



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 8 月 18 日

电信服务

研究部

陈昊飞

分析员

chenhf@cicc.com.cn

陈丽嘉

联系人

chenlj@cicc.com.cn

7 月份用户净增数据预览与 3G 进展更新

行业近况:

我们预计 7 月份中，中国联通移动净增用户数仍然未有起色，估计在 80 万左右；中移动净增用户数继续环比下降，将跌破 500 万；而中国电信则有望持续增长环比增长 10% 左右，达到 260 万左右。此外，我们注意到：

中国联通：（1）WCDMA 部署进展顺利；（2）我们预计，除 iPhone 之外，联通在推出能够带给用户移动互联网体验的其它 WCDMA 手机方面进展缓慢；（3）中国移动要求手机生产企业在华销售许多 WCDMA 手机（如诺基亚 N97）前屏蔽 WCDMA 功能。

中国电信：（1）已推出新的手机补贴计划：用户承诺 24 个月内每月话费不低于某水平，即可获得手机购买补贴，补贴金额为承诺总话费的 40%；（2）手机款式仍然有限，且上市时间依然较长。这其中的一个主要原因为中国电信定制的功能过多；（3）CDMA-EVDO 数据卡仍然最为畅销，显示中电信的 3G 的网络的质量、稳定性和覆盖面依然好于其它网络；（4）中国电信可能将工商银行争取为其 CDMA 业务的新企业用户。

中国移动：（1）TD 面临的困难超预期；（2）我们预计中移动将加大对 TD-SCDMA 的促销与手机补贴；（3）中移动不得不将其 GPRS 数据资费降至 2G 流量，100 元。

估值与建议:

中国联通：面对表现不佳的上半年业绩，市场围绕联通将引入 iPhone 的热情可能暂时有所消退。不过，在联通 9 月底 280 个城市真正推出 WCDMA+iPhone 时，市场激情可能被再次激发。中国联通目前市盈率与 DCF 估值均较为充分。

中国移动：我们预计中移动的股价可能也会有所回调。A 股市场大幅回调可能也会降低市场对中移动回归 A 股的期待——中国政府可能不会在此时允许对 A 股市场造成更大流动性压力。考虑到相对竞争格局的恶化、3G 标准不成熟且存在非对称性监管风险，我们认为中移动目前估值对于这样一只非成长股来说过高。

中国电信：虽然在其 CDMA 手机瓶颈解决前可能难有斩获，但我依然建议投资者在股价 3.5 港元左右就可以增持。我们认为，中国电信 CDMA 手机必须度过一个磨合期，但磨合期终将会过去。另外，CDMA 版的黑莓、Gphone 和诺基亚手机年底前后均有望进入中电信的网里，届时 CDMA 手机瓶颈问题将取得很大进展。如果只看损益表，中电信目前估值处于合理水平，但是从现金流量表来看其估值仍具吸引力。中国电信自由现金流通常较其净利润高出 50% 左右，但从今年开始有望高出 100% 以上。此外，如果我们在模型中假设 CDMA 手机瓶颈问题得到解决，其估值可能会变得更低。

风险提示:

中国联通：市场已接受疲弱的上半年业绩；iPhone 推出时间早于我们预期。

中国电信：CDMA 手机（尤其是高档 CDMA 手机）终端进展严重滞后。

中国移动：中电信和联通在战略方面出现严重失误；3G 启动时间明显落后于预期。

其他一些观察：中国联通

WCDMA 部署进展顺利，目前已经覆盖了 280 个城市中超过 90% 的户外地区和 50% 的室内区域。实际上，联通已经取消了对 WCDMA 测试用户数的限制。但是，由于缺乏宣传与促销，3G 用户增速微乎其微。

我们预计，联通将于今年 9 月底前后在中国市场推出 iPhone。除 iPhone 之外，联通在推出能够带给用户移动互联网体验的其它 WCDMA 手机方面进展缓慢。我们建议中国联通同时也引入 Gphone 与黑莓。

中国移动要求手机生产企业在华销售许多 WCDMA 手机（如诺基亚 N97）前屏蔽 WCDMA 功能。

中国电信

已推出新的手机补贴计划：用户承诺 24 个月内每月话费不低于某水平，即可获得手机购买补贴，补贴金额为承诺总话费的 40%，用户在所有销售渠道购买 CDMA 手机时都可以享受这一补贴。

手机款式仍然有限，且上市时间依然较长。这其中的一个主要原因为中国电信定制的功能过多，中国电信似乎想借此一鸣惊人。向手机生产商的付款过程也较为缓慢，不过这并非是由于现金紧张，而是中国电信内部执行问题。手机生产企业的确开始对中国电信手机策略表示不满，公司已经认识到这一问题，也许磨合期在所难免。中国电信承诺 8 月底推出 350 万部新手机。我们的渠道调查显示，中国电信可能在 11 月底引入黑莓，Android 系统的 CDMA Gphone 和 Symbian 系统的高档诺基亚 CDMA 手机也有望分别于本月底前后和今年年底前后推出。此外，华为（全球最大 CDMA 手机生产商）和中

兴通讯（CDMA 手机年销量超过 1,000 万部）可以为中国电信提供中档手机和不到 300 元的低档手机。

CDMA-EVDO 数据卡仍然最为畅销，显示中电信的 3G 的网络的质量、稳定性和覆盖面依然好于其它网络。

中国电信可能将工商银行争取为其 CDMA 业务的新企业用户。我们注意到新用户真正放弃原来号码、启用新的 CDMA 号码大约需要 3-6 个月的时间，因此对中国移动的用户分流可能存在滞后性，需要 3-6 个月的时间才能逐步显现。

中国移动

TD 面临的困难超预期。大唐为中移动在广东和上海承建的 1 期基站需要换成华为和中兴的。中移动甚至要求 Marvell 和高通为其生产 TD 芯片，凸显出 TD 价值链仍然非常不成熟。我们看到身边许多 TD 数据卡用户转而选择 CDMA-EVDO 卡。

我们注意到，中国移动几乎停止了 GSM 手机的补贴，只补贴 TD 手机——希望获得手机补贴的所有用户不得不选择 TD 手机。另外，我们预计中移动将加大对 TD-SCDMA 的促销与手机补贴，新补贴金额最高可能达到用户承诺话费的 50%。

中移动不得不将其 GPRS 数据资费降至 2G 流量，100 元。由于使用 2G 网络提供数据服务的成本较 3G 网络高出 10 倍，因此在中移动 3G 网络真正成熟前，中国移动上市公司难以削减资本支出。

图表 1: 可比公司估值

公司名称	货币	股价	总市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率		
		(当地货币)	(百万美元)	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
国内运营商															
中国移动	HKD	84.00	228,782	13.9	13.5	13.3	3.5	3.1	2.8	6.4	5.9	5.5	3.1%	3.4%	3.7%
中国联通	HKD	10.74	32,620	15.7	21.2	34.4	1.1	1.0	1.0	3.7	4.5	4.8	2.1%	1.6%	1.0%
中国电信	HKD	3.89	40,466	13.8	19.8	17.8	1.3	1.2	1.2	4.3	4.1	3.6	2.2%	2.2%	1.8%
平均				14.5	18.2	21.8	2.0	1.8	1.6	4.8	4.9	4.6	2.5%	2.4%	2.1%
中国联通A股	RMB	6.42	20,042	21.9	38.7	61.5	1.9	1.9	1.9	4.4	5.4	5.7	1.0%	0.9%	0.5%
美国运营商															
Verizon	USD	31.08	88,286	13.8	12.3	11.7	2.1	1.7	1.7	6.1	5.3	5.1	5.7%	5.9%	6.1%
AT&T	USD	25.45	150,155	11.7	12.3	11.3	1.6	1.5	1.5	5.0	5.2	5.0	6.3%	6.5%	6.8%
平均				12.7	12.3	11.5	1.8	1.6	1.6	5.6	5.2	5.1	6.0%	6.2%	6.5%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	134.20	17,212	6.2	9.7	10.7	1.9	3.1	10.4	3.4	4.1	3.7	11.8%	6.0%	5.1%
沃达丰	GBP	126.40	109,965	10.1	9.0	9.0	0.8	0.9	0.8	7.6	6.9	6.8	5.9%	6.3%	6.4%
德国电信	EUR	8.95	55,705	26.3	12.6	13.0	1.0	1.0	1.0	5.1	4.5	4.5	8.7%	8.5%	8.7%
法国电信	EUR	17.36	65,617	11.1	9.5	9.2	1.6	1.6	1.6	4.2	4.6	4.6	8.1%	8.2%	8.4%
西班牙电信	EUR	17.04	114,415	10.5	10.1	9.3	4.5	3.8	3.4	5.4	5.6	5.5	5.9%	6.7%	7.4%
意大利电信	EUR	1.06	26,553	9.6	10.6	9.9	0.8	0.7	0.7	5.0	5.0	5.0	4.7%	4.7%	5.0%
平均				12.3	10.2	10.2	1.8	1.9	3.0	5.1	5.1	5.0	7.5%	6.7%	6.8%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	39,550.00	8,352	17.8	12.4	10.3	0.9	1.0	0.9	3.7	3.0	2.9	2.8%	4.6%	5.2%
SK电信	KRW	174,000.00	11,363	9.9	9.9	8.2	1.2	1.3	1.2	4.7	4.4	4.2	5.4%	5.4%	5.7%
LG电信	KRW	8,310.00	1,864	8.1	6.6	6.0	1.2	1.0	0.9	4.5	3.9	3.6	2.4%	4.0%	4.6%
平均				12.0	9.6	8.2	1.1	1.1	1.0	4.3	3.8	3.6	3.5%	4.7%	5.2%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	141,000.00	65,220	12.4	12.1	11.8	1.4	1.4	1.3	3.6	3.3	3.5	3.4%	3.4%	3.7%
KDDI	JPY	528,000.00	24,922	10.8	9.0	9.0	1.4	1.2	1.1	3.6	3.1	2.9	2.0%	2.1%	2.2%
平均				11.6	10.5	10.4	1.4	1.3	1.2	3.6	3.2	3.2	2.7%	2.8%	2.9%
印度运营商															
Bharti	INR	408.75	32,181	24.3	9.2	15.6	7.2	2.5	3.9	10.9	8.3	7.2	0.0%	0.7%	0.5%
Reliance	INR	258.55	11,066	9.8	9.6	11.3	1.8	1.7	1.4	16.2	14.2	12.4	0.3%	0.5%	0.5%
MTNL	INR	97.90	1,279	10.9	19.6	29.9	0.5	0.5	0.5	2.5	4.3	5.5	4.1%	4.0%	3.9%
平均				15.0	12.8	19.0	3.2	1.6	1.9	9.9	8.9	8.4	1.5%	1.7%	1.7%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.07	3,123	13.3	18.1	18.6	1.0	1.6	1.6	3.1	5.0	5.0	6.4%	17.4%	7.3%
MobileOne	SGD	1.70	1,054	10.1	10.4	10.3	6.8	6.1	5.6	5.0	5.2	5.2	7.9%	7.8%	7.9%
Singtel	SGD	3.23	35,638	13.0	15.2	13.9	2.4	2.4	2.3	12.2	10.6	10.5	3.9%	3.7%	4.1%
PLDT	PHP	2,545.00	9,906	14.0	11.7	11.0	4.7	4.3	4.0	5.2	5.3	5.1	5.4%	7.3%	7.6%
中华电信	TWD	56.50	18,323	10.2	12.2	12.2	n.a.	1.4	1.4	n.a.	4.5	4.5	n.a.	7.4%	7.5%
台湾大哥大	TWD	52.00	6,009	10.0	12.4	11.6	3.0	3.5	3.2	6.9	5.6	5.6	n.a.	7.7%	7.8%
平均				11.8	13.3	12.9	3.6	3.2	3.0	6.5	6.0	6.0	5.9%	8.5%	7.0%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。