

深度报告

通信

通信行业 09 中期投资策略

推荐

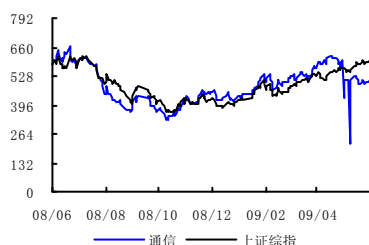
(维持评级)

2009 年 6 月 26 日

本报告的独到之处

- 明确指出: 09H2 设备应由“超配”降至“标配”, 并转向“后 3G”中小型公司。
- 明确指出: 09H2 运营应由“标配”升至“超配”, 联通 A 股 09 年内目标价为 9 元。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《中国联通: 新经济, 新格局, 新联通》——
2009-4-22

分析师: 严平

电话: 021-68865025

E-mail: yanping@guosen.com.cn

实习生: 程锋

电话: 021-68864599

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业投资策略

配置从设备转向运营的时点临近

- **09H2 设备策略: 由“超配”降至“标配”, 关注“后 3G”中小型公司**
我们预计 09H2 通信设备行业将“跑平”大盘, 可能是“前强后弱”。建议投资者将行业配置比重由“超配”逐步降至“标配”。在品种选择方面我们偏好“后 3G”中小型公司, 预计此类公司有望获得超越行业平均的收益。
- **09H2 运营策略: 由“标配”升至“超配”, 静待 W 用户超预期增长**
我们预计 09H2 通信运营行业亦将“跑平”大盘, 可能是“前弱后强”。但鉴于更长投资期限 (12 个月) 运营行业具备更大的上涨潜力, 我们建议投资者将行业配置比重由“标配”逐步升至“超配”。
- **关键因素 1 (设备): 景气触顶、后 3G 接力、转向中小公司**
09H2 通信设备行业虽依旧处于景气阶段, 但行业景气顶峰临近尾声。重点公司利润有望继续增长 (大致是 09 年 30%, 10 年 20%), 但目前估值 (09 年 28 倍、10 年 22 倍) 基本反映增长预期。投资者可转向“后 3G”增长明确的细分行业, 转向中小成长型公司, 有望获得超越行业平均的收益。
- **关键因素 2 (运营): 景气回升、联通优势现、盈利上调空间大**
09H2 通信运营行业景气有望触底回升, “3G+宽带”有望成就行业新一轮增长。联通在 3G 时代优势明显, 并且已经开始显现业务发展中。我们预计: 随着 09H2 联通 WCDMA 正式大规模放号, 市场将逐步上调 10、11 年的盈利预期, 分别存在 10% (10 年)、35% (11 年) 的上调空间。
- **股价催化剂: 行业增速回升、W 用户超预期、IPHONE 签约?**
我们认为联通 A 股 09 年内目标价为 9 元, 仍有较大上涨空间。股价上涨催化剂: 行业收入增速反弹、WCDMA 用户数超预期增长、市场上调联通 10/11 年盈利预测、IPONE 签约联通。设备行业的催化剂是: 企业盈利持续增长。

重点公司盈利预测及投资评级

公司	总市值 (亿元)	收盘价	PE			EPS			PB 08	投资评级
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		
中国联通	6.32	1339.62	6.8	28.7	21.1	0.93	0.22	0.30	1.9	推荐
中兴通讯	27.51	480.42	28.8	21.2	17.3	0.95	1.30	1.59	3.4	谨慎推荐
武汉凡谷	16.61	92.33	28.0	23.5	18.8	0.59	0.71	0.88	5.0	谨慎推荐
烽火通信	15.60	63.96	36.3	26.9	21.7	0.43	0.58	0.72	2.6	谨慎推荐
中天科技	16.29	52.26	30.2	24.0	19.6	0.54	0.68	0.83	3.9	谨慎推荐
国脉科技	15.90	42.45	54.8	37.9	28.4	0.29	0.42	0.56	9.4	谨慎推荐
亨通光电	18.79	31.21	34.8	27.6	21.6	0.54	0.68	0.87	2.7	谨慎推荐
中创信通	14.58	19.92	34.7	26.0	20.5	0.42	0.56	0.71	5.5	谨慎推荐
三维通信	15.63	18.76	33.3	23.3	18.4	0.47	0.67	0.85	5.2	谨慎推荐
新海宜	10.85	23.23	65.1	34.3	24.1	0.17	0.32	0.45	6.3	谨慎推荐
北纬通信	20.69	15.64	45.0	34.5	27.6	0.46	0.60	0.75	4.1	谨慎推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测

投资摘要

投资建议：配置从设备转向运营的时点临近

通信设备策略：我们预计 09H2 通信设备行业将“跑平”大盘，可能是“前强后弱”。我们建议投资者将行业配置比重由“超配”逐步降至“标配”。在品种选择方面我们偏好“后 3G”中小型公司，预计此类公司有望获得超越行业平均的收益。

通信运营策略：我们预计 09H2 通信运营行业亦将“跑平”大盘，可能是“前弱后强”。但鉴于更长投资期限（12 个月）运营行业具备更大的上涨潜力，我们建议投资者将通信运营行业的配置比重由“标配”逐步升至“超配”。

核心假设或逻辑

通信设备：（1）行业景气顶峰临近。（2）重点公司利润有望继续增长（大致是 09 年 30%，10 年 20%），但目前估值基本反映增长预期。（3）“后 3G”中小型公司有望获得超越行业平均的收益。

通信运营：（1）行业景气触底回升，景气预期（行业未来两年）有望改善。（2）中国联通盈利预期存在较大上调空间。（3）目前估值尚未充分反映这一预期。

与市场预期的不同之处

中国联通盈利预期存在较大上调空间。目前中国联通 09/10/11 年的盈利分歧较大，市场一致预期（取自万德）为：0.25、0.27、0.37。我们认为：随着国内 3G 消费市场的启动、联通 WCDMA 业务的发展，公司自身对于未来盈利增长的信心也会逐步增强，国内资本市场也将逐步上调目前处于低位的谨慎预期。我们的盈利预测为：0.22、0.30、0.50。市场一致预期存在 10%（10 年）、35%（11 年）的上调空间。

股价变化的催化因素

设备行业催化剂：运营商加大“后 3G”投入（网络优化、服务外包）、增值服务公司随着 3G 推出步入增长期、投资者开始担忧 2010 年行业投资增速下降。

运营行业催化剂：3G 业务推出带动行业收入增速反弹，联通 WCDMA 新增用户数增长迅速超过市场目前的谨慎预期，市场根据新增用户数上调联通 10/11 年的盈利预测。

核心假设或逻辑的主要风险

运营商 2010 年投资高于预期是设备行业最主要的上行风险。

WCDMA 用户数低于预期是运营行业最主要的下行风险。

内容目录

下半年策略：配置从设备转向运营的时点临近	5
通信设备策略：由“超配”逐步降至“标配”，关注“后 3G”中小型公司	5
通信运营策略：由“标配”逐步升至“超配”，静待WCDMA用户数超预期增长	5
1H09：设备先扬后抑，运营涨幅有限	7
通信设备：景气顶峰临近，关注“后 3G”中小型公司	8
行业景气临近顶峰，但设备厂商平稳增长可期.....	8
“后 3G”细分子行业有望景气接力	10
重点关注“网络优化、增值业务”中小成长型公司	10
通信运营：景气有望回升，联通崛起临近	13
“3G+宽带”，将在未来十年引领行业新一轮增长.....	13
联通 3G 占优，优势已经开始显现	14
“WCDMA用户超预期增长”将成为股价崛起催化剂	17
投资风险	19
运营商 2010 年投资高于预期是设备行业最主要的上行风险	19
WCDMA用户数低于预期是运营行业最主要的下行风险	19
通信行业国际估值比较	19

表目录

表 1：通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级.....	6
表 2：各国运营商已通过 3G 网络提供各类增值服务，涉及生活各个领域	11
表 3：国内 3G 商用日益临近，将在未来十年引领行业下一轮增长	14
表 4：联通此次推出的 3G 业务种类丰富，实用性强，资费易为市场接受	16
表 5：通信行业国际设备、运营商估值比较	19

图目录

图 1: 1H09 通信设备与大盘持平、通信运营落后	7
图 2: 1H09 通信设备涨幅居中、通信运营落后	7
图 3: 1H09 中小成长型设备公司涨幅居前	8
图 4: 1H09 香港市场电信、联通跑平大盘，移动表现疲软	8
图 5: 2H08 行业投资步入高速增长阶段，全年增长 29.6%	8
图 6: 2008 年设备厂商迎来景气高峰	8
图 7: 09 年运营商投资仍将维持高位，2G 投入有所加大	9
图 8: 国内厂商在 3G 招标中份额大幅领先，占据主导地位	9
图 9: 全球电信投资在 2H09 有望恢复增长，全年下降 2.8%	9
图 10: 1Q09 华为中兴无线设备销售额进入全球前五	9
图 11: 服务外包、网络优化、增值服务有望成为“后 3G”景气行业	10
图 12: 网络优化应用广泛，且需求持续期较长	11
图 13: 预计网络优化市场在 09 年将突破 100 亿元	11
图 14: 国内运营商的增值服务主要由“老三样”构成	12
图 15: 国内移动增值服务还有可观增长空间	12
图 16: 国内手机上网用户增长迅猛，基数庞大	12
图 17: 国内手机游戏市场增长前景广阔	12
图 18: 08 年起行业收入增速持续回落	13
图 19: 传统语音业务基本普及，用户边际贡献不断降低	13
图 20: 手机娱乐、手机支付等 3G 业务已经成为日本运营商的重要盈利来源	13
图 21: 3G 迅速占据了 NTT 用户的绝对比重	14
图 22: NTT 数据业务的占比持续上升	14
图 23: 联通大幅提升了对数据和增值业务的投资	15
图 24: WCDMA 在全球 3G 制式中应用最为广泛，为 72%	15
图 25: 联通首批定制机型达到 42 款	15
图 26: 联通首批定制机型覆盖高中低端	15
图 27: 高端产品多普达 T4288 价格在 6000 元左右	16
图 28: 低端产品华为 U5700 价格为 898 元	16
图 29: 联通的无线上网卡带宽达到 4M	16
图 30: 联通的可视电话座机亦即将上市	16
图 31: 音乐下载每首在 2 元左右，价格较易接受	17
图 32: 手机电视包月费用为 30 - 40 元/月，含 12 个频道	17
图 33: 中国移动在高端用户领域占据绝对垄断地位	17
图 34: 高端客户的提升有望显著改善联通的 ARPU 值水平	17
图 35: WCDMA 用户有望在 2011 年达到 5000 万户	18
图 36: WCDMA 用户超预期增长将促使盈利预测上调	18
图 37: 联通的投资逻辑：WCDMA 用户超预期增长将成为股价崛起催化剂	18

下半年策略：配置从设备转向运营的时点临近

通信设备策略：由“超配”逐步降至“标配”，关注“后 3G”中小型公司

结论及操作建议：09 年下半年，我们预计通信设备行业将“跑平”大盘，可能是“前强后弱”。我们建议投资者将通信设备行业的配置比重由“超配”逐步降至“标配”。在品种选择方面我们偏好“后 3G”中小型公司，预计此类公司有望获得超越行业平均的收益。

支持结论的关键性因素：

(1) 行业景气顶峰临近。09 年下半年通信设备行业依旧处于景气阶段。但随着三大运营商的 3G 业务纷纷进入试商用，预示着通信行业投资的陡峭增长阶段接近尾声。2010 年行业投资增速放缓乃至回落将影响设备公司 10、11 年收入利润增幅及估值水平。

(2) 重点公司利润有望继续增长（大致是 09 年 30%，10 年 20%），但目前估值基本反映增长预期。截至 6 月 12 日通信设备行业估值充分：行业平均 PE（取国信重点跟踪的 10 家通信设备公司均值）为 09 年 27.9 倍、10 年 21.8 倍；PB 为 4.8 倍、PS 为 4.5 倍。

(3) “后 3G”中小型公司有望获得超越行业平均的收益。在行业投资顶峰临近的背景下，投资者应调整配置方向：转向“后 3G 时代”增长明确的细分子行业（比如：网络优化子行业、增值服务子行业、电信服务外包子行业）；转向中小成长型公司（依旧处于快速增长期，有望获得超越行业的收入利润增速）。

促使结论实现的催化剂：

运营商加大“后 3G”投入（网络优化、服务外包）、增值服务公司随着 3G 推出步入增长期、投资者开始担忧 2010 年行业投资增速下降。

通信运营策略：由“标配”逐步升至“超配”，静待 WCDMA 用户数超预期增长

结论及操作建议：09 年下半年，我们预计通信运营行业亦将“跑平”大盘，可能是“前弱后强”。但鉴于更长投资期限（12 个月）运营行业具备更大的上涨潜力，我们建议投资者将通信运营行业的配置比重由“标配”逐步升至“超配”。并关注真正的先行指标：联通 WCDMA 网络及新业务，下游手机经销商 W 手机推广排货量，正式商用后 W 新增用户数；而非原先的先行指标（2G 新增用户数）。

支持结论的关键性因素：

(1) 行业景气触底回升，景气预期（行业未来两年）有望改善。经济危机、行业重组、内在增长动力边际贡献降低，多重因素使运营行业景气在过去一年中持续下降。09 年下半年通信运营行业景气有望触底回升。3G 业务将为行业未来三五年带来新一轮的增长动力。随着三大运营商的 3G 业务正式大规模推广，行业景气预期有望改善。这将提升运营公司明后两年的利润增长（以及利润增长预期）及估值水平。

(2) 中国联通盈利预期存在较大上调空间。目前中国联通 09/10/11 年的盈利分歧较大, 市场一致预期(取自万德)为: 0.25、0.27、0.37。我们认为: 随着国内 3G 消费市场的启动、联通 WCDMA 业务的发展, 公司自身对于未来盈利增长的信心也会逐步增强, 国内资本市场也将逐步上调目前处于低位的谨慎预期。我们的盈利预测为: 0.22、0.30、0.50。市场一致预期存在 10% (10 年)、35% (11 年) 的上调空间。

(3) 目前估值尚未充分反映这一预期。截至 6 月 12 日联通股价为 6.32 元, 尚未反映乐观预期: PE 为 09 年 28.7 倍、10 年 21.1 倍; PB 为 1.9 倍。我们认为联通 A 股 09 年内目标价为 9 元, 仍有较大上涨空间。

促使结论实现的催化剂:

3G 业务推出带动行业收入增速反弹, 联通 WCDMA 新增用户数增长迅速超过市场目前的谨慎预期, 市场根据新增用户数上调联通 10/11 年的盈利预测。

表 1: 通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级

公司	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	PS	PEG	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	08A		
中国联通-A	6.32	1339.62	0.93	0.22	0.30	6.8	28.7	21.1	1.9	2.7	NA	推荐
中兴通讯	27.51	480.42	0.95	1.30	1.59	28.8	21.2	17.3	3.4	1.1	1.0	谨慎推荐
武汉凡谷	16.61	92.33	0.59	0.71	0.88	28.0	23.5	18.8	5.0	6.6	1.3	谨慎推荐
烽火通信	15.60	63.96	0.43	0.58	0.72	36.3	26.9	21.7	2.6	1.9	1.2	谨慎推荐
中天科技	16.29	52.26	0.54	0.68	0.83	30.2	24.0	19.6	3.9	1.8	1.3	谨慎推荐
国脉科技	15.90	42.45	0.29	0.42	0.56	54.8	37.9	28.4	9.4	8.2	1.4	谨慎推荐
亨通光电	18.79	31.21	0.54	0.68	0.87	34.8	27.6	21.6	2.7	2.2	1.3	谨慎推荐
中创信测	14.58	19.92	0.42	0.56	0.71	34.7	26.0	20.5	5.5	7.1	1.2	谨慎推荐
三维通信	15.63	18.76	0.47	0.67	0.85	33.3	23.3	18.4	5.2	4.2	1.0	谨慎推荐
新海宜	10.85	23.23	0.17	0.32	0.45	65.1	34.3	24.1	6.3	7.9	1.0	谨慎推荐
北纬通信	20.69	15.64	0.46	0.60	0.75	45.0	34.5	27.6	4.1	10.8	1.6	谨慎推荐
设备商平均						39.1	27.9	21.8	4.8	5.2	1.2	
中国联通-H	11.68	2779.84	1.66	0.81	0.90	7.0	14.4	13.0	1.4	1.4	NA	推荐
中国移动-H	81.50	16324.55	5.63	6.11	6.47	14.5	13.3	12.6	3.8	3.5	2.0	中性
中国电信-H	3.83	3098.57	0.27	0.21	0.23	14.2	18.2	16.7	1.2	1.5	NA	谨慎推荐
运营商平均						11.9	15.3	14.1	2.2	2.1	NA	

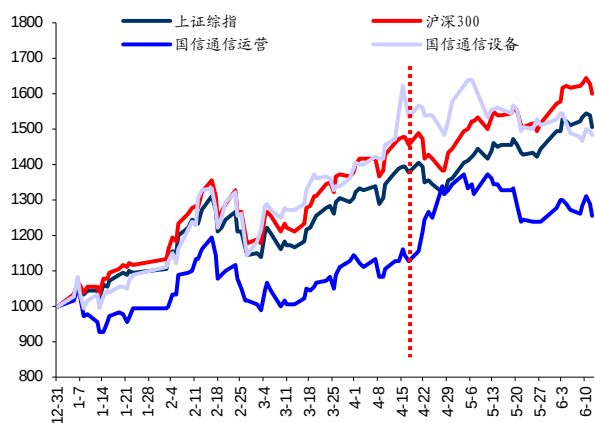
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所。收盘价为 2009 年 6 月 12 日, PEG 根据 09、10 两年复合增长率计算, 港股运营商指标均为港币

1H09: 设备先扬后抑，运营涨幅有限

09年上半年（截止6月12日）在政策保驾护航和经济筑底回暖的背景下，A股振荡上行，反弹幅度接近50%。其中国信通信设备（我们覆盖的十家通信设备公司）在5月之前跑赢市场，之后则小幅走低，整体涨幅为48.6%，与大盘持平。受行业投资快速增长的驱动，通信设备行业增长前景明确，设备板块在一季度表现良好。随着市场风格在二季度逐步从中小盘股转向大盘蓝筹，其股价表现相应有所走弱。

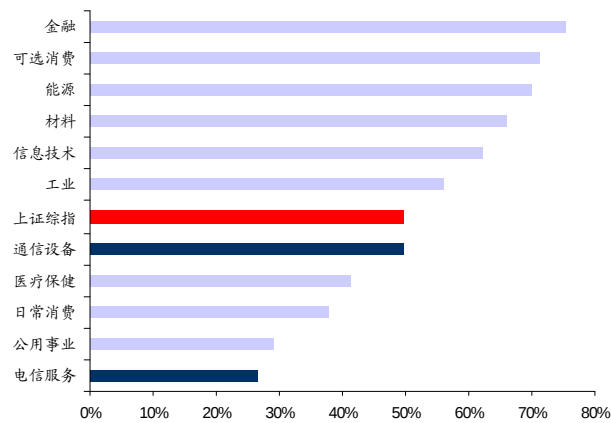
09年上半年（截止6月12日）国信通信运营（中国联通A股）则上涨了26%，落后于大盘涨幅，但在4月底走出了一波快速上攻行情（我们在4月22日深度报告推荐了联通）。运营商前期精力主要集中在3G网络建设上，5月才逐步启动3G商用，3G对业绩的提升有待时日，因而上半年运营板块股价表现相应滞后。

图 1: 1H09 通信设备与大盘持平、通信运营落后



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所, 其中“国信通信运营”为中国联通 A 股, “国信通信设备”为国信覆盖的十家通信设备公司

图 2: 1H09 通信设备涨幅居中、通信运营落后

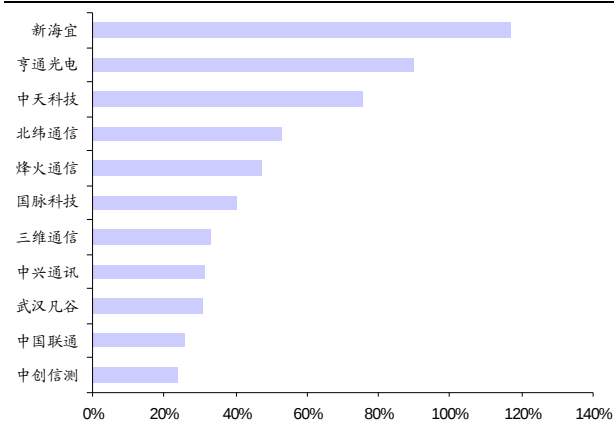


资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

从我们覆盖的重点公司来看, 新海宜 (117%)、亨通光电 (90%)、中天科技 (75%) 涨幅位居前三。这一方面反映了一季度市场对中小盘股的偏好; 另一方面, 随着国内 3G 投资的加速, 包括主设备、光纤光缆等在内的设备厂商订单快速上升, 业务充分受益, 为股价上扬创造了实在的业绩支撑。

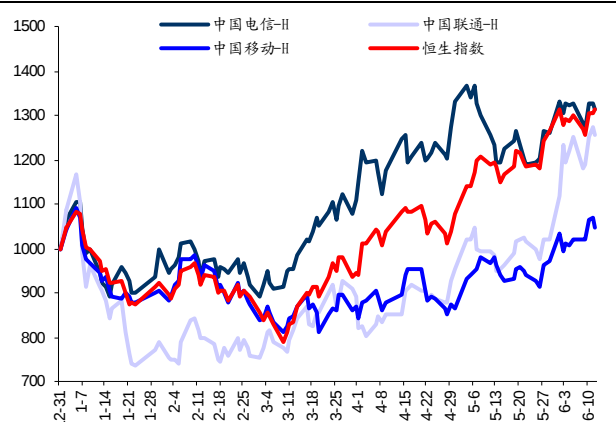
在香港市场, 中国电信在 3 到 5 月表现较为强劲, 随后有所回调, 上半年上涨 31.1%, 涨幅与恒指 (31.3%) 持平; 中国联通 (25.6%) 先抑后扬, 5 月开始改变低迷走势, 实现单月大幅上涨; 中国移动则仅上涨 4.8%, 大幅落后指数。随着三大运营商 3G 业务的逐步推出, 中国移动新增用户份额的逐步降低, 投资者对弱势运营商行业地位不断提升的信心不断增强。

图 3: 1H09 中小成长型设备公司涨幅居前



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 4: 1H09 香港市场电信、联通跑平大盘, 移动表现疲软



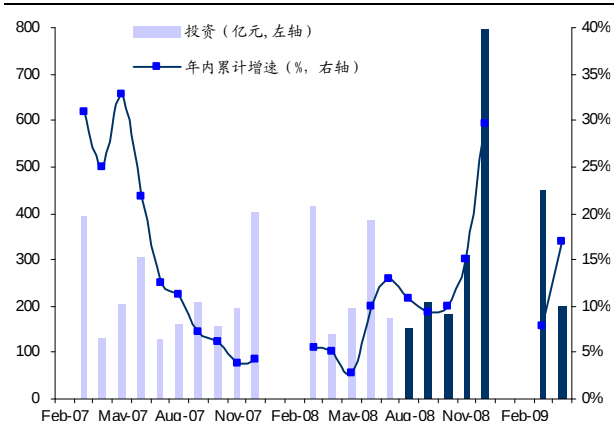
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

通信设备: 景气顶峰临近, 关注“后 3G”中小型公司

行业景气临近顶峰, 但设备厂商平稳增长可期

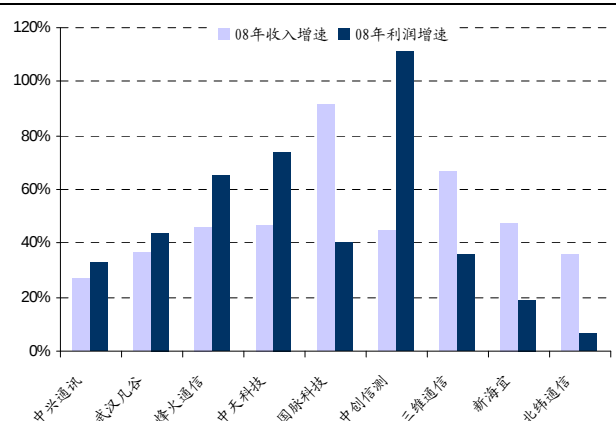
自 08 年电信重组、3G 发牌以来, 通信行业投资步入高速增长阶段。08 年全年, 行业投资同比增长 29.6%。主要设备厂商收入利润快速增长, 国信通信设备覆盖的十家公司收入和利润分别增长 49.1%、47.5%。但随着三大运营商的 3G 业务纷纷进入试商用, 预示着行业投资的陡峭增长阶段接近尾声。2010 年行业投资增速放缓乃至回落将影响设备公司利润增长及估值水平。

图 5: 2H08 行业投资步入高速增长阶段, 全年增长 29.6%



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所

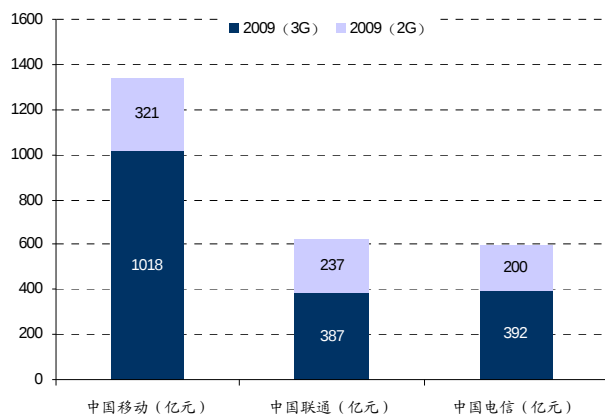
图 6: 2008 年设备厂商迎来景气高峰



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

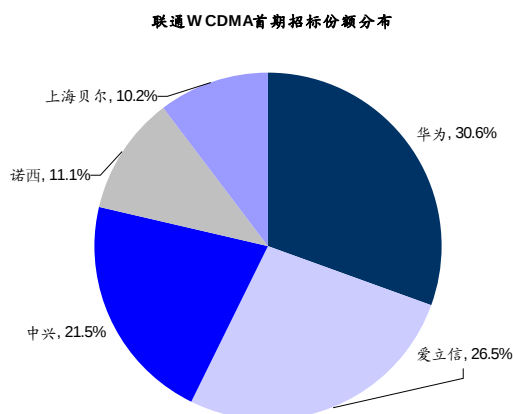
国内 3G 后续招标, 2G 网络升级, 仍将平滑投资、延续景气。在当前的 3G 招标中, 国内厂商份额大增, 渐成主流, 为后续接单奠定了基础。在移动三期招标中, 中兴、华为、大唐位列前三; 在联通 WCDMA 首期招标中, 国内厂商份额亦接近 60%。与此同时, 电信重组后的全业务竞争使得运营商对网络质量更为重视, 纷纷加大投入改善 2G 网络。联通计划在 09 年投入 237 亿元完善 2G 网络, 移动亦计划对 2G 投入 321 亿元, 其中 70% 将用于农村市场。

图 7: 09 年运营商投资仍将维持高位, 2G 投入有所加大



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 8: 国内厂商在 3G 招标中份额大幅领先, 占据主导地位

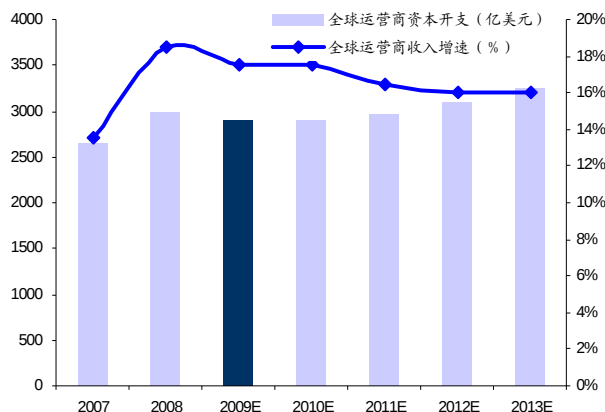


资料来源: 国信证券经济研究所

在海外市场, 全球经济回暖, 新兴市场扩容将成为设备厂商超预期增长的潜在驱动。目前, 市场普遍对设备厂商海外业务持谨慎态度。我们则认为, 尽管收入放缓, 但出于网络升级扩容以支持数据业务的需要, 全球运营商的资本开支一直较为稳定, 约为每年 3000 亿美元。而据权威行业机构 Infoetics 预计, 在经济企稳回升的预期下, 09 年下半年全球电信资本开支将恢复增长, 全年将在 08 年 2980 亿美元的历史高位上小幅回落 2.8%。

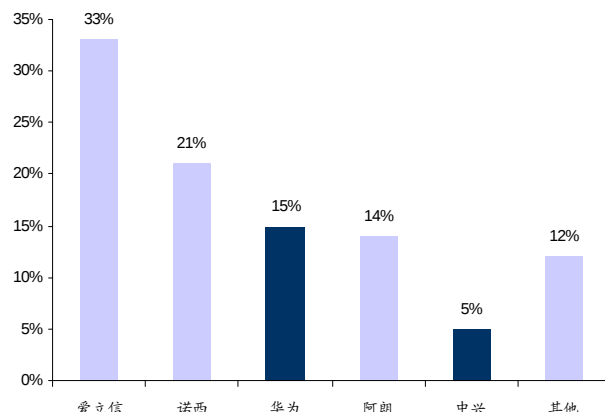
同时, 3G 投资的热点地区将逐步转移至新兴市场国家。中兴华为对此耕耘已久, 借助成本优势和出口信贷支持, 有望大幅提升新兴市场份额。在危机冲击之下, 传统厂商摩托罗拉、北电等纷纷陷入困境, 中兴华为在 09 年一季度已挺进全球五强。危机将会成为中国厂商快速崛起的契机, 中兴华为有望藉此提升行业座次。

图 9: 全球电信投资在 2H09 有望恢复增长, 全年下降 2.8%



资料来源: 国信证券经济研究所

图 10: 1Q09 华为中兴无线设备销售额进入全球前五



资料来源: 国信证券经济研究所

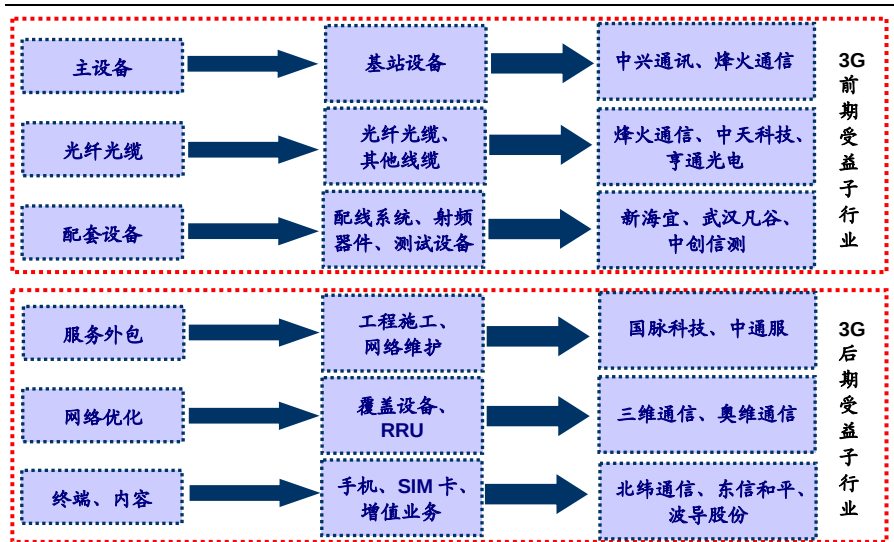
09 年下半年，随着通信行业投资的顶峰阶段渐近尾声，设备行业景气程度将会有所回落。但国内投资的平稳增长、海外市场的日渐复苏、新兴市场的逐步崛起、竞争格局的重新调整将使得重点公司利润有望继续增长（大致是 09 年 30%，10 年 20%）。结合设备行业目前 09 年 28 倍，10 年 22 倍的估值，09 年下半年，我们预计通信设备行业将“跑平”大盘，可能是“前强后弱”。

“后 3G” 细分子行业有望景气接力

按照主设备→光纤光缆→配套设备→服务外包→网络优化→终端和内容的产业链分布，通信设备内部不同子行业在受益时间上存在先后顺序。在运营商投资加速时期，投资占比最大的主设备商最先受益，光纤光缆和配套设备亦随之步入景气。自 08 年开始，光纤光缆需求逐步偏紧，价格连续下跌数年后在 09 年首次回升。

在网络建设逐步到位后，对网络优化和维护的需求将逐步启动。在 3G 用户规模发展以后，增值业务需求亦将放量增长。后续受益的板块——服务外包、网络优化以及增值服务有望成为“后 3G”时期的景气行业。

图 11：服务外包、网络优化、增值服务有望成为“后 3G”景气行业



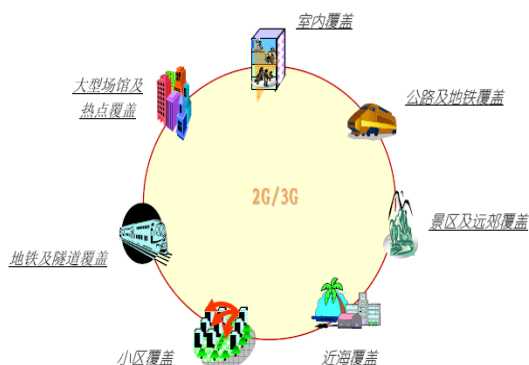
资料来源：国信证券经济研究所

从产业链分布和受益期先后来看，在行业投资步入平稳增长阶段后，投资者应调整配置方向——转向明后两年增长明确的细分子行业（比如：网络优化子行业、增值服务子行业、电信服务外包子行业）；转向中小成长型公司（依旧处于快速增长期，有望获得超越行业的收入利润增速）。

重点关注“网络优化、增值业务”中小成长型公司

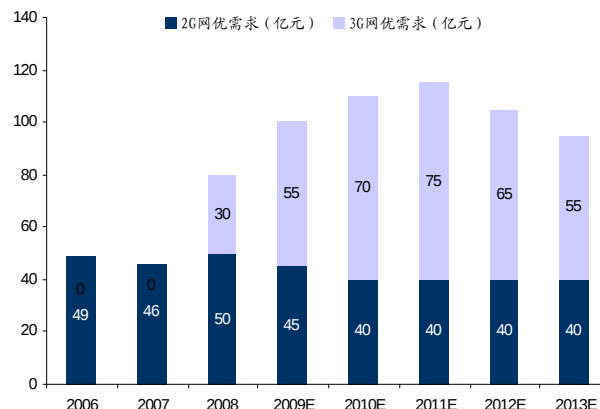
网络优化的需求一般在网络建成后开始启动，且持续时期较长。网络优化旨在通过使用覆盖设备提高网络质量，覆盖信号盲区，提升网络性能。运营商对 2G 网络的改造使得网优需求规模稳定在 40 亿元以上，3G 单一基站覆盖面积较小的特点亦使得网优需求较 2G 更高。预计网优市场将快速增长，在 09 年突破百亿。

图 12: 网络优化应用广泛, 且需求持续期较长



资料来源: 国信证券经济研究所

图 13: 预计网络优化市场在 09 年将突破 100 亿元



资料来源: 国信证券经济研究所

各国运营商已成功借助 3G 网络开展了品种丰富的增值业务。由于网速大幅提升、终端性能改善、有价值的应用形式不断涌现, 3G 解除了增值业务规模发展的制约。手机电视、音乐下载、移动商业、手机游戏等已经取代短信等初级应用形式成为 3G 增值业务的重心所在。

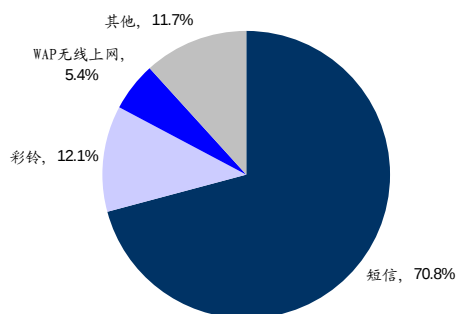
表 2: 各国运营商已通过 3G 网络提供各类增值服务, 涉及生活各个领域

丰富的语音服务	实时可视电话服务, 高质量可视电话会议服务。
网上浏览	用户只需支付网络接入费用, 而不用为浏览的信息支付费用。在 GPRS 网络 (2.5G) 中主要是 WAP 浏览。在 3G 网络以及未来继续升级的网络中, 用户将得到接近电脑宽带上网的用户体验, 接入更多网站。
付费信息	交通状况实时信息, 电子报纸, 高质量的音频文件, 等等。
个性化服务	使用户手机更具个性化的服务。比如: 个性化来电铃声、手机屏保。
游戏	包括在线游戏和下载游戏。2006 年 6 月韩国运营商 KTF 推出了第一款大型角色扮演 (RPG) 在线游戏。
电视/点播服务	包括实时的电视收看, 以及个性化的视频点播。
音乐	高质量的音乐文件下载, 以及广播电台收听。
内容信息互发/用户媒体互动	用户与用户之间的信息互发 (比如: 贺卡, 图片)。用户媒体互动: 比如用户通过短信参与竞争投票类娱乐节目或新闻观点调查。
移动商业	对于通过移动网络完成的电子交易提取佣金, 包括门户网站, 网上商铺, 银行, 证券交易, 预定, 订票, 彩票赌博下注。
移动数据网络	提供接入企业内部网络及数据库的服务, 邮件, 文件传输。

资料来源: 国信证券经济研究所

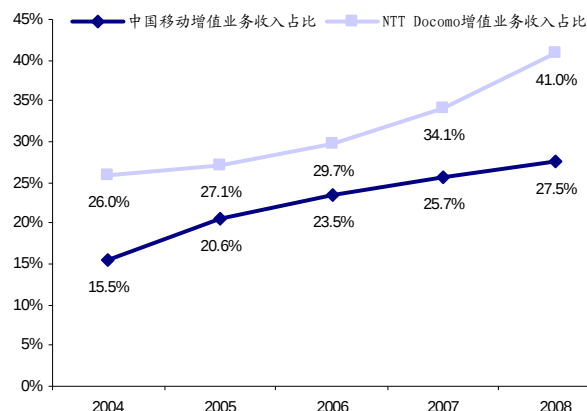
中国 3G 启动在即, 数据业务的需求释放将助推增值服务迎来二次盛宴。2008 年, 中国增值市场规模达到 1251 亿元, 占运营商收入的比重在 25% 左右, 行业同比增长 19.2%, 增速呈放缓态势。这主要是因为由“老三样”——短信、彩铃、WAP 所创造的第一波增值业务盛宴已经面临增长瓶颈。3G 的开展, 将为数据业务拓展全新的增长空间, 催生增值服务行业的二次革命。

图 14: 国内运营商的增值服务主要由“老三样”构成



资料来源: 国信证券经济研究所

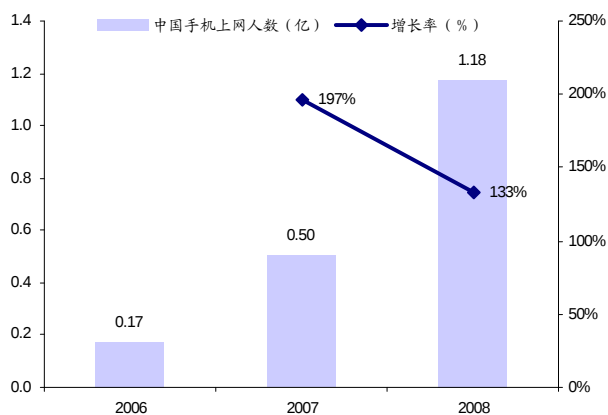
图 15: 国内移动增值服务还有可观增长空间



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

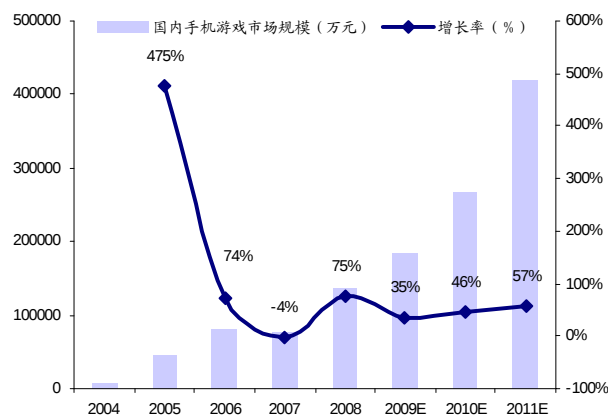
国内增值业务的升级换代具备良好的市场基础和应用形式。2G 时代, 传统增值业务的开展较好的实现了预热市场, 培育用户的效果, 运营商增值业务的收入占比已同日韩起步时相当。07、08 两年, 手机上网用户迅速从 1700 万上升至 1.18 亿, 潜在的用户规模极为可观。手机游戏、音频视频等细分市场有望迅速启动, 市场布局广泛和研发能力突出的服务提供商将赢得竞争先机。

图 16: 国内手机上网用户增长迅猛, 基数庞大



资料来源: 国信证券经济研究所

图 17: 国内手机游戏市场增长前景广阔



资料来源: 国信证券经济研究所

“后 3G” 中小型公司有望获得超越行业平均的收益。截至 6 月 12 日通信设备行业估值充分: 行业平均 PE (取国信重点跟踪的 10 家通信设备公司均值) 为 09 年 27.9 倍、10 年 21.8 倍; PB 为 4.8 倍、PS 为 4.5 倍。随着行业景气接力的进行, “后 3G 时代” 中小型公司有望获得超越行业的收入利润增速, 从而获得更高的估值水平。

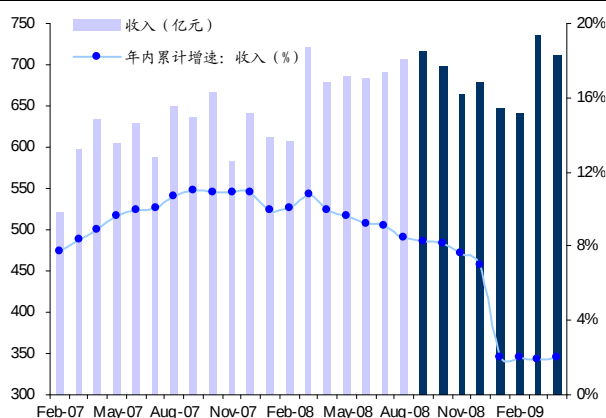
通信运营：景气有望回升，联通崛起临近

“3G+宽带”，将在未来十年引领行业新一轮增长

过去几年，我国通信运营行业年收入增长率在 10% 左右，增长动力主要是用户基数扩大及通话量的上升。在经济放缓、行业重组的背景下，运营商用户数量增长和语音业务发展遭遇瓶颈。2008 年下半年以来，行业收入逐渐下滑，09 年上半年更是持续在 2% 的低位徘徊。传统语音业务的用户渗透和业务普及已经处于高位，大规模持续增长的动力正在不断衰减。

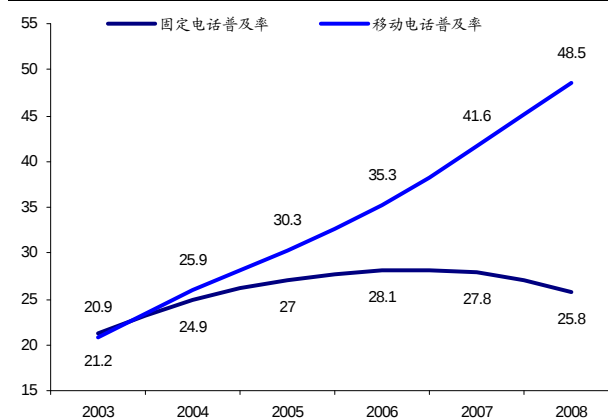
未来十年“3G+宽带”将成为行业新的增长动力，行业增长模式将由“用户数量驱动”转为“承载业务驱动”。我们预计，未来 10 年行业收入有望实现 6% 的年均增速，2018 年达到 14438 亿元的规模。

图 18: 08 年起行业收入增速持续回落



资料来源：工信部，国信证券经济研究所

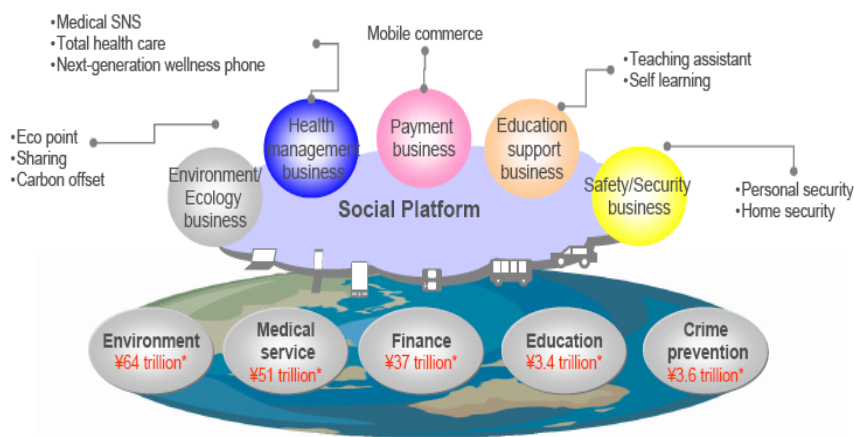
图 19: 传统语音业务基本普及，用户边际贡献不断降低



资料来源：工信部，国信证券经济研究所

实现从语音业务向数据业务的转型，是行业获得新一轮增长动力的关键所在，3G 无疑提供了这一转型契机。从国外运营商的经验来看，3G 的核心价值在于构建一个应用广泛的信息平台，实现产业链的延伸和盈利点的拓展。世界最成功的 3G 运营商日本 NTT 公司实施了 From “Communication” to “Lifestyle” 的战略，将手机娱乐、医疗服务、手机支付等业务培育成了规模可观的盈利来源。

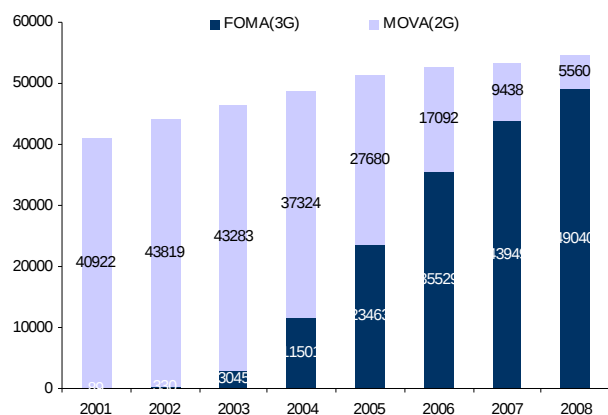
图 20: 手机娱乐、手机支付等 3G 业务已经成为日本运营商的重要盈利来源



资料来源：国信证券经济研究所

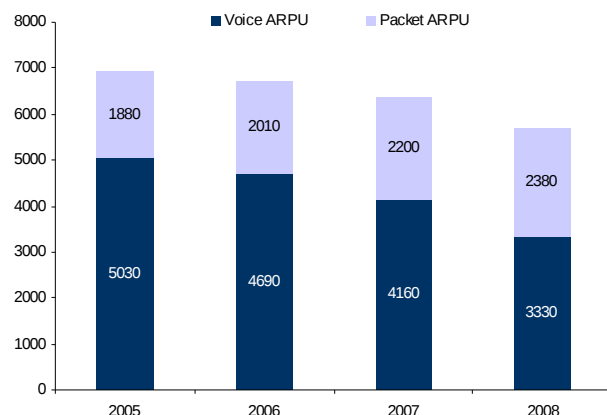
得益于 3G 业务的开展,运营商有效改善了其盈利能力。日本 NTT 自 2001 年推出 3G 服务以来,3G 用户迅速在整体用户中占据绝对比重。同时,数据业务 ARPU 值不断提升,在整体 ARPU 值中占比接近 40%,缓解了语音业务逐年衰退的冲击。

图 21: 3G 迅速占据了 NTT 用户的绝对比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 22: NTT 数据业务的占比持续上升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

在 5.17 电信日前后,三大运营商已经逐步启动了 3G 商用,国内 3G 市场放量增长在即。同国外运营商相比,中国 3G 发展具有明显的后发优势: 包括更为成熟和廉价的系统设备、更为丰富的手机和上网本终端、更具应用前景的增值服务。此外,宽带的迅速普及亦为运营商提供了新的业务亮点。我们预计,3G 和宽带的快速发展将推动行业重新步入 6% 的增长轨道,这将为三大运营商利润的持续增长提供良好的行业环境。

表 3: 国内 3G 商用日益临近,将在未来十年引领行业下一轮增长

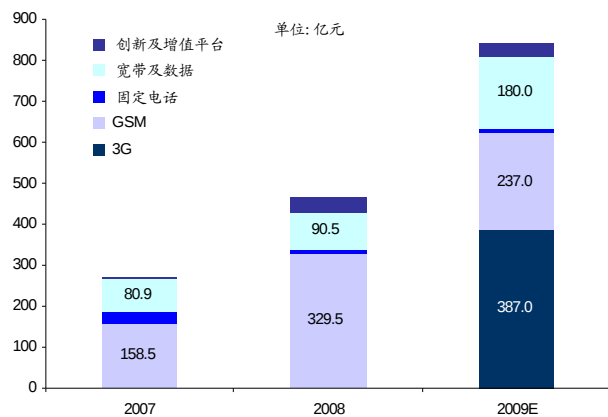
	3G 启动时间	2009 年规划	长期目标
中国移动	09 年 6 月向 38 个城市提供 3G 服务	09 年年底向 238 个城市提供 3G 服务	三年发展 5000 万用户
中国联通	09 年 5.17 向 55 个城市提供 3G 服务	09 年年底向 282 个城市提供 3G 服务	2010 年 3G 市场份额达到 30%
中国电信	09 年 3 月在 100 个城市完成 3G 升级	09 年 7 月在县级以上城市完成 3G 升级	2011 年移动用户发展至 1 亿户

资料来源: 国信证券经济研究所

联通 3G 占优, 优势已经开始显现

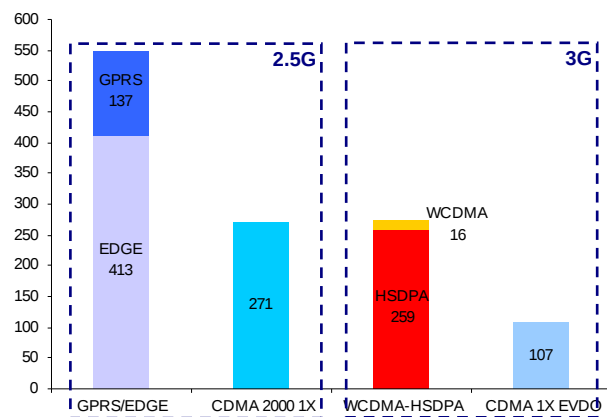
3G 时代,联通兼有全业务资源与最优 3G 牌照,上升潜力最为突出。合并网通之后,联通因获得北方固网而具备了开展全业务的基础。公司确立了加大数据业务投入,促进固网和移动融合的长期战略。联通的 WCDMA 网络因为技术最为成熟、终端最为齐全,成为争夺高端用户,开展数据业务的最佳载体。

图 23: 联通大幅提升了对数据和增值业务的投资



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 24: WCDMA 在全球 3G 制式中应用最为广泛, 为 72 %



资料来源: 国信证券经济研究所

5 月 17 日, 联通 3G 业务进入试商用阶段, 其终端丰富优势开始显现。联通首批上市的 3G 终端数量为: WCDMA 手机 27 万部、WCDMA 上网卡 25 万部。其机型上网最高峰值速率下行 7.2Mbps/3.6 Mbps, 上行 5.76 Mbps/2Mbps, 且同时覆盖高中低端, 满足不同层次需求, 从而让时尚人群买得起, 让商务人群买得值。目前有十几款 WCDMA 定制手机可供出售, 后续机型也将陆续到货。

图 25: 联通首批定制机型达到 42 款



资料来源: 国信证券经济研究所

图 26: 联通首批定制机型覆盖高中低端



资料来源: 国信证券经济研究所

图 27: 高端产品多普达 T4288 价格在 6000 元左右



资料来源: 国信证券经济研究所

图 28: 低端产品华为 U5700 价格为 898 元



资料来源: 国信证券经济研究所

其增值业务亦准备充分, 种类丰富, 同移动的差距有望大幅缩小。在试商用阶段, 联通推出了无线上网、可视电话等全新业务, 依托 WCDMA 网的高速接入优势, 网速不再是开展数据业务的障碍。此外, 联通已经建立了自己的 3G 门户, 解决了音乐和视频下载的内容来源, 并同内容供应商达成了协议, 解决了报纸杂志, 以及电视频道的供应问题。手机读报、手机杂志、手机电视、在线音乐、企业邮箱、GPS 导航等服务具有广阔的市场空间。

表 4: 联通此次推出的 3G 业务种类丰富, 实用性强, 资费易为市场接受

联通 3G 业务	主要特点	资费标准
移动上网卡、上网本	带宽高达 4M, 最高 5.6M	按流量收费, 最低 150 元包 3G
手机视频通话、可视电话	画面流畅, 可视电话即将推出	计入资费套餐
手机读报	包含时事、文体、财经和娱乐等 8 种选择	每种 3 元/月 - 18 元/月不等
手机杂志	包含 123 种杂志	10 元/月, 可全部下载浏览
手机电视、视频下载	包含 12 个频道	视频直播 30 - 40 元/月, 视频下载约 2 元/个
手机音乐	包括铃声、整曲、炫铃	2 - 3 元/首
个人及企业邮箱	具有 Pushmail 功能	个人 5 元/月, 企业 88 元/月
手机搜索和导航服务	同百度合作, 提供各类搜索服务	计入套餐流量费

资料来源: 国信证券经济研究所

图 29: 联通的无线上网卡带宽达到 4M



资料来源: 国信证券经济研究所

图 30: 联通的可视电话座机亦即将上市



资料来源: 国信证券经济研究所

图 31: 音乐下载每首在 2 元左右, 价格较易接受



资料来源: 国信证券经济研究所

图 32: 手机电视包月费用为 30-40 元/月, 含 12 个频道

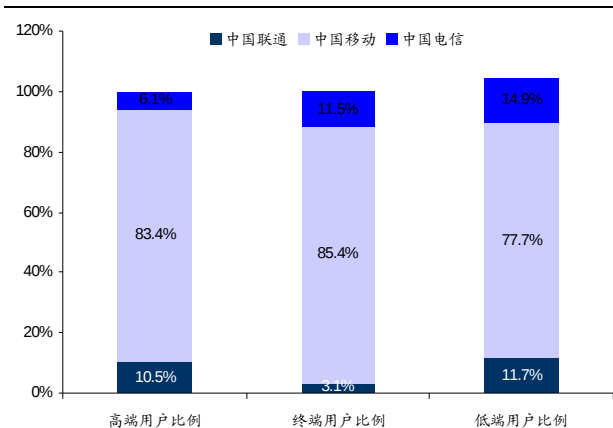


资料来源: 国信证券经济研究所

“WCDMA 用户超预期增长” 将成为股价崛起催化剂

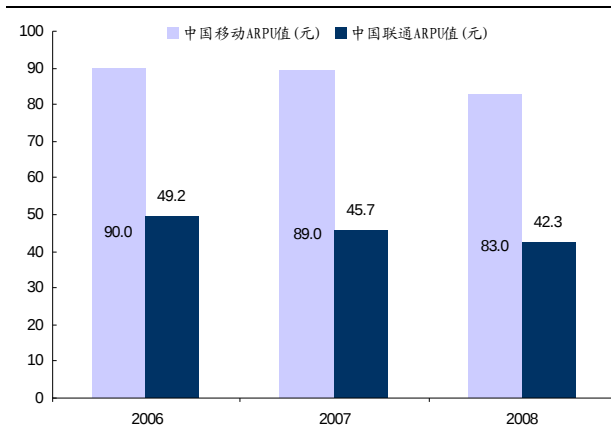
3G 对联通的意义在于通过提升高端用户比重, 大幅改善盈利能力。目前, 移动占据高端用户 (ARPU 值在 100 元以上) 的 83.4%, 联通仅为 10.5%, 导致 ARPU 值仅为移动的一半左右, 成为其盈利能力较弱的根本原因。由于运营商成本具有刚性, 高端用户的增长将显著改善其 ARPU 值和毛利率。凭借其网络质量、丰富终端及高普及率, WCDMA 有望吸引高端客户转网联通。

图 33: 中国移动在高端用户领域占据绝对垄断地位



资料来源: 国信证券经济研究所

图 34: 高端客户的提升有望显著改善联通的 ARPU 值水平

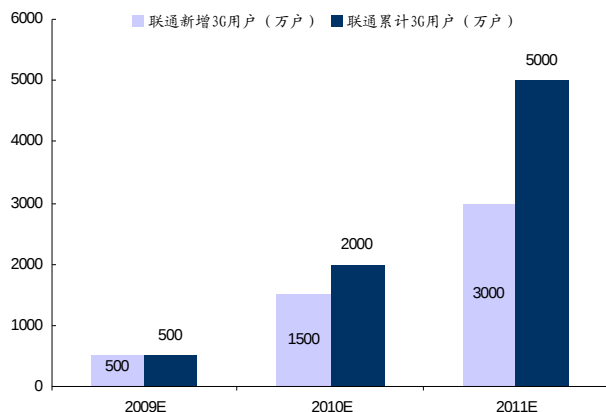


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

基于联通的历史表现和对 3G 的观望心理, 市场目前普遍对联通在未来三年的盈利持谨慎态度。我们则认为, WCDMA 进入正式商用之后, 用户数将实现快速增长, 2011 年有望达到 5000 万户, 在 3G 市场中占据三分之一以上份额。这将大幅改善联通的收入增速和用户结构, 进而推动其盈利能力上升。

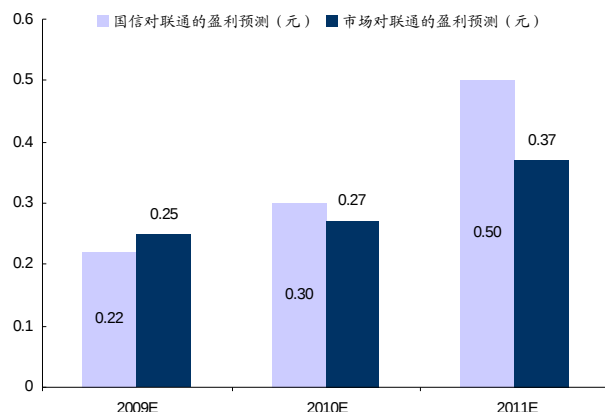
中国联通盈利预期存在较大上调空间。目前中国联通 09/10/11 年的盈利分歧较大，市场一致预期（取自万德）为：0.25、0.27、0.37。我们认为：随着国内 3G 消费市场的启动、联通 WCDMA 业务的发展，公司自身对于未来盈利增长的信心也会逐步增强，国内资本市场也将逐步上调目前处于低位的谨慎预期。我们的盈利预测为：0.22、0.30、0.50。市场一致预期存在 10%（10 年）、35%（11 年）的上调空间。

图 35: WCDMA 用户有望在 2011 年达到 5000 万户



资料来源：国信证券经济研究所

图 36: WCDMA 用户超预期增长将促使盈利预测上调

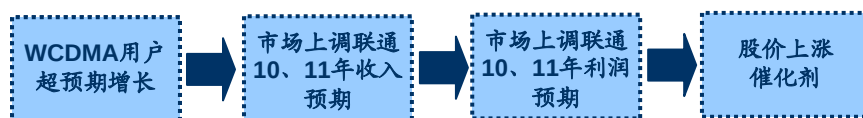


资料来源：国信证券经济研究所

联通原计划在今年十月在 55 个城市实现 3G 正式商用，年底在 228 个城市提供 3G 服务。但随着网络建设进度和市场竞争形势的变化，联通可能加快 3G 正式商用的步伐。目前联通已计划在部分地区提前放号发展用户。

我们认为 09 年下半年联通的投资逻辑为：WCDMA 用户超预期增长，市场随之上调联通 10、11 年的收入和利润预期，最终形成股价上涨的催化剂。截至 6 月 12 日联通股价为 6.32 元，尚未反映乐观预期：PE 为 09 年 28.7 倍、10 年 21.1 倍；PB 为 1.9 倍。我们认为联通 A 股 09 年内目标价为 9 元，仍有较大上涨空间。

图 37: 联通的投资逻辑：WCDMA 用户超预期增长将成为股价崛起催化剂



资料来源：国信证券经济研究所

投资风险

运营商 2010 年投资高于预期是设备行业最主要的上行风险

我们预期通信行业投资在 2009 年后将从景气顶峰回落。若 3G 规模迅速扩张，运营商随之追加网络建设可能导致行业投资超过预期水平，这是设备行业由“超配”降至“标配”的主要上行风险。

若海外市场经济复苏进程滞后，国外运营商投资保持低迷，可能导致设备厂商海外业务增速低于预期。若国内设备厂商竞争加剧，可能抑制毛利率水平，进而影响行业利润表现。

WCDMA 用户数低于预期是运营行业最主要的下行风险

我们的预测建立在 WCDMA 用户快速增长，进而在 3G 市场获得三分之一以上份额的基础之上。若 WCDMA 用户数增速低于预期，将延缓联通收入和利润提升的进程，这是运营行业由“标配”升至“超配”的主要下行风险。

运营商为争夺 3G 用户使得竞争加剧，监管层扶持 TD 力度加大或携号转网等其他政策变化，亦可能成为运营行业的潜在风险因素。

通信行业国际估值比较

表5：通信行业国际设备、运营商估值比较

公司	货币	收盘价 (当地货币)	总市值 (亿美元)	每股净资产 (当地货币)	EPS				PE				PB
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E
中兴通讯-H	HKD	28.20	68.99	6.95	0.91	1.26	1.29	1.48	30.6	22.2	21.6	18.9	4.0
思科	USD	19.91	1148.39	5.83	1.33	1.54	1.32	1.25	15.0	12.9	15.1	15.9	3.4
诺基亚	EUR	11.15	583.22	3.84	1.51	1.31	0.61	0.87	7.4	8.5	18.2	12.8	2.9
爱立信	SEK	73.00	305.40	44.21	7.00	4.54	4.27	5.79	10.4	16.1	17.1	12.6	1.7
阿尔卡特朗讯	EUR	2.01	64.98	4.95	0.01	-0.07	-0.20	0.10	NA	NA	NA	20.5	0.4
摩托罗拉	USD	6.73	154.28	4.18	0.23	0.03	-0.08	0.23	29.6	NA	NA	28.9	1.6
设备商平均									18.6	14.9	18.0	18.3	2.3
AT&T	USD	25.01	1475.59	19.09	2.77	2.82	2.07	2.28	9.0	8.9	12.1	11.0	1.3
Verizon	USD	29.92	849.90	17.05	2.38	2.55	2.54	2.69	12.6	11.7	11.8	11.1	1.8
英国电信	GBP	0.97	122.80	0.51	0.23	0.23	0.14	0.13	4.3	4.2	7.0	7.5	1.9
沃达丰	GBP	1.15	986.14	1.27	0.11	0.12	0.14	0.14	10.2	9.6	8.2	8.0	0.9
德国电信	EUR	8.06	490.17	9.66	0.63	0.72	0.73	0.72	12.9	11.1	11.1	11.1	0.8
法国电信	EUR	16.09	586.48	11.42	1.94	2.01	1.91	1.96	8.3	8.0	8.4	8.2	1.4
西班牙电信	EUR	15.49	1016.26	4.27	1.46	1.59	1.67	1.82	10.6	9.7	9.3	8.5	3.6
意大利电信	EUR	0.97	236.49	1.34	0.14	0.11	0.10	0.11	7.1	8.7	9.6	9.2	0.7
NTT	JPY	140900.00	629.63	95457.65	10811	10972	11674	11910	13.0	12.8	12.1	11.8	1.5
KDDI	JPY	494000.00	224.81	339837.70	45102	50598	58664	60336	11.0	9.8	8.4	8.2	1.5
韩国电信	KRW	37450.00	77.23	43498.63	4331	2292	2887	3230	8.6	16.3	13.0	11.6	0.9
SK 电信	KRW	178000.00	113.50	157429.20	22869	16534	18770	21966	7.8	10.8	9.5	8.1	1.1
KTF	KRW	22750.00	33.92	22524.73	1388	804	2601	3328	16.4	28.3	8.7	6.8	1.0
Singtel	SGD	2.92	319.13	1.31	0.22	0.24	0.21	0.23	13.5	12.4	13.8	12.8	2.2
运营商平均									10.4	11.6	10.2	9.6	1.5

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		陈林	0755-82133343		电子元器件		
谈煜	010-82254212		区瑞明	0755-82130678		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				