

运营商面临竞争压力 设备商估值偏高

——通信行业 2009 年 1 季度动态跟踪报告

行业评级

通信运营 中性（维持）

通信设备制造 中性（维持）

重点公司（03 月 17 日）

中兴通讯 34.25 元 推荐（下调）

	08E	09E	10E
EPS	1.27	1.69	2.04
P/E	26.97	20.27	16.79

三维通信 14.28 元 观望（下调）

	08E	09E	10E
EPS	0.47	0.62	0.73
P/E	30.32	22.96	19.46

武汉凡谷 21.56 元 观望（下调）

	08E	09E	10E
EPS	0.77	1.00	1.18
P/E	28.00	21.56	18.27

国脉科技 14.38 元 观望（下调）

	08E	09E	10E
EPS	0.29	0.46	0.69
P/E	49.55	31.26	20.84

相关研究

通信行业2009年投资策略

2008年12月28日

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

2009 年 03 月 17 日

投资要点：

- 2008 年下半年，由于中国联通和中国电信忙于重组，中国移动的优势继续扩大。根据 2009 年 1 月的运营数据，虽然从整体上看，1 月份新增用户市场份额中国移动仍然一家独大，但弱势运营商的新增用户市场份额已经开始恢复。
- 2009 年 1 月 7 日，工信部正式向三大运营商发放 3G 牌照，中国移动获得 TD-SCDMA 牌照，中国电信获得 CDMA2000 牌照，中国联通获得 WCDMA 牌照。预期 2 季度末，三家运营商将正式开始 3G 业务的竞争。
- 我们预期，2009 年通信运营行业收入增速下滑的格局将无法改变。电信资费水平继续下降、行业内竞争程度明显加剧、3G 业务无法形成规模，都使得运营行业收入增速下滑的局面难以改观。
- 2008 年国内电信固定资产投资增速要明显高于我们之前的预期，2008 年 11 月和 12 月，国内电信固定资产投资单月同比增幅分别达到 59%和 98%。国内电信固定资产投资的爆发，为通信设备制造商国内业务收入的增长提供了保证。
- 虽然根据工信部的数据，2008 年 1-11 月份通信产品出口增速比 2007 年同期增速下降了 5.7 个百分点，回落到 16.5%，但国内部分优质通信设备制造商的出口增速仍然可观。
- 由于通信运营行业业绩未来面临很大的压力，因此，我们给予行业“中性”的评级；虽然通信设备制造行业的增长明确，但行业的估值已经很高，因此，我们同样给予行业“中性”的评级。

走势图



目录

一、通信运营商前景仍不乐观.....	3
(一) 用户增长开始恢复正常.....	3
(二) 通信业务收入继续下滑.....	5
(三) 2009 年通信运营行业局面仍难改观.....	5
电信价格水平持续下降.....	6
新增移动用户中低端用户比例继续增加.....	6
3G业务 09 年难成气候.....	7
二、优质设备制造商业绩增长明确.....	8
(一) 国内电信投资增速好于预期.....	8
(二) 通信设备出口增速预期将继续放缓.....	8
(三) 优质上市公司的出口受到影响较小.....	9
三、2009 年 2 季度行业投资策略.....	10
(一) 行业评级.....	10
通信运营行业—面临巨大竞争压力.....	10
通信设备制造行业—估值已然偏高.....	11
(二) 重点公司分析.....	12

一、通信运营商前景仍不乐观

（一）用户增长开始恢复正常

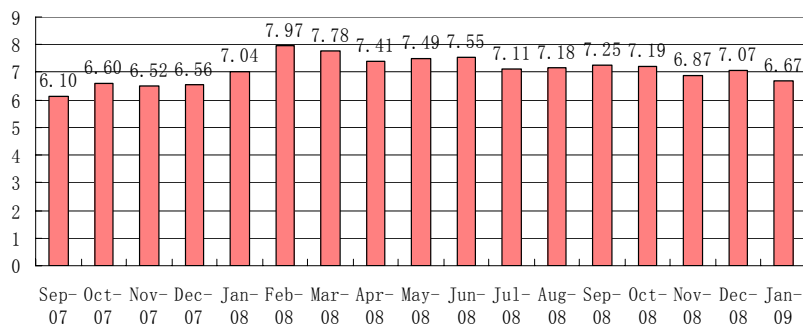
2008 年下半年，中国电信的 CDMA 用户连续 6 个月负增长，共流失用户约 260 万，此外，中国电信在 2008 年 10 月份一次性确认减少 CDMA 用户 1265 万，截至 2008 年底移动用户数为 2791 万。

中国联通的用户数增速也在 2008 年下半年出现明显下滑。2008 年 12 月更是出现固定电话用户减少 4871 万，宽带接入用户减少 2.2 万，移动用户增长 42.4 万的年内最糟状况。

我们认为，2008 年下半年，中国电信和中国联通运营数据欠佳的原因主要有两个：一是运营商的精力主要放在电信重组上，二是运营商集中确认无效用户。

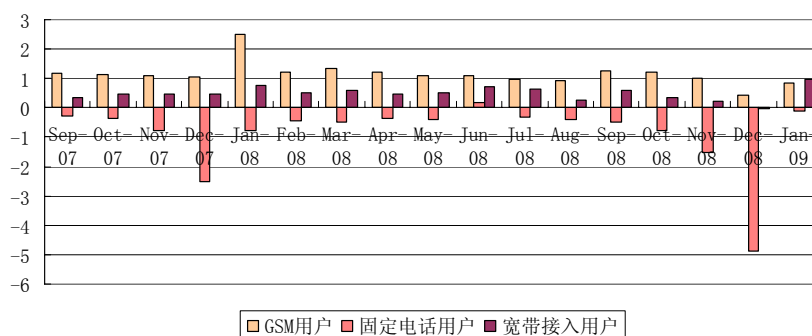
中国联通、中国电信、中国移动公布的 2009 年 1 月运营数据显示，三大运营商的重组已基本完成，行业的运营情况已经开始恢复正常。

图 1、中国移动月度新增用户数（单位：百万户）



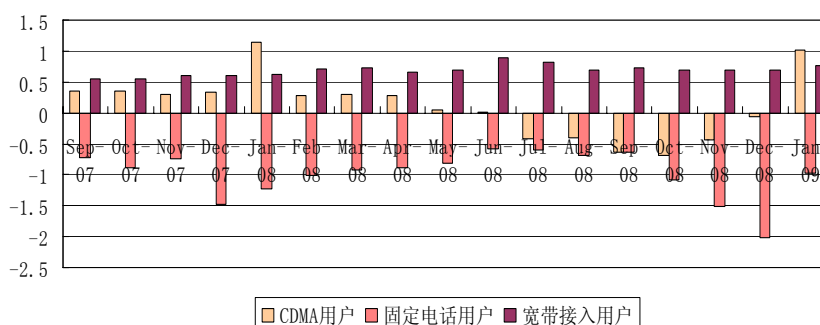
资料来源：公司数据、华泰证券研究所

图 2、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

图 3、中国电信各业务月度新增用户数（单位：百万户）



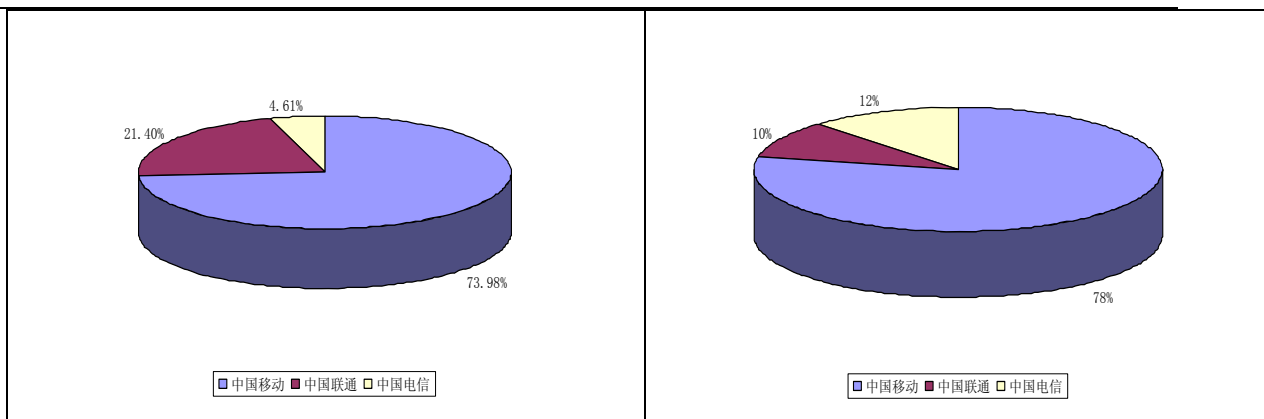
资料来源：公司数据、华泰证券研究所

中国 2009 年 1 月 CDMA 移动电话用户开始出现正增长，净增加用户 102 万户，累计达到 2893 万户；中国联通的宽带接入用户也恢复到正增长

对于最重要、竞争最激烈的移动用户市场份额，虽然从整体上看，1 月份新增用户市场份额中国移动仍然一家独大，但弱势运营商新增用户市场份额已经开始恢复。

图 4、移动用户市场份额

移动存量用户市场份额	移动新增用户市场份额
------------	------------

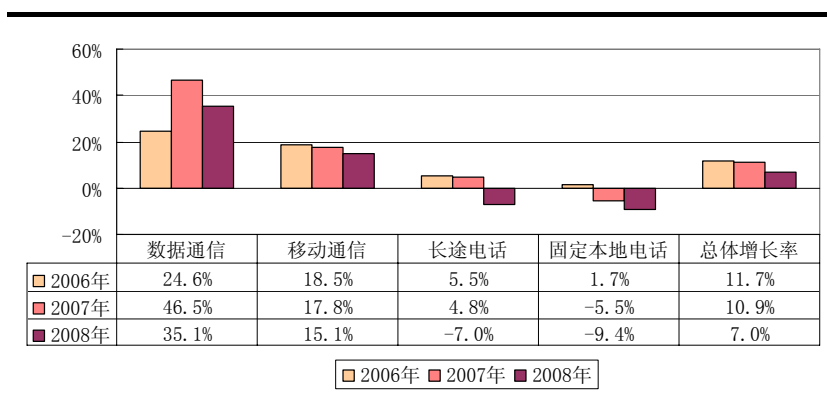


资料来源：公司数据、华泰证券研究所

(二) 通信业务收入继续下滑

通信业务收入增速下滑的速度超出我们的预期。工信部公布的数据显示，2008 年通信业务收入同比增长 7%，低于 GDP 增速 2 个百分点，2008 年 12 月的单月收入同比增长仅为 5.9%。

图 5、通信运营行业各业务收入增长率比较



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

2008 年，行业中各项业务收入的增速都有所下滑。其中，移动电话业务较为稳定，数据通信业务虽然增速明显放缓但仍然超过 30%，两项业务成为行业增长的主要动力。固定电话业务连续两年出现负增长。

(三) 2009 年通信运营行业局面仍难改观

对于 2009 年通信行业收入的增速，我们仍然持悲观的态度。我们预期，2009 年上半年，行业总体收入增长率要小于 2008 年 7% 的水平。主要的原因有以下几点：

电信价格水平持续下降

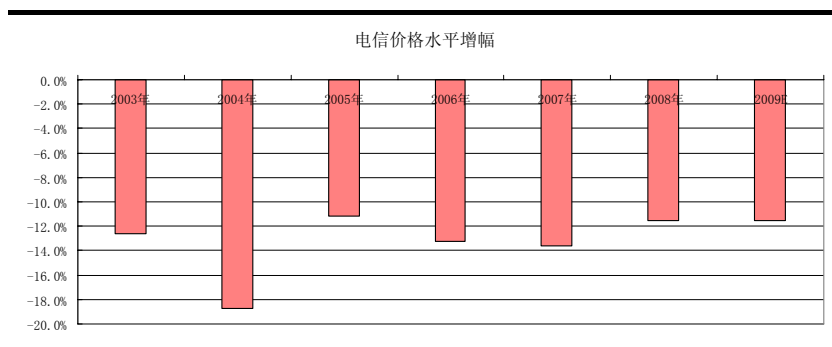
3月10日，工业和信息化部部长李毅中在十一届全国人大的记者会上表示，随着电信业的发展和有序竞争格局的形成，电信资费还有降低的余地，比如说手机漫游费，工信部已经规定了漫游费的上限要往下降，中国移动漫游费去年与上年相比降低了42%，中国联通与上年相比降低了35%。固定电话的区域通信费也在降低，大概由每分钟5毛多钱降低到3毛多钱。关于移动电话的双改单问题，新开的服务项目必须是单向收费，不能是双向收费，然后两种费用制度并存，由消费者来选择，最终要过渡到单向收费。

随着中国电信移动品牌“天翼”的发布，通信行业的“价格战”已经渐渐开始。许多运营商的省级公司都推出各类优惠活动，尤其是移动数据业务的资费更是大幅下降。移动、固话、宽带业务的融合（如家庭内固定电话和移动电话之间通话免费等）也间接的降低了通信资费。

对于未来的3G网络运营，由于中国移动逐渐加大了推行TD网络的力度，因此，整个3G业务的资费水平不会很高。根据目前市场上的信息，中国移动为了弥补3G标准的劣势，其确定的3G语言资费比目前的2G资费还低。

我国电信价格水平最近几年的降幅一直超过10%。2008年电信价格水平的增幅为-11.5%。我们预期2009年的降幅仍然会超过10%。

图6、电信价格水平



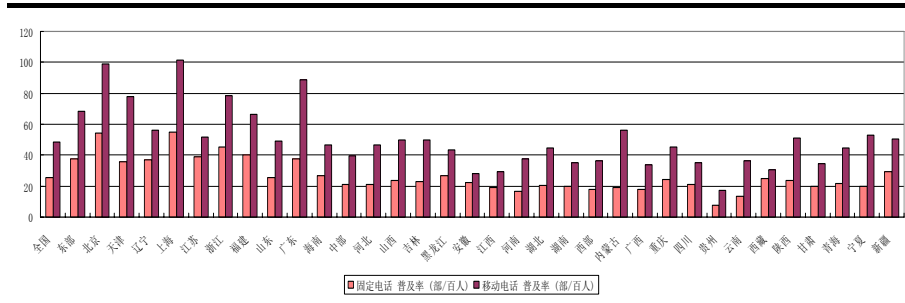
资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

新增移动用户中低端用户比例继续增加

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。

由于北京、上海、广东等发达地区的通信渗透率已经很高，因此目前新增用户中来自中西部和农村地区的用户逐渐增加，而这些地区的新增用户多为低端用户。

图 7、2008 年底通信业务普及率



资料来源：工业和信息化部、华泰证券研究所

新增用户中低端比例增加使得用户增长对于收入增长的贡献度越来越小。

3G 业务 09 年难成气候

2009 年 1 月 7 日，工信部正式向三大运营商发放 3G 牌照，中国移动获得 TD-SCDMA 牌照，中国电信获得 CDMA2000 牌照，中国联通获得 WCDMA 牌照。牌照发放之后，各运营商对于 3G 网络的建设

和 3G 服务的提供都非常积极。三家运营商中，中国移动已经开始提供 3G 业务。1 月 10 日，中国移动表示 2009 年将投资 588 亿元，新建约 6 万个 TD-SCDMA 基站，实现网络覆盖 238 个地级城市的业务热点区，占全国地级城市数量的 70% 以上，其中东部省（市）的地市将实现全覆盖。与此前中国移动 2009 年 3G 网络投资计划相比，新计划增加了约 200 个城市的覆盖。

中国联通 WCDMA 网络的招标在春节前顺利结束，预期公司将在 5 月 17 日推出 3G 服务。中国电信在 2 季度初也将在部分城市推出 3G 业务服务。

然而由于 3G 网络的建设投入巨大、形成规模 3G 用户需要时间、中国移动对 3G 网络投资的加大，3G 网络 2009 年很难实现大量的收入，3G 业务全年盈利的可能性也几乎为零。

结论:

竞争的加剧、资费的降低、用户结构的变化、3G 业务的折旧和运营费用的压力,都使得通信运营行业 2009 年的业绩增长很难保证。

二、优质设备制造商业绩增长明确

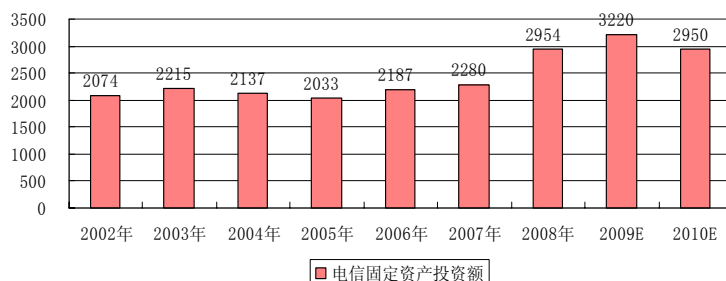
(一) 国内电信投资增速好于预期

根据工信部公布的数据,2008 年国内电信固定资产投资达到 2953.7 亿,同比增长高达 29.6%。这一数据远好于我们之前的预期。我们认为,差异产生的原因主要是运营商的投资积极性要高于我们之前的预期,部分投资由 2009 年提前到 2008 年。2008 年 11 月和 12 月,国内电信固定资产投资单月同比增幅分别达到 59%和 98%。

3G 牌照发放后,三大电信运营商中,中国电信和中国联通的投资计划目前基本符合市场预期,而中国移动对于 TD 网络的投资力度有所加大。1 月 10 日,中国移动表示在 2009 年要将 TD 基站数量增加到约 8 万个,计划新增覆盖范围由原来的 38 个城市增加到 238 个地级城市的业务热点区,占全国地级城市数量的 70%以上。

尽管我们认为,我们前期预测 2009 年的投资有部分已提前到 2008 年底发生,但是考虑到中国移动对于 TD 网络的投资力度有所加大,因此我们仍然维持 2009 年全年超过 3000 亿的电信固定资产投资预期,但增速下降到 9%。

图 8、通信行业固定资产投资预期 (单位:亿元)



资料来源:工业和信息化部、华泰证券研究所

(二) 通信设备出口增速预期将继续放缓

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。

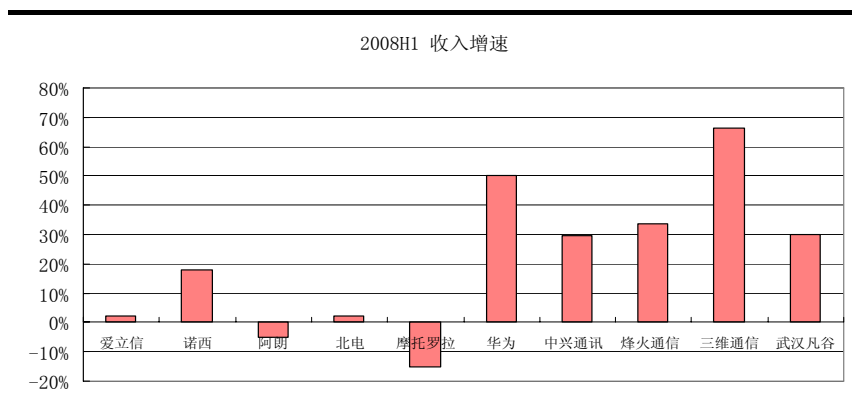
根据工信部最新公布的数据，2008年1-11月份，我国通信设备产品出口804亿美元，同比增长16.5%，增幅比去年同期下降5.7个百分点；进口174.28亿美元，同比增长0.44%，增幅比去年同期回升5.5个百分点。

全球金融危机是我国通信产品出口增长率下降的主要原因。我们预期，全球经济下滑的影响在2009年仍然会继续，2009年通信设备产品出口的增速仍会继续下滑。

（三）优质上市公司的出口受到影响较小

从全球的设备制造行业看，受到金融危机影响最为严重的并不是我国通信设备制造商，而是国际通信设备制造巨头。一方面，金融危机直接影响到国际通信设备制造商的财务状况；另一方面，金融危机对通信运营商的影响也间接影响到国际设备制造商。金融危机使得通信运营商更加重视成本的控制，因此，运营商更加倾向于价格相对低廉的“中国制造”产品。

图9、全球通信设备制造商收入增速



注：三维通信数据为年报数据

资料来源：公司报告、华泰证券研究所

国际通信运营商采购趋势的变化使得国内部分优秀公司的出口在大环境下滑的情况下，仍然出现出口的大幅增长。

表1、主要通信设备制造商出口增速

通信设备商	出口增速
中兴通讯 (2008H1)	58.93%
华为 (2008E)	51.69%
三维通信 (2008A)	364.10%
武汉凡谷 (2008H1)	29.93%
烽火通信 (2008H1)	4.13%
中天科技 (2008H1)	134%

资料来源：公司报告、华泰证券研究所

结论:

我们认为，国内电信固定资产投资的增长，使得国内通信设备制造行业成为 2009 年国内少数业绩稳定增长的行业之一；而本次全球金融危机很可能成为我国通信设备制造行业在全球迅速崛起的导火索。

三、2009 年 2 季度行业投资策略

(一) 行业评级

通信运营行业—面临巨大竞争压力

从 2009 年 1 季度的市场运营情况可以看出，通信运营行业的竞争度已经显著增加。

中国电信向移动业务的延伸，中国移动向固网业务的延伸，使得通信资费不断下降，3G 等新业务短期内无法对行业收入的增长形成强有力的支持；竞争的加剧不但会影响到行业收入的增长，而且会显著增加的折旧和运营费用，从而影响到行业的利润率，使得行业的业绩在 2009 年很难保证。因此，我们给予通信运营行业“中性”评级。

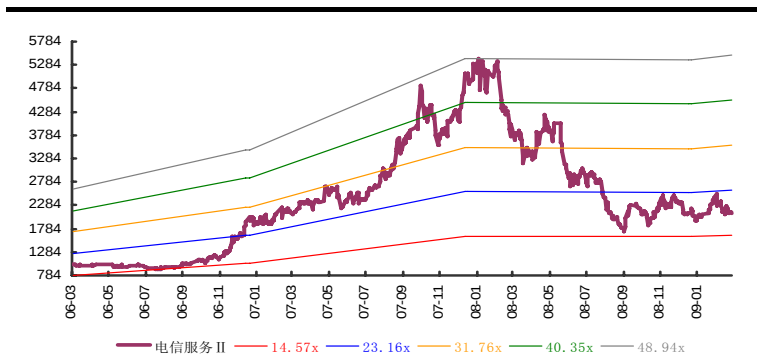
图 10、通信运营行业指数走势图



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。

资料来源：WIND

图 11、电信服务指数近 3 年 PE-Bands



资料来源：WIND

通信设备制造行业——估值已然偏高

由于国内电信投资的爆发，国内通信设备制造行业将成为国内少数业绩稳定增长的行业之一。全球经济的下滑对通信设备出口有一定的负面影响，但是对于拥有技术、管理、人才、成本优势的优质企业来说，全球金融危机很可能帮助企业在国际市场上迅速崛起。

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。以 2007 年净利润为基准的 A 股市场静态市盈率为 17.62 倍，而 WIND 通信设备指数的静态市盈率为 37.36 倍。从整个行业看，我们认为，市场并没有低估行业的成长性。尤其是对于部分通信设备制造商来说，国内电信投资带来的收入增长不可持续，因此不应享有过高的估值水平。所以我们同样给予通信设备制造行业“中性”评级。

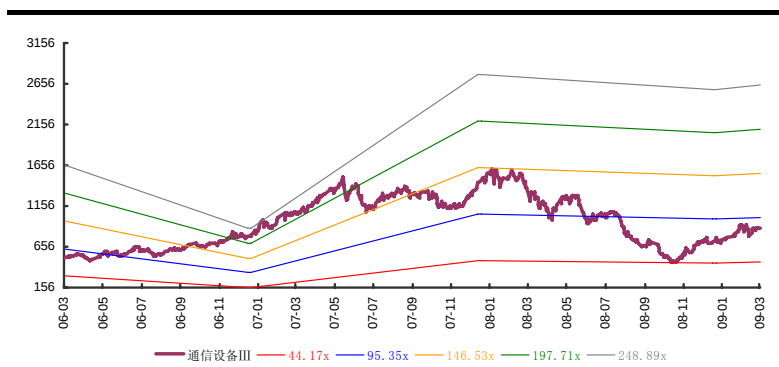
图 12、通信设备制造行业指数走势图



资料来源：WIND

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。

图 13、通信设备指数近 3 年 PE-Bands



资料来源：WIND

(二) 重点公司分析

表 2、重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	03/16 收盘价	EPS (元)			P/E			投资评级
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	
中兴通讯	34.25	1.27	1.69	2.04	26.97	20.27	16.79	推荐
国脉科技	14.38	0.29	0.46	0.69	49.55	31.26	20.84	观望
烽火通信	14.55	0.45	0.57	0.65	32.33	25.53	22.38	观望
武汉凡谷	21.56	0.77	1.00	1.18	28.00	21.56	18.27	观望
华胜天成	13.06	0.43	0.56	0.73	30.37	23.32	17.89	观望
三维通信	14.28	0.47	0.62	0.73	30.32	22.96	19.46	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;