信软件及增值服务等子行业

公司投资策略

相关公司的选择上，我们的基本观点是：中国移动同步于大市，上半年配置中国电信，下半年配置中国联通。

设备业方面，维持中兴通讯“买入”的投资评级，我们相信其在中国电信业资本支出推动下的增长前景。此外，武汉凡谷、烽火通信、国脉科技因其在细分领域竞争程度相对较低，具有一定的市场领先优势，也可以积极配置。

表 9：重点上市公司盈利预测及投资评级

股票简称	股价	EPS			PE			评级
		07A	08E	09E	07A	08E	09E	
中国联通	5.19	0.27	0.29	0.31	19	18	17	买入
中兴通讯	27.83	0.93	1.32	1.74	30	21	16	买入
烽火通信	10.97	0.26	0.37	0.49	42	30	22	买入
武汉凡谷	17.45	0.54	0.6	0.77	32	29	23	买入
国脉科技	12.3	0.21	0.28	0.38	59	44	32	买入

股票简称	股价	EPS			PE			评级
		07A	08E	09E	07A	08E	09E	
三维通信	11.85	0.35	0.44	0.59	34	27	20	增持
亨通光电	10.54	0.48	0.53	0.61	22	20	17	增持
中天科技	9.6	0.31	0.41	0.5	31	23	19	增持
亿阳信通	9.02	0.36	0.56	0.79	25	16	11	增持
华胜天成	10.49	0.43	0.52	0.67	24	20	16	增持
新海宜	6.51	0.17	0.25	0.31	38	26	21	增持
北纬通信	14.16	0.42	0.43	0.58	34	33	24	增持
中创信测	11.93	0.2	0.29	0.41	60	41	29	持有
恒宝股份	5.26	0.21	0.32	0.47	25	16	11	增持

注：股价为1月7日收盘价。

资料来源：中信证券研究部。

附录

国际运营商和设备业商的估值水平

电信运营业估值国际比较

表 1：国际固网及综合运营商估值及市场表现

地区及公司	市盈率	本年 市盈率	预测 下一 年市 盈率	PEG	PB	EV/本年 EBITDA	EV/下年 EBITDA	EBITDA 率	近 1 月涨 跌	近 3 月涨 跌	近 6 月涨 跌
亚太发达地区											
NIPPON TELEGRAPH	8	14	15	-	0.9	4.1	4.1	32	4	-1	-9
KT CORP	9	16	11	-	0.9	3.6	3.1	30	28	-2	-10
CHUNGHWA TELECOM	14	11	11	1.9	1.5	4.8	4.8	54	-2	-16	-18
PCCW LTD	18	12	11	0.8	13.2	6.1	6.2	31	-1	22	-26
TELSTRA CORP	12	12	10	0.6	3.8	5.4	5.1	41	-10	-16	-15
SINGAP TELECOMM	11	12	11	1.9	2.0	9.8	9.8	30	2	-19	-26
亚太发达地区平均	12	13	12	1	4	6	6	36	3	-5	-17
亚太发展地区											
CHINA TELECOM-H	9	10	11	0.8	1.0	3.3	3.5	50	2	-3	-21
MAHANAGAR TELE	9	14	15	1.3	0.4	1.9	1.8	18	13	-1	-5
TATA COMMUNICATI	14006	47	46	105.2	2.9	14.8	12.6	12	25	14	41
TELEKOMUNIKASI	12	12	11	1.0	4.4	4.6	4.3	64	21	3	0
TELEKOM MALAYSIA	10	21	18	-	1.0	5.5	5.6	42	3	-8	-2
PAK TELECOM CO	-	5	5	-	0.8	1.4	1.4	46	-50	-50	-58
KAZAKHTELECOM	5	-	-	-	0.9	4.3	3.9	35	-9	-56	-60
QATAR TELECOM (Q	7	6	5	0.9	1.1	5.8	4.6	24	-12	-19	-42
亚太发展地区平均	2008	16	16	22	2	5	5	36	-1	-15	-18
东欧地区											
ROSTELECOM-CLS	-	35	23	-	-	-	-	17	-	-	-
SRI LANKA TELECO	12	-	-	-	1.6	-	-	46	13	-16	-15
TELEFONICA O2 CZ	-	12	12	-	1.8	4.4	4.5	44	-2	2	-11
TPSA	10	11	10	0.6	1.5	4.1	4.1	42	3	-15	-13
TURK TELEKOMUNIK	-	7	6	-	-	3.3	3.2	-	8	-4	-6
东欧地区平均	11	16	13	1	2	4	4	37	6	-8	-11
西欧地区											
FRANCE TELECOM	9	10	10	0.8	1.8	5.0	5.0	36	2	0	3
BT GROUP PLC	7	7	7	-	2.8	3.7	3.7	28	4	-16	-32
TELEFONICA	11	10	9	1.1	4.5	5.6	5.5	40	5	-6	-6
TELECOM ITALIA S	11	10	11	-	0.9	5.1	5.1	37	17	10	-11

地区及公司	市盈率	本年 市盈率	预测 下一 年市 盈率	PEG	PB	EV/本年 EBITDA	EV/下年 EBITDA	EBITDA 率	近1 月涨 跌	近3 月涨 跌	近6 月涨 跌
KPN (KONIN) NV	7	12	11	1.0	5.3	5.9	5.7	39	-2	0	-4
BELGACOM SA	11	11	11	-	4.0	5.6	5.7	35	-6	-4	4
SWISSCOM AG-REG	10	10	9	1.1	3.3	6.1	6.1	37	-3	-5	2
西欧地区平均	10	10	10	1	3	5	5	36	2	-3	-6
北美地区											
AT&T INC	10	10	10	0.8	1.7	5.7	5.6	35	5	5	-10
VERIZON COMMUNIC	14	14	13	1.2	1.9	5.7	5.3	32	4	11	-3
EMBARQ CORP	7	7	7	-	78.0	4.2	4.4	40	18	-10	-15
LEUCADIA NATL	8	-	-	-	0.9	-	-	8	16	-44	-52
QWEST COMMUNICAT	8	9	10	0.7	18.2	4.4	4.6	31	22	18	-2
BCE INC	10	12	12	-	1.4	4.7	4.7	39	9	-28	-37
TELUS CORP	11	11	11	0.7	1.7	4.7	4.6	40	6	-6	-12
北美地区平均	10	10	10	1	15	5	5	32	11	-8	-19
拉美及加勒比海地区											
TELMEX INTERNA-L	25	22	19	1.9	1.9	8.3	7.8	27	17	15	5
TELEF MEXICO-L	14	12	11	1.8	7.1	6.1	6.1	45	20	6	15
TELESP-PREF	10	10	9	-	2.1	3.5	3.4	42	-9	2	10
BRASIL TELE-PREF	7	6	6	0.2	1.3	5.4	5.2	34	-13	-7	-12
拉美及加勒比海地区平均	14	12	11	1	3	6	6	37	4	4	5
中东及非洲地区											
HRVATSKI TELEKOM	-	7	7	-	1.4	2.9	2.9	47	4	-21	-26
SAUDI TELECOM CO	8	8	8	0.7	2.7	6.3	5.9	49	9	-19	-15
MAROC TELECOM	15	15	13	0.8	9.6	7.8	7.4	58	-10	-14	-21
TELKOM SA LTD	7	8	7	0.5	1.7	3.7	3.4	37	12	1	-15
中东及非洲地区平均	10	9	9	1	4	5	5	48	4	-13	-19

市盈率=最新股价/前12个月EPS；本年市盈率=最新股价/预测本年EPS；预测下一年市盈率=最新股价/预测下一年EPS；EV/本年EBITDA=当前企业价值/本财年估计EBITDA；EV/下年EBITDA=当前企业价值/下一财年估计EBITDA。股价为2009年1月2日股价。

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部。

表 2：国际移动通信运营商估值及市场表现

地区及公司	市盈率	本年 市盈率	预测下 一年市 盈率	PEG	PB	EV/本年 EBITDA	EV/下年 EBITDA	EBITDA 率	近1 月涨 跌	近3 月涨 跌	近6 月涨 跌
亚太发达地区											
KDDI CORP	13	11	11	1.4	1.6	3.8	3.5	21	-2	7	-1
NTT DOCOMO INC	13	16	16	3.3	1.7	4.8	4.9	34	6	9	10
SOFTBANK CORP	17	22	17	-	4.2	7.1	6.5	22	26	18	-16
SK TELECOM	9	12	9	7.1	1.3	4.9	4.4	36	-5	-7	7
KT FREETEL CO	23	28	13	-	1.3	4.5	3.9	22	-1	-3	3

地区及公司	市盈率	本年 市盈率	预测下 一年市 盈率	PEG	PB	EV/本年 EBITDA	EV/下年 EBITDA	EBITDA 率	近1 月涨 跌	近3 月涨 跌	近6 月涨 跌
HUTCHISON TELECO	-	8	14	-	0.2	-	-	25	6	6	-19
TAIWAN MOBILE CO	21	10	10	3.9	2.7	6.7	6.7	45	-1	-9	-7
亚太发达地区平均	16	15	13	3.9	1.8	5.3	5.0	29	4	3	-3
亚太发展地区											
CHINA UNITED-A	19	19	19	0.9	2.0	2.2	2.1	32	-12	-6	-25
CHINA UNICOM-H	11	12	15	0.5	1.3	3.8	3.2	33	17	-5	-29
CHINA MOBILE	14	13	12	0.7	3.6	5.9	5.3	55	10	8	-20
BHARTI AIRTEL LT	21	16	13	0.9	6.1	9.0	7.4	42	4	-9	-4
RELIANCE COMMUNI	10	9	9	1.0	1.8	8.3	6.6	48	31	-23	-41
INDOSAT TBK PT	15	15	14	1.2	1.8	4.7	4.2	51	21	-6	-12
ADVANCED INFO	11	12	12	0.8	3.3	5.4	5.3	28	11	-4	-11
DIGI.COM BHD	14	14	14	0.9	7.5	7.3	6.9	49	3	-3	-6
TM INTERNATIONAL	-	10	9	-	1.2	5.4	4.8	62	19	-34	-36
PHILIPP LONG DIS	12	11	10	0.6	4.4	5.3	5.2	63	-6	-17	-5
亚太发展地区平均	14	13	13	0.8	3.3	5.7	5.1	46	10	-10	-19
东欧地区											
SISTEMA JSFC	1	-	-	0.1	0.2	2.1	1.8	35	-11	-75	-86
MOBILE TELESYST	3	-	-	-	1.5	1.9	2.2	51	-1	-48	-59
TURKCELL ILETISI	8	7	8	1.5	2.4	4.6	4.8	41	2	9	9
东欧地区平均	4	7	8	0.8	1.4	2.9	2.9	42	-3	-38	-45
西欧地区											
VODAFONE GROUP	13	10	10	1.1	1.0	7.1	6.8	37	10	8	-9
INMARSAT PLC	33	24	20	1.2	4.2	9.3	8.6	67	0	2	-8
DEUTSCHE TELEKOM	34	15	13	1.6	1.2	4.8	4.5	26	-2	-4	2
TELENOR ASA	4	6	6	0.5	1.1	4.3	4.7	31	26	-33	-50
MOBISTAR SA	12	12	12	2.1	8.2	5.7	5.7	39	-1	4	19
TELIASONERA AB	10	10	9	0.7	1.6	7.6	7.2	32	18	0	-11
西欧地区平均	18	13	12	1.2	2.9	6.5	6.3	39	8	-4	-10
中东及非洲地区											
ETIHAD ETISALAT	11	10	10	0.6	2.9	8.6	7.5	35	34	-11	-24
MOBILE TELECOMMU	-	-	-	-	-	-	-	-	8	-41	-54
NATIONAL MOBILE	10	10	9	1.0	2.5	5.3	5.0	34	-5	-10	-21
PARTNER COMM CO	10	9	9	0.7	5.8	4.3	4.3	33	-5	-7	-21
ORASCOM TELECOM	14	3	3	0.8	3.8	4.5	4.3	46	31	-21	-53
MTN GROUP LTD	17	12	9	0.8	3.1	5.7	4.7	44	18	-2	-12
中东及非洲地区平均	12	9	8	0.8	3.6	5.7	5.1	38	14	-15	-31
拉美及加勒比地区											
AMERICA MOVIL-L	13	12	10	0.8	6.0	5.8	5.4	40	16	-3	-17
VIVO-PREF	19	33	15	0.1	0.3	3.5	3.2	31	-5	1	-22

地区及公司	市盈率	本年 市盈率	预测下 一年市 盈率	PEG	PB	EV/本年 EBITDA	EV/下年 EBITDA	EBITDA 率	近 1 月涨 跌	近 3 月涨 跌	近 6 月涨 跌
TIM PART-PREF	113	104	20	1.1	1.0	3.5	2.9	23	-20	-18	-22
拉美及加勒比地区平均	48	50	15	0.7	2.4	4.3	3.8	32	-3	-7	-20
北美地区											
SPRINT NEXTEL CO	6	139	-	-	0.3	3.2	3.7	26	-25	-66	-77
US CELLULAR CORP	13	15	15	4.4	1.2	4.6	4.6	26	19	6	-18
TELEPHONE & DATA	13	12	14	-	0.9	3.7	3.7	28	4	-2	-26
NII HOLDING INC	8	8	8	0.3	1.5	3.7	3.5	28	21	-34	-51
LEAP WIRELESS	-	-	-	-	1.2	9.2	7.0	22	18	-19	-22
MILLICOM INTL	9	9	8	0.5	3.8	3.4	2.9	39	25	-24	-49
METROPCS COMMUNI	34	30	22	1.0	2.6	9.4	7.1	29	-3	2	-2
ROGERS COMM-B	16	17	16	0.4	4.6	7.7	7.0	36	9	6	-8
北美地区平均	14	33	14	1.3	2.0	5.6	4.9	29	8	-16	-32

市盈率=最新股价/前12个月EPS；本年市盈率=最新股价/预测本年EPS；预测下一年市盈率=最新股价/预测下一年EPS；EV/本年EBITDA=当前企业价值/本财年估计EBITDA；EV/下年EBITDA=当前企业价值/下一财年估计EBITDA。股价为2009年1月2日股价。

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部。

通信设备业估值国际比较

表 3：国际通信设备厂商估值及市场表现

公司	市盈率	本年市 盈率	预测下 一年市 盈率	PEG	PB	EV/本年 EBITDA	EV/下年 EBITDA	近 1 月涨 跌	近 3 月涨 跌	近 6 月涨 跌
思科	12	12	12	0.9	2.8	7.4	6.9	6	-20	-27
诺基亚	8	9	12	-	3.1	5.4	6.8	10	-13	-27
爱立信	15	14	14	-	1.5	6.3	6.0	7	7	-3
阿朗	-	-	48	-	0.4	4.0	4.5	5	-41	-56
摩托罗拉	29	82	30	2.1	0.7	10.1	7.7	7	-31	-34
北电	-	-	-	-	-	3.5	4.6	-51	-84	-96
高通	17	18	16	1.0	3.4	13.4	10.9	16	-9	-18
中兴通讯-A	39	21	16	1.1	2.9	8.3	6.5	8	-7	-39
中兴通讯-H	20	16	12	0.6	1.4	11.1	8.7	28	-21	-42
UTSI	-	-	-	-	0.5	-	-	32	-33	-58
CTV	5	5	6	0.6	0.8	4.3	5.2	46	-44	-68
ELQAV	-	-	-	-	0.2	3.9	3.0	3	-52	-70
GLW	6	6	11	0.3	1.2	7.6	20.4	18	-32	-55
HRS	11	10	9	0.6	2.4	6.0	5.5	22	-6	-19
JNPR	18	16	15	1.0	1.7	7.8	7.3	13	-1	-19
RIM	14	12	11	0.6	4.5	7.6	6.9	1	-23	-57
TLAB	28	22	23	3.1	0.9	1.7	1.7	3	6	-4
平均	17	19	17	1.1	1.8	6.8	7.0	10	-24	-41

市盈率=最新股价/前12个月EPS；本年市盈率=最新股价/预测本年EPS；预测下一年市盈率=最新股价/预测下一年EPS；EV/本年EBITDA=当前企业价值/本财年估计EBITDA；EV/下年EBITDA=当前企业价值/下一财年估计EBITDA。股价为2009年1月2日股价。

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部。

运营商近期营销措施

我们对近期运营商动向进行了整理。从各运营商的动向看，电信首先发动了 3G 前夜强有力的攻势，其 189 广告已于 1 个多月前展开强力宣传，并于 08 年 12 月底正式才全国放号，同时推出多项优惠套餐。此举引发了中移动的一系列反应，这些反应措施也是很强劲的，重点在于吸引、稳住 2G 用户，并准备向电信的家庭和企业用户领域发起攻势。中国联通于近日完成了集团合并，正式加入到此番竞争中。09 年运营商之间的竞争将趋向多样化、竞争也将更为激烈。

表 5：近期三大运营商的业务及营销举措

中国移动	中国电信	中国联通
08 年 12 月底推出全球通 58 元套餐；	08 年 12 月 22 日 189 号段正式全国性放号，CDMA 天翼品牌正式推出，推出多项优惠套餐	08 年 12 月底四川联通资费全面下调
09 年 1 月 1 日起，在北京、上海等多个省市大幅下调了 GPRS 数据流量资费标准，其中包月套餐降幅达 2/3，超出套餐部分降为 0.01 元/KB	未来只要手机功能支持,133 和 153 用户也可享有 189 的所有业务，且资费标准也一样	09 年 1 月 6 日新联通集团层面合并完成
1 月 7 日发布中国移动 3G 标识 G3		固移捆绑业务正在酝酿中
无线 TD-SCDMA/GSM 固定电话即将推出，目标瞄向家庭和企业用户		
TD 188 号段即将放号		

资料来源：中信证券研究部整理。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			