

重组中寻找价值，发展中挖掘潜力—2008年下半年通信行业投资策略

天相 赵磊

感谢大家来参加我们的 08 年中期策略会，我也很荣幸能站在这里与大家分享我们的研究成果。下面给大家介绍我们对通信板块的看法。

通信行业的投资主题是在重组中寻找价值，在发展中挖掘潜力。内容分两部分，首先介绍电信运营行业，重点阐述中国联通的投资价值。其次分析电信重组为电信设备制造业带来的产业机会，重点介绍中兴通讯。

由于资费下调，电信业收入增速在持续下降，行业的高暴利已经逐渐消失，电信运营开始进入成熟期，电信服务收入的增速与 GDP 的增速逐渐趋同。目前四大运营商（移动、联通、电信、网通）的收入占到电信运营行业（6 大运营商）总收入的 98%。而在这其中，移动运营商的收入增速显著高于固网运营商。

当前运营商的两极分化现象很严重，移动运营商的收入是固网运营商的 1.8 倍，净利润是固网运营商的 2.8 倍，而其中的中国移动又是又一家独大。

两类运营商收入、净利润产生巨大差距的主要原因是移动替代效应。移动用户近年高速增长，固定电话用户萎缩，这种效应逐年累积使得移动通信市场份额不断扩大，目前已超过电话总用户市场份额的 6 成。

行业发展的不平衡使得重组成为必然。按目前的版本重组后，中国移动的移动市场份额大，固网份额小；中国电信固网份额大，移动份额小；中国联通相对较均衡，而我们认为运营商未来必将走向固网与移动网融合的道路，较为均衡的用户基础对业务的发展更为有利。

未来我国将发放 TD-SCDMA、WCDMA 以及 CDMA2000 三张 3G 牌照。现在 TD 技术仍有待完善，在 3G 中的竞争中优势不明显；CDMA2000 虽然有升级速度快、升级成本小等特点，在 3G 发展前期具有优势，但由于其产业链的成熟度弱于 WCDMA，而且 CDMA2000 也涉及较高专利费，因此从全球范围内看，WCDMA 有逐渐取代 CDMA2000 的趋势。

对于即将获得 WCDMA 牌照的中国联通来说，我们认为除了对 WCDMA 的良好预期之外，其价值主要体现在 3 个方面：（1）GSM 业务的价值，（2）出售 CDMA 用户权的价值，（3）吸收合并网通带来的业绩增厚。

我们给予中国联通 G 网业务 30 倍合理 PE，固网业务 25 倍合理 PE，累加起来，我们认为中国联通的价值=G 网+C 网用户权价值+网通固网价值=12.17 元。

目前联通 GSM 网络运营情况良好，08 年漫游费下调后当前的资费水平已经接近固网水平，再下降的空间已经很小，09 年 ARPU 值下降幅度将大幅减小。同时用户数量增长再创新高，预计这种高速增长仍然可以保持 3 年。用户数量的高增长将保证 G 网业务的稳定增长。

根据 1.508 的对价比例，重组后联通 A 股间接持有联通红筹比例由 58% 下降到 33%，但网通的并入带来了业绩上的增厚，增厚幅度为 15% 左右，对应 07 年联通 A 股的每股收益 0.30 元。此外，WCDMA 也给予联通的未来广阔的想象空间，因此我们给予中国联通“增持”的投资评级。

下面我们进入设备制造业。从图中可以看到，全球以及我国的电信投入都与 GDP 呈现弱相关性，因此在 08 年全球 GDP 增速放缓的预期下，电信设备行业将是很好的避风港。

随着我国电话用户数量的高速增长，电信固定资产投资进一步加速，四大运营商 08 年计划资本开支预计同比提高 13%，其中固网运营商负增长，移动运营商同比增长超过 20%。移动运营投入又主要集中在网络建设和传输设备上。

此外，3G 启动也将带动电信投资的加速增长，我们预计 09 年将进行大规模的 3G 建设，未来 4 年内我国对 3G 的投资将超过 3000 亿元，其中 50% 将投入到接入网系统设备当中，相关的厂商受益最大。同时，配套设备以及产业链其他环节的厂商，也将受益于投资的拉动。

在这些设备商中，中兴通讯受益最大。其亮点可以从三方面来理解：（1）海外布局的完成使得签单额快速增长；（2）产品结构优化带动毛利率提升；（3）国内外市场份额不断扩大。这里我们主要针对（1）、（3）点进行说明。

海外布局基本完成，全球有 130 个代理处，销售收入在地域上的分散可以有效的规避区域经济波动的影响。同时公司加大了技术投入，研发中心有一半位于海外。

从全球市场份额看，以华为、中兴为代表的中国厂商正在崛起，市场份额逐年增加。从中兴通讯国内市场份额看：GSM 市场份额预计未来将达到 8%；TD 市场一开始就占有 46% 的最大份额；CDMA 市场在接管了爱立信的份额后已达到约 35%。

目前中兴通讯的增长动力主要来自海外业务，而高增长又来自于新兴市场，这些市场正处于电信发展初期，运营商的投资动力较足。在海外收入高增长的前提下，亚非拉（除去中国）地区的收入占比正在逐渐提高。

签单额决定着中兴的收入，当年签单一般有大半在下一年确认。公司 07 年签单额 487 亿元，可以确保 08 年的收入增长。08 年公司签单目标为 100 亿美元即 700 亿元人民币，同比将有 44% 的增幅，亦能确保了 09 年的收入增长。

在国际设备厂商中，中兴通讯的成长性十分突出，08~10 年复合增长可达 39%，PEG 仅 0.74 倍，远低于国际厂商平均水平，我们预计公司 08~10 年的每股收益为 1.86 元、2.75 元、3.50 元，维持对公司的“买入”评级。