

通信行业

赵军华

0755-82026822

zhaojunhua@cjis.cn

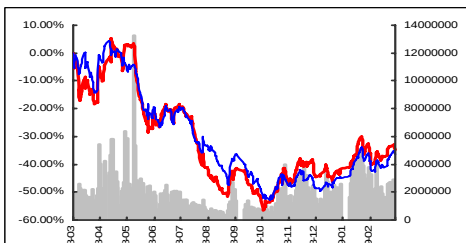
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	32
总市值(亿元)	2315
占A股比例(%)	1.24
平均市盈率(倍)	40.78

行业表现

(%)	1M	3M	6M
通信行业	3.1	32.44	41.29
上证综合指数	3.85	23.71	-0.26



相关报告

《通信行业 2009 年投资策略: 短期看政策, 中期看业绩, 长期看实力》

《通信运营行业-3G 研究之用户篇: 用户 2010 年规模迁转, 市场份额更为均衡》

《通信运营行业-3G 研究之 arpu 篇: 增值业务 ARPU 获提升, 联通电信收入增长加速》

通信行业 2009 年二季度投资策略

看好

以设备商配置作积极防御, 在 3G 变局中寻找突破

通信板块和 3G 概念在 08 年底成为市场热点, 取得超越大盘的收益, 08 年 11 月至今, 该板块上涨近 90%, 而同期上证综指上涨 33%。持续上涨后的方向确实引人关注。我们认为, 由于国内运营商 CAPEX 上半年的爆发性增长, 设备商做为积极防御的品种弥足珍贵, 而伴随 3G 放号, 运营行业的格局变化带来取得超额收益的机会。

投资要点:

- **3G 用户在 09 年迁转比例预计仍低, 从市场空间而言 3G 对于 2009 年的影响尚小:** 我们乐观预测国内 3G 用户在 09 年迁转比例为 3%, 2010 年将达到 12%。
- **08 年下半年国内运营商 CAPEX 达到 46% 的同比增速, 预计该增速在 09 年上半年有望保持, 且实际增速很有可能更高。** 由于 2008 年上半年的增长受重组预期影响而进程滞缓, 因此 2009 年的同比基数较低; 另一方面, 运营商 09 年的 CAPEX 具有集中在上半年投放的迫切性, 因此预测本年 1、2 季度运营商的 CAPEX 仍呈爆发性增长态势。从今年前 2 月基站产量增长 66% 这一数字也印证此观点。
- **设备商上半年海外增长仍望实现正增长, 但增速预测需谨慎。** 中兴通讯、武汉凡谷的海外收入增长率在 08 年下半年出现了一定程度的回落, 预计 2009 年 1、2 季度仍将延续此态势, 但考虑竞争份额提升和新兴市场需求仍强等因素, 预计仍将实现正增长。
- **通信运营商的移动用户仍将维持快速增长趋势, 而全行业的收入增长受经济危机影响, 增速放缓。** 三家运营商共同投入资源拓展移动用户市场, 以及双 SIM 卡用户的增加, 这些因素使得用户增长仍快, 预计 09 年增 1.1 亿户左右; 而受经济危机影响, 收入从 08 年底开始放缓, 09 年前 2 月同比增长基本在 5% 左右, 但考虑用户的增长在下半年带来收入, 预测全年行业收入增长 7.5%。
- **弱势运营商中国联通、电信净增用户市场份额出现上升趋势, 预计 3G 放号后该趋势将得以加强。** 中国移动净增用户份额从 08 年 11 月的 92% 在 09 年 2 月降到 67%, 中国联通、电信份额则提升至 16%、17%。预计 3G 放号后中国联通在 3G 用户的份额将至少达到 30%。
- 对于 2 季度的投资策略, 我们遵循两条投资主线: 主线一: 关注 3G 放号给弱势运营商带来的投资机会。主线二: 关注内需高速增长给设备商带来的投资机会。
- 主线一: 3G 放号给弱势运营商带来机会, 如果用户份额能够得到有效改善, 且借 3G 从中移动获得中高端客户, 则具有突出投资价值。推荐中国联通、中国电信。
- 主线二: 对设备行业而言, 上半年是最佳投资时机, 国内业务出色的业绩表现将带来安全边际, 超预期的增长率带来股价上行空间。推荐三维通信、中天科技、中兴通讯。

股票代码	公司名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
600050	中国联通	0.27	0.61	0.25	0.34	26.04	8.48	21.52	15.82	推荐
000063	中兴通讯	1.31	1.24	1.62	2.15	52.4	26.68	20.37	15.35	强烈推荐
002194	武汉凡谷	1.39	0.77	0.90	1.05	96.22	29.34	23.55	20.06	推荐
600522	中天科技	0.31	0.44	0.56	0.67	33.8	28.85	24.05	19.97	推荐
002115	三维通信	0.52	0.47	0.66	0.79	41.33	31.53	23.00	19.22	推荐
002148	北纬通信	0.63	0.46	0.60	0.79	72.97	36.92	26.81	20.54	中性

目 录

一：通信运营行业 2009 年展望	4
1. 3G 对于通信运营行业的影响进程	4
2. 2009 年通信运营行业的市场空间	5
2.1. 移动业务	5
2.2. 通信运营行业总体收入	6
3. 2009 年通信运营行业的竞争格局	7
3.1. 重组后的竞争形势日趋激烈	7
3.2. 重组和 3G 提升弱势运营商的竞争能力	7
3.3. 重组和 3G 提升弱势运营商的市场份额	8
二：通信设备行业 2009 年展望	10
1. 国内市场：快速增长明确	10
1.1. 国内运营商 CAPEX 预测	10
1.2. 各子行业受益程度	11
2. 海外市场：增长存在不确定性，但谨慎乐观	12
2.1. 海外新兴市场需求仍强	12
2.2. 从设备商 08 年四季报跟踪海外市场空间	12
2.3. 海外市场各设备商竞争格局	13
三：通信行业 2009 二季度基本面判断	14
1. 设备行业：上半年国内高速增长，海外预测需保守	14
1.1. 上半年国内有望高速增长	14
1.2. 对上半年海外增长预测宜于保守	15
2. 运营行业：弱势运营商提升份额，3G 带来投资热点	16
2.1. 弱势运营商提升份额	16
2.2. 3G 带来运营商的投资热点	16
四：投资策略	17
1. 主线一：关注 3G 放号给弱势运营商带来的投资机会	17
1.1. 投资建议	17
1.2. 重点公司分析	18
2. 主线二：关注内需高速增长给设备商的投资机会	18
2.1. 投资建议	19
2.2. 重点公司分析	19

表格 1: 日韩英德法等国家 3G 用户迁转比例汇总.....	4
表格 2: 中国 3G 用户 2009-2010 年增长预测.....	4
表格 3: 中国的移动业务用户 2009-2010 年增长预测.....	5
表格 4: 国内运营行业 2009-2010 年移动业务收入预测.....	6
表格 5: 国内运营行业 2009-2010 年全行业收入预测.....	7
表格 6: 重组前各运营商竞争能力打分表 (5 分制)	8
表格 7: 重组后各运营商竞争能力打分表 (5 分制)	8
表格 8: 3G 业务各运营商竞争能力打分表 (5 分制)	8
表格 9: 单卡用户各运营商净增市场份额预测.....	9
表格 10: 双卡用户各运营商净增市场份额预测.....	9
表格 11: 3G 业务各运营商净增市场份额预测.....	10
表格 12: 各运营商 CAPEX 投资预测	11
表格 13: 中兴通讯 2008 年上、下半年海外分区域收入增长	12
表格 14: 爱立信近年 4 季度分区域收入增长	12
表格 15: 诺基亚西门子近年 4 季度网络设备收入.....	13
表格 16: 国内电信投资额各年上、下半年变化.....	14
表格 17: 三维通信收入增长各季度变化.....	15
表格 18: 中创信测收入增长各季度变化.....	15
表格 19: 中兴通讯 2008 年上、下半年境内、境外收入.....	15
表格 20: 国内移动通信基站设备产量情况	15
表格 21: 武汉凡谷近年各季度收入增长.....	16
表格 22: 各运营商净增用户市场份额各月变化	16
 图表 1: 通信运营行业收入近年各月增长	 6
图表 2: 国内各运营商近年净增用户市场份额变化.....	9
图表 3: 国内运营商 CAPEX 支出各年变化.....	11
图表 4: 近年各地区移动用户普及率变化	12

一：通信运营行业 2009 年展望

承接我们 2009 年的投资策略报告《通信行业 2009 年投资策略：短期看政策，中期看业绩，长期看实力》，我们仍然不看好运营商 2009 年的业绩表现，但本报告与之前的差异在于：我们提示投资者关注弱势运营商由于用户份额的提升而可能带来的投资价值。

考虑到 3G 将对通信运营行业产生重大影响，我们本部分首先研究 3G 对运营行业的影响进程；其次，分别从市场空间和竞争格局两个方面对通信运营行业 2009 年的情况进行研究。

1. 3G 对于通信运营行业的影响进程

我们对日本、韩国、香港、德国、英国、法国等国家主要电信运营商 3G 运营后 3G 用户的迁转情况进行了研究，其用户迁转比例总结如下：

表格 1：日韩英德法等国家 3G 用户迁转比例汇总

日本	01 年迁转不到 1%；02 年 9%；03 年 20%
韩国	2 年迁转 15%
香港	04 年 4%；05 年 7.4%；06 年 14%
德国	04 年 1%；05 年 5%；06 年 11%
英国	04 年 1%；05 年 4.4%；06 年 9%
法国	04 年 0%；05 年 4.6%；06 年 15%

资料来源：中投证券研究所整理

中国的 3G 业务从 2008 年开始试商用，由中国移动去发展 TD-SCDMA 用户。我们乐观认为，中国 3G 用户的迁转将保持较快的速度，在 2009 年达到 3%左右的比列，而在 2010 年达到 12%的比列，这主要基于以下原因：（1）、考虑到中国联通、中国电信对于 3G 业务发展的积极性和资源投入。三家运营商共同投入和推广有利于 3G 市场的快速启动。（2）、考虑中国发展 3G 具有一定的后发优势。

表格 2：中国 3G 用户 2009-2010 年增长预测

	2008 年	2009 年	2010 年
市场 2G 用户	64123	75363	82851
3G 用户迁转比例	0.05%	3%	12%
市场迁转 3G 用户	34	2261	9942

资料来源：中投证券研究所（单位：万户）

从以上的分析，我们可以得到结论，3G 用户在 2009 年并不会规模发展，从市场空间而言，3G 运营对于 2009 年的影响有限。

2. 2009 年通信运营行业的市场空间

2.1. 移动业务

用户数

对于日本、韩国、香港、德国、英国、法国等国家移动用户各年增长情况的研究可以发现，当移动用户渗透率达到一定比例时，各国移动用户的增长率都出现了一定程度的回落。这个移动用户渗透率在日本和韩国为 60%，在香港为 78%，在德国为 68%，在英国为 70%，在法国为 62%。

基于人口年龄结构，我们对中国“增长拐点渗透率”的预测为：城镇达到“增长拐点渗透率”为 66.94%；乡村达到的渗透率为 44.25%。

需要强调，中国移动用户的“增长拐点渗透率”只是用户增长率高低的拐点，从国外的情况来看，移动用户保持正向增长将是一个长期的趋势。当中国的移动渗透率达到拐点后，移动用户增长率将出现较大幅度回落，但仍然会保持正向增长。我们预测，在达到“增长拐点渗透率”前，移动用户仍将保持每月净增 720 万的增长速度，而达到拐点后，增长速度则降到 480 万。

同时我们预计，由于中国电信、中国联通采用了通过集团客户、家庭客户捆绑发展移动用户的策略，在重组后的 2009-2010 年，将带来较大量的双 SIM 卡用户，这类用户 ARPU 值不高，其主要目的是圈定用户以图未来的收入增长。

基于上文的分析，我们对国内 2G 用户未来的增长进行预测，如下表所示：

表格 3：中国的移动业务用户 2009-2010 年增长预测

	2007	2008	2009E	2010E
人口数	132171	132898	133629	134364
增长率	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
移动用户	54729	64123	75363	82851
增长率	18.70%	17.16%	17.53%	9.94%
其中，单卡净增用户	7837	8540	8646	5760
其中，双卡净增用户	784	854	2594	1728

资料来源：中投证券研究所（单位：万户）

收入

语音 MOU：由于不断向低端用户渗透，以及双 SIM 用户的增加，MOU

值增速放缓是肯定的，但运营商也可通过话费的降低来对 MOU 值起到稳定作用。预计 2009 年全行业 MOU 值的增长率将从 2008 年的 8% 降到 5% 左右。

语音资费：预计 2009 年移动用户的争夺将更为激烈。考虑到这个情况，我们认为，2009 年移动语音的资费仍然处在一个快速下降的轨道。但是另外需要考虑的问题是，由于中国联通、中国电信预计将采用手机终端补贴的方式发展用户，这往往伴随着用户对于话费的承诺，一定程度上反映为更高的资费，有利于遏制资费的下降。

增值业务：预计短信和语音增值业务的增长将主要依靠用户数量的增长；而非短信数据业务的 ARPU 仍将处于快速增长通道，未来业务增长空间广阔。

结合上文分析，我们对全行业的移动业务增长如下表所示。需要说明，虽然 2009 年趋于激烈的竞争使得移动业务的资费进一步下调，但三家运营商积极的用户发展策略使得用户仍将保持快速增长，且通过费用换收入的策略，也使得移动业务收入在 2009 年仍将保持快速增长。

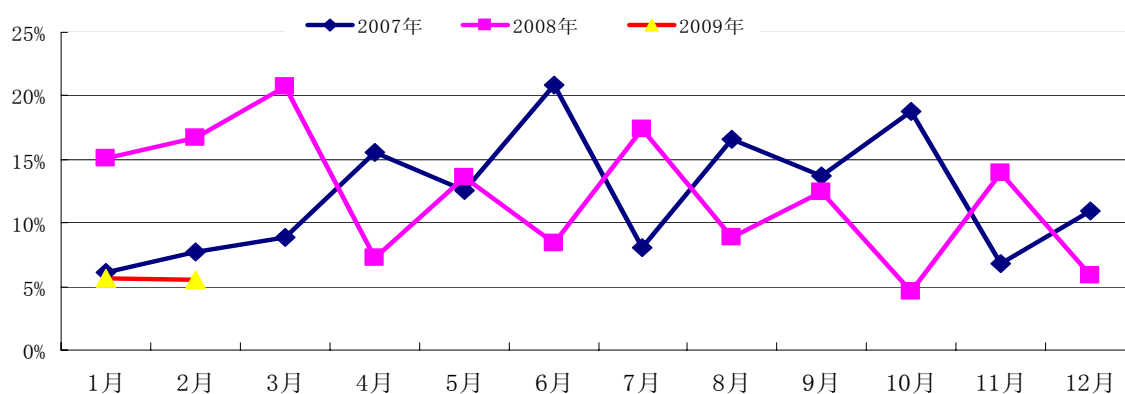
表格 4：国内运营行业 2009-2010 年移动业务收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
移动业务收入	4200	4785	5393	5969
增长率		13.94%	12.71%	10.69%

资料来源：工业及信息化部，中投证券研究所（单位：亿元）

2.2. 通信运营行业总体收入

图表 1：通信运营行业收入近年各月增长



资料来源：工业及信息化部（单位：万户）

从上图可以发现，2008 年 9 月份后，中国通信运营行业的整体收入增长率出现了一定程度的放缓，我们认为这反映了经济危机的影响。但同时也可以发现，收入增长率各月仍然保持同比正增长，说明影响相对较小。

我们对运营行业未来的收入增长率预测如下表所示。需要说明如下：

(1)、经济危机使得全行业的收入增长在 2009 年出现放缓，而由于用户增长率的回落，2010 年的收入增长率进一步回落。

(2)、从固网业务而言，固网语音业务 2009 年仍将进一步下滑，而宽带接入业务和 ICT 业务等则仍将保持快速增长态势，总体而言，宽带接入等业务的增长将弥补固网语音业务的下滑，固网业务 2009 年预计与 2008 年持平或者小幅下滑。

表格 5：国内运营行业 2009-2010 年全行业收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
全行业收入	7280	8140	8748	9324
增长率		11.81%	7.47%	6.59%

资料来源：工业及信息化部，中投证券研究所（单位：亿元）

3. 2009 年通信运营行业的竞争格局

3.1. 重组后的竞争形势日趋激烈

重组之前市场经过多年的竞争已经达成一定的平衡，但重组、3G 发牌将搅乱这个市场的均衡。2009 年到 2010 年将进入市场的一个重构期，各方竞争对手将对市场份额重现进行分配。伴随这个过程，我们预期，各家运营商都会将市场份额作为其第一位的战略重点，从而为 3G 时代奠定基础。这意味着市场竞争将重新激化，对运营商当年的净利润产生负面影响。

3.2. 重组和 3G 提升弱势运营商的竞争能力

我们认为，运营商发展用户的竞争能力取决于以下关键要素：运营能力（服务能力、品牌能力、营销策划能力）、营销资源（渠道、促销资源）、手机终端、网络、产品/客户捆绑。我们对以上关键要素设置权重，并进行打分，从而评价各运营商的竞争能力。

我们分三种情况：重组前、重组后（不考虑 3G 运营）、3G 运营后，分别对各家运营商的竞争能力进行打分。从打分结果可以发现，中国联通、中国电信等传统弱势运营商的竞争能力在重组尤其是 3G 运营后得到显著提升。

表格 6: 重组前各运营商竞争能力打分表 (5 分制)

重组前打分情况 (2G)	权重	中国移动	中国联通 G	中国联通 C
运营能力	0.2	5	2.5	2
营销资源	0.2	5	2.5	1
终端	0.25	5	4	3.5
网络	0.25	5	2.5	2.5
产品/客户捆绑	0.1	3	3	3
得分		4.80	2.93	2.40

资料来源: 中投证券研究所

表格 7: 重组后各运营商竞争能力打分表 (5 分制)

重组后打分情况 (2G)	权重	中国移动	中国联通	中国电信
运营能力	0.2	5	2.5	2.5
营销资源	0.2	5	3.5	3.5
终端	0.25	5	4	3.5
网络	0.25	5	3.5	3.5
产品/客户捆绑	0.1	3	4	5
得分		4.80	3.48	3.45

资料来源: 中投证券研究所

表格 8: 3G 业务各运营商竞争能力打分表 (5 分制)

3G 打分情况	权重	中国移动	中国联通	中国电信
运营能力	0.2	5	2.5	2.5
营销资源	0.2	5	3.5	3.5
终端	0.25	2.5	5	4.5
网络	0.25	4	4	4
产品/客户捆绑	0.1	3	4	5
得分		3.93	3.85	3.83

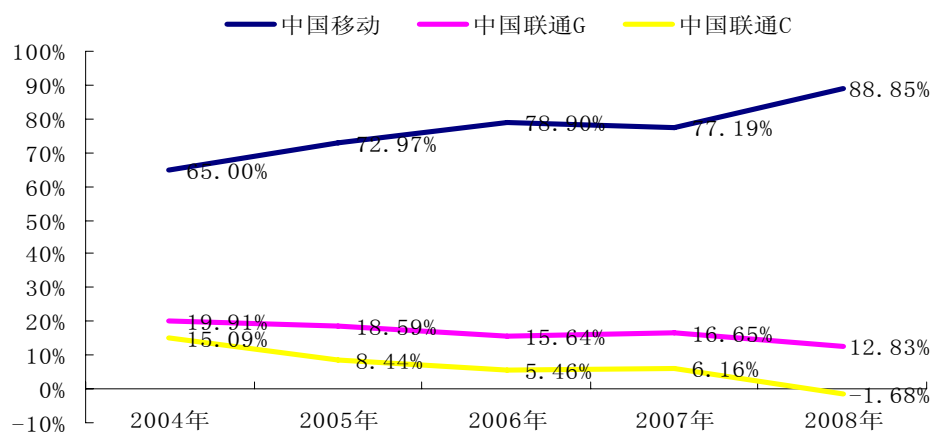
资料来源: 中投证券研究所

3.3. 重组和 3G 提升弱势运营商的市场份额

重组前市场份额

从当前的用户市场份额来看, 中国移动在净增用户中保持 88% 左右的高市场份额, 而中国联通的 G 网份额只有 12% 左右, 由于中国联通在 C 网投入资源的减少以及中国电信 2008 年对 C 网用户的调整, C 网市场份额在 2008 年出现负增长。

图表 2: 国内各运营商近年净增用户市场份额变化



资料来源: 公司业绩报告

重组后中国联通、电信市场份额有望提升

考虑到重组后各家运营商竞争能力对比的变化,我们认为各家运营商在净增用户中的市场份额也必然会发生相应变化。出于资源和战略上的考虑,各家运营商在单卡用户(仅使用一张SIM卡的用户)和双卡用户(使用第二张SIM的用户)的净增用户市场份额必然会有所差异,因而我们也分单卡用户、双卡用户两个类型来预测其未来的市场分额。

需要说明,中国联通、电信净在单卡用户净增市场份额较大幅度的提升除了与竞争能力提升有关外,也得益于小灵通用户的迁转。

表格 9: 单卡用户各运营商净增市场份额预测

	2008 年	2009 年	2010 年
中国移动	88.85%	66.0%	65.0%
中国联通	12.83%	19.0%	17.5%
中国电信	-1.68%	15.0%	17.5%

资料来源: 中投证券研究所

表格 10: 双卡用户各运营商净增市场份额预测

	2008 年	2009 年	2010 年
中国移动		20%	20%
中国联通		40%	40%
中国电信		40%	40%

资料来源: 中投证券研究所

3G 运营将进一步提升中国联通、电信市场份额

3G 时期，虽然中国移动在运营能力、营销资源等方面相比中国联通、中国电信仍然具有明显的优势，但 TD-SCDMA 在手机终端上将逊色于中国联通的 WCDMA 和中国电信的 CDMA2000，而中国移动 2G 时期在网络方面建立的领先优势，在 3G 运营时也将和中国联通、中国电信缩小。总体而言，我们认为，3G 业务上各家运营商的竞争能力基本相当，因此净增用户的市场份额也将更加平均。

表格 11: 3G 业务各运营商净增市场份额预测

	2008 年	2009 年	2010 年
中国移动		40%	35%
中国联通		30%	35%
中国电信		30%	30%

资料来源：中投证券研究所

二：通信设备行业 2009 年展望

承接《通信行业 2009 年投资策略报告：短期看政策，中期看业绩，长期看实力》，我们仍然看好国内市场 2009 年的表现，而对海外市场则持谨慎乐观的态度。

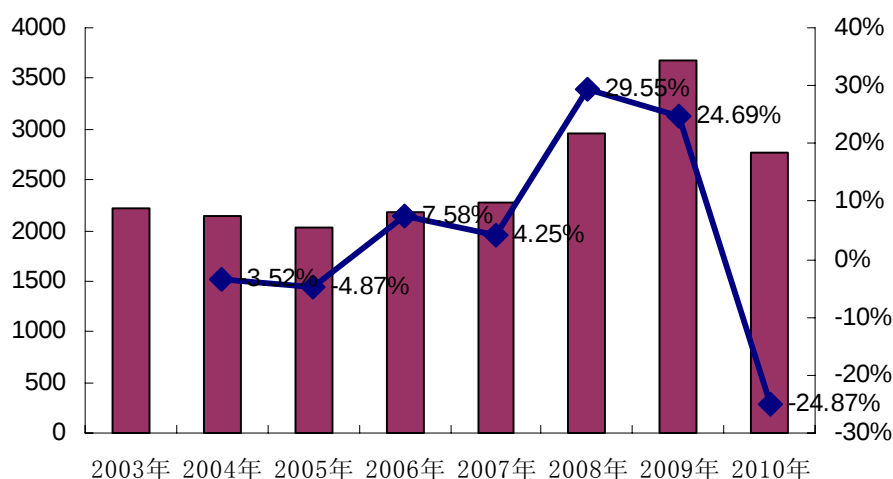
1. 国内市场：快速增长明确

我们此部分重点分析两个问题：首先，结合运营商最新公布的数据，分析 2009 年国内运营商 CAPEX 支出；其次，考虑运营商 CAPEX 的结构，分析各设备子行业的受益程度。

1.1. 国内运营商 CAPEX 预测

从近来公布的数据来看，国内 CAPEX 支出的增长超出了市场预期。其中，2008 年全行业 CAPEX 增长 29%，高于市场 15% 左右的预测值；同时，中国联通 09 年公布投资 950 亿元，中移动 TD 三期招标 588 亿元，这些数据都高于市场预期。综合而言，我们仍然看好国内 CAPEX2009 年的快速增长，对国内运营商 CAPEX 的预测如下所示：

图表 3: 国内运营商 CAPEX 支出各年变化



资料来源: 工业及信息化部, 中投证券研究所 (单位: 亿元)

表格 12: 各运营商 CAPEX 投资预测

		2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
中国移动	2G 投资 (GSM)	715	870	1051	1237	1366	1306
	3G 投资 (TD)	0	0	100	250	400	280
	固网投资	539	491	456	417	338	256
中国电信	2G 投资 (CDMA)	0	0	0	250	350	100
	3G 投资 (CDMA2000)	0	0	0	0	100	75
	固网投资	272	265	207	177	146	117
中国联通	2G 投资 (GSM)	174.1	215	257.2	407	403	253
	3G 投资 (WCDMA)	0	0	0	0	400	200

资料来源: 公司业绩报告, 中投证券研究所 (单位: 亿元)

1.2. 各子行业受益程度

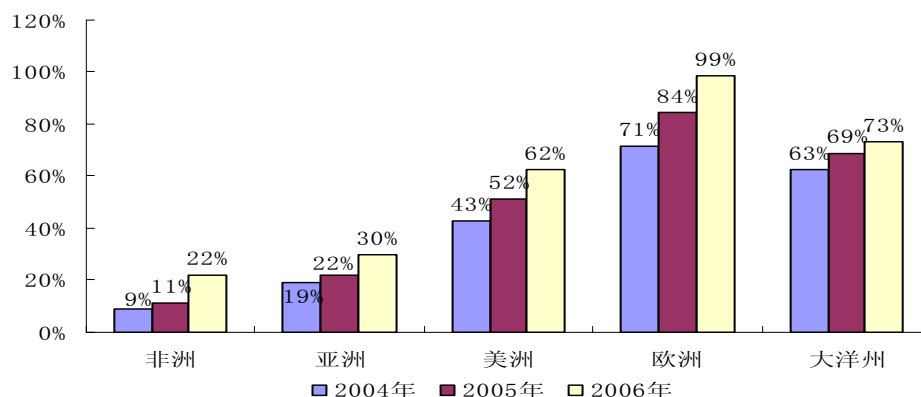
无线设备相关厂商 (包括系统厂商、射频期间厂商、网优厂商等): 我们认为该类子行业是最大受益者。如上表 12 所示, 我们可以发现, 国内 2009 年 CAPEX 增加的主要领域即为无线设备。其中, 无线设备投资 2008 年高速增长 50% 以上, 而 2009 年也达到 40% 左右的增幅。

光设备及光纤光缆厂商: 我们认为该类行业间接受益 2G 以及 3G 投资的增加, 因为基站连接需要光纤光缆, 而无线系统也同时带动传输网投资的增加。同时考虑宽带接入业务仍为固网运营商的主要增长点, 因此预计光设备及光纤光缆厂商将会稳健增长。

2. 海外市场：增长存在不确定性，但谨慎乐观

2.1. 海外新兴市场需求仍强

图表 4: 近年各地区移动用户普及率变化



资料来源：ITU

我们认为，由于亚洲、非洲等新兴市场移动用户的普及率尚低，其对网络设备的需求仍然强烈。但新兴市场的运营商亦可能从融资成本角度考虑问题，在经济危机时期，把此需求的实现往后拖延。

但需强调，如果新兴市场国家电信运营行业的收入仍处在高速增长阶段，且竞争激烈，同时外资进入的壁垒较小，则运营商减缓 CAPEX 的压力会较大。

2.2. 从设备商 08 年四季报跟踪海外市场空间

表格 13: 中兴通讯 2008 年上、下半年海外分区域收入增长

	2007 年 H1	2008 年 H1	2007 年 H2	2008 年 H2
亚洲（不含中国）	3980	5650	5700	4783
增长率		41.97%		-16.09%
非洲	1850	3834	3635	5477
增长率		107.24%		50.68%
其他（以发达国家为主）	2140	3183	2786	3900
增长率		48.69%		40.01%

资料来源：公司业绩报告（单位：百万元）

表格 14: 爱立信近年 4 季度分区域收入增长

	2006 年 Q4	2007 年 Q4	2008 年 Q4
西欧	17.2	15.4	16.1
增长率		-10.47%	4.55%
中东欧、中东和非洲	14.3	14.3	17.6
增长率		0.00%	23.08%
亚太	14	13.7	20.5

增长率	-2.14%	49.64%
拉美	4.8	7.9
增长率	41.67%	16.18%
北美	4	4.9
增长率	7.50%	13.95%

资料来源：公司业绩报告（单位：十亿瑞典克朗）

表格 15：诺基亚西门子近年 4 季度网络设备收入

	2006 年 Q4	2007 年 Q4	2008 年 Q4
欧洲	1500	2045	1636
增长率		36.33%	-20.00%
中东及非洲	448	541	615
增长率		20.76%	13.68%
大中国区	372	492	409
增长率		32.26%	-16.87%
亚太	849	838	967
增长率		-1.30%	15.39%
北美	152	243	198
增长率		59.87%	-18.52%
拉美	353	424	513
增长率		20.11%	20.99%

资料来源：公司业绩报告（单位：百万欧元）

从上表我们可发现，在经济危机已经产生实质作用的四季度，中兴通讯、爱立信、诺西等设备商在新兴市场仍然基本保持了正向增长，虽然增速有所回落。我们进一步可以得到推论：从市场空间来看，新兴市场在 2008 年四季度仍然保持增长。

我们同时综合考虑了国际市场调研公司对 2009 年海外 CAPEX 的预测，以及海外主要运营商 09 年的 CAPEX 计划，从当前的情况来看，我们对海外市场的增长持谨慎乐观的态度。

2.3. 海外市场各设备商竞争格局

我们认为，包括中兴、华为在内的国内设备商近年来在海外市场的份额不断提升，且预计这个趋势在未来也仍将维持；而北电的破产，摩托罗拉、阿朗、诺西经营的困难，都使得其市场份额出现逐年萎缩的态势。我们认为此趋势比较明确，且在 2009 年的投资策略报告已经较为充分论述，此处不再赘述。

三：通信行业 2009 二季度基本面判断

1. 设备行业：上半年国内高速增长，海外预测需保守

我们认为，由于中国电信、中国联通网络建设的迫切性，预计其 2009 年的 CAPEX 支出将集中于上半年的 1、2 季度，这也就意味着国内市场上半年会出现高速增长的态势。

而对于海外市场来说，我们认为 1、2 季度受经济危机影响，市场的增长仍将受压制，对海外市场增长的预测宜于保守，寻求安全边际。

1.1. 上半年国内有望高速增长

上文的分析已经得到结论，2009 年的国内市场将保持快速增长。而具体到各季度来说，我们认为 1、2 季度有望保持 50%以上的高速增长，而 3、4 季度的增速则可能有所回落。

从行业 CAPEX 的 08 年四季度数据预测 09 年上半年

表格 16：国内电信投资额各年上、下半年变化

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
上半年投资额	886	778	849	1034	1136
增长率		-12.22%	9.07%	21.83%	9.90%
下半年投资额	1250.1	1255	1338	1246	1817
增长率		0.38%	6.64%	-6.90%	45.86%

资料来源：工业及信息化部（单位：亿元）

从上表可以发现，2008 年下半年的电信 CAPEX 增速出现爆发性增长，而 2008 年上半年的增长则由于受重组预期的影响而有所放缓。一方面，2008 年上半年的基数较低，而另一方面，运营商 2009 年的 CAPEX 具有集中在上半年投放的迫切性。

最终我们预计，08 年下半年全行业 46%的增速在 09 年上半年有望保持，且预计实际增速很有可能比此数字还高。

从各公司 08 年四季度收入增长预测 09 年上半年

需要说明，由于三维通信、中创信测的业务集中在国内，因此其收入增长也基本反映了国内市场的状况。我们从下表可以发现，三维通信、中创信测、

中兴通讯等公司 08 年 4 季度国内收入实现爆发性增长。我们预计，这种爆发性的增长将延续到 09 年 1、2 季度，再次印证上文观点。

表格 17: 三维通信收入增长各季度变化

	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2
营业收入	107.67	160.45	177.83	267.95
增长率	19.49%	33.68%	65.15%	67.00%
	2007Q3	2007Q4	2008Q3	2008Q4
营业收入	56	104	78	190
增长率	23%	41%	38%	83%

资料来源：公司业绩报告（单位：百万元）

表格 18: 中创信测收入增长各季度变化

	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2
营业收入	89.52	104.96	93.41	186.57
增长率	18.33%	-5.69%	4.35%	77.74%
	2007Q3	2007Q4	2008Q3	2008Q4
营业收入	46	59	65	122
增长率	-18%	7%	41%	106%

资料来源：公司业绩报告（单位：百万元）

表格 19: 中兴通讯 2008 年上、下半年境内、境外收入

	2007 年 H1	2008 年 H1	2007 年 H2	2008 年 H2
境外收入	7971	12667	12119	14160
增长率		58.92%		16.83%
境内收入	7261	7062	7425	10405
增长率		-2.75%		40.13%

资料来源：公司业绩报告（单位：百万元）

从 2009 年 1-2 月基站产量跟踪内需增长

表格 20: 国内移动通信基站设备产量情况

	2007 年前 2 月	2008 年前 2 月	2009 年前 2 月
移动通信基站设备	160.9	187.4	311.2
增长率		16.47%	66.06%

资料来源：工业及信息化部（单位：万信道）

从上表可以发现，2009 年前两个月基站产量实现了 66% 左右的高速增长，反映了国内市场 1、2 季度的高速增长。

1.2. 对上半年海外增长预测宜于保守

如上表 19，我们发现，中兴通讯的海外收入增长率在 08 年下半年出现了一定程度的回落；同时，我们观察武汉凡谷的收入增长率，也发现了同样的情

况。考虑到国内市场在 08 年四季度出现了高速增长的态势，武汉凡谷收入增长率的回落只能解释为海外收入增长的放缓。

表格 21: 武汉凡谷近年各季度收入增长

	2007 年 Q4	2008 年 Q3	2008 年 Q4
境外收入	312	400	421
增长率	67%	49%	35%

资料来源：公司业绩报告、业绩快报（单位：百万元）

综合上文的分析，我们认为海外市场的增长在 2009 年 1、2 季度仍将延续 08 年 4 季度的态势，增长率同比将有所放缓；出于安全边际的考虑，我们认为宜于采用保守的方法对海外市场增长率进行预测。

2. 运营行业：弱势运营商提升份额，3G 带来投资热点

2.1. 弱势运营商提升份额

承接上文对于运营商竞争格局的分析，我们从 2009 年前 2 月各运营商净增用户市场份额的变化，已经发现中国联通、电信用户市场份额出现了提升的趋势，如下表所示。我们认为这种趋势在未来仍将持续。

表格 22: 各运营商净增用户市场份额各月变化

	2008 年 11 月		2008 年 12 月		2009 年 1 月		2009 年 2 月	
	净增用户	净增用户 市场份额	净增用户	净增用户 市场份额	净增用户	净增用户 市场份额	净增用户	净增用户 市场份额
中国移动	687	92.39%	707	95.10%	667	78.20%	675	66.90%
中国联通	100	13.39%	42	5.70%	84	9.84%	164	16.25%
中国电信	-43	-5.78%	-6	-0.81%	102	11.96%	170	16.85%

资料来源：公司网站公布（单位：万户）

2.2. 3G 带来运营商的投资热点

从目前各公司公布的信息，其 3G 放号的时间如下所示：

(1)、中国移动从 2008 年奥运期间即开始 3G 试放号，2009 年扩大放号范围，计划年底在 238 个地级城市提供 3G 服务。

(2)、中国电信 09 年 3 月底将在 100 个大中城市提供 3G 服务

(3)、中国联通 09 年 4 月在部分地区 3G 放号，5.17 正式 3G 运营，上半年计划在 55 个省会及较发达城市提供 3G 试商用服务，年底将服务范围扩

大到 282 个城市。

我们认为，伴随各运营商 3G 放号，预计中国电信、中国联通的 3G 放号将取得良好的市场效果，有望从中国移动获得部分中高端客户，因此 3G 放号将使得中国电信、联通成为市场关注的热点，存在交易性机会。

四：投资策略

对于 2 季度的投资策略，我们遵循两条投资主线：

(1)、主线一：关注 3G 放号给弱势运营商带来的投资机会。3G 放号给弱势运营商带来机会，如果用户份额能够得到有效改善，则具有突出投资价值。

(2)、主线二：关注内需高速增长给设备商带来的投资机会。对设备行业而言，上半年是最佳投资时机，出色的业绩表现将带来安全边际，超预期的增长率带来股价上行空间。

相比而言，我们更看好主线一的投资机会，中国联通、电信虽然 09 年业绩趋淡，但如果能够凭借 3G 放号在用户份额方面表现出色，预计市场也将会给予积极反映，股价具有良好的催化剂。

对于主线二来说，目前各设备商 09 年的动态 PE 普遍在 20 倍以上，估值并不特别具有吸引力。但预计其 1、2 季度良好的业绩表现将使得此类股票具有良好的防御性，且上半年市场空间爆发性的增长可能成为股价的催化剂。

1. 主线一：关注 3G 放号给弱势运营商带来的投资机会

1.1. 投资建议

从当前的用户份额来看，截至 2009 年 2 月份，中国联通、中国电信在净增用户的市场份额已经出现转好趋势。我们更为看好 3G 放号后给中联通、电信带来的良好机会。在 2G 时期，中移动在中高端客户上几乎具有垄断力量，但 3G 放号有望打破此局面。预计此种变化将对股价起到良好催化作用。我们推荐的股票为中国联通、中国电信。

1.2. 重点公司分析

中国联通

(1)、重组和 3G 运营从根本上给中国联通带来了改变，从长期增长了中国联通的竞争能力：摆脱 CDMA 双网运营，获得未来发展现金和资源；预计困扰多年的网络质量问题将大幅改善；与网通合并将增强综合实力；战略设计相对清晰，以 3G 和增值业务为战略重点；看好其 3G 的 WCDMA 制式，有望改变竞争地位。

(2)、对中国联通 2008-2010 年移动业务收入增长率的预测为 2.73%、7.95%、15.49%；固话（含 PHS）语音收入的增长率预测为-16.49%、-19.55%、-14.17%；宽带业务的增长率预测为：33%、30%、25%。

(3)、对中国联通 2008-2010 年折旧摊销的增长率预测为：2.73%、9.9%、3%；销售费用的增长率预测为 1.43%、16.14%、13.42%。

(4)、预测中国联通 2008-2010 年净利润 375 亿元、157 亿元、215 亿元；对应红筹公司 EPS 的预测为 2008-2010 年为：1.61 元、0.65 元、0.9 元；对应的 A 股 EPS 为：0.61 元、0.25 元、0.34 元。

(5)、我们认为给予公司 20 倍的 PE 值是具有安全边际的，且在 2009 年不应完全以净利润为标准去估值，考虑到联通确实存在借助 3G 有效改善市场地位、提升市场份额的可能性，理应给予一定的风险溢价，因此给予其 2009 年估值 25 倍的市盈率，对应 0.25 元的 EPS，估值为 6.25 元。

(6)、提示中国联通和网通合并进程带来的风险，如果合并工作进展不顺利，可能会失去此改善竞争地位的黄金时机。

2. 主线二：关注内需高速增长给设备商的投资机会

考虑到通信设备行业 2009 年国内、海外市场增长的差异，国内无线设备行业和光纤光缆行业受益程度的差异，我们将通信设备商分为以下三种类型：

(1)、海外收入占比较大，产品以无线设备为主：包括中兴通讯、武汉凡谷；

(2)、业务领域集中在国内，产品和无线设备相关：包括三维通信、中创信测；

(3)、业务领域集中国内，产品为光纤光缆及光设备：包括中天科技、烽火通信、亨通光电。

2.1. 投资建议

我们建议投资者组成三维通信、中天科技、中兴通讯的投资组合，该组合选择的原因如下：

(1)、我们最看好“业务领域集中在国内，产品和无线设备相关”此类子行业的公司，此类公司因为 1、2 季度可能的爆发性增长，而存在取得超额收益的机会。但从估值角度而言，我们更看好三维通信，并排除中创信测。

(2)、从安全性角度考虑，我们也相对看好“业务领域集中国内，产品为光纤光缆及光设备”此类子行业公司，光纤光缆行业虽然上半年难以取得 50% 以上的爆发性增长，但其长期增长的稳健性使得投资此类公司具有相当的安全边际。从估值角度和公司基本面角度，我们更看好中天科技。亨通光电因为预制棒项目存在的风险，烽火通信因估值较高存在的风险，被我们所排除。

(3)、虽然中兴通讯海外业务在 1、2 季度存在风险，但由于其国内业务在 09 年上半年将实现至少 50% 以上的高速增长，对其海外业务保守按照 5%-10% 左右的增速预测，其上半年收入也将取得 25%-35% 的良好增长率，具有良好的防御特性。

2.2. 重点公司分析

中兴通讯

(1)、公司具备突出的中长线投资价值，虽然短期业绩受海外影响而有所放缓，但借助经济危机成功突破发达国家市场，且国际竞争对手竞争实力衰退，无疑其长期竞争实力得以加强，市场份额提升趋势不变。

(2)、受制于近年激烈的市场竞争和激进的发展策略，公司毛利率和销售净利率水平较低，但预计市场竞争格局有可能逐渐达至平衡，将对公司业绩改善起到突出作用。

(3)、预计公司将受益内需增加，国内收入 09 年大幅增长，而海外业务则增速放缓。预测公司 2009-2010 年海外增长 15%、50%，国内增长 40%、-10%，公司总体增长率分别为 24.86%、23.47%；净利润增长 31%、33%，预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 1.62 元、2.15 元。

三维通信

(1)、长线角度我们看好公司的管理层及其战略设计：公司管理层兼具技术实力和较高的管理水平，且其战略设计清晰。小公司看管理，我们认为三维的管理团队有可能将公司带上新的台阶。

(2)、公司的网优产品将直接受益运营商无线设备投资的大幅增加，且其

市场份额有提升的趋势，预计公司 1、2 季度业绩存在大幅增加的可能性，带来良好的投资价值。

(3)、预测公司 2009-2010 年收入增长率分别为 60%、25%；净利润增长 43%、19%，预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.66 元、0.79 元。

中天科技

(1)、中天科技产品线广泛，覆盖通信、电力两个行业，包括光纤光缆、射频电缆、电力导线、海缆等业务。但我们发现，虽然中天的产品线多元化，但基本围绕线缆这一核心业务进行产品延伸，从而保证了自身的核心竞争力。

(2)、光纤光缆、射频电缆受益国内运营商 CAPEX 增加，电力导线受益电网投资增加，预计总体收入 2009-2010 年仍将快速增长。海缆和特种电缆公司具备核心竞争力，受益市场需求的增加，将成为公司未来的增长亮点

(3)、预测中天科技 2008-2010 年总体的收入增长率为 46%、25%、18%，净利润增长率为 64%、27%、21%。考虑增发对股本的影响，EPS 分别达到 0.51 元、0.56 元、0.67 元。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434