

运营商加大支出预算，把握宽带投资机会

——11 年 2 季度投资策略

研究员：梁凯

执业证书编号：S0570109021590

电话：025-83290939

E-mail: sunqinmei@mail.htsc.com.cn

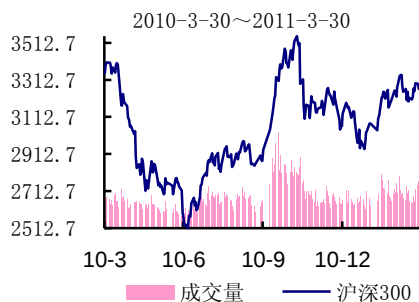
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：中性

通信设备 II

通信运营 II

市场走势图



相关研究

投资要点：

➤ 11 年 1 季度，通信运营指数走势强于通信设备，而通信设备走势弱于大盘，主要由于年初以来，市场资金对大盘蓝筹股的偏爱，主动寻找低估值股票，对估值偏高的创业板和中小板股价形成压制。通信设备行业指数历经调整，基本回到与去年四季相当的水平。

➤ 1-2 月国内电信业收入增速上扬，主营业务收入累计完成 1443.7 亿元，比上年同期增长 9.3%，出现金融危机以来最高同比增速。3G 用持续快速发展，用户总数超过 5400 万，在三大运营商加大 3G 宣传和营销力度的情况下，预计后续 3G 用户仍然有望维持较高的月增速度。

➤ 信息产品制造中通信设备制造业出口和投资表现突出。信息产品进出口增速整体放缓，不过通信设备出口仍然保持了 62% 的较高增速；固定资产投资延续去年底以来的高增长，通信设备行业完成固定资产投资 31 亿元，同比增长 56%，比去年同期高出 38 个百分点。

➤ 运营商公布 10 年报，联通业绩低于预期，主要由于网络规模持续扩大，全年折旧及摊销费用增长 14.4%，以及 3G 终端补贴支出大量增加，收入尚不能弥补折旧摊销、网络运营和手机补贴成本。

➤ 11 年运营商的整体投资预算超出预期，三运营商整体资本支出达到 2563 亿，相比 10 年支出增长 7.9%。我们认为，在移动数据业务成为运营商收入增长支撑，互联网应用加速的情况下，宽带接入仍将是投资重点，WLAN 建设也有望加速。基于通信行业的增长预期以及目前偏高的估值，我们维持“中性”评级，建议重点关注宽带子行业投资机会。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
中国联通	5.69	观望	0.06	0.08	0.1	0.12	94.83	71.13	56.90	47.42
中兴通讯	30	推荐	1.17	1.43	1.76	2.2	25.64	20.98	17.05	13.64
中天科技	26.2	买入	1.36	1.68	1.99	2.49	19.26	15.60	13.17	10.52

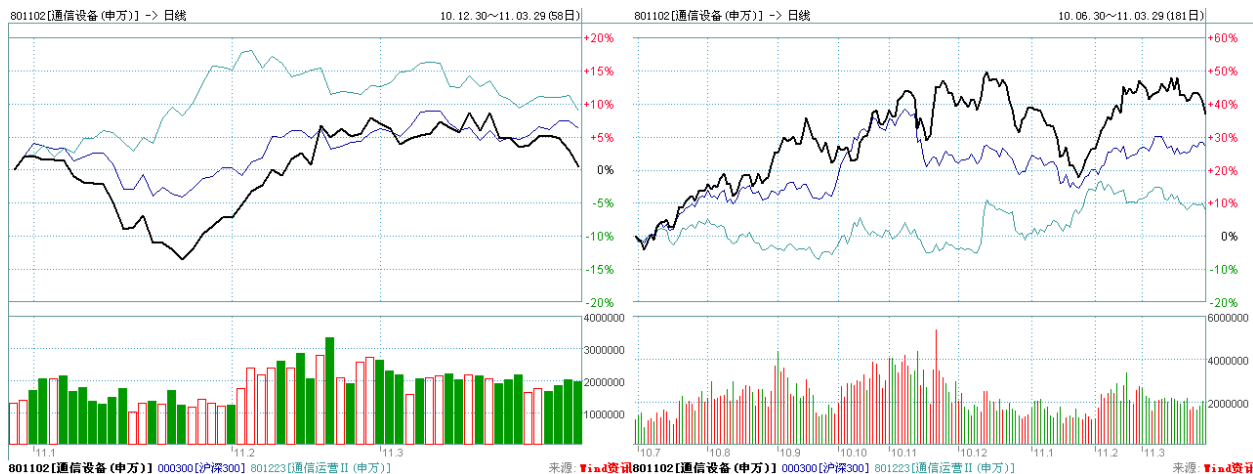
一、通信行业指数回到去年四季水平

从申万二级行业指数观察，11 年初以来，通信运营指数走势强于通信设备，而通信设备走势弱于大盘，主要由于年初以来，市场资金对大盘蓝筹股的偏爱，主动寻找低估值股票，对估值偏高的创业板和中小板股价形成压制。

由于通信设备板块相对估值偏高，加之 10 年下半年受运营商投资预期趋好影响，受到市场关注，估值已上涨到一定高度，因而，1 季度指数呈现先低后反弹的走势。目前，通信行业指数经历调整，基本回到与去年四季相当的水平。

我们认为，目前通信行业估值水平已基本反映该行业的成长性，维持“中性”评级，建议重点关注宽带子行业的投资机会。

图 1：通信设备、运营指数



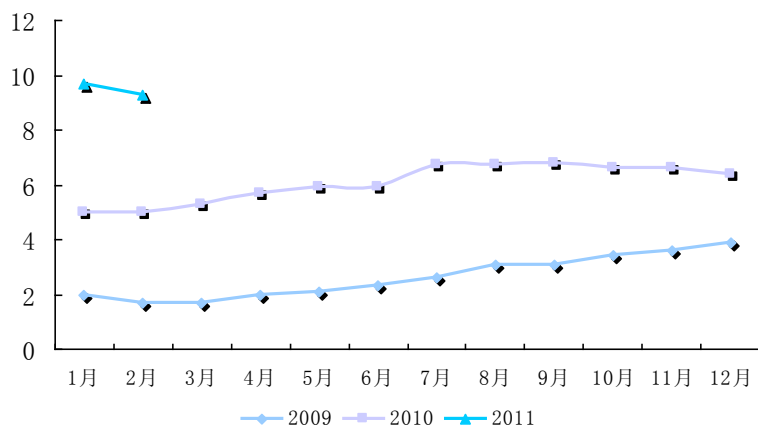
资料来源：Wind，华泰证券

二、通信运营收入增速上扬

2.1 电信业整体运行平稳，收入增速向好

2011 年 1-2 月，全国电信业务总量累计完成 1703.3 亿元，比上年同期增长 14.0%；电信主营业务收入累计完成 1443.7 亿元，比上年同期增长 9.3%。从主营业务收入增速来看，出现金融危机以来最高同比增速，显示出国内电信业运行平稳，和 3G 业务发展加速。

图 2：电信主营业务收入增速(单位：%)



资料来源：工信部，华泰证券

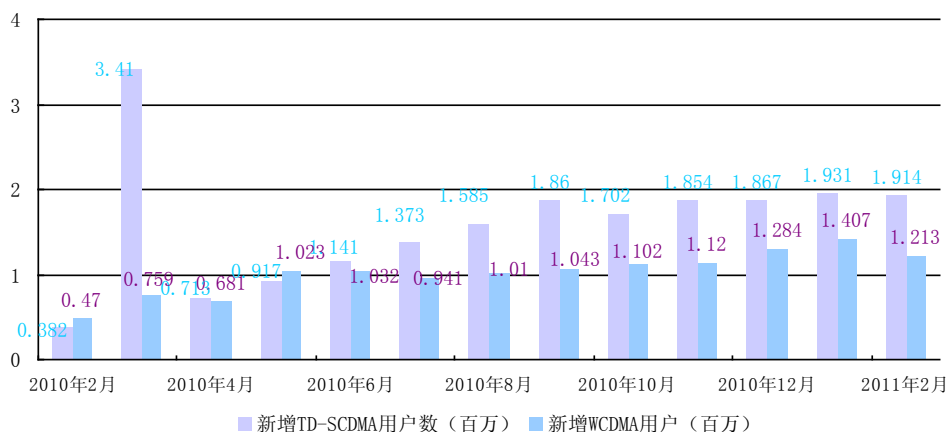
用户方面，2011年2月，全国电话用户净增816.6万户，总数达到117229.4万户。其中，固定电话用户减少94.0万户，移动电话用户净增910.6万户。基础电信企业互联网宽带接入用户净增366.7万户，达到13000.4万户，而互联网拨号用户减少了7.4万户，达到582.8万户。基础电信企业的互联网用户进一步趋向宽带化。

业务组成上，移动通信收入累计完成995.9亿，同比增长13.4%，在电信主营业务收入中所占的比重达到68.98%，相比10年上升2.5个百分点。

2.2 3G 用户发展加速，竞争格局渐变

截止11年2月，国内3G用户数预计已经超过5400万（由于中国电信未公布月度3G数据，以上数据为估算）。中国移动TD用户数2455万，2月净增达到191.4万，中国联通WCDMA用户数1668万，2月新增121.3万。2月净增额小于1月，主要由于2月春节假期因素以及月天数较少。在三大运营商加大3G宣传和营销力度的情况下，预计后续3G用户仍然有望维持较高的月增速度。

图3：TD和WCDMA用户月增对比(单位：百万)

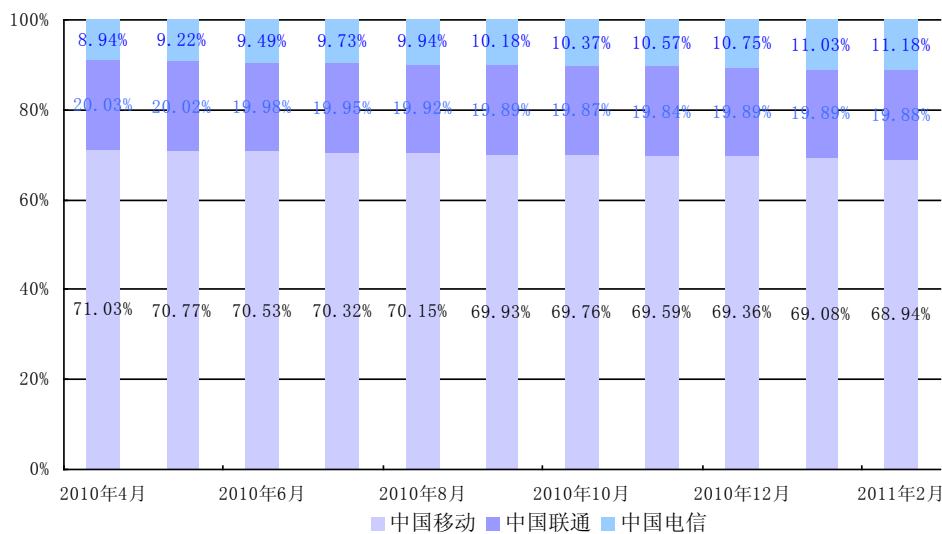


资料来源：公司公告，华泰证券

3G 用户存量市场中，截止 11 年 1 月，TD 用户市场占比最高，为 44.9%，电信其次，占比 60.7%，联通占比居三，为 24.4%。

移动用户存量市场中，三家运营商的市场格局依然逐步发生变化，表现为电信存量市场份额逐渐扩大，移动份额微缩。

图 4：三大移动运营商存量移动用户市场格局



资料来源：公司公告，华泰证券

2.3 10 年报出炉，联通收益低于预期

中国移动业绩概况：

主营收入 4852.3 亿，同比增长 7.3%，EBITDA 为 2393.82 亿，同比增长 4.5%，净利润 1196.4 亿元，同比增长 3.9%，净利率 24.7%，下滑 0.8 个百分点。

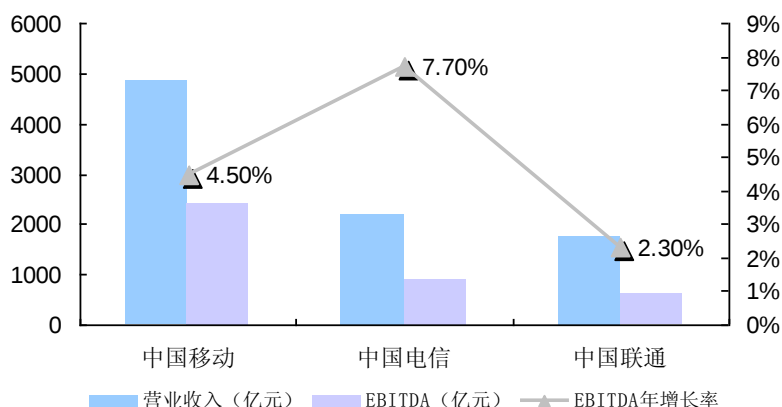
中国电信业绩概况：

主营收入 2193.67 亿，同比增长 5.4%，EBITDA 为 884.95 亿，同比增长 7.7%，净利润 152.62 亿，同比增长 15%。

中国联通业绩概况：

主营收入 1761.68 亿，同比增长 11.2%，EBITDA 为 596.3 亿元，同比增长 2.3%，调整后净利润 34.8 亿，同比下降 56%。归属 A 股股东净利润 12.3 亿，基本每股收益 0.06 元。联通业绩低于前期市场预期。

图 5：10 年运营商业绩对比(单位：亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券

从 10 年业绩来看，三运营商中，联通主营收入增长较快，主要得益于其 3G 用户的加速增长，用户和收入结构的改善，如联通的移动非语音收入比例达到 32%，提升 4.4 个百分点，用户综合 ARPU 为 43.7 人民币，同比提升 5%。相比之下，10 年中移动用户 ARPU 为 73 元，比 09 年的 77 元下降 5.3%；我们估算的 10 年中电信的用户综合 ARPU 为 56，比 09 年的 58 元下降 3.4%。

联通净利润大幅下滑，主要由于网络规模持续扩大，全年折旧及摊销费用增长 14.4%，以及 3G 终端补贴支出大量增加，收入尚不能弥补折旧摊销、网络运营和手机补贴成本。不过，由此，市场普遍预测联通 3G 用户增长加速，以及现有 3G 用户进行业务贡献的条件下，11 年联通 3G 业务有望扭亏，业绩有望出现较快增长。

三、信息设备制造投资增速加快

11 年前 2 月，规模以上电子信息制造业平稳增长，增加值增长 14.3%，比工业平均水平高 0.2 个百分点。除电子元器件外，整机设备中，通信设备行业的销售产值增速超过计算机和家电视听，完成销售产值 1394 亿元，同比增长 18%，增速比去年同期有所提升。

出口方面，虽然 2 月份信息产品进出口增速整体放缓，1-2 月，累计出口 879 亿美元，同比增长 22.1%，占全国外贸出口 35.5%，但通信设备出口仍然保持了较高增速水平。1-2 月，通信设备出口 172 亿美元，同比增长 62.4%，其中，手机出口增势突出，出口额达到 81 亿美元，同比增长 79.5%。

通信设备出口市场中，对香港地区的出口占到 38%，额度 66 亿美金，同比增长 165%，对美国出口 24 亿美元，同比增长 64%。对日本的出口，由于受地震影响，可能有所回落；对欧元区的出口，由于受欧元区整体经济形势不佳的影响，预计也将呈现下降态势。

信息产业固定投资方面，11 年 1-2 月延续了去年以来增速加快的趋势，投资规模持续增加。电子信息制造行业投资都保持了 35%以上的增速，全行业增速 71%，其中通信设备行业投资增速较快，完成投资 31 亿元，同比增长 56%，比去年同期高出 38 个百分点。值得注意的是，光电子器件行业前两月完成投资 102 亿元，同比增长 81%，占到全行业的约 17%，主要受到了液晶面板生产线建设和 LED 行业的投资拉动。

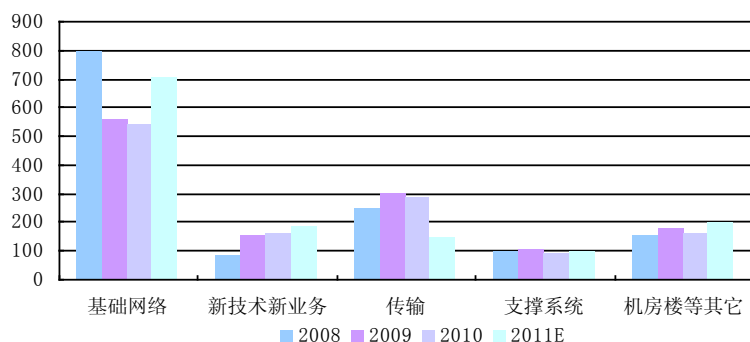
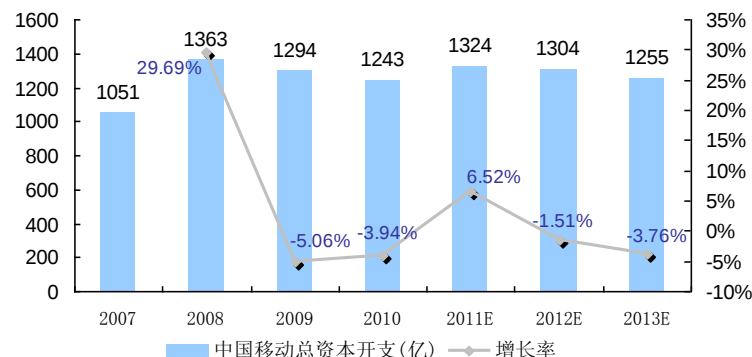
四、光网宽带和移动互联网继续引导投资方向

4.1 运营商 11 年资本支出预算超预期

从各运营商年报中公布的资本开支预算来看，11 年运营商的整体投资预算超出预期，三运营商整体资本支出达到 2563 亿，相比 10 年支出增长 7.9%。

中国移动 11 年资本开支预算为 1324 亿元，比 10 年实际开支增长 6.5%，且其中基础网络建设的比重提升 9 个百分点至 53%，传输网络投资减少到 140 亿，相比 10 年减少近一半。

图 6：移动资本开支情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，华泰证券

中国电信资本支出 430 亿元,较 09 年增长 13%,计划 11 年资本支出 500 亿,增长 16%,表示继续加快宽带业务,加大光纤化改造和宽带能力建设。

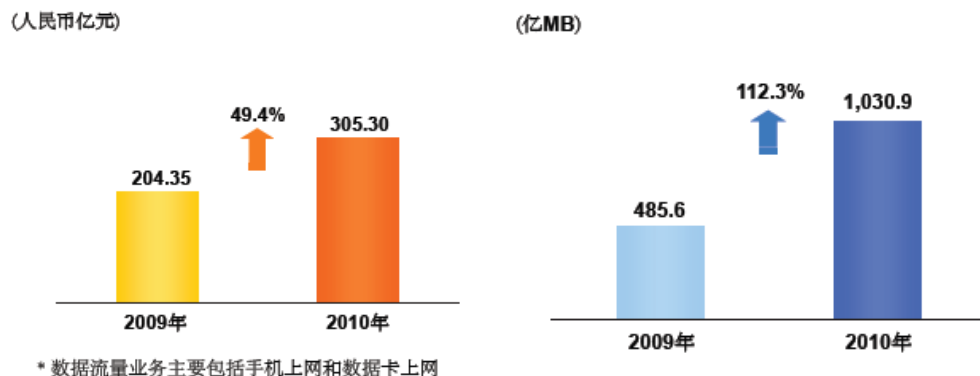
中国联通预计 11 年资本支出 738 亿,比 10 年的 702 亿增长 5%,基础设施和传输网的投资计划为 195 亿,有所上升,移动网络略降至 229 亿,宽带及数据网络减少至 186 亿。

这样看来,11 年运营商投资计划相对于去年而言是稳中有升,对整体通信行业形成利好。

4.2 移动数据成为运营商务增长驱动

从收入构成来看,运营商主营业收入中的增值业务收入占比上升,且增速较快,已成为业务增长的重要支撑。如,中国移动 10 年话音收入平稳增长 4%,增值业务收入增长 15%,在总收入的占比达到 31%,比 09 年提升 2 个百分点。数据流量业务收入达到 305 亿,同比增长 49%,数据业务流量从 09 年的 486 亿 MB 上升到 1030.9 亿 MB,增长 112%。

图 7: 移动数据业务收入情况



资料来源: 公司年报

中国联通在 3G 业务加速增长的情况下,10 年收入结构也得到持续改善,移动非语音业务收入占移动服务收入的比重达到 32%,同比提高 4.4 个百分点;固网宽带业务也持续快增,全年实现收入 307 亿,同比增长 25%。

中国电信的移动业务成为其收入增长的主要驱动因素,占总收入比例为 24.6%,年增速达到 52%。其中,移动数据收入在细分收入中实现 88.6%的最快年增长率,达到 188.16 亿元。

4.3 宽带业务投资机会仍成重点

运营商主要投资方向和动态

宽带接入是投资重点，WLAN 建设继续受重视。从存量用户和网络规模角度来说，中国移动拥有国内最大的移动通信网，年投资规模也最大，11 年移动资本开支计划超出预期，相比 10 年呈现增长，总额超过 1300 亿，除传输投资下滑较多外，其它投资预算均有上升。联通预算与去年支出基本持平。电信预算支出增长 100 亿以上，达到 500 亿。

方向和动态上可关注几点：一、移动表示将加速 LTE 商用的推动。我们认为 LTE 目前建网规模不会太大，不过 TD-LTE 在技术研发、网络试验、产业推进和国际拓展方面取得进展，商用步伐有望加速。今年 3 月 6 大试点城市 LTE 试用网招标落定，表明 LTE 应用进程在实质上迈进一步。

二、WLAN 网络将加快覆盖建设。移动目前有热点 5.65 万个，电信有约 10 万个。我们认为 WLAN 作为 2G/3G 移动网络的补充，能有效地低成本地分流数据流量，WLAN 网络受到运营商的重视。

三、从基础网络投资预算来看，移动投资额由 10 年的 540 亿增长至 700 亿，我们认为这与移动去年底表示将新增 150 亿投资给铁通建设宽带网络相符。电信投资增长超 100 亿，这也与去年下半年表示 11 年将新增 100 亿宽带业务投资有关。

政策推动下的行业发展机遇

政府大力推进信息化，扩大内需，通信和信息服务需求有望进一步被激发，“十二五”信息产业规划引导推进新一代信息网络建设；

移动互联网的快速发展为移动运营商带来更多增值服务业务机会。IT 领导人峰会 3 月在深圳召开，会议传达了互联网四大发展趋势：宽带化、移动化、终端智能化和信息安全。

物联网行业应用发展潜力巨大，运营商 10 年报中纷纷表示将抓住物联网发展基于，深入行业应用运营。

互联网应用加速，把握宽带业务相关投资机会

中国互联网络信息中心（CNNIC）近日发布的《第 27 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2010 年底，我国网民规模达到 4.57 亿人，较 2009 年底增加 7330 万人，互联网普及率攀升至 34.3%，较 2009 年提高了 5.4 个百分点。网络购物用户 2010 年增长了 48.6%，网上支付和网上银行的年增长率也达到 45.8%、48.2%，各种数据表明正在加

速步入互联网时代。

在宽带互联网应用普及的形势下，各国纷纷推出宽带计划，我国目前网络出口带宽达到 1098G，但实际到户使用带宽还远低于发达国家，基于高速移动网络和光纤宽带网络带来的数据流量迅增，我国预计将在“十二五”期间加快推动宽带产业的发展，该产业环境继续利好光通信网络和移动互联网相关投资机会。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。