



研究员：程思琦 电话：0411--39673224

2009 年 1 月 13 日星期二

(市场有风险·投资须谨慎)

3G 业务短期内影响电信行业业绩

事件：

1 月 7 日工信部发放了 3 张 3G 牌照，标志着我国自 09 年起步入了 3G 时代。在此，我们有必要分析 3G 业务的开展将会对我国电信运营商带来怎样的影响。

点评：

新一轮投资将使运营商的折旧费用上升。我们对未来三大运营商的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 2400 亿元、2815 亿元、2860 亿元。三年资本支出总额达 8000 亿元之多，其中，移动业务支出占比达到 70%，投资额超过 5600 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。

09-10 年折旧增加造成行业利润减少。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，我们认为 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。

销售费用将因竞争加剧而上升。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。

投资建议：我们认为 09 年电信行业的利润率将趋于下降。首先，行业收入增长将进一步放缓：2008 年以来，移动新增用户的增幅出现了快速下降；金融危机和宏观经济下滑影响高资费的语音话务量的需求下滑；行业目前处于转型期的前夜，整体渗透率的增幅在趋缓；进入 3G 后运营商也面临 3G 语音资费下滑和数据业务短期难以大幅提升的局面，因此 3G 业务短期内对运营商收入贡献有限。其次，08~10 年是运营商资本开支的高峰期，预计较高的资本开支对折旧的影响从 09 年开始显现，因此运营商网络折旧摊销费用在 09 年将显著提高。最后，08 年电信行业重组的目的就是引入竞争机制，改变行业失衡的竞争格局，因此行业竞争的加剧势必会带来各运营商运营费用的大幅增长。综上，我们给予行业以及中国联通“中性”的投资评级。

表1：重点关注公司估值和评级

公司名称	股票代码	股价 (2009.1.12)	每股收益			市盈率			评级
			08E	09E	10E	08E	09E	10E	
中兴通讯	000063	26.40	1.54	2.02	2.32	17.1	13.1	11.4	增持
亨通光电	600487	10.62	0.534	0.639	0.81	19.9	16.6	13.1	增持
中天科技	600522	9.74	0.50	0.667	0.80	19.5	14.6	12.2	增持
武汉凡谷	002194	17.54	0.644	0.846	1.17	27.2	20.7	15.0	中性
中国联通	600050	4.82	0.25	0.27	0.30	19.3	17.9	16.1	中性

资料来源：Wind资讯 大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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、刊登或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司