

通信行业小组
0755-82940762
zengb@cmschina.com.cn

2008年4月8日

重组在即，首选新联通

电信运营2008年二季度策略报告

通信行业

上证指数 3599.62

行业规模

		占比%
股票家数(只)	1	0
总市值(亿元)	1787	0.8
流通市值(亿元)	791	1.1
重点公司市值(亿元)	791	1.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	-15	40
相对表现	22	26	48



相关报告

1、《电信运营2008年度策略报告：看好移动运营商和潜在的移动运营商》

2007/11/28

2、《2007年三季度报点评：重组的脚步更近了》

2007/11/6

电信运营

推荐

重组在即，本文分析了电信运营07年的情况，预测了重组后的竞争形势，我们看好重组后的新联通，认为新联通有出售C网获利、专营G网、获发最成熟的WCDMA牌照、与网通合并等利好，将从一个弱势的运营商，变为在北方市场、数据业务市场上的强势运营商，维持“强烈推荐-A”的评级。

□ 07年行业失衡继续加剧，重组在即。

07年中国移动在收入和净利润有出色表现，收入与其他三家运营商之和相当，净利润超过其他三家一倍，使得其他三家即使三合一也无法与之全面抗衡。这样的行业格局严重失衡，也预示着行业重组必然很快到来。

□ 作为重组中变动最大的运营商，联通将从一个弱势运营商，变为一个在北方市场、数据业务市场上的强势运营商。

新电信和新联通将分别在南北市场上成为移动的主要挑战者。新联通由于获得WCDMA牌照的可能性最大，在数据业务市场上仍将是 strongest 的运营商。

□ 移动、联通都在重组前极力扩容G网，电信、网通都在节流待重组。

07年移动G网07年新增7万个基站，93万个载频，联通G网新增4000万用户的容量。现网容量并不是制约运营商发展的瓶颈，决定运营商未来的最重要因素，是资金、重组和3G牌照。

□ 重组给联通带来的是基本面的改变，联通原有的大量问题都将解决。

出售CDMA网络、专注G网、建设WCDMA网络，使得过去困扰联通的问题基本得到解决或缓解：比如G网容量不够、频率资源不足、缺乏数据业务和C网产业链衰退、两网互博等。

□ 我们将联通的价值分为三部分：现有业务，C网售价，WCDMA牌照，这三部分各有利好和利空，联通的最终价值为这几部分的价值之和：13-15元。

□ 风险提示：估值体系整体下调和重组、牌照时间不确定性并存

联通目前的股价约为08年30倍PE(假设不发生重组，联通按照现有的业务发展)，在目前A股估值体系整体下调的情况下，存在系统性风险。

□ 投资建议：

按照目前的行业发展形势判断，我们认为重组在即，重组后联通将获得WCDMA牌照，继续看好联通，维持“强烈推荐-A”的评级。

正文目录

一、07 年电信运营业失衡继续加剧，重组在即	4
1、移动用户保持高增长，小灵通用户继续被替代	4
2、移动实力超过其他三家运营商之和，重组即将到来	5
3、新联通、新电信的主要机会将在地域及数据业务等细分市场	6
二、从资本支出看 08 年运营商建设重点	7
1、移动运营商加大投资，固网运营商节流待重组	7
2、决定运营商未来的最重要因素，是资金、重组和 3G 牌照	7
三、从弱转强，联通是重组的首选投资品种	8
1、长期看好联通的理由：重组给联通带来的是基本面改变	8
2、重组和牌照预期下的联通估值：13-15 元	9
3、风险提示：估值体系整体下调和重组、牌照时间不确定性并存	9

图表目录

图 1: 移动用户保持高增长, 小灵通用户继续被替代	4
图 2: 08 年四大运营商移动、小灵通用户增长情况预计	4
图 3: 07 移动与其他三家运营商的收入之和相当	5
图 4: 07 年移动净利润超过其他三家运营商一倍	5
图 5: 重组后三家运营商的实力仍然不平衡	5
图 6: 重组后移动在南北市场的主要竞争对手	6
图 7: 重组后移动和新对手各类用户数比较	6
图 8: 发牌后各运营商 2G/3G 网络下载速度比较	6
图 9: 07、08 年各运营商 CAPEX 比较	7
图 10: 06、07 年各运营商自由现金流比较	7
图 11: 联通的基本面将逐步改变	8
图 12: 重组和牌照预期下的联通估值	9
表 1: 07 年移动和联通投资重点	7
表 2: 联通的大量问题能通过重组和 WCDMA 牌照解决	8

一、07年电信运营失衡继续加剧，重组在即

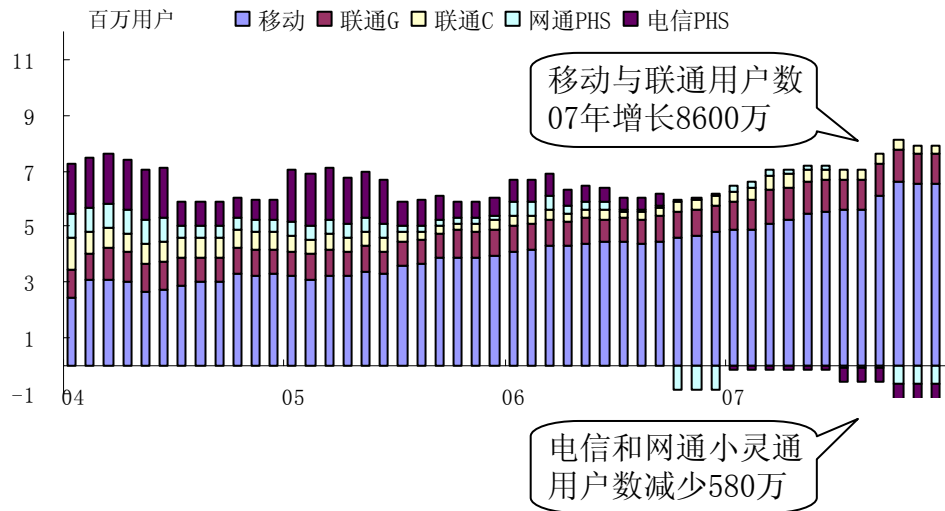
1、移动用户保持高增长，小灵通用户继续被替代

07年电信运营失衡继续加剧，中移动用户数增长23%，新增用户数不断创新高，而且预计在08年新增用户数在总新增移动用户数中的比例将继续提升。

中国联通用户数同比增长13%，G网和C网的用户数同比增长率接近，但08年联通将重点投入G网，预计08年G网用户数同比增长率将超过C网。

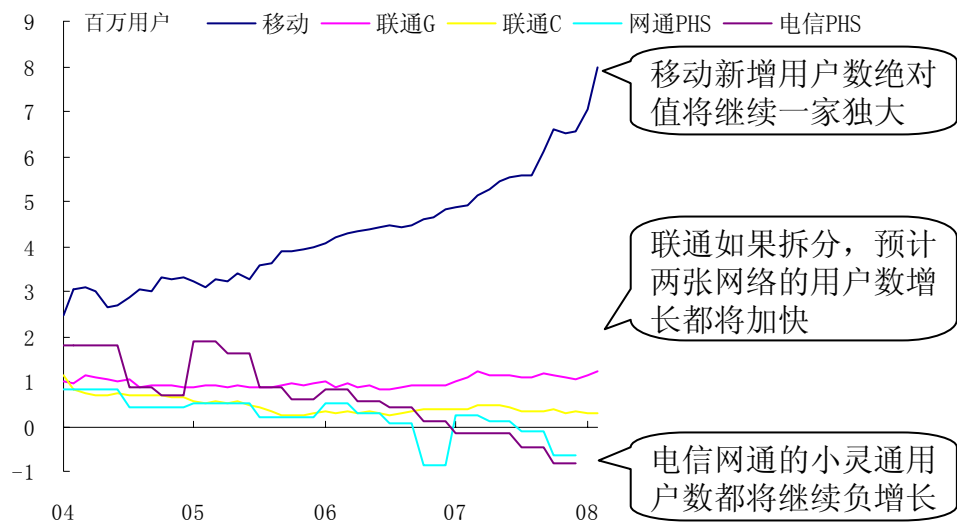
电信和网通的小灵通用户开始减少，预计08年小灵通用户数减少将超过07年。

图1：移动用户保持高增长，小灵通用户继续被替代



资料来源：公司公告，招商证券

图2：08年四大运营商移动、小灵通用户增长情况预计



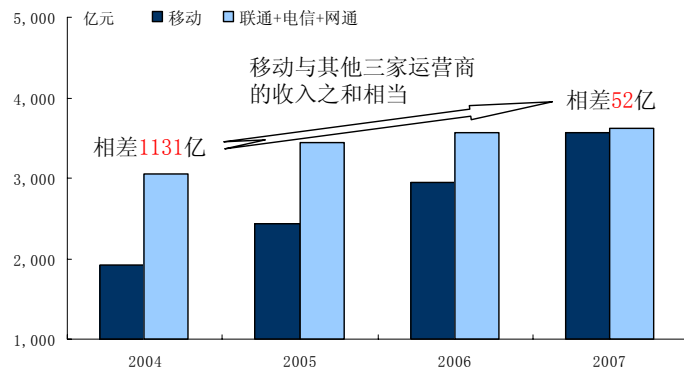
资料来源：公司公告，招商证券

2、移动实力超过其他三家运营商之和，重组即将到来

07年中国移动在收入和净利润有出色表现，收入与其他三家运营商之和相当，净利润超过其他三家一倍，使得其他三家即使三合一也无法与之全面抗衡。这样的行业格局严重失衡，也预示着行业重组必然很快到来。

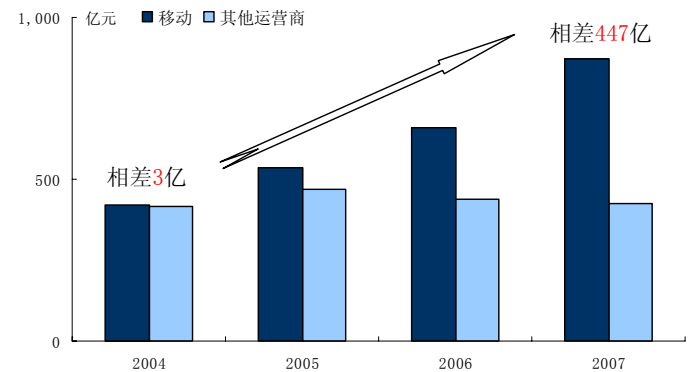
如果考虑到08年中国移动和其他三家的经营差距仍在扩大，考虑到07年中国移动保守的折旧政策带来利润减少约65亿（GSM基站等无线设备折旧由七年改五年）、中国联通的再投资退税带来利润增加约28亿等影响，中国移动和其他三家的差距会更大。

图3：07移动与其他三家运营商的收入之和相当



资料来源：公司公告，招商证券

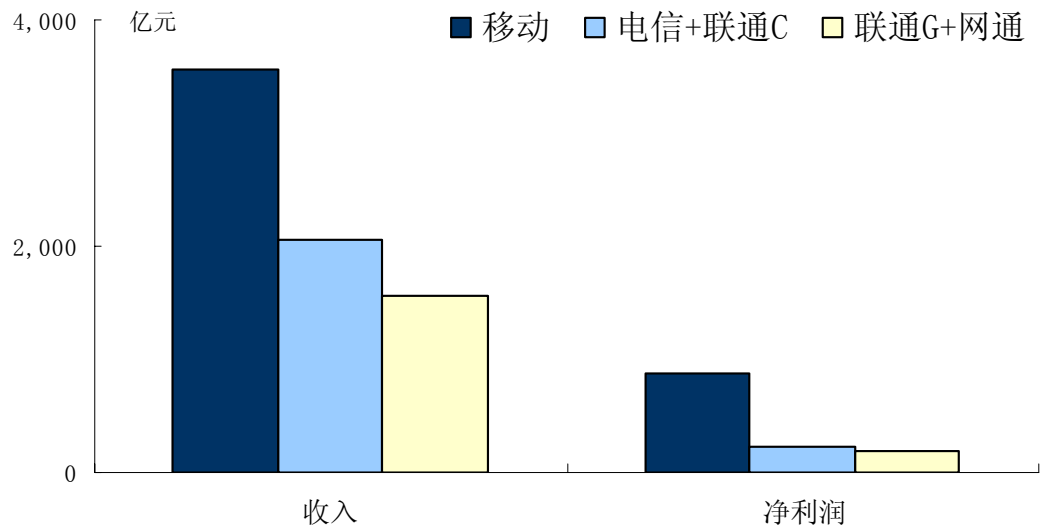
图4：07年移动净利润超过其他三家运营商一倍



资料来源：公司公告，招商证券

按照目前主要流传的重组方案，不考虑铁通和卫通，重组结果是中国移动，电信+联通C网，联通G网等业务+网通。用07年的财务数据进行估计，重组后的新电信和新联通在规模上仍然和中国移动差距甚大，难以与之全面抗衡。

图5：重组后三家运营商的实力仍然不平衡



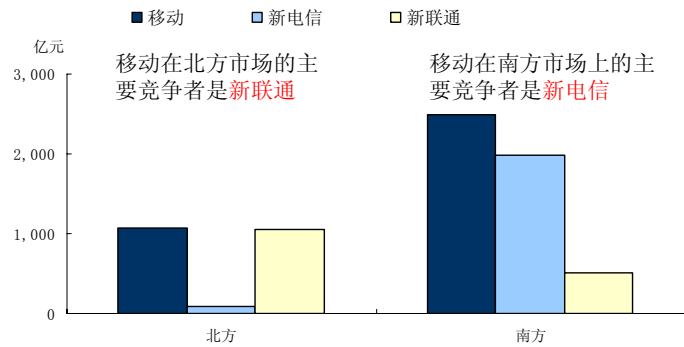
资料来源：公司公告，招商证券

3、新联通、新电信的主要机会将在地域及数据业务等细分市场

如果按电信和网通分家时的地域划分作为南北划分的标准，新电信在南方市场上有和移动竞争的实力，北方市场新联通将有挑战移动的可能。

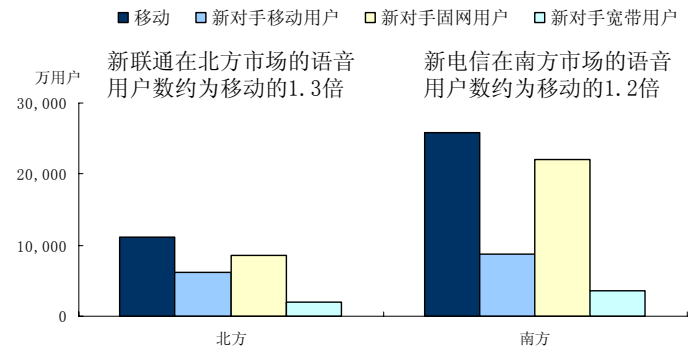
语音市场上，新联通和新电信的总用户数都比移动略多；其次重组之后两家都成为真正的全业务运营商，可以采用“手机+固话+宽带”捆绑的资费政策，争夺用户的能力将比以往增强；因此在北方的新联通和南方的新电信都将是移动强劲的对手。

图6：重组后移动在南北市场的主要竞争对手



资料来源：公司公告，招商证券

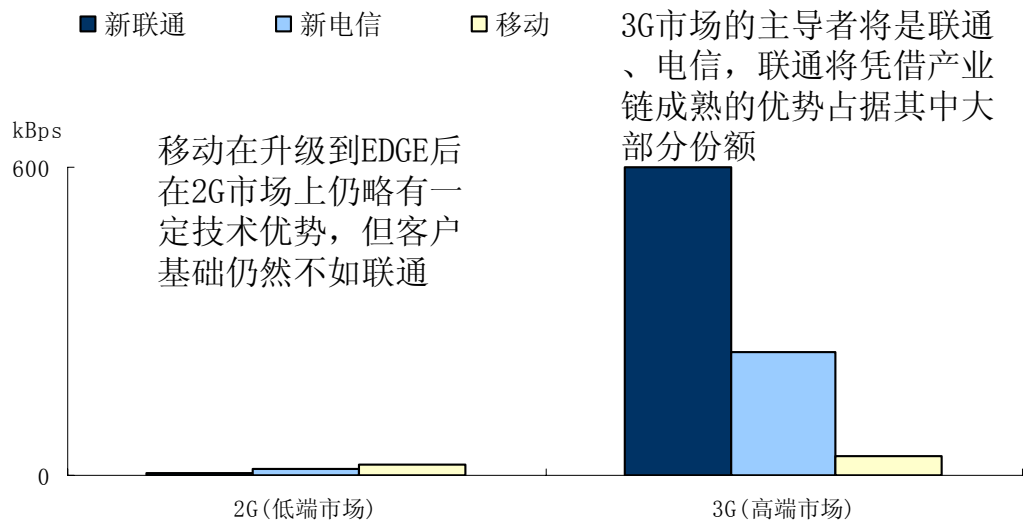
图7：重组后移动和新对手各类用户数比较



资料来源：公司公告，招商证券

3G时代的数据业务市场，由于WCDMA标准有着最成熟的产业链，联通将占据大部分份额；电信依靠CDMA2000原有客户基础以及C网升级到3G速度较快的优势，也能占据一部分份额；移动将受制于TD-SCDMA的进度，份额预计将很小。

图8：发牌后各运营商2G/3G网络下载速度比较



资料来源：公司公告，招商证券

注：图中数据为07年底可大规模商用产品的实测值

二、从资本支出看 08 年运营商建设重点

1、移动运营商加大投资，固网运营商节流待重组

移动和联通的 08 年 CAPEX 计划分别增长 21%和 20%，达 1272 亿和 310 亿。两家的投资重点都是 G 网。四家运营商中，只有联通的自由现金流是下降的，可以看作是联通为了在新对手产生前进行突击建设。

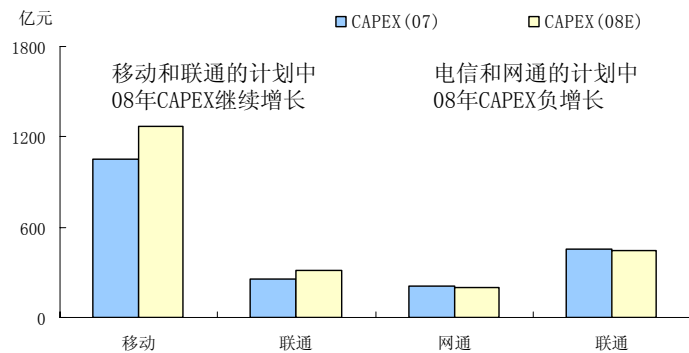
表 1: 07 年移动和联通投资重点

	2G	3G
移动	加速 GSM 基站建设	TD-SCDMA 试验网建设
联通	加速 GSM 基站建设 全面支持 GPRS	核心网开始向 3G 演进

资料来源：招商证券

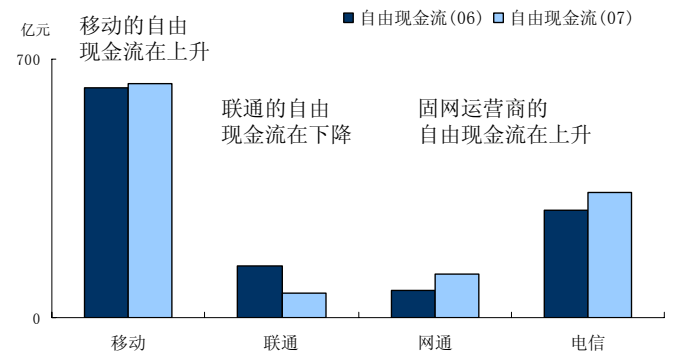
电信和网通的 CAPEX 都在下降，使得自由现金流都在增加，很大原因是为了将来的移动牌照或者 IPTV 牌照做准备。

图 9: 07、08 年各运营商 CAPEX 比较



资料来源：公司公告，招商证券

图 10: 06、07 年各运营商自由现金流比较



资料来源：公司公告，招商证券

2、决定运营商未来的最重要因素，是资金、重组和 3G 牌照

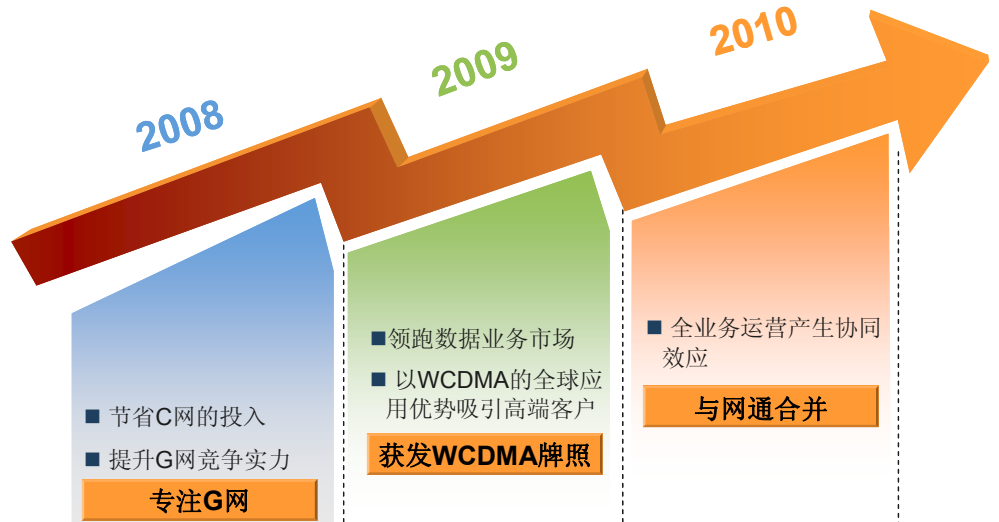
07 年移动 G 网 07 年新增 7 万个基站，93 万个载频，联通 G 网新增 4000 万用户的容量。从这两家运营商的建设可以看出，所以只要有了明确的预期，运营商就愿意投入，也能在短期内将网络容量扩到足够大，因此现网容量并不是制约运营商发展的瓶颈。

决定运营商未来形势的最重要因素，近期来看是资金和重组的时间和具体方案，长期来看是获颁发何种 3G 牌照。联通近期来看可以不再同时经营双网，如果通过出售 C 网，资金的问题也可解决；长期来看获得最成熟的 WCDMA 牌照，将是重大利好。

三、从弱转强，联通是重组的首选投资品种

1、长期看好联通的理由：重组给联通带来的是基本面改变

图11：联通的基本面将逐步改变



资料来源：招商证券

联通从运营双网开始，和移动的差距越拉越大，各项业务中，唯有高速数据业务和定制手机能算得上是亮点。但是从重组开始，困扰联通的很多问题将会迎刃而解。

表 2：联通的大量问题能通过重组和 WCDMA 牌照解决

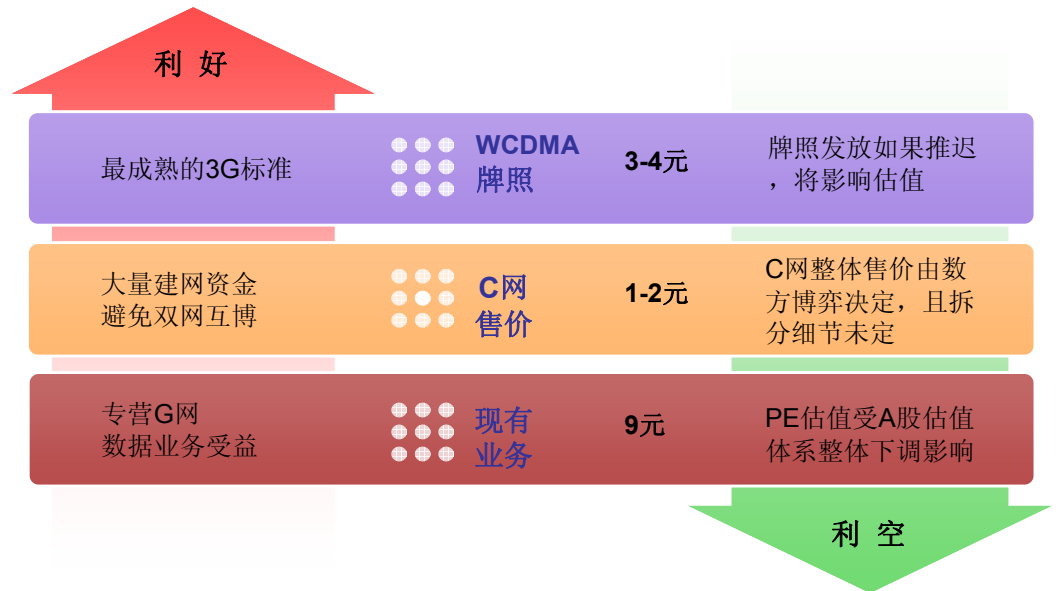
联通的问题	解决方法		备注
	重组	WCDMA 牌照	
容量不够	✓		集中投资 G 网
G 网		✓	新建 WCDMA 网络可解决此问题
	频率资源不够		08 全网升级到 GPRS
缺乏数据业务	✓	✓	WCDMA / HSDPA 网络可以使联通的数据业务继续保持领先
C 网		✓	产业链衰退带来的从设备到终端的各种问题
	内部双网互博，C 网难以发展	✓	出售 C 网将解决此类问题

资料来源：招商证券

2、重组和牌照预期下的联通估值：13-15 元

我们将联通的价值分为三部分：现有业务，C网售价，WCDMA 牌照，这三部分各有利好和利空，联通的最终价值为这几部分的价值之和：

图 12：重组和牌照预期下的联通估值



资料来源：招商证券

利好之中，长远来看最大的利好是获得 WCDMA 牌照

WCDMA 标准已经是一个成熟的标准：商用了 7 年，在全球 87 个国家有 202 张商用网络，手机价格下降到了 100 美元以下。在这样的产业发展环境下，联通上 WCDMA 网络，成功概率要远远大于几年前。

电信行业的发展历史告诉我们，站在主流技术标准队伍中，才可能长久的生存下去。联通获得业界最成熟的 WCDMA 标准，就获得了对竞争对手的压倒性技术优势，它不是一个人在战斗，它背后是整个 WCDMA 产业链的力量。

利空之中，最不确定的是 C 网的拆分价格、原则问题

出售 C 网必然经过多次的博弈。价格低的话，联通小股东不会通过投票；价格高的话，因为 C 网网络资产在集团公司，国资委可能会通过调节电信和联通集团公司之间价格的方法来控制整体的收购价格。

3、风险提示：估值体系整体下调和重组、牌照时间不确定性并存

联通目前的股价约为 08 年 30 倍 PE(假设不发生重组，联通按照现有的业务发展)，在目前 A 股估值体系整体下调的情况下，存在系统性风险。

虽然我们判断重组已经是箭在弦上，很可能在今年上半年就会开始，但是重组和牌照发放的时间在过去几年已经被预测过很多次，其不确定性始终存在。

研究员简介

曾斌：工学学士，6年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

强烈推荐：预计未来6个月内，股价涨幅为20%以上

推荐：预计未来6个月内，股价涨幅为10-20%之间

中性：预计未来6个月内，股价变动幅度介于±10%之间

回避：预计未来6个月内，股价跌幅在10%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数

中性：行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随综合指数

回避：行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。