

2011 年 3 月 3 日

中国科技、传媒及 通信行业

电信收入增速普遍提高

工业和信息化部 2011 年 1 月公布的报告显示, 全行业电信服务收入同比增长 9.7%, 创 08 年以来的新高。固话收入止跌回升及 3G 拉动的移动业务收入增长是电信服务收入增长强劲的两原因。

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

支撑评级的要点

- 三年来增长最快的一个月: 2011 年 1 月全行业电信服务收入同比增长 9.7% (是 2008 年以来增长最快的一个月), 这表明, 3G 业务的推出以及宽带互联网的渗透率提高使得消费者的电信相关支出再次加速上升;
- 移动业务收入增长 13.9%: 这主要是由于移动用户净增数量创 1,080 万户的新高, 且更为重要的是, 平均每户收入保持在去年同期 58 元/月的水平。净增用户中 43% 是数据使用量较大、平均每户收入较高的 3G 用户, 这也是移动业务收入增长强劲的原因之一。平均每分钟收入仅下降 3% 也表明价格竞争仍处于良性水平, 但我们需要格外关注手机补贴;
- 固话业务收入增长 1.6%: 我们惊讶的看到, 尽管固话业务通话流量下降了 18%, 但固话业务收入却止跌回升。宽带渗透率提高以及光纤网络升级使得宽带用户净增数量增加且平均每户收入提高, 这可能是推动固话业务收入增长的动力。

估值表

公司	评级	股价 (港币)	目标 价格 (港币)	上升 空间 (%)
中国电信	买入	4.60	5.57	21.1
中国移动	持有	73.75	84.00	13.9
中国联通-红筹	买入	13.08	11.90	(9.0)
中国联通*-A股	卖出	5.89	5.00	(15.1)
京信通讯	买入	8.12	10.50	29.3
中兴通讯	买入	34.65	38.00	9.67
中国通信服务	买入	5.18	5.55	7.14

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以 2011 年 3 月 2 日、收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

*孟昕为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

评级及推荐

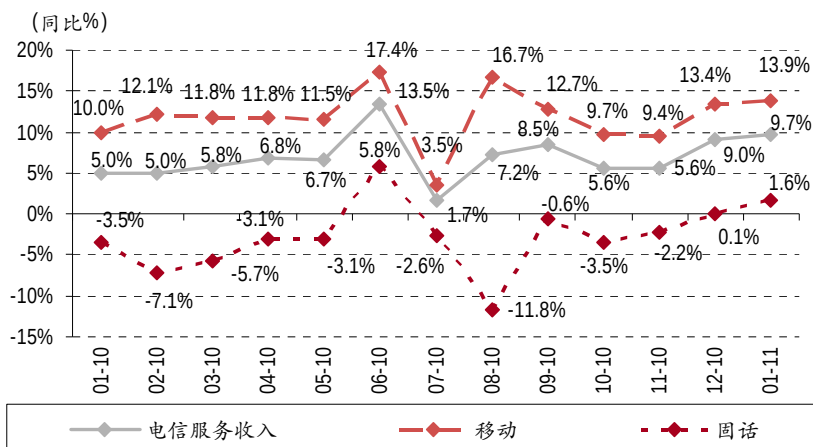
- **中国电信:** 中国电信仍是我们在国内电信板块中的首选股票。我们的目标价 5.57 港币显示股价还有 24% 的上涨空间。我们预计, 在普遍期待的 iPad2 上市及其他 EV-DO 智能手机的拉动下, 2 月和 3 月中国电信的净增用户数将分别达到 280 万和 320 万, 到 3 月底, 中国电信的移动用户总数将达到 1 亿;
- **京信通讯:** 目前, 京信通讯是我们在电信设备制造商中的首选股票, 因为中兴通讯和中国通信服务的表现均已超越大市并接近我们的目标价。我们认为, 市场低估了新增 WiFi 项目的收入潜力以及公司在销售方面的能力 (其较大的 2G 安装基数将有助于提升销售)。

1 月电信服务收入同比增长 9.7%

2011 年 1 月全行业电信服务收入同比增长 9.7%。这一结果有些出乎我们的意料，原因有以下几点：

1. 如图表 1 所示，这是全行业电信服务收入增速连续第二个月大幅超过 2010 年的平均水平 6.7%；
2. 移动业务收入同比增长 13.9%，这主要是由于用户增长加快以及平均每户收入保持稳定。2011 年 1 月，移动用户净增 1,072 万户，比 2010 年 12 月高出 23%。综合平均每户收入保持在去年同期 58 元/月的水平。这是在 3G 升级(从而使现有高端用户产生的收入增加)的拉动下平均每户收入有望触底回升的迹象；
3. 固话业务收入止跌回升：1 月固话服务收入亦同比增长 1.6%，这对固话业务来说是非常可喜的迹象。我们认为，这更可能是一种趋势，而不是一次性效应。2010 年通话量下降了 49%的小灵通是固话业务收入下降的主要原因，而目前小灵通仅占固话业务总通话量的 13.6%。期内，宽带用户净增量也环比上升 19%至 173 万户，而截至 1 月底，宽带用户总量已达 1.28 亿，这是固话业务收入高于预期的原因之一；
4. 移动通话总量仅同比增长 16.7%，而收入同比增长 13.9%，这表明价格对收入的侵蚀效应很小(平均每分钟收入仅下滑 3%)。移动数据流量收入增加以及基本通话服务领域的竞争减弱可能是价格下跌速度放缓的主要原因；
5. 2G 移动业务收入增长放缓：我们采用了短信使用量作为 2G 相关非通话业务的代表。2011 年 1 月，短信使用量环比增速降至 3.9%。考虑到价格的下降，2G 非通话业务收入似乎仍在增长，但速度非常缓慢。

图表 1. 电信服务收入月度增速(2010-11 年)



资料来源：工业和信息化部报告、中银国际研究

净增用户中 43%为 3G 用户

净增用户方面，我们图表 3 中的数据是根据各运营商公布的月度经营报告进行的对比。1 月，3G 净增用户环比增加 12% 至 470 万，占总净增用户中的 43%。我们认为，大部分新增 3G 用户都是来自高端 2G 用户。这主要对中国电信和中国联通有利，而会对中国移动产生负面影响，因为原先中国移动在高端 2G 用户市场占据统治地位。

图表 2. 月度移动用户净增量(2010-11 年)

	2010 年 1 月	2010 年 2 月	2010 年 3 月	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2010 年 6 月	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月	2010 年 10 月	2010 年 11 月	2010 年 12 月	2011 年 1 月
用户数量(1,000)													
中国移动 (TD-SCDMA)	3,898*	4,280*	7,690	8,403	9,320	10,461	11,834	13,419	15,279	16,981	18,835	20,702	22,633
中国联通 (WCDMA)	3,595	4,065	4,824	5,505	6,528	7,560	8,501	9,511	10,554	11,656	12,776	14,060	15,467
中国电信 (CDMA 2000)	n.a.	n.a.	5,570	6,107	6,643	7,180	7,837	8,493	9,150	10,197	11,243	12,290	13,640
月净增用户数(1,000)													
中国移动 (TD-SCDMA)	490*	382*	3410*	713	917	1,141	1,373	1,585	1,860	1,702	1,854	1,867	1,931
中国联通 (WCDMA)	853	470	759	681	1,023	1,032	941	1,010	1,043	1,102	1,120	1,284	1,407
中国电信 (CDMA 2000)	500	500	500	537	537	537	657	657	657	1,047	1,047	1,047	1,350
中银国际预测)													
总计	1,843	1,352	4,669	1,931	2,477	2,710	2,971	3,252	3,560	3,851	4,021	4,198	4,688
3G 用户在净增用户中的占比%	19	14	43	20	26	28	32	33	35	40	45	48	43
3G 新增用户中的市场份额 (%)													
中国移动 (TD-SCDMA)	26.6	28.3	73*	36.9	37.0	42.1	46.2	48.7	52.3	44.2	46.1	44.5	41.2
中国联通 (WCDMA)	46.3	34.8	16.3	35.3	41.3	38.1	31.7	31.1	29.3	28.6	27.9	30.6	30.0
中国电信 (CDMA 2000)	27.1	37.0	10.7	27.8	21.7	19.8	22.1	20.2	18.4	27.2	26.0	24.9	28.8
中银国际预测)													
2G 和 3G 总用户数													
用户数量(1,000)													
中国移动	527,398	532,916	538,887	544,213	548,982	554,042	558,928	564,356	569,757	575,016	579,639	584,017	589,280
中国联通	149,249	150,455	152,087	153,501	155,287	156,962	158,531	160,223	162,067	163,801	165,525	167,426	169,450
中国电信	59,140	62,150	65,450	68,480	71,500	74,520	77,320	79,940	82,980	85,510	88,020	90,520	94,050
总计(1,000)	735,787	745,521	756,424	766,194	775,769	785,524	794,779	804,519	814,804	824,327	833,184	841,963	852,780
月净增用户数(1,000)													
中国移动	9,827	9,734	10,903	9,770	9,575	9,755	9,255	9,740	10,285	9,523	8,857	8,779	10,817
中国联通	5,115	5,518	5,971	5,326	4,769	5,060	4,886	5,428	5,401	5,259	4,623	4,378	5,263
中国电信	1,662	1,206	1,632	1,414	1,786	1,675	1,569	1,692	1,844	1,734	1,724	1,901	2,024
中国电信	3,050	3,010	3,300	3,030	3,020	3,020	2,800	2,620	3,040	2,530	2,510	2,500	3,530
新增用户中的市场份额 (%)													
中国移动	52.1	56.7	54.8	54.5	49.8	51.9	52.8	55.7	52.5	55.2	52.2	49.9	48.7
中国联通	16.9	12.4	15.0	14.5	18.7	17.2	17.0	17.4	17.9	18.2	19.5	21.7	18.7
中国电信	31.0	30.9	30.3	31.0	31.5	31.0	30.3	26.9	29.6	26.6	28.3	28.5	32.6

资料来源：工业和信息化部报告、中银国际研究

图表 3. 同业对比- 亚太地区的无线通讯运营商

公司名称	股票代码	币种	股价 2011 年 3 月 2 日	市值 (美元 十亿)	市盈率 (倍)			每股收益			企业价值/息税折旧 前利润(倍)			股息率 (%)		
					FY10E	FY11E	FY12E	FY10E	FY11E	FY12E	FY10E	FY11E	FY12E	FY10E	FY11E	FY12E
AIS	ADVANC TB	泰铢	81.8	8.0	11.2	10.6	10.0	7.3	7.7	8.2	5.2	5.0	4.9	9.7	9.3	10.0
Axiata	AXIATA MK	马来西亚 林吉特	5.0	13.9	13.5	12.1	11.6	0.4	0.4	0.4	6.8	6.1	5.7	2.6	3.3	4.1
Bharti	BHARTI IN	印度卢比	337.6	28.5	19.4	15.2	12.0	17.4	22.2	28.2	8.7	7.0	5.6	0.4	0.6	0.9
中国联通	0762.HK	港币	13.1	39.6	58.8	40.0	24.5	0.2	0.3	0.5	5.5	5.1	4.8	0.9	1.2	1.7
中国移动	0941.HK	港币	73.8	189.9	10.7	10.6	10.2	5.8	5.9	6.1	4.7	4.5	4.3	4.1	4.4	4.7
Digi	DIGI MK	马来西亚 林吉特	26.9	6.9	16.6	15.7	14.9	1.6	1.7	1.8	9.2	8.4	8.0	6.3	6.6	7.1
FET	4904 TT	新台币	42.5	4.7	15.1	14.3	13.6	2.8	3.0	3.1	6.4	NA	NA	5.9	6.2	6.5
Globe	GLO PM	菲律宾比 索	690.0	2.1	9.6	9.5	8.9	71.9	72.4	77.8	4.0	3.9	3.8	9.6	9.6	9.5
HTA	HTA AU	澳元	0.1	1.3	19.6	12.3	8.9	0.0	0.0	0.0	62.5	20.1	12.5	0.0	1.0	2.0
Idea	IDEA IN	印度卢比	59.7	4.4	26.3	25.1	15.0	2.3	2.4	4.0	9.2	8.2	6.5	0.0	0.0	0.2
Indosat	ISAT IJ	印尼盾	5,000	3.1	18.2	13.2	NA	274.9	378.3	NA	5.1	4.5	4.2	2.1	3.2	NA
KDDI	9433 JT	日元	532,000	29.1	9.8	9.6	8.7	54,289	55,686	61,153	3.5	3.6	3.6	2.5	2.7	2.9
LGT	032640 KS	韩元	5,500	2.5	8.6	6.8	4.8	636.5	808.2	1,141.1	2.5	2.8	2.6	5.8	6.3	7.6
M1	M1 SP	新元	2.4	1.7	12.9	12.1	11.5	0.2	0.2	0.2	7.8	7.5	7.3	6.7	7.1	7.5
Maxis	MAXIS MK	马来西亚 林吉特	5.5	13.5	16.7	16.0	15.6	0.3	0.3	0.3	10.1	9.6	9.3	6.9	7.1	7.2
NTT DoCoMo	9437 JT	日元	154,000	82.3	12.8	12.3	11.6	12,006	12,514	13,277	4.2	4.2	4.2	3.4	3.6	3.7
RCOM	RCOM IN	印度卢比	90.4	4.1	11.5	11.1	7.9	7.9	8.1	11.4	6.4	7.7	6.8	0.9	1.0	2.3
数码通	0315.HK	港币	24.6	1.6	21.2	17.1	14.6	1.2	1.4	1.7	10.7	6.6	5.5	4.7	5.6	6.5
Softbank	9984 JT	日元	3,255	43.0	17.6	14.5	12.7	184.5	224.3	256.4	7.3	6.2	5.6	0.2	0.2	0.2
SKT	017670 KS	韩元	161,500	11.6	7.7	7.0	5.4	20,849	23,021	29,836	3.9	3.7	3.5	6.0	6.1	6.7
TAC	DTAC TB	泰铢	41.3	3.2	10.1	10.6	10.6	4.1	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9	7.6	7.8	8.5
塔塔电信	TTLS IN	印度卢比	15.3	0.6	NA	NA	NA	(2.1)	(2.4)	(2.3)	12.9	15.9	12.1	0.0	0.0	NA
TWM	3045 TT	新台币	67.4	8.6	14.4	13.6	12.5	4.7	5.0	5.4	9.5	NA	NA	6.8	7.1	7.4
加权平均					16.5	14.1	11.9				5.6	5.0	4.6	3.3	3.6	3.9
均值					13.9	12.3	11.6				6.4	6.1	5.5	4.1	4.4	6.5

资料来源：彭博、中银国际研究

图表 4. 同业对比- 亚太地区的综合电信运营商

公司名称	股票代码	币种	股价	市值	市盈率			每股收益			企业价值/息税折旧 前利润(倍)			股息率		
			2011 年 3 月 2 日	(美元 十亿)	FY10E	FY11E	FY12E	FY10E	FY11E	FY12E	FY10E	FY11E	FY12E	FY10E	FY11E	FY12E
中国电信	0728.HK	港币	4.60	47.78	19.5	15.4	11.8	0.2	0.3	0.3	4.6	4.1	3.4	1.9	2.0	2.2
中华电信	2412 TT	新台币	87.80	22.99	13.6	13.3	14.5	6.5	6.6	6.0	6.7	6.9	6.9	7.1	7.1	7.1
eAccess	9427 JT	日元	50,900	2.15	18.9	8.9	6.8	2,693	5,695	7,490	14.9	7.0	5.3	3.9	2.3	1.8
和记电讯	0215.HK	港币	2.79	1.72	18.5	15.8	14.2	0.2	0.2	0.2	7.4	6.9	6.4	4.1	5.0	5.6
韩国电信	030200 KS	韩元	39,150	9.08	6.8	6.3	5.0	5,793	6,248	7,901	3.2	3.2	3.1	7.1	7.6	9.7
MTNL	MTNL IN	印度卢比	41.35	0.58	NA	NA	NA	(12.6)	(14.8)	(11.3)	NA	NA	NA	1.5	1.5	1.5
NTT	9432 JT	日元	4,070	71.97	10.6	9.9	9.2	383.3	410.9	442.1	3.6	3.7	3.6	3.0	3.2	3.3
电讯盈科	0008.HK	港币	3.43	3.20	14.3	12.8	10.5	0.2	0.3	0.3	7.3	7.2	7.2	4.3	5.1	6.2
PLDT	TEL PM	菲律宾比索	2,174	9.33	9.8	9.7	9.7	221.1	223.9	223.8	5.5	5.4	5.4	9.7	9.9	10.2
印尼电信公司	TLKM IJ	印尼盾	7,350	16.81	12.5	11.5	10.3	587.8	641.2	713.1	4.6	4.3	4.1	4.4	4.8	5.5
SingTel	ST SP	新元	2.91	36.49	12.2	11.4	10.5	0.2	0.3	0.3	9.3	8.6	8.1	5.4	5.8	6.3
SK BB	033630 KS	韩国	4,670	1.23	20.9	11.0	8.4	223.4	424.1	554.1	5.9	4.6	4.1	0.2	0.6	0.3
StarHub	STH SP	新元	2.60	3.51	14.4	13.5	12.6	0.2	0.2	0.2	8.4	7.5	7.2	7.7	7.7	7.5
True Corp	TRUE TB	泰铢	6.20	1.58	73.8	39.7	13.8	0.1	0.2	0.5	5.7	5.7	5.7	0.0	0.0	3.5
Telstra	TLS AU	澳元	2.79	35.19	11.3	10.4	10.0	0.2	0.3	0.3	4.3	4.8	4.7	10.0	9.9	9.9
TCNZ	TEL NZ	新西兰元	2.16	3.09	12.5	10.1	9.4	0.2	0.2	0.2	3.5	3.6	3.5	7.5	8.6	9.5
Telekom Mal	T MK	马来西亚林吉特	3.98	4.69	24.0	22.1	20.1	0.2	0.2	0.2	5.3	5.2	4.9	6.2	5.5	5.8
塔塔通讯	TCOM IN	印度卢比	218.25	1.38	NA	NA	NA	(25.8)	(20.4)	(14.8)	9.0	9.7	7.9	0.8	0.8	1.0
加权平均					13.5	11.8	10.6				5.3	5.1	4.8	5.0	5.1	5.5
均值					14.0	11.4	10.4				5.7	5.4	5.3	4.4	5.0	5.7

资料来源：彭博、中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371