

[2009.06.24]

电信投资继续增长，电信收入增长停滞

- - 通信行业 2009 年 5 月数据点评

姓名 张晓亮

86-10-58362790

Xlzhang100@hotmail.com

核心观点:

- 电信设备商业绩确定性高增长
- 关注受益3G网建设和宽带网络投资的公司

投资要点:

● 电信运营: 3G 业务处于培育期

2009 年 1-5 月，电信业务收入 3360 亿元，同比仅增长 2.1%。5 月底，移动用户数同比增长 16%，但单月新增移动用户数连续两月下滑。预计 3G 业务对收入的拉动将在明年才有显著的表现，今年运营商业绩将回落。维持中性评级。

● 电信增值服务业: 机会还在酝酿

2009 年前 5 个月，移动短信业务量累计 3195 亿次，同比增长 11.2%，增幅继续下降。目前移动增值业务仍以短信业务为主，短信业务量增速下降意味着增值服务商短期的业绩增长缓慢。预计明年 3G 增值业务开始进入规模应用阶段。对电信增值服务商维持短期中性长期买入的评级。

● 电信设备业: 业绩确定性增长

2009 年 1-5 月电信累计投资 877.2 亿元，同比增长 16.9%。同时受益 3G 投资与宽带网络投资的主要是系统设备厂商、光纤光缆厂商、配线系统厂商。这些厂商的业绩在今年下半年将继续高增长。

总结日韩的 3G 网络投资的特点，我们预计，2009 年中国电信投资将创下新高。由于中国移动用户数增长在 10% 以上，运营商利润率高，扩建和升级 3G 网络的需求大。在 3G 扩容与升级投资拉动下，2010-2011 年中国电信投资略有回落，但仍维持在 2500 亿元以上的高水平。在网络扩容建设阶段，价格战压力减小，明后年设备集成商利润率将明显回升。

● 维持买入设备商的投资建议

建议买入中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、亨通光电、中天科技、烽火通信。重点关注中报业绩或将超预期的三维通信、亨通光电、中天科技。

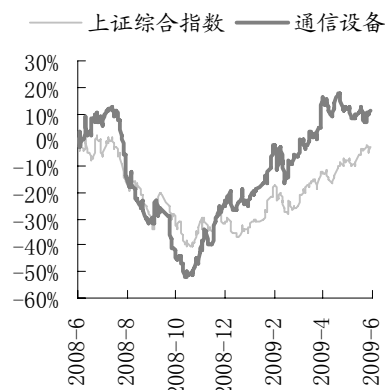
子行业评级

子行业名称	评级
电信运营行业	中性
电信增值服务行业	中性
电信设备制造业	买入

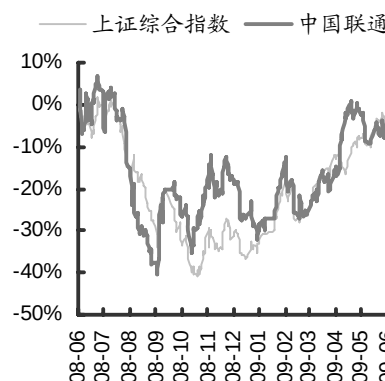
重点推荐公司

公司名称	评级
武汉凡谷	买入
亨通光电	买入
三维通信	买入
中天科技	

通信设备行业 52 周走势图



中国联通 52 周走势图



相关报告

《通信行业二季度投资策略》

——2008.3.31

《通信行业 2009 年投资策略》

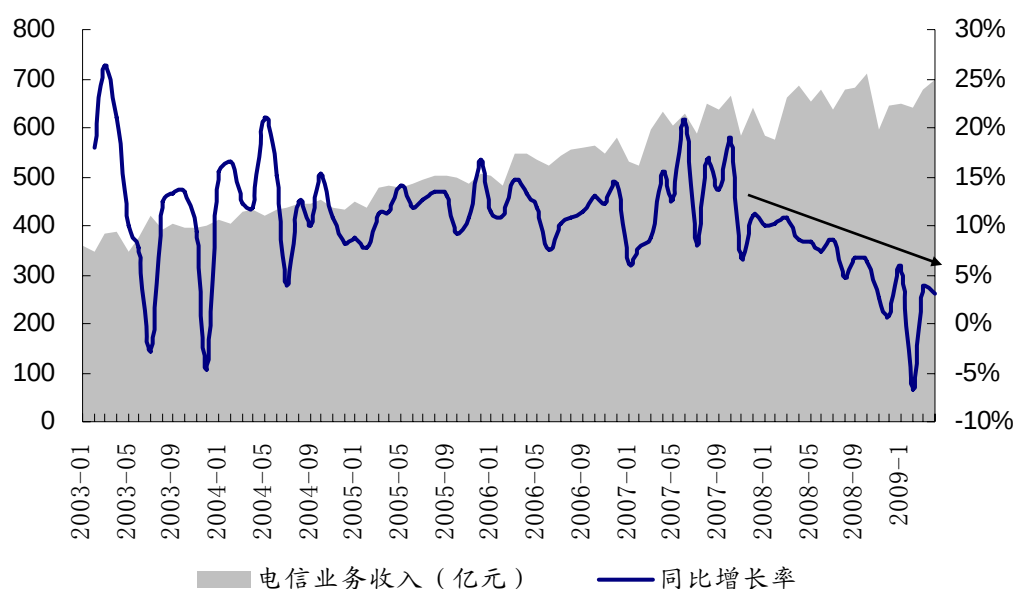
——2008.11.26

1. 电信运营行业：3G 用户下半年开始增加

1.1. 电信业务收入增长停滞

2009 年 1-5 月，电信业务收入 3360 亿元，同比仅增长 2.1%；预计下半年 3G 用户增长将使电信收入增速略有回升，维持全年电信业务收入增长在 5%左右的预期。

图 1：月度电信业务收入及其增长率

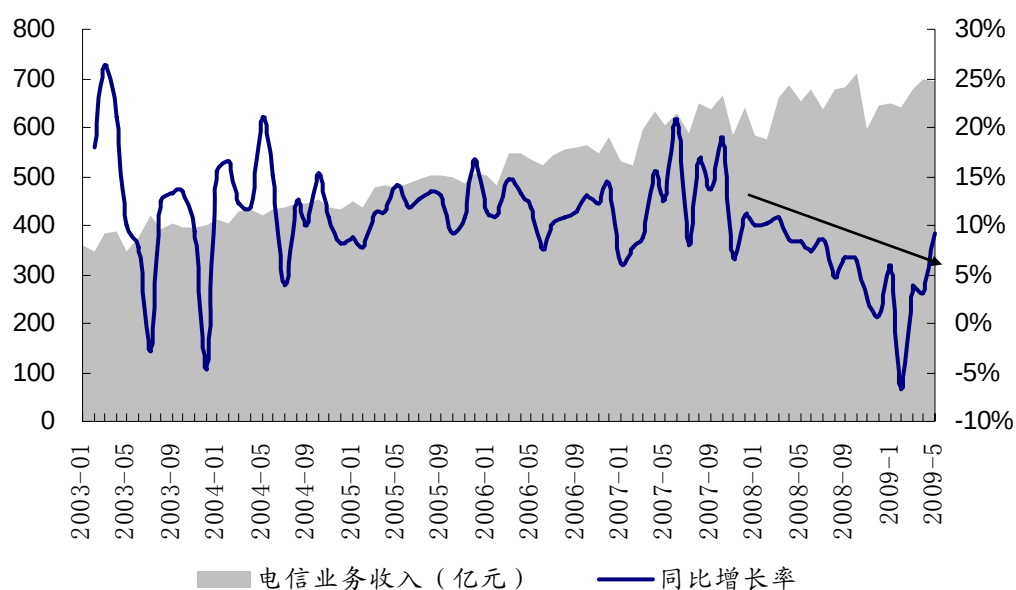


资料来源：工信部、渤海证券研究所

1.2. 电话用户数增长总体趋缓

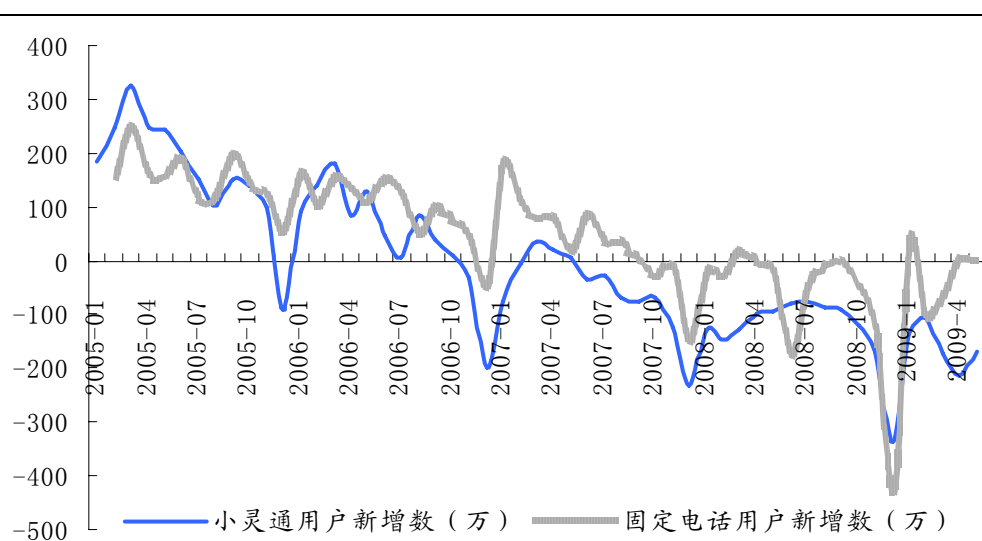
受小灵通用户向移动用户迁移的影响，2、3 月，新增移动用户数创下新高，超过 1000 万，4、5 月份新增移动用户数下降，分别为 847、815 万户。预计今年年底，移动用户将达到 7.4 亿，同比增长 16%。

图 2：中国月度新增移动电话用户数



资料来源：工信部、渤海证券研究所

图 3：中国月度固定电话与小灵通用户变化数

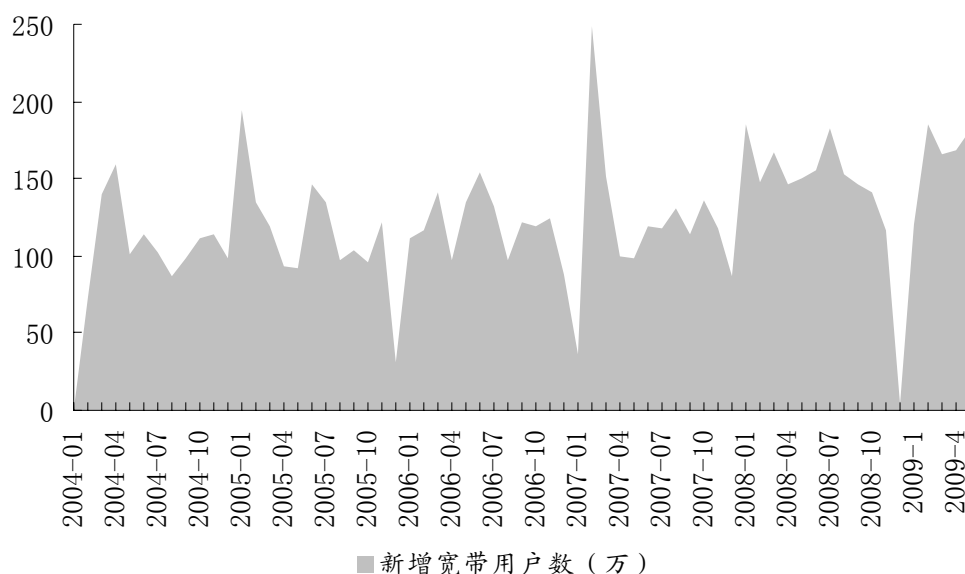


资料来源：工信部、渤海证券研究所

1.3. 电信运营商宽带用户数平稳增长

2008 年至今，电信运营商的新增宽带用户数保持稳定。广电运营商（歌华有线等）与非运营商（长城宽带、电信通等）也在积极争夺宽带用户，对电信运营商构成一定竞争压力。随着电信运营商加大 FTTx 建设，宽带用户数将保持稳定增长。

图 4：电信运营商月度新增宽带用户数

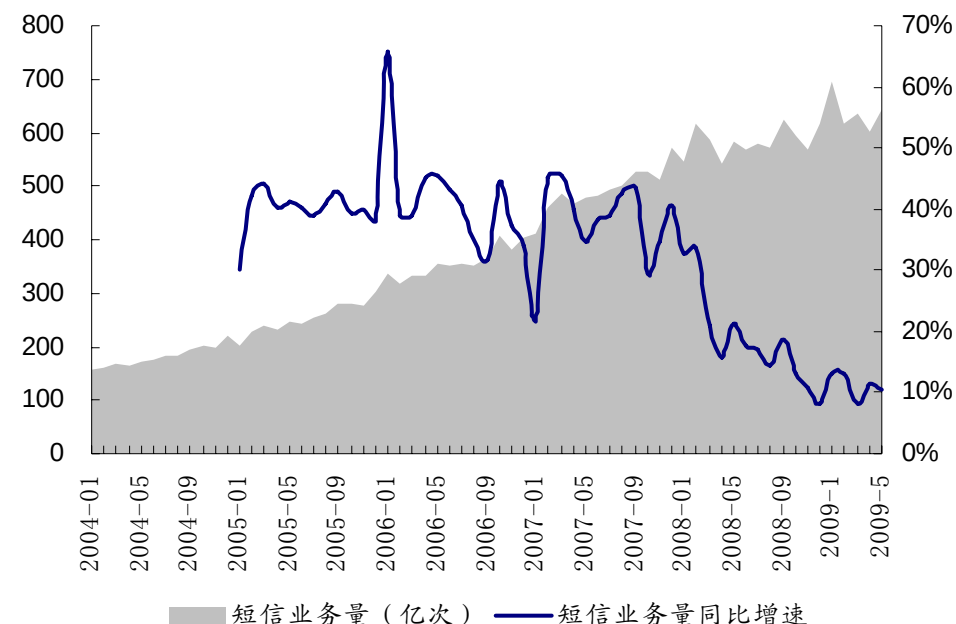


资料来源：工信部、渤海证券研究所

2. 电信增值服务业：短期增长缓慢，长期空间大

传统的移动增值业务——短信的增速持续下降。移动增值业务的增长更加依赖于新业务的发展。

图 5：短信业务量及其增速



资料来源：工信部、渤海证券研究所

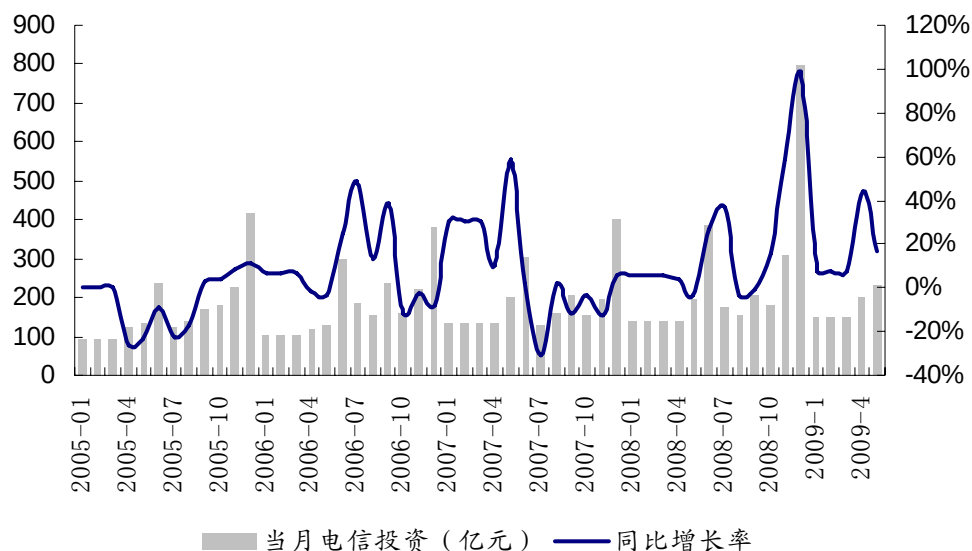
3G 网络建成，网络速度大幅提高；以中国电信为例，3G 的理论下行速率达 3.1Mbps，比此前 CDMA 的下行速度提高约 20 倍。而中国联通的 3G 的理论下行速度更是比

GSM 提高了接近 100 倍。

3. 电信设备制造业：网络扩容带来持续性投资机会

2009 年 1-5 月，电信累计投资 877 亿元，同比增长 16.9%。

图 6：当月电信投资额及其增速（亿元）



资料来源：工信部、渤海证券研究所

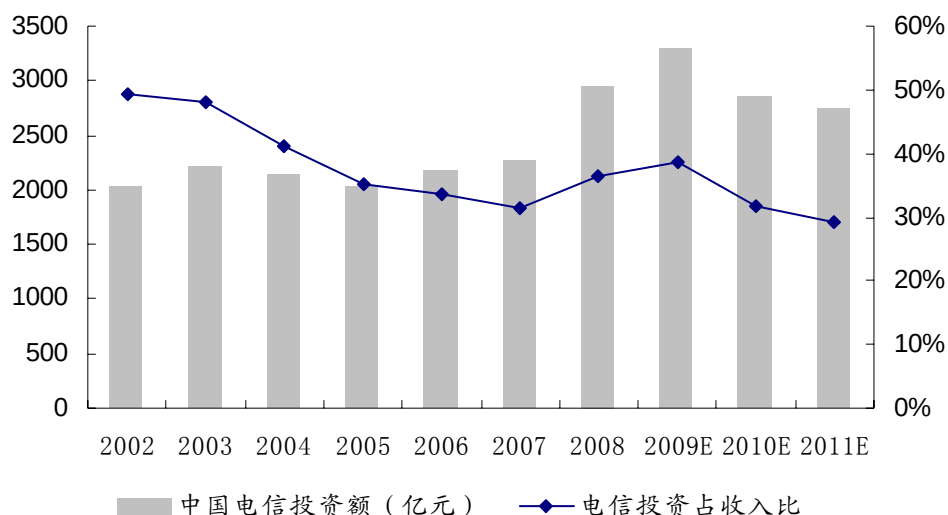
我们预计，2009 年国内电信投资将增长 10% - 20%，超过 3000 亿元。

我们总结日韩的 3G 网络建设历史，有几条共性：

- (1) 3G 网络初期形成覆盖的建设期大约在 1-2 年
- (2) 3G 网络完成覆盖后 1-2 年，运营商资本开支有可能略微下降
- (3) 运营商资本开支的长期趋势取决于 3G 用户数的增长与业绩的增长，3G 用户增长越快，经营业绩增长越快，则进一步投资 3G 扩容与升级的动力就越大。

对于中国市场，我们认为，2008-2009 年是 2G 网扩建与 3G 网形成覆盖的阶段，2009 年中国电信投资将创下新高。2009 年底，将完成全国主要城区的 3G 网覆盖。由于中国移动用户数增长在 10% 以上，运营商仍享有较高的利润率，扩建和升级 3G 网络的动力大。预计，在 3G 扩容与升级投资拉动下，2010-2011 年中国电信投资略有回落，但仍维持在高水平。

图 7：中国电信投资及其占电信业务收入的比例



资料来源: MIIT、渤海证券研究所

由于明、后年的电信投资总额将低于今年,因此通信设备行业的投资机会并不是群体性的。我们认为移动网络扩容投资与宽带网络投资相关的上市公司是最具吸引力的投资标的。

今年设备商的收入增幅远低于量的增长,这主要在于设备商为了争夺份额压低价格,甚至出现亏本赠送设备。这是通信行业的特性。设备商在网格建设初期以划分市场(圈地)为主要目的,利润率被压低了。

在后期网络扩容中,由于各地的设备供应商大都由前期建设所确定,通信设备集成商的利润率将明显回升。上游零部件厂商的利润率受集成商的影响,我们预计零部件厂商的利润率也将随设备集成商的利润率回升而回升。

中国的宽带普及率仍处于较低的水平。2009年4月底,基础运营商宽带用户为8982万户,家庭普及率23%,人口普及率6.8%。我国家庭宽带普及率不及OECD30个国家(51%)的一半。我们预计,未来三年宽带用户数仍将保持20%的速度增长。

在国内电信设备制造企业中,同时受益3G投资与宽带网络投资的主要是系统设备厂商、光纤光缆厂商、配线系统厂商的业绩将在今年下半年继续高速增长。而受益于3G网扩容建设与宽带网络投资的公司增长期将更长。

表 1: 电信设备制造商受益 3G 网络投资与宽带网络投资的程度差异

	主要的上市公司	主要产品	3G 网络投资 受益程度	3G 网络扩容投 资受益程度	宽带网络投资 受益程度
系统设备	中兴通讯、烽火通信	基站设备等	强	强	强
光纤光缆	亨通光电、中天科技、烽火通信	光纤、光缆等	强	弱	强
配套、辅助设备	新海宜	配线系统	强	弱	强
	动力源	电源	强	弱	弱
	武汉凡谷	射频器件	强	强	弱

	中创信测	测试设备	强	弱	弱
覆盖设备	京信通信、国人通信、三维通信、奥维通信	覆盖设备	强	强	弱
工程服务	中通服、国脉科技	工程与维护	弱	弱	弱
终端设备	东信和平、夏新、波导	手机、SIM卡	弱	强	弱

资料来源：渤海证券研究所

4. 投资建议

受国内需求拉动，中国电信设备制造商的收入与利润将保持较快增长，3G 网扩容需求与宽带网络建设将提供相关公司持续性的增长。给予“买入”评级。

根据通信行业主要上市公司的估值比较及公司增长的可持续性，重点推荐武汉凡谷、亨通光电、三维通信、中天科技。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn