

8月电信运营市场动态跟踪及前瞻

电信服务 落后大市-A

上次评级 领先大市-A

报告日期 2010-08-31

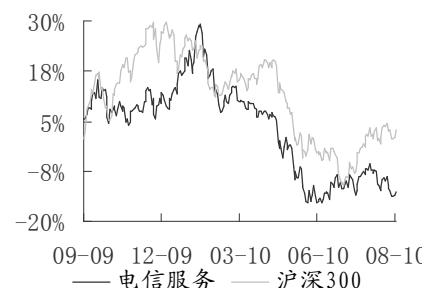
报告关键点:

- ☞ 联通7月发展略低于市场预期,这是短暂的,我们估计9月份将迎来3G用户增长的第一轮高潮;
- ☞ 设备厂商明年对光投资额不能够过于乐观。数据通信设备可能会有量的增加但毛利率几乎一定会下滑;
- ☞ 广电初期还是以发展数字电视、双向化改造为主,涉及互联网接入对电信运营商的影响有限。

报告摘要:

- 看好顺网科技未来的成长性和独到的“互联网真正的消费人群”——网吧市场价值
 - 网吧广告市场依然增速较快,新浩艺以往的利润增幅约为50%/年,预计未来3年依旧会保持该增幅;
 - 新浩艺肯定了顺网科技的市场地位。指出,顺网抓住了市场机遇,做精了一个产品网维大师,通过渠道迅速的取得了市场份额;
 - PC保鲜盒是一个具有较大难度的项目。个人软件市场的规则是,好的软件一出来就要很好,用户不可能给你修改、调整的机会。
- 静态测算,联通每新增100万的3G用户,将会拉升整体收入1.1%,因此相对看好联通明年的营收提振
 - 静态测算,每新增100万的3G用户,将会拉升整体收入1.1%,并拉动移动ARPU值0.69元(2009年整体为39元)。这证明了高端用户的价值。因此,目前中国联通的3G用户=高端用户;
 - 明年产业链优势、WCDMA手机单价下滑将会促使联通单月3G用户量冲击200万;
 - 但值得关注的是,66元套餐将拉低3G用户的ARPU,我们测算的结果是,新增3G的ARPU将平均为111-118元(低于6月134元的水平)。
- 趋势提示:
 - 8月-9月:联通66元3G资费套餐,50元包月流量套餐对3G用户的拉动以及对ARPU的拉低效果;
 - 9月: IPhone、IPAD的引入及销售情况;
 - 9月: 手机实名制将对2G/3G用户发展“拖多少后腿”;
 - 9月:《非金融机构支付服务管理办法》将影响哪些运营商;
 - 10月: 天津、海南携号转网试点宣布;
 - 11月: 运营商2011年投资计划的相对确认;

12个月行业表现



研究员

黄文戈 行业分析师
010-66581635 huangwg@essence.com.cn
证书编号 S1450210030004

王学恒 行业分析师
021-68765357 wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

电信: 日本电信行业考察的启示
2009-04-06

电信: 3G牌照发放引发的思考
2009-01-08

把握电信重组带来的投资机会
2008-12-09

1. 产业专家拜访

本月，我拜访了如下几家产业专家和资深人士：

1.1. 新浩艺（对应标的：顺网科技）

访谈对象公司 COO。

1、网吧广告市场依然增速较快，新浩艺以往的利润增幅约为 50%/年，预计未来 3 年依旧会保持该增幅。新浩艺看好网吧未来的市场，广告市场增量有两点：一点是网游的自然增长（20%-30%）带来的广告增幅，二来是网游公司的地推成本将转化到软件平台上（计费、更新两类）。

2、肯定了顺网科技的行业地位。新浩艺产品线较宽，“故事多”，但也是公司不如顺网发展迅猛的原因，顺网抓住了市场机遇，只做精了一个产品网维大师，通过渠道迅速的取得了市场份额。未来新浩艺将继续在稳固老产品线的同时，积极探索新产品增长点（电影，网游，无盘市场）。

同时，新浩艺认为市场在没有大的技术变革的时候，不太可能出现剧烈的市场份额变化和外部入侵（大鳄看不上，小的做不好）。

3、认为顺网的 PC 保鲜盒是一个具有较大难度的项目。他认为，个人软件市场的规则是，好的软件一出来就要很好，用户不可能给你修改、调整的机会。

结论：到目前为止，我们看好顺网科技未来的成长性和独到的“互联网真正的消费人群”——网吧市场价值。

1.2. 中国电信（对应标的：广电运营商，运营商投资主线）

某省公司副总经理。

1、光进铜退不会加速，只是保持平稳增长。电信这些年一直在做光进铜退，增量市场一般是新建小区；老小区的 ADSL 最多可支持 8M 带宽，完全满足互联网上网需求和 IPTV 的标清要求；老小区光改造成本高，动力不足，年底集团会给一个综合意见，调子将决定明年的投资方向是否会在光设备上有所侧重；

2、明年电信的工作重心依旧是做大移动和增值业务；

3、在应对三网融合上，电信的对手是自己。会积极的开展 IPTV 的建设，广电对电信运营商互联网接入的竞争不大，况且市场本身在和网通、铁通的竞争过程里已然较为激烈，不能认为广电的进入会造成巨大的威胁。

结论：设备厂商明年对光投资额不能够过于乐观。广电初期还是以发展数字电视、双向化改造为主，涉及互联网接入对电信运营商的影响有限。

1.3. 华为、阿尔卡特（对应标的：光通信、直放站）

相关领域资深人士。

估计明年光通信设备量增，金额持平或小幅增加。数据通信设备会有一定的增量，但警惕因为设备厂商初“占地盘”而带来的毛利率的下滑。

室内覆盖的主流方案是 BBU+RRU 的实现方式，更有利于实现大容量的数据传输。

结论：设备厂商明年对光投资额不能够过于乐观。数据通信设备可能会有量的增加但毛利率几乎一定会下滑。

2. 电信运营月度回顾

2.1. 运营商发展点评

联通 7 月新增 3G 用户 94.1 万户，比 6 月净增 103.2 万户有所放缓。同时，2G 用户 7 月净增 62.8 万户，较今年 6 月净增 64.3 万户有所放缓。

我们预计这是暂时性的，原因如下：

- 1、季节性因素，7 月是每年新增用户的低点；
- 2、iphone4 的引入和终端缺货，造成了用户“等待的预期”；
- 3、联通年中工作会议 7 月份刚刚结束，真正发力在 8 月之后。

我们估计，联通 9 月份将迎来 3G 用户增长的第一轮高潮。

联通目前 PE 处在历史相对较高的位置，但 PB 处在历史低点，联通的收入持续增长的确定性较强，但影响 EPS 最核心的因素还是折旧与营销成本的增加。

2.2. 中报一瞥

2.2.1. 中国联通

2010 年上半年，公司实现营业收入人民币 844.2 亿元，同比增长 7.6%。其中，移动业务实现营业收入人民币 420.8 亿元，同比增长 17.6%，实现通信服务收入人民币 400.9 亿元，同比增长 14.3%；固网业务实现营业收入人民币 413.2 亿元，同比下降 2.4%。

由于 3G 业务收入尚不能弥补 3G 网络运维、资产折旧和营销成本，以及固话业务下滑等因素的影响，上半年公司实现 EBITDA 人民币 304.0 亿元，同比下降 5.2%，净利润人民币 24.5 亿元，同比下降 62.3%（其中归属于上市公司股东的净利润为 8.3 亿元），基本每股收益人民币 0.039 元。

中报低于市场预期，我们认为，只有当两个趋势确认之后，联通利润才有可能根本改观：单月 3G 用户增幅超过 200 万；有效的营销成本控制（考虑到短期折旧、网络运维较难降低成本）。

2.3. 产业大事回顾

2.3.1. 运营商 9 月 1 日开始实施手机实名制

短期来看，手机实名制将会对全国神州行（约占移动用户的 60%）发展带来不利的影响，若真是按照运营商表态大力推广手机实名制，则数十万报刊亭的售卡渠道将会被停掉。我们认为这种影响取决于运营商在此问题上的处理态度。

2.3.2. CNTV、文广、华数获互联网与手机电视牌照

中国网络电视台（CNTV）、上海文广、杭州华数已经获得广电总局颁发的互联网电视和 3G 手机电视完整牌照，可以开展相关集成播控、内容、运营等业务。

2.3.3. 电信上调 11 年 CAPEX100 亿元

中电信调高今年全年资本性开支至 440 亿元，而明年资本开支会增加 100 亿元，初步为 500 亿元。王晓初指增加资本性开支后，公司宽带用户今年的上客目标由 900 万户增至 1000 万户，而明年会由 800 万户增至 1000 万户，故相信有利公司增加收入。

3. 趋势提示

表 1 待关注事件一览

时间	待关注事件
8 月-9 月	66 元 3G 资费套餐，50 元包月流量套餐对 3G 用户的拉动以及对 ARPU 的拉低效果
9 月	Iphone、IPAD 的引入及销售情况

9月	手机实名制将对 2G/3G 用户发展“拖多少后腿”
9月	《非金融机构支付服务管理办法》将影响哪些运营商
10月	天津、海南携号转网试点宣布
11月	运营商 11 年投资计划的相对确认

资料来源：安信证券研究中心

4. 专题：联通每新增 100 万 3G 用户，意味着什么？

2009 年底，中国联通移动业务收入为 697.7 亿元，总营运收入 1539.5 亿元，用户规模达到 14758.7 万户。我们做一静态测算，3G 用户 ARPU 为 141.7 元。结果如下：

表 2 每新增 X 万 3G 用户，对收入与 ARPU 的贡献度

新增 3G 用户（万）	10.0	50.0	100.0	200.0	500.0	1000.0
新增 3G 用户收入（亿元）	1.7	8.5	17.0	34.0	85.0	170.0
占移动业务收入比重	0.24%	1.22%	2.44%	4.87%	12.19%	24.37%
占联通公司收入比重	0.11%	0.55%	1.10%	2.21%	5.52%	11.05%
提升移动用户 ARPU	0.07	0.35	0.69	1.37	3.35	6.49

数据来源：公司财报，安信证券研究中心

数据表明，每新增 100 万的 3G 用户，将会拉升整体收入 1.1%，并拉动移动 ARPU 值 0.69 元（2009 年整体为 39 元）。这证明了高端用户的价值。因此，**目前中国联通的 3G 用户=高端用户。**

值得关注的是，如下几个因素将势必拉低 ARPU：

- 1、66 元学生套餐、50 元学生 3G 上网卡；
- 2、ARPU 值的下滑。中报披露，3G ARPU 134.0 元，比 2009 年底的 141.7 元下滑 5.4%。ARPU 下滑较快的原因是因为 2009 年，iphone 套餐比例较高，新入网用户属于高端商务人群，2010 年入网更多的是商务人群。

我们做了一个简单的敏感度模型，例如，目前每个月新增 3G 用户 100 万，ARPU 为 134 元，从 8 月开始，将会有每月 X% 的 66 元套餐用户，这样，随着 66 元套餐占比的增加，月新增用户规模增大，但是 ARPU 降低。

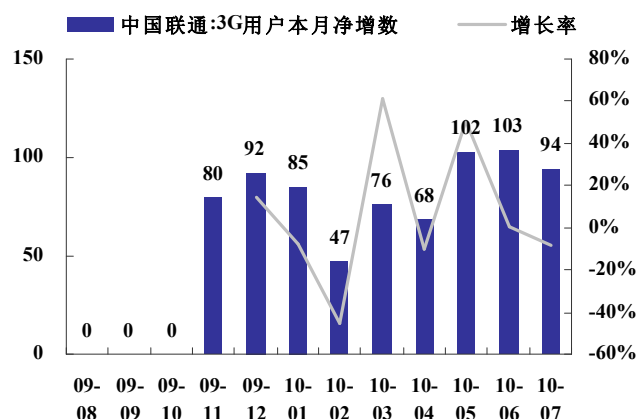
表 3 66 元套餐增加对拉低 3G ARPU 的影响

66 元套餐新增用户占比	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
每月百元以上净增（万户）	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
每月 66 元净增（万户）	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
综合后的每月新增用户（万户）	110	120	130	140	150	160	170	180	190	200
66 元套餐 ARPU	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
现有 3G ARPU	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134
综合月新增 3G 的 ARPU（元）	128	123	118	115	111	109	106	104	102	100

数据来源：公司财报，安信证券研究中心（未考虑上网卡因素，由于量的占比<10%）

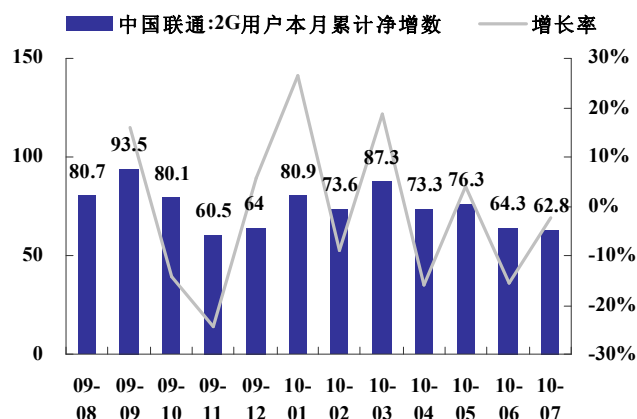
考虑到 9、10 月份为学生入校高峰，我们期待单月净增 3G 用户将在 130-150 万户区间，但是对应 ARPU 只有 111-118 元的水平。

图 1 联通 3G 用户增长 (万户), 略低于预期



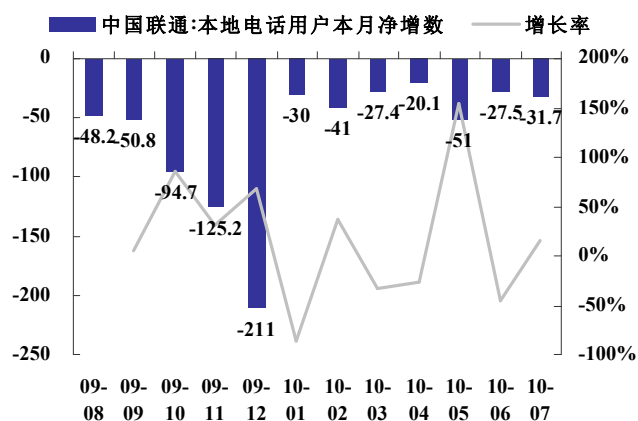
数据来源: 运营商月报, 安信证券研究中心

图 2 联通 2G 用户增长 (万户), 受季节影响微幅下滑



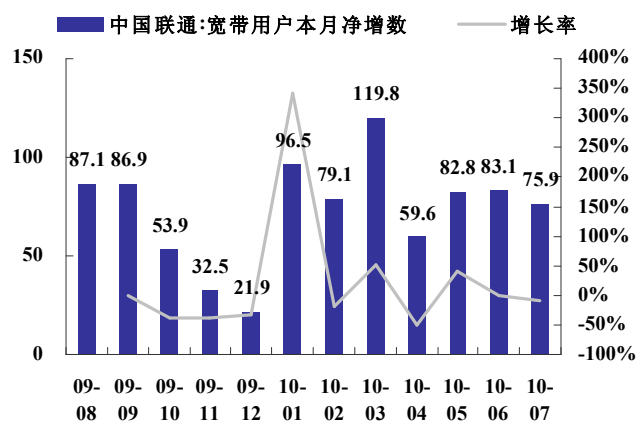
数据来源: 运营商月报, 安信证券研究中心

图 3 联通固话月流失 (万户), 小幅增加



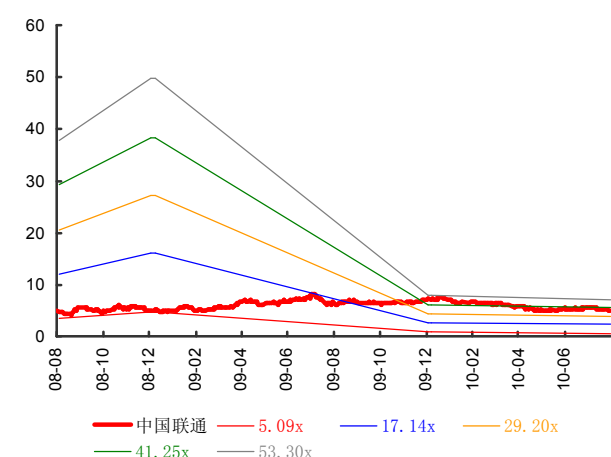
数据来源: 运营商月报, 安信证券研究中心

图 4 联通宽带用户增长 (万), 微幅下滑



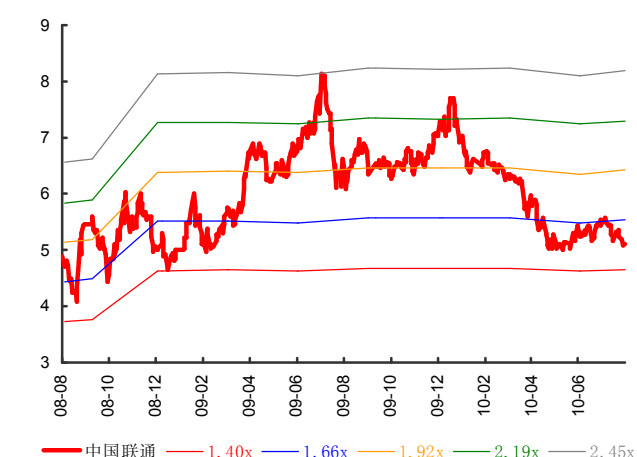
数据来源: 运营商月报, 安信证券研究中心

图 5 联通 24 个月 PE band, 历史高位



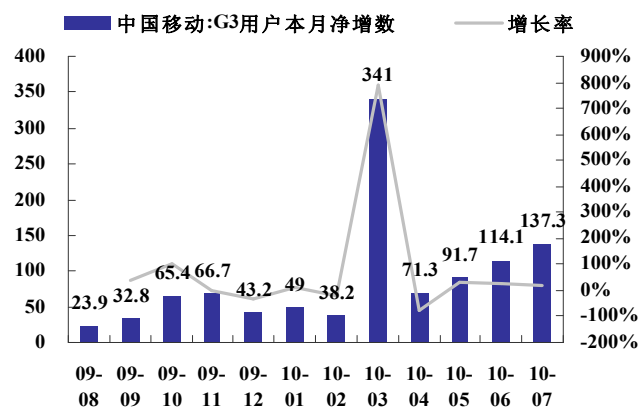
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 6 联通 24 个月 PB band, 历史低点



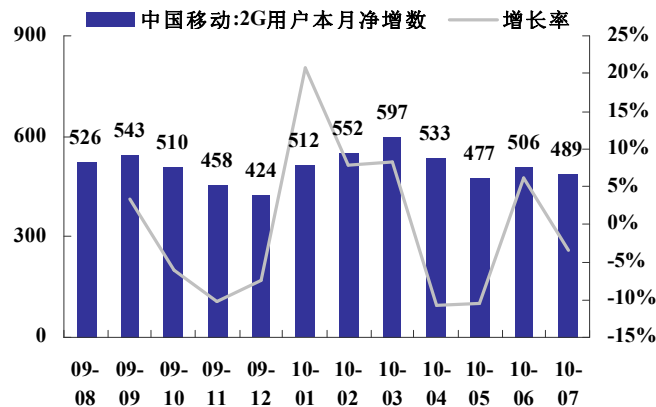
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 7 移动 3G 用户增长 (万户), 平稳增长



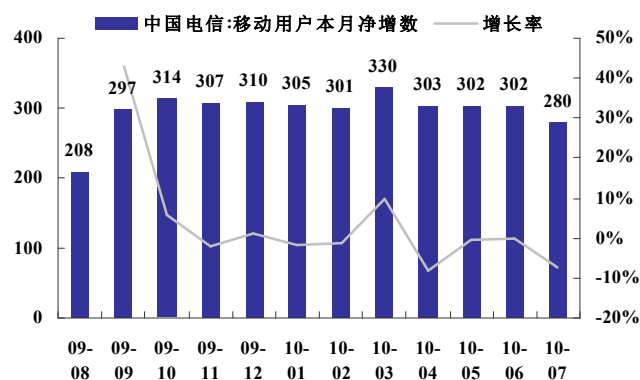
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 8 移动 2G 用户增长 (万户), 季节性下滑



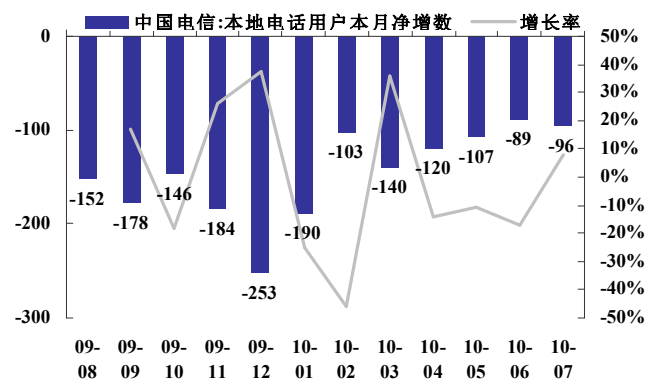
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 9 电信移动用户增长 (万户), 季节性下滑



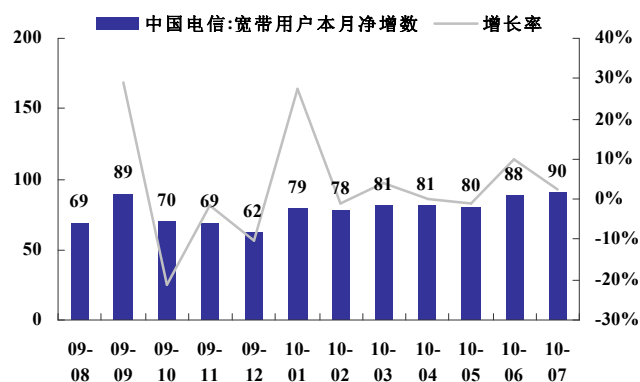
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 10 电信固话月流失 (万户), 小幅增加



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 11 电信宽带用户增长 (万), 略有增长



行业月度报告

附表

表 1 部分公司估值变化情况

代码	证券简称	价格	月涨幅	毛利率	净利率	10EPS	10PE	11PE	12PE	PB	PS
电信运营											
600050.SH	中国联通	5.14	-6.38%	33.3%	5.9%	0.11	44.7	27.8	17.2	1.6	0.66
主设备/光设备											
000063.SZ	中兴通讯	23.89	5.01%	32.6%	4.5%	1.08	22.1	17.3	13.6	3.3	1.08
600498.SH	烽火通信	30.38	15.29%	27.7%	7.4%	0.83	36.6	28.0	22.4	4.0	2.58
600522.SH	中天科技	22.45	6.90%	24.5%	10.3%	1.24	18.1	16.0	12.9	4.2	1.85
600487.SH	亨通光电	28.63	2.07%	27.7%	11.7%	1.28	22.3	19.3	15.9	3.5	2.28
002089.SZ	新海宜	18.51	-0.91%	42.6%	20.1%	0.56	33.0	23.8	18.5	5.3	9.28
002313.SZ	日海通讯	40.38	8.32%	31.0%	10.6%	1.13	35.8	25.7	19.4	4.7	5.30
网络优化/服务											
002115.SZ	三维通信	14.98	2.18%	34.7%	11.8%	0.49	30.7	22.8	17.7	4.8	3.45
300050.SZ	世纪鼎利	166.00	22.06%	62.2%	34.0%	3.11	53.5	38.1	28.5	6.3	23.33
300025.SZ	华星创业	25.92	-8.54%	45.7%	17.0%	0.53	48.7	35.8	25.8	7.8	11.98
002446.SZ	盛路通信	21.07	3.44%	29.1%	10.6%	0.51	41.1	31.8	25.9	3.4	5.45
有线运营商											
002238.SZ	天威视讯	23.86	9.90%	33.3%	10.6%	0.33	73.1	43.9	36.5	5.1	8.29
600037.SH	歌华有线	14.03	-3.24%	28.7%	21.8%	0.32	44.4	39.1	31.2	3.2	8.21
000665.SZ	武汉塑料	14.27	5.47%	21.2%	3.9%	0.08	185.7	126.8	98.1	16.3	2.87
000917.SZ	电广传媒	19.80	10.80%	24.1%	3.1%	0.27	72.1	50.2	41.5	4.1	1.49
600831.SH	广电网络	9.72	0.00%	37.0%	8.2%	0.18	55.3	44.5	33.6	4.4	5.25
支撑系统/集成											
600289.SH	亿阳信通	11.09	18.61%	51.2%	8.6%	0.24	47.1	32.2	28.5	4.2	6.67
600410.SH	华胜天成	12.49	-0.24%	19.3%	5.8%	0.50	25.2	18.8	15.2	4.1	1.73
互联网/增值服务											
300052.SZ	中青宝	22.68	0.13%	89.3%	52.3%	0.45	50.5	34.5	25.1	3.4	37.34
300113.SZ	顺网科技	71.00	1.17%	92.4%	37.4%	0.81	87.7	57.7	40.9	6.4	50.88
002315.SZ	焦点科技	74.10	1.53%	84.2%	39.6%	1.30	57.0	38.0	25.9	6.0	32.34
600880.SH	博瑞传播	18.69	2.41%	50.8%	30.8%	0.55	33.7	28.3	23.8	7.8	10.68
300059.SZ	东方财富	51.92	-2.41%	86.9%	43.7%	0.74	70.2	50.5	40.2	4.6	39.57
300104.SZ	乐视网	40.15	-6.54%	66.0%	30.5%	0.70	57.7	42.2	31.5	4.5	21.37
002467.SZ	二六三	0.00	0.00%	51.5%	23.1%	0.64	NA	NA	NA	NA	NA
002095.SZ	生意宝	28.49	4.02%	87.8%	30.3%	0.43	66.9	47.6	35.8	9.4	25.50
300002.SZ	神州泰岳	58.51	6.02%	73.6%	37.4%	1.27	46.1	33.7	25.9	7.8	23.77
002148.SZ	北纬通信	37.02	8.50%	49.1%	21.6%	0.57	65.2	46.3	33.2	7.0	13.57
002261.SZ	拓维信息	30.51	0.76%	56.3%	29.1%	0.74	41.3	31.8	24.3	6.9	13.87
互联网基础服务											
600804.SH	鹏博士	9.05	-4.94%	32.6%	14.0%	0.27	33.1	24.4	18.0	3.6	7.56
300051.SZ	三五互联	44.83	3.73%	76.9%	27.4%	0.89	50.1	37.3	NA	4.8	17.01
300017.SZ	网宿科技	19.86	0.81%	33.8%	13.5%	0.38	52.7	37.2	NA	4.3	10.36

数据来源: wind, 安信证券研究中心

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

王学恒，通信、互联网行业分析师，谢菲尔德大学 MBA，早年曾服务于华为技术有限公司，上海贝尔阿尔卡特，后联合创立了百纳电信咨询、亚华科技，在通信业务咨询、互联网运营领域积累了丰富的产业经验，2010 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034