



天相投资顾问有限公司
TX Investment Consulting Co., Ltd.

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

天相资讯科技研究组 康志毅

2008年6月

WWW.TXSEC.COM



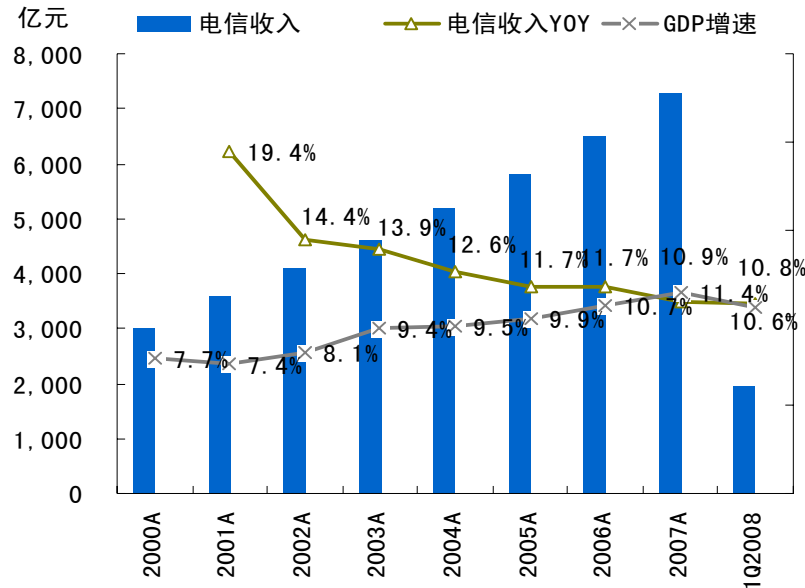
主要内容

- ❖ 电信重组重塑竞争格局
- ❖ 中国联通 (600050)
- ❖ 电信设备厂商迎来发展机会
- ❖ 中兴通讯 (000063)

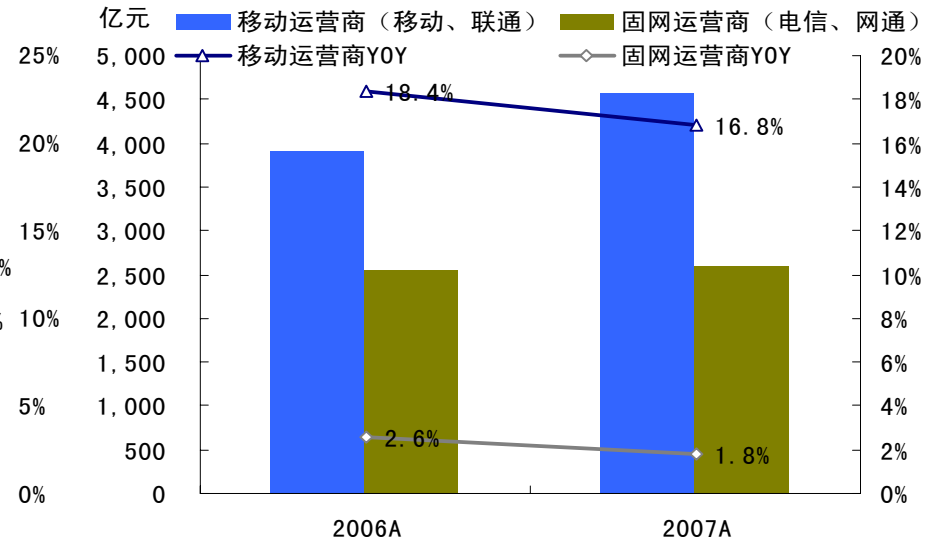
电信收入增速放缓，趋同GDP增速

- 2008年1季度实现电信业务收入1,941亿元，同比增长10.8%，接近GDP增速；
- 2007年四大运营商收入占电信收入的98%，四大运营商的数据有代表性；
- 移动运营商收入增长处于高位，固网运营商几乎停滞。

我国电信收入及GDP增速



移动运营商、固网运营商的营业收入增速

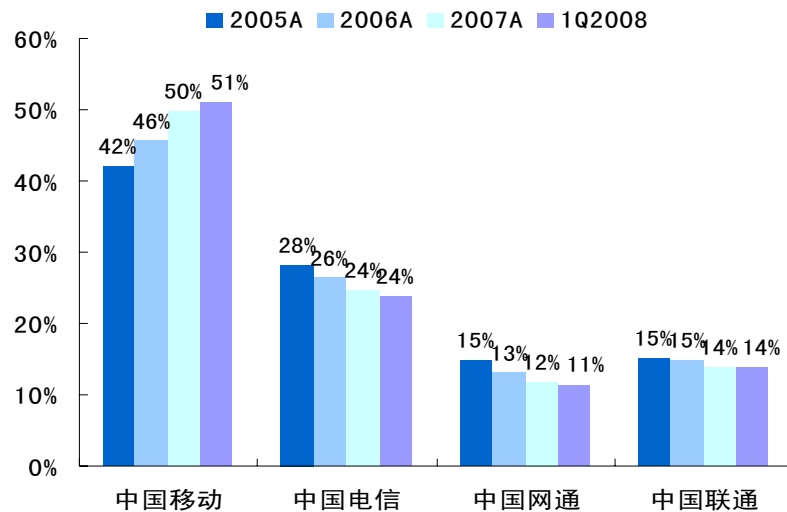


资料来源：移动、电信、网通、联通财务年报，天相投资顾问有限公司

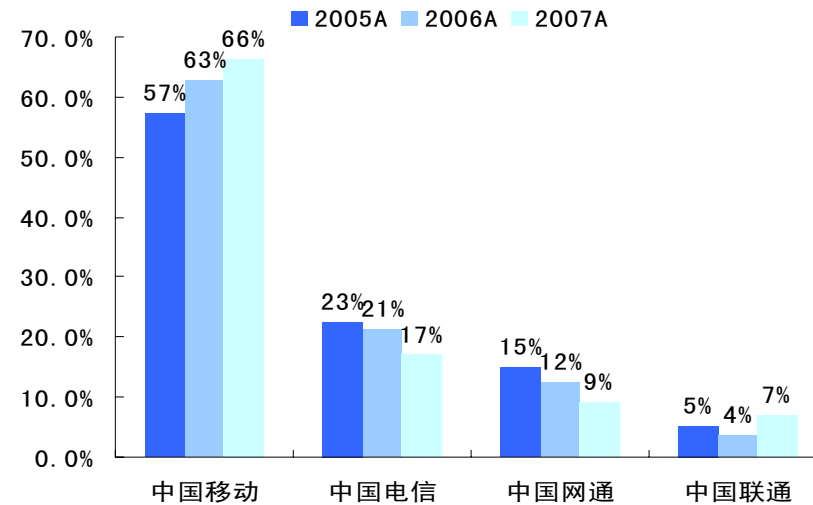
电信运营失衡恶化

- 收入占比：移动运营商是固网运营商的1.8倍，中国移动占5成；
- 净利润占比：移动运营商是固网运营商的2.8倍，中国移动占6.6成；

2005-2008年运营商营业收入占比



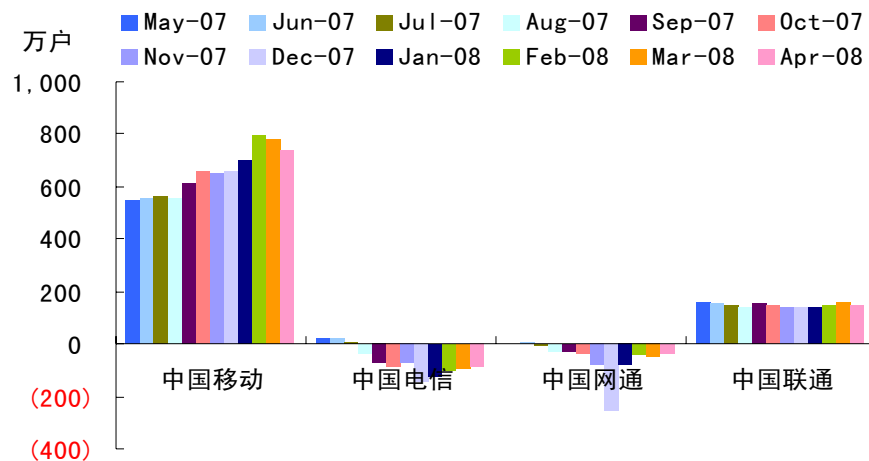
2005-2007年运营商净利润占比



资料来源：移动、电信、网通（2008年1季度未公告净利润）、联通财务年报，天相投资顾问有限公司

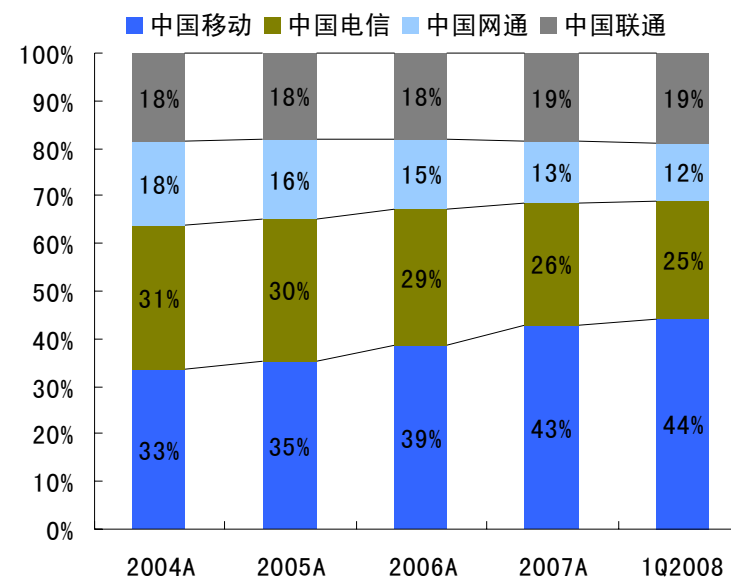
用户市场份额继续集中

4M2007-4M2008运营商月净增用户数



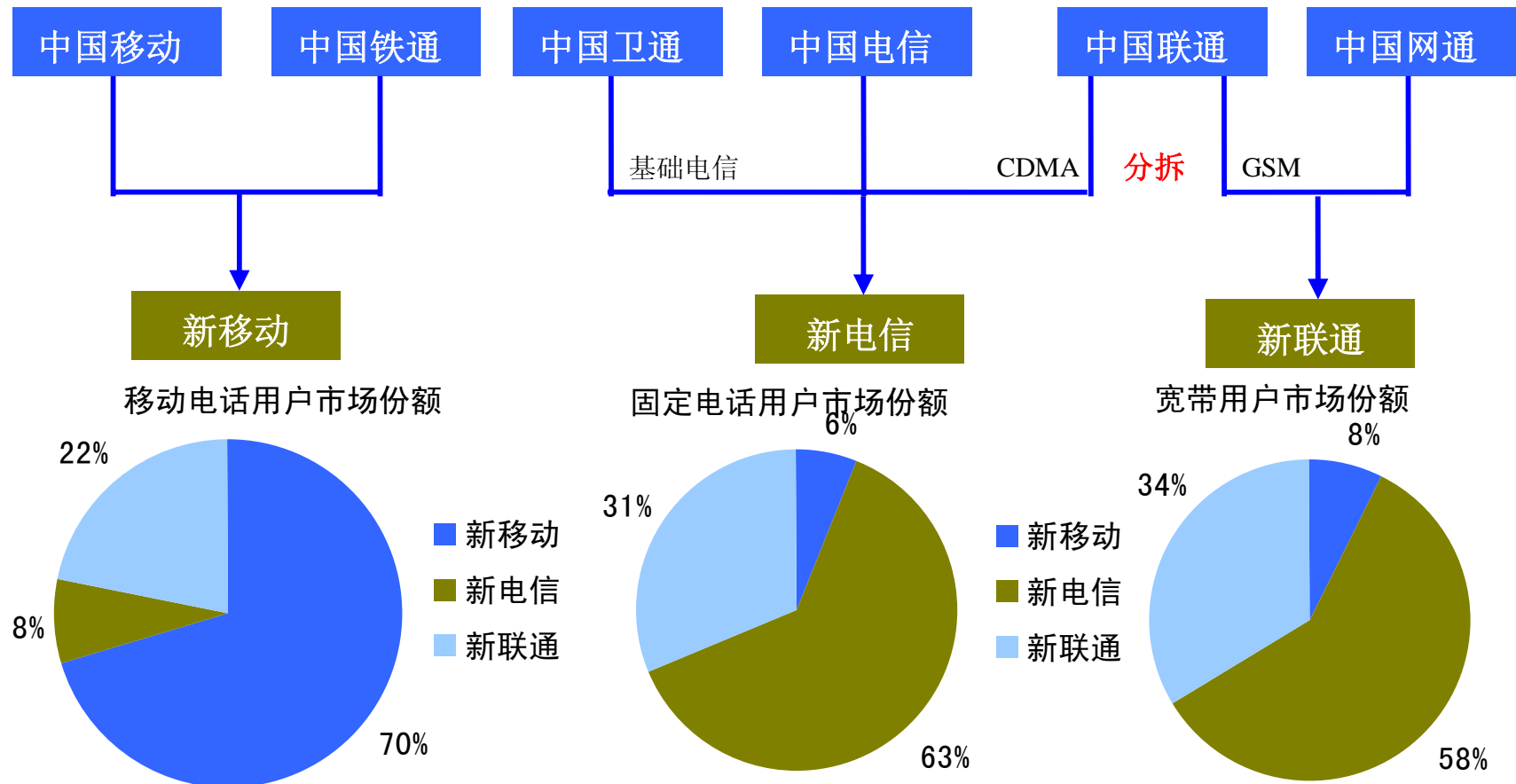
万户	May-07	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07
中国移动	546	553	560	559	610	660
中国电信	20	21	6	(38)	(73)	(88)
中国网通	1	8	(6)	(27)	(27)	(37)
中国联通	159	154	145	143	152	149
万户	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08
中国移动	652	656	704	797	778	741
中国电信	(75)	(148)	(122)	(102)	(92)	(88)
中国网通	(76)	(253)	(76)	(45)	(50)	(36)
中国联通	140	136	143	149	163	150

2004-1Q2008累计用户市场份额



资料来源：移动、电信、网通、联通，天相投资顾问有限公司

重组均衡市场格局

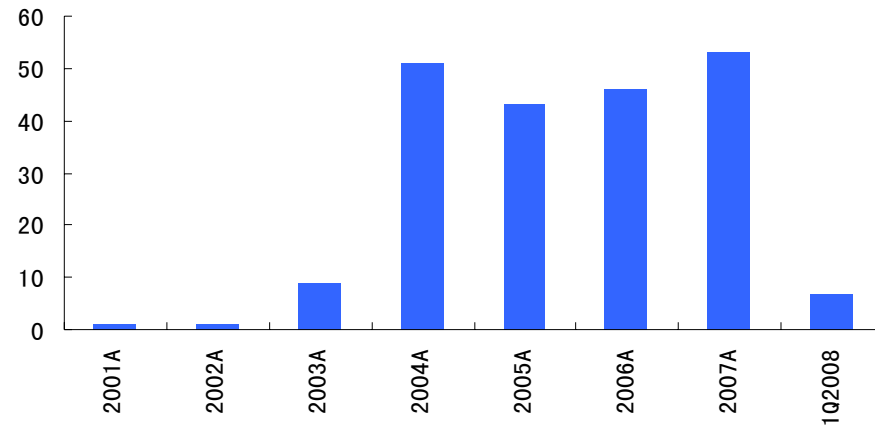


资料来源：天相投资顾问有限公司

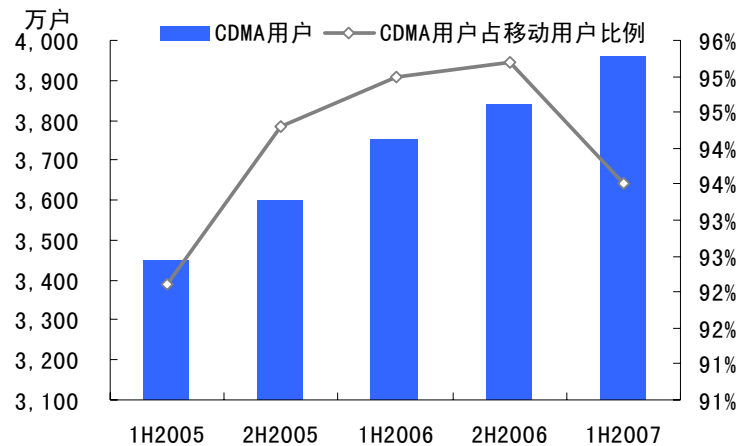
WCDMA发展空间大

- WCDMA部署网络、用户数为CDMA2000EVDO用户的2倍;
- 韩国CDMA2000用户向WCDMA迁移, 澳大利亚关闭CDMA网络, 发展WCDMA网络;

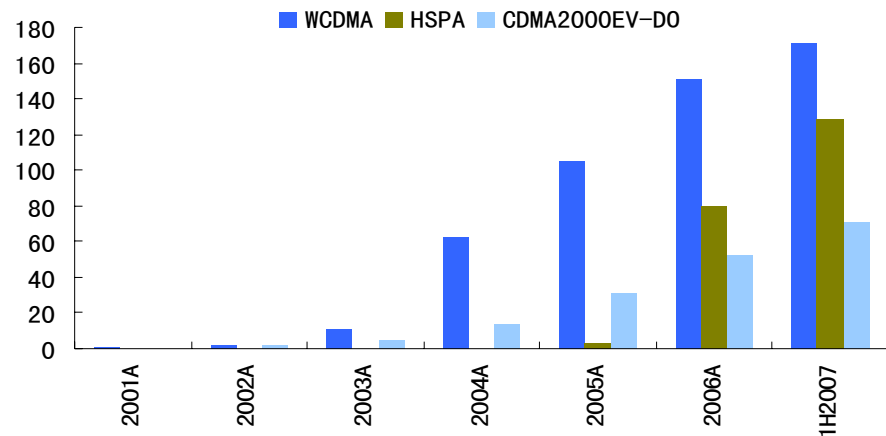
WCDMA网络净增数量 (单位: 个)



韩国CDMA2000用户发展状况



全球部署3G网络个数 (单位: 个)





中国联通 (600050)

- **GSM价值：**用户高增长态势延续，ARPU值下降2009年开始趋稳；
- **CDMA用户权价值：**
 - ✓ (1) 网络资产归属中国联通集团；
 - ✓ (2) 用户权归属上市公司；
- 中国网通并入带来业绩的增厚。



中国联通价值几何

价值几何?

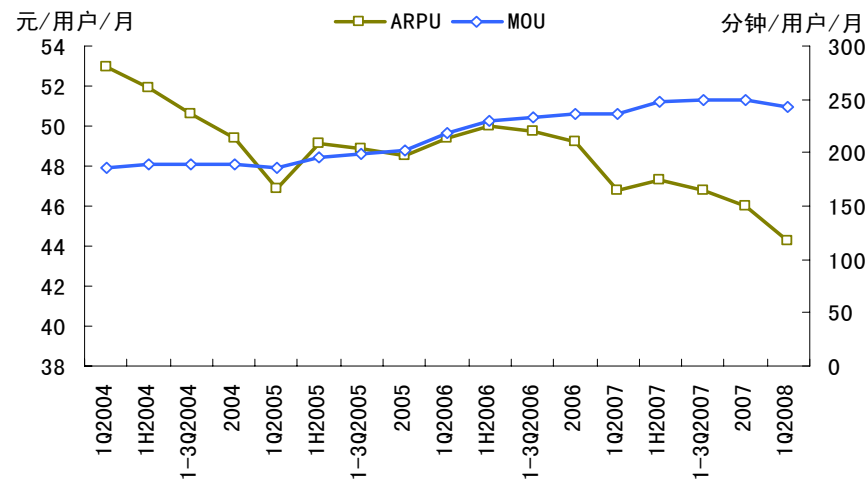
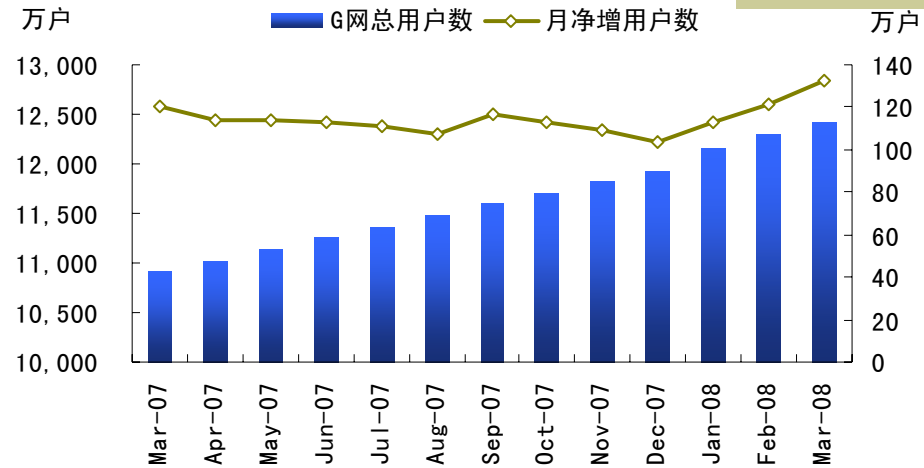
=12.17元





GSM经营渐入佳境

- 2007年中国联通GSM业务用户同比增长**12.7%**，低于行业平均**18.7%**的增速，但仍处在高增长阶段。
- G网用户是公司主要的收入来源，2008年3月份净增用户达到**132.4**万户，再创出历史新高。
- 由于2008年漫游资费下调，ARPU下降加快，但09年将趋于平稳。



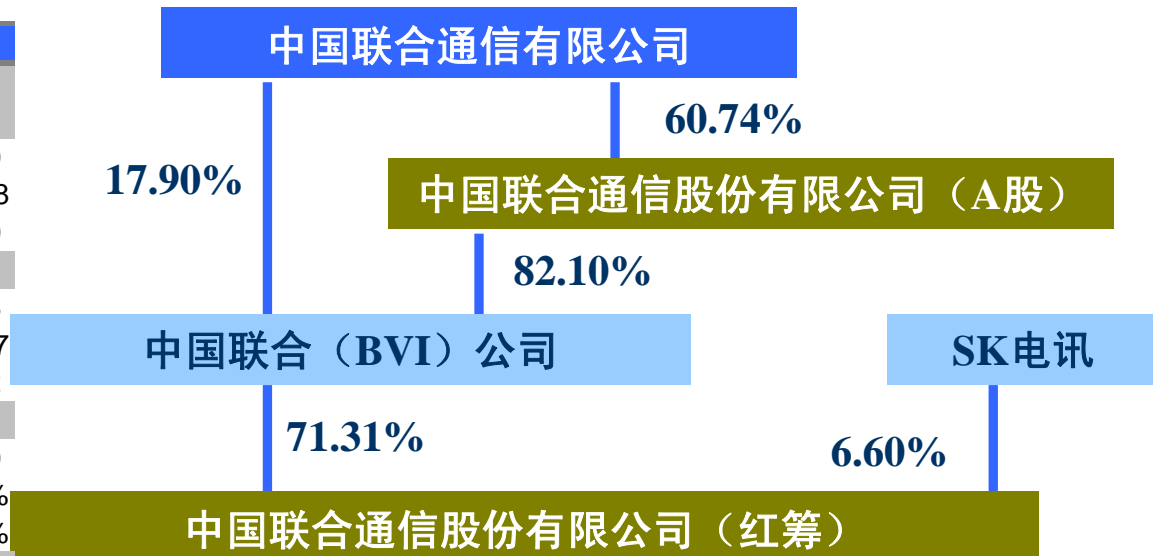
资料来源：中国联通、天相投资顾问有限公司

“增持”评级

中国联通红筹吸收合并中国网通红筹

项目	详细
换股比例	1.508
联通红筹	
总股本	13,613,792,000
停牌价	18.48
总市值	251,582,876,160
网通红筹	
总股本	6,737,629,168
停牌价溢价3%	27.87
总市值	187,777,724,912
新联通红筹	
总股本	23,774,924,300
原联通红筹股东持有比例	57.26%
联通A股间接持有比例	33.58%
Bloomberg: 08年净利润的市场平均值 (百万元)	
联通红筹	8,755
GSM、长途、数据业务占92.3%	8,081
网通红筹	10,188
新联通红筹净利润 (百万元)	18,270
联通A股08年净利润 (百万元)	6,135
联通A股08年EPS	0.29

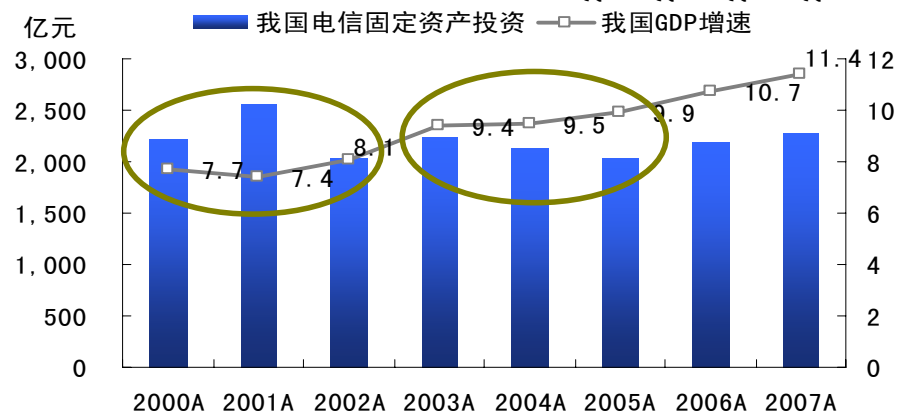
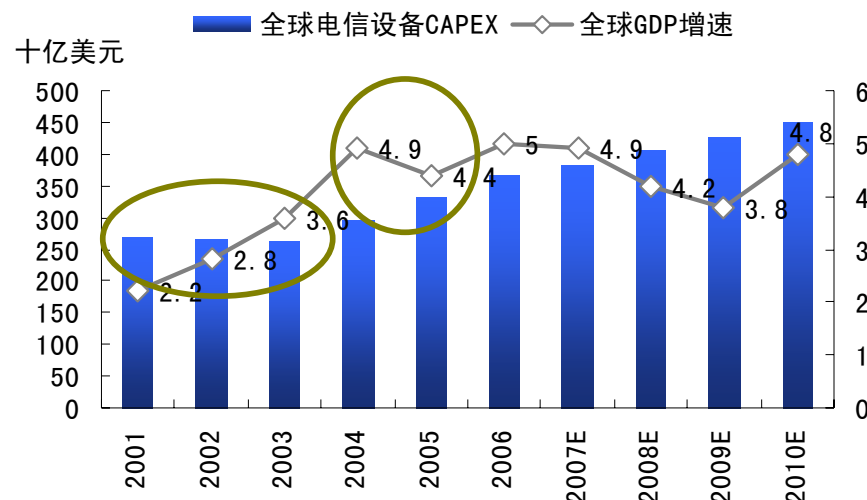
中国联通集团（重组前）股权关系图



- 移动、固网市场份额均衡，发展相对平衡；
- WCDMA产业链成熟，有助用户规模扩大；
- 重组前联通A股间接持有红筹58.4%股份；重组后联通A股预计间接持有红筹约33.3%。

电信投资、GDP增长的弱相关

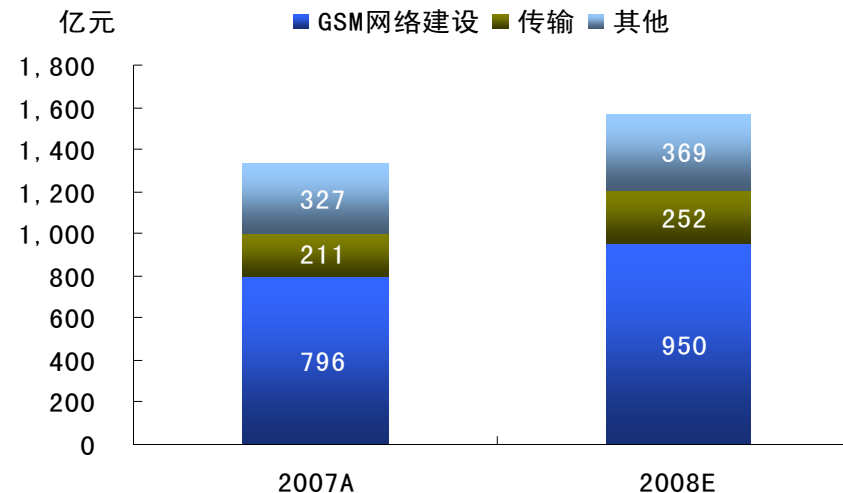
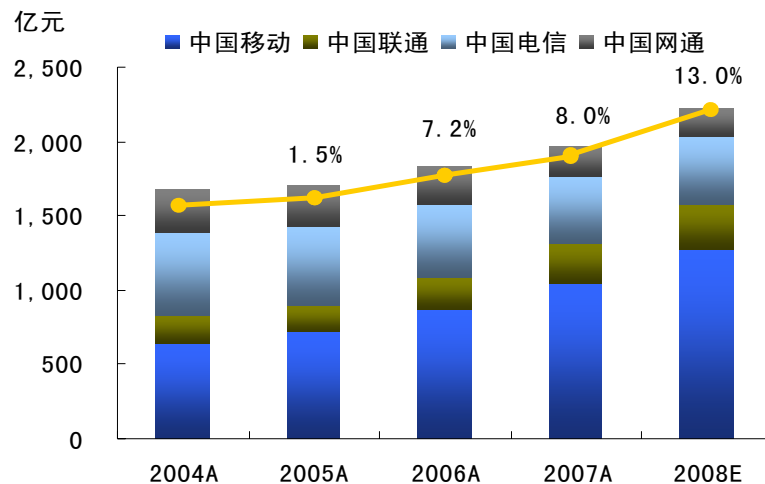
- 全球电信设备CAPEX在2002~2003年处于低谷，但同期GDP却保持了上升增长态势；2005年也出现了电信投资与GDP增长相悖的情况。
- 我国电信固定资产投资在2001-2005年均出现了与GDP的增速不相符的情况。
- 总之，从全球和国内看，GDP对电信投资的影响不大，这为规避宏观经济风险提供了可能。



资料来源：
Gartner、
IMF、信
产部、天
相投资顾
问有限公
司

电信固定资产投资加速

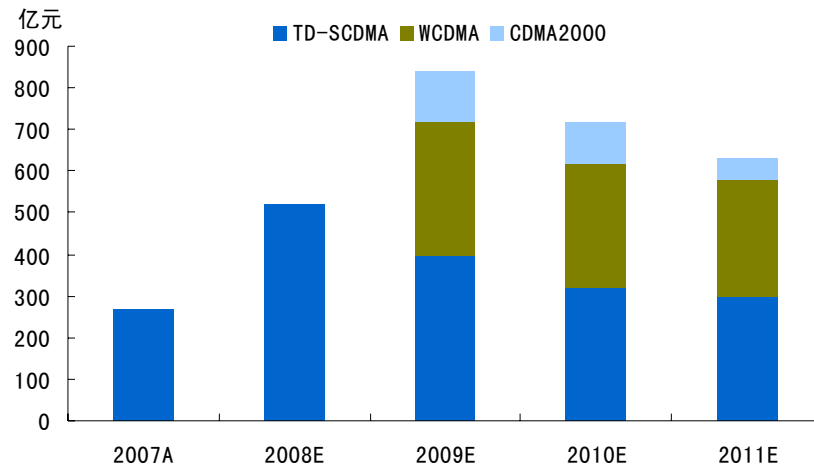
- 2008年移动运营商资本开支中，中国移动、中国联通分别同比增长21%、20%；固网运营商中，中国电信、中国网通分别同比下降1.2%、5.2%。
- 汇总中国移动、中国联通资本开支，主要集中在GSM网络建设、传输设备运营资本开支均同比增长19.4%。中国移动、中国联通资本开支组成



资料来源：运营商年报、天相投资顾问有限公司

3G投资带来的投资机会

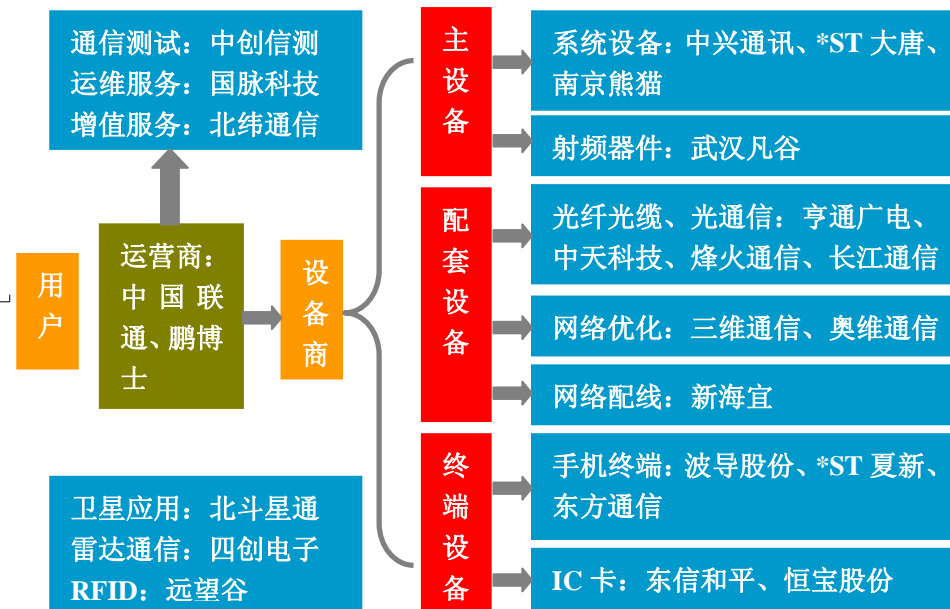
2008-2011年3G投资额预计



TD投资各环节比例

总分项	比例
无线	60.9%
核心网	5.5%
其它	1.0%
测试	1.8%
终端	11.2%
土建	19.7%
总额	100.0%

通信产业链结构



资料来源: 天相投资顾问有限公司

中兴通讯 (000063)

- 海外完成布局，签单额快速增长，除有线产品外，业务全面增长。
- 移动系统设备产品毛利率下滑趋势缓慢：
 - ✓ (1) 收入规模的扩大带来规模效应；
 - ✓ (2) 产品结构的优化。
- 系统设备中多种产品市场份额不断提升，还国内外市场份额也不断攀升。



海外布局基本完成

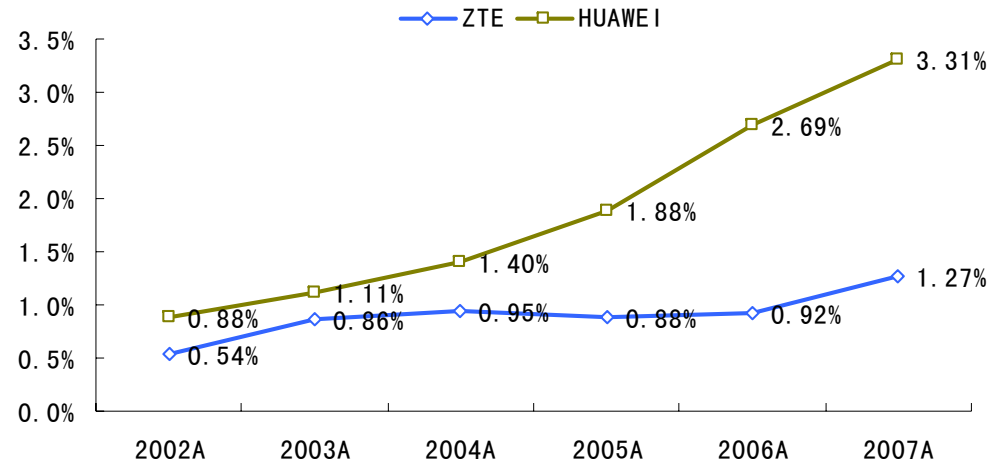
- 海外形成了**12**个平台，**130**个代理处，业务覆盖**135**个国家和**500**多家运营商，其中全球排名**100**名的运营商里，中兴通讯进入了**30**家。
- 全球 **15**个研发中心中，有**1/2**位于海外。



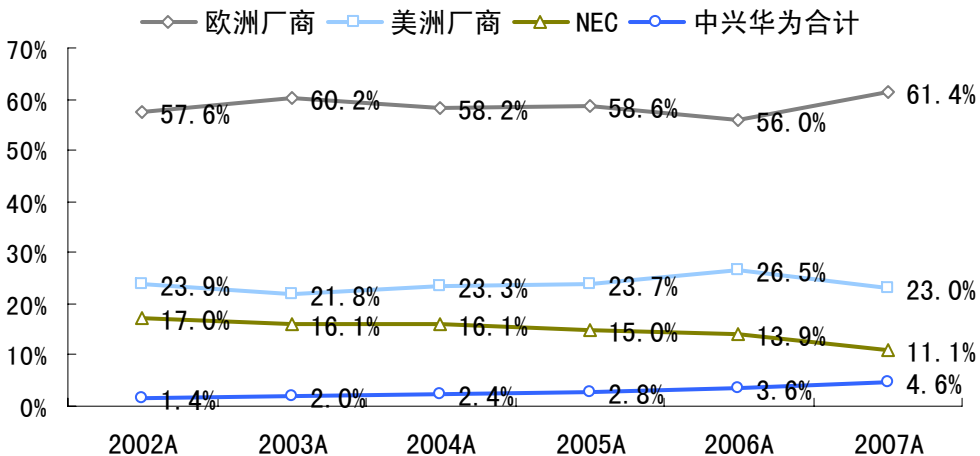
市场份额的不断提升

- 全球市场份额中，“中国”逐渐崛起。
- 国内市场份额扩大：
- ✓ **GSM**：市场份额6%，未来有望达到8%；
- ✓ **TD-SCDMA**：市场份额46%，未来份额至少有35%。
- ✓ **CDMA**：市场份额20%，未来有望达到35%。

中兴、华为全球市场份额



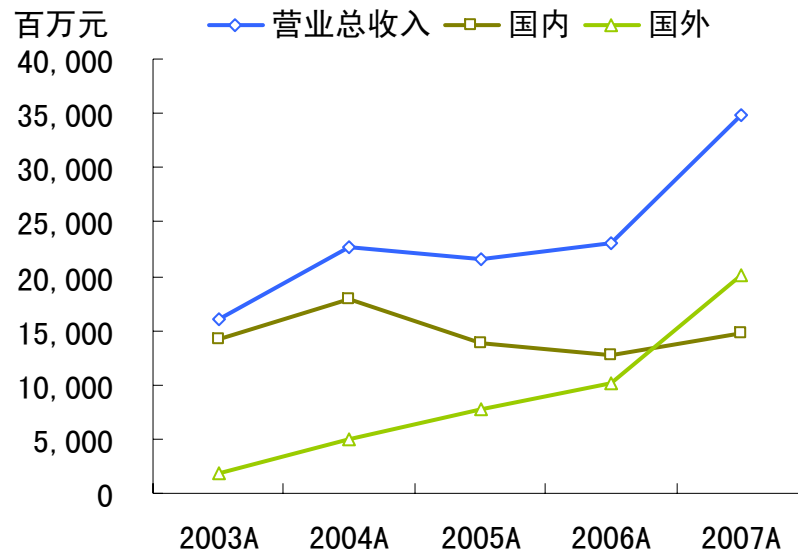
各洲厂商全球市场份额



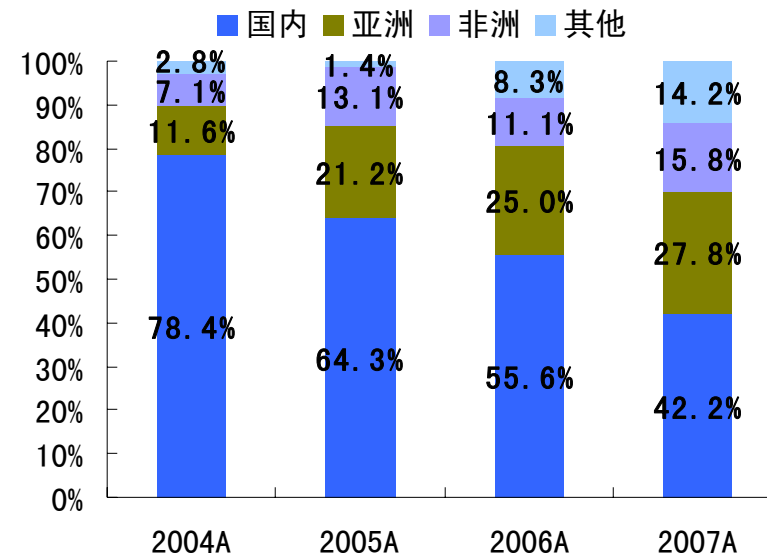
资料来源：各厂商年报汇总、天相投资顾问有限公司

新兴市场的动力充足

中兴通讯国内、国外营业收入增长



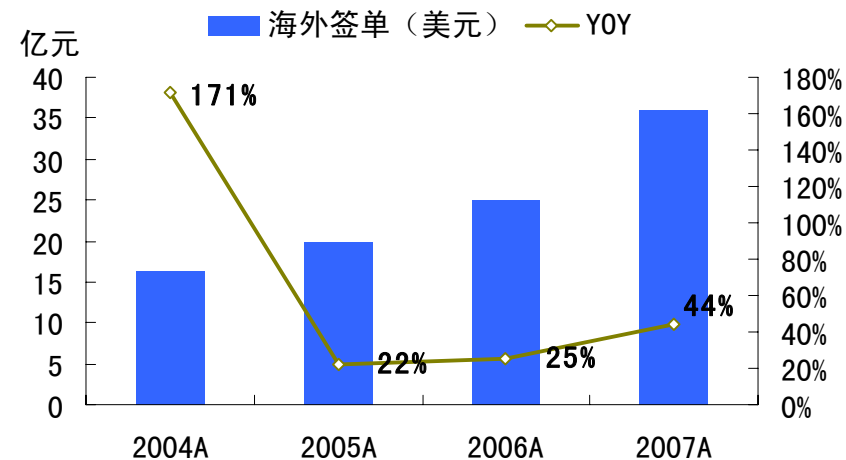
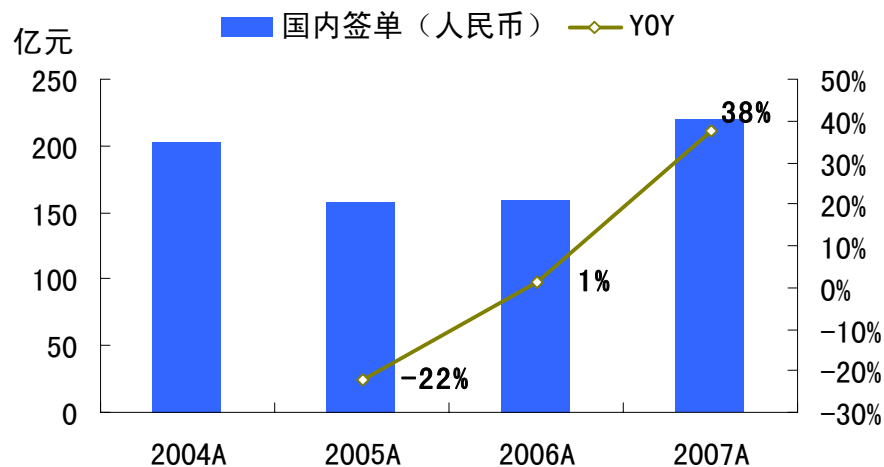
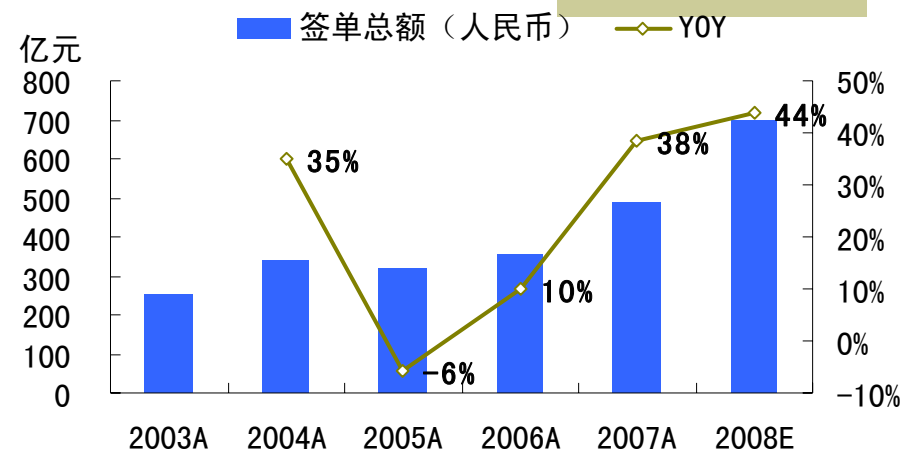
中兴通讯各地区营业收入份额占比



资料来源：天相投资顾问有限公司

签单额增长加速

- 2007年公司完成签单总额487亿元，其中国内签单220亿元，同比增长38%；海外签单36亿元，同比增长44%。
- 计划2008年实现100亿美元签单总额。



资料来源：公司数据、天相投资顾问有限公司

“买入”评级、盈利预测

厂商	每股收益			市盈率			利润增长率	PEG
	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	2008E-2010E	2008E
诺基亚	1.502	1.656	1.798	12.27	11.13	10.25	2.41	4.62
爱立信	1.404	1.118	1.287	8.49	10.66	9.26	9.15	1.17
摩托罗拉	0.23	0.125	0.59	39.35	72.40	15.34	10.66	6.79
阿尔卡特/朗讯	0.009	0.237	0.455	428.89	16.29	8.48	4.00	4.07
北电	0.441	0.686	0.876	15.90	10.22	8.00	7.75	0.88
思科	1.33	1.524	1.694	17.96	15.68	14.10	14.80	1.69

➤ 中兴通讯2008-2010年CAGR=39%，对应08年PEG=0.74倍。

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	23,215	34,777	45,603	58,438	74,841
(+/-)	7.59%	49.81%	31.13%	28.15%	28.07%
营业利润	398	1,001	1,544	2,502	3,486
(+/-)	-61.46%	151.37%	54.24%	62.07%	39.37%
净利润（母公司）	767	1,252	1,786	2,641	3,355
(+/-)	-35.78%	63.26%	42.65%	47.88%	27.02%
每股收益（元）	0.84	1.30	1.86	2.75	3.50
市盈率（倍）	82.5	53.3	37.2	25.2	19.8

资料来源：中兴通讯、天相投资顾问有限公司（市盈率以5月30日收盘价计算）