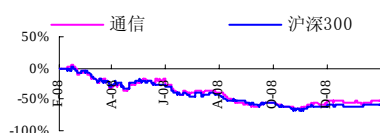


电信服务、通信设备

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
通信行业	7.2%	28.4%	-52.3%
沪深 300	16.0%	24.7%	-57.4%

重点公司	6m%	YTD%	评级
中兴通讯	-29.0%	-43.0%	增持
中国联通	-25.8%	-59.1%	增持
国脉科技	-3.6%	-45.5%	增持
远望谷	-20.8%	-21.7%	增持

分析师

蒋传宁

电话：0755-83706290

邮件：jiangcn@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **电信业务收入增长有所放缓，结构性增长依然较快。**随着基数上升，新增用户低端比重较大，国内电信业务收入有所放缓，2008 年收入同比增长 7%。不过，结构性增长动力依然较强，比重超过 50% 的移动业务同比增长 15.1%，数据业务同比快速增长 35.7%。
- **3G 业务推出将逐步改变中国联通弱势格局。**中国联通因网络建设稍滞后，短期客户争夺暂处劣势。不过我们依然认为，随着下半年覆盖的完善及 3G 服务的推出，中国联通短期不利局面将逐步缓解，未来其将受益于 WCDMA 网产业链的成熟及全球覆盖优势，并且其未来仍有可能进一步受益不对称政策，我们对中国联通的长期发展前景仍抱有信心。
- **国内移动设备投资正步入新一轮上升周期。**电信重组后，国内电信投资开始提速，中国电信迅速推进 C 网扩容升级、中国移动进行 TD 网二期扩容，2008 年 11、12 月完成投资额 1100 亿元，全年投资额达 2953.7 亿元，同比增长 29.6%，超出预期。随着中国联通加紧启动 G 网扩容及升级建设以及中国移动加大 TD 网三期投资，预计 2009 年国内电信投资将继续提高，有望达 3200-3500 亿元。2010 年可望保持这一投资规模。
- **国内品牌厂商 3G 版图占据优势。**继 C 网、TD 二期扩容中获得领先地位，中兴通讯在中国联通 WCDMA 网建设中策略得当，作为 WCDMA 第二集团厂商获得了 21.5% 的市场份额，高出我们预期区间 10-20% 的上限，取得了较为有利的结果。相比 2G 时代，国内品牌厂商在 3G 建设中取得了优势地位，中兴通讯成为了 3G 设备第一梯队供应商。
- **我们维持对通信行业 09 年持乐观的看法。**建议关注电信投资提速的受益者、国际市场份额提高的中兴通讯。未来 3G 争夺有望占优的中国联通。此外，建议关注未来有持续增长潜力的国脉科技。

电信业务整体增长有所放缓, 结构性增长动力依然较强

数据业务高速增长, 移动业务是主要增长动力

2008 年移动业务增长 15.1%, 其在电信业务中的比重达 55.11%, 是电信业务增长的主要动力。数据业务同比高速增长 35.7%。相比之下, 固定本地电话业务收入同比下降 9.4%, 固定长途电话业务同比下降 7%。国内电信业务总体增速放缓, 2008 年同比增长 7%。

表 1: 2008 年 1-10 月电信子行业占比及增长情况

	电信业务	移动	数据	固定	长途
增长率 (%)	7	15.1	35.7	-9.4	-7
比重 (%)		55.11	9.81	20.71	14.24

资料来源: 工业和信息化部

移动业务增长动力仍强

国内移动用户继续快速增长, 08 年增加了 9392.4 万户 (月均增加 782.7 万户), 2006、2007 年月均增加数分别为 564 万户、719 万户, 移动用户增长呈加快之势。国内移动用户相对较低的普及率以及移动用户对小灵通用户的替代共同推动了移动用户的快速增长。

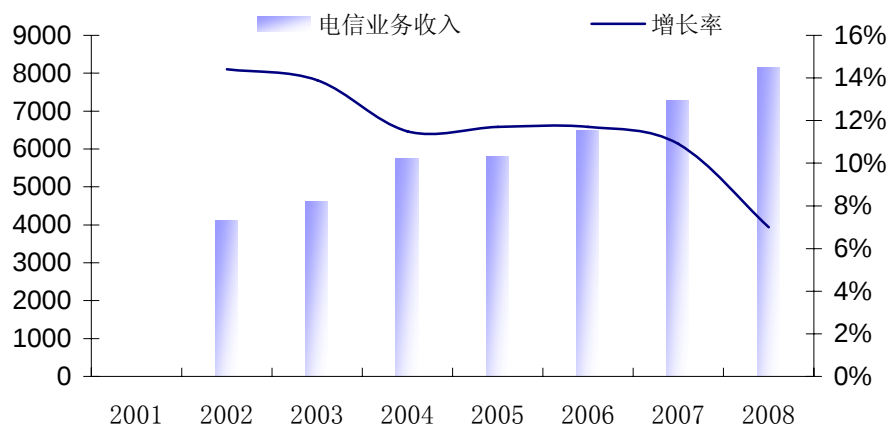
国内移动用户普及率 (48.5%) 仍然偏低, 未来移动用户发展空间仍然巨大。随着农村城市化发展、国家政策向民生倾斜, 居民可支配收入趋于上升, 我们认为未来国内移动电话用户仍将呈快速发展态势, 预计未来 2-3 年每年新增移动用户 6000 万-8000 万户。移动业务依然是未来 2-3 年电信业务增长的主要动力, 其增长率可达 12-16%。

数据业务快速增长趋势依然

宽带用户规模快速上升, 08 年新增了 1701 万户, 达到 8342.5 万户。宽带用户规模上升推动数据业务快速增长。由于国内互联网用户普及率较低, 宽带业务有很大的发展空间, 我们认为未来 2 年数据业务依然将保持快速增长, 增长率不低于 30%。随着数据业务比重上升, 其对电信业务增长推动力不断加强。

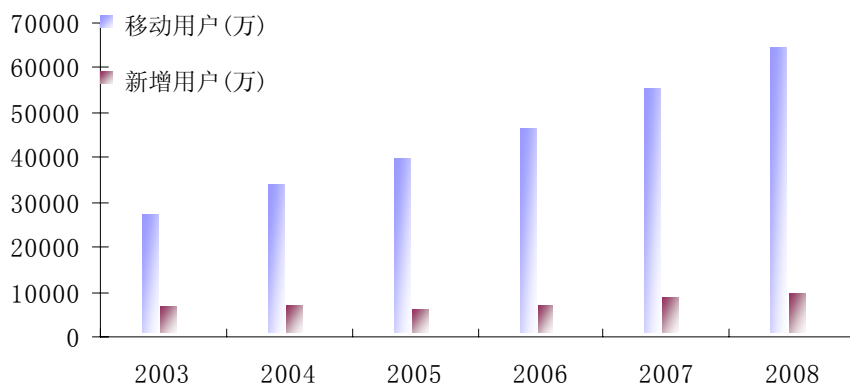
随着移动业务竞争加剧以及基数上升,我们认为,09 年电信业务收入增速将继续放缓,保持个位数增长。但 3G 业务的推出将会逐步提升用户 ARPU 值,我们认为,2010 年后电信业务收入增速有望回升。

图 1: 国内电信业务收入及增长率



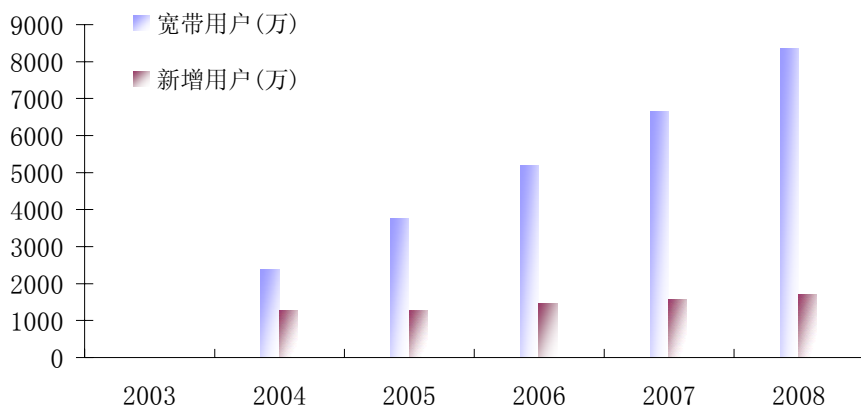
资料来源: 工业和信息化部

图 2: 国内移动用户数及新增用户情况



资料来源: 工业和信息化部

图 3: 宽带用户数及新增情况

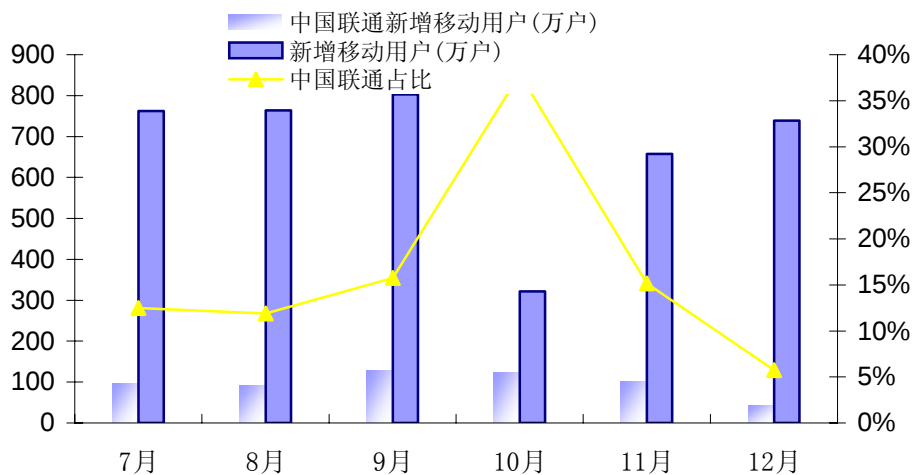


资料来源: 工业和信息化部

3G 业务推出将逐步改变中国联通弱势格局

中国联通正在加紧进行 G 网扩容及 WCDMA 网络升级建设, 尽快完善 G 网覆盖、提供差异化 3G 服务, 预计 09 年下半年, 中国联通可提供 3G 服务。短期而言, 由于中国电信率先扩容、中国移动加大 TD 扩容, 在争抢 3G 用户及新增用户中获得先发优势, 而中国联通因 3G 牌照 09 年 1 月才发放, 网络建设稍滞后, 短期客户争夺暂处劣势。不过我们依然认为, 随着中国联通覆盖的完善及 3G 服务的推出, 中国联通短期不利局面将逐步缓解, 未来其将受益于 WCDMA 网的成熟及全球覆盖优势, 并且联通未来仍有可能进一步受益不对称政策, 我们对中国联通的长期发展前景仍抱有信心。

图 4: 中国联通新增移动用户及国内新增移动用户情况



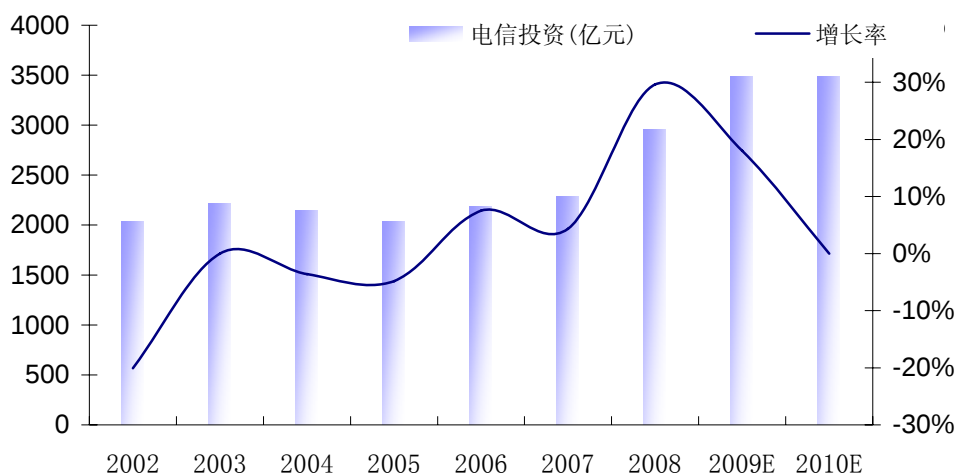
资料来源: 工业和信息化部

电信投资加速

电信重组后，国内电信投资开始提速，中国电信迅速推进 C 网扩容升级、中国移动进行 TD 网二期扩容，2008 年 11、12 月分别完成投资额 307 亿元、796 亿元，而前 10 个月仅 1850 亿元，2008 年全年电信投资额达 2953.7 亿元，同比增长 29.6%，超出预期。

随着 09 年 1 月 3G 牌照发放，中国联通加紧启动 WCDMA 网络建设，09-10 年将投资 1000 亿元进行 G 网扩容及升级(WCDMA)建设，其中 2009 年将投资 600 亿元。与此同时，中国移动不久前也表示 09 年将进行 TD 网三期扩容，投资额升至 588 亿元，明显高于二期 200-300 亿元水平，考虑数据通信、光通信投资增长，我们预计 2009 年国内电信投资将继续提高，有望达 3200-3500 亿元。2010 年可望保持这一投资规模。

图 5：国内电信投资情况及预测（亿元）



资料来源：工业和信息化部，国海证券研究所

国内品牌厂商 3G 版图占据优势

继 C 网、TD 二期扩容中获得领先地位，中兴通讯在中国联通 WCDMA 网建设中策略得当，作为 WCDMA 第二集团厂商获得了 21.5% 的市场份额，高出我们预期区间 10-20% 的上限，取得了较为有利的结果。相比 2G 时代，国内品牌厂商在 3G 建设中取得了优势地位，中兴通讯成为了 3G 设备第一梯队供应商。

表 2: 中国联通 G 网扩容升级供应商份额

厂商	份额
华为	30.60%
爱立信	26.50%
中兴	21.50%
诺西	11.10%
上海贝尔	10.20%

资料来源: 中国通信网

我们认为, 受益国内电信投资上升周期以及国际市场份额不断上升的中兴通讯可作为重点配置品种。

重点公司

表 3: 公司评级

代码	公司	股价 (2 月 3 日)	EPS (元)				P/E (X)				每股净资产		评级
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	(元)	P/B (X)	
000063	中兴通讯	30.02	0.93	1.29	1.7	2.06	32.28	23.27	17.66	14.57	10.59	2.83	增持
600050	中国联通	5.04	0.266	0.295	0.334	0.335	18.95	17.08	15.09	15.04	4.53	1.11	增持
002161	远望谷	20.85	0.42	0.58	0.8	1.06	49.64	35.95	26.06	19.67	3.36	6.21	增持
002093	国脉科技	13.26	0.232	0.282	0.404	0.55	57.16	47.02	32.82	24.11	1.59	8.34	增持

资料来源: 国海证券研究所

中兴通讯: 未来三年增长趋势清晰

国内 3G 版图占据优势。公司 C 网、TD 网络扩容或升级中居领先地位, 在中国联通 WCDMA 网建设中获较好份额, 成为国内电信新一轮投资增长的主要受益者之一, 在未来国内电信后续扩容投资中将占据有利位置。

在全球经济危机背景下, 公司丰富的组网经验、较低的研发成本将助其国际市场特别是价格敏感性更高的发展中国家获得较快增长, 提高市场份额, 公司与国际领先厂商差距不断缩小, 公司成为具有国际竞争优势的跨国通信设备厂商。

随着移动新业务推出加快, 公司定制手机模式将受益, 手机业务也将稳步增长。

未来三年稳步增长态势明确。预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 1.29、1.70、2.06 元，以 2 月 3 日收盘价计，公司动态市盈率分别为 23.27、17.66、14.57 倍，PEG 仍低于 1，08 年动态市销率仅 0.89 倍，与国际厂商相比，估值水平仍不算高，考虑公司较好的成长性及全球市场份额上升趋势，维持“增持”评级。

表 4: 通信设备国际估值比较

公司	价格	EPS			PE (X)			PEG	PB	PS
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E			
NOKIA	13.39	1.99	1.50		11.38	9.34			2.44	0.82 (TTM)
QUALCOMM	34.18	2.07	2.51		20.22	15.61		2.09		5.22 (TTM)
LM ERICSSON ADR [	7.23	0.71	0.69		13.95	11.60			1.5	0.90
MOTOROLA	4.54	0.06	0.11		227.00	454.00				1.01 (TTM)
ALCATEL-lucent	1.89	-0.04	0.26							
平均					15.18	12.18				
中兴通讯 A	30.02	1.29	1.7	2.06	23.27	17.66	14.57		2.83	0.89
中兴通讯 H (HK\$)	22.45	1.46	1.93	2.34	15.33	11.64	9.60		1.87	

资料来源: BLOOMBERG、YAHOO 财经，国海证券研究所

中国联通：长期前景可以期待

短期而言，中国电信、中国移动在 3G 业务上获得先机。但随着公司 WCDMA 网覆盖完善及网络升级，估计下半年公司将会推出 3G 服务。届时公司凭借 WCDMA 网络成熟的产业链、全球完善的覆盖吸引客户。此外，不排除政府当局未来进一步推出不对称政策。

预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.746、0.334、0.335 元，中国联通 A 股 2008-2010 年动态市盈率分别为 6.76、15.09、15.04 倍，09 年 PE 高于国际主要公司平均水平（10.04 倍），但 PB 为 1.43 倍，低于国际平均水平 1.66，考虑公司长期前景，我们维持长期“增持”评级。联通（红筹）2008、2009 年动态 PE 分别为 3.12、6.97 倍，PB 仅 0.66 倍，估值相当有吸引力。

表 5: 电信运营商国际估值比较

	价格 (2 月 3 日)	EPS		PE		PS	PB	PEG	未来 5 年净利 增长
		2008E	2009E	2008E	2009E				
AT&T	25.16			11.25	10.10	1.36	1.54	1.88	6.31
Verizon	30.59			12.15	11.52	0.99	2.08	1.64	6.55
BCE	24.86			11.54	11.64	1.79	1.34	5.57	3
FRANCE TELE	18.06			8.90	8.83	1.21	1.62	3.8	12.2
Telefonica	13.92			8.71	8.08	1.87	3.87	1.57	10
Vodafone				10.00	9.07	2.26	0.93	1.33	
Deutsche Tele				13.55	11.99	1.04	1.04	3.08	
NTT DOCOMO				16.01		1.38	1.43		
KDDI				10.72		0.76	1.3	1.29	
HUCHISON				7.05	10.67	2.74			
Telekom Australia				12.92	9.65	1.75	1.79	0.98	
SK Telecom				10.23	8.81	1.51	1.29		
平均				11.09	10.04	1.56	1.66	2.35	
中国移动				10.86	9.82	7.23	3.01	0.65	
中国电信				8.89	10.72	2.63	0.88	2.80	
联通 A	5.04	0.746	0.334	6.76	15.09		1.43		
联通 (红筹)	6.96	2.23	1.00	3.12	6.97		0.659		

资料来源: BLOOMBERG, YAHOO 财经, 国海证券研究所

注: 中国联通 08 年业绩考虑了出售 CDMA 的一次性收益, 每股净资产也已按合并网通及出售 CDMA 作了调整

国脉科技: 未来快速成长依然

黑龙江国脉的收购, 实现向省外扩张, 获得新的增长空间。与此同时, 公司还获得甲级设计资质、专业团队, 为公司向全国市场进一步扩张奠定了基础。未来公司可以构建有吸引力的平台进一步吸引专业团队加盟, 实现快于行业增长速度。

国内电信设备存量规模巨大、并且随着电信投资继续上升, 国内电信设备维护市场将呈持续增长态势。随着国内电信市场竞争加剧, 未来运营商将更专注于核心业务和业务创新, 而非核心业务如维护外包的倾向将更明显。国脉作为具有丰富的全网、多厂商系统设备维护经验和强大的后台支持、拥有成熟专业服务团队的服务商, 未来向全国扩张的潜力较大。

平台的设立、专业团队加盟为公司数据业务增长打开了广阔的发展空间。先后为中国移动、中国电信、北京华迪、农业银行签订合同, 提供 Juniper 或其他数据产品及服务。数据业务服务业务的快速发展一方

面得益于行业快速的增长态势，另一方面，公司良好的服务也是获取份额的保证。未来增值业务在通信业务的比重将不断提高，基于 IP 的网络技术是通信未来发展趋势，公司对数据业务服务上的重视有助于其未来通信业务格局演变中占据有利位置。

公司未来三年仍处较快的增长期，预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.28、0.40、0.55 元，动态 PE 分别为 46.4、32.5、23.8 倍，未来三年年复合增长率为 30-50%。08 年 PEG 约为 1，考虑公司长期增长潜力较大，资产较轻，PEG 可以取 1—1.5。给予“增持”评级，建议回调介入。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。