

2008年05月14日

长期竞争力评级：高于市场均值
市场数据

行业优化平均市盈率	47.36
市场优化平均市盈率	33.05
国金电信服务指数	3547.72
沪深300指数	3975.78
上证指数	3657.43
深证成指	13532.34
中小板指数	4899.02


相关报告

- 1 《电信重组对四大运营商的影响分析》，2008.2.15
- 2 《雪灾对电信运营商以及电信设备商影响分析》，2008.2.13
- 3 《关于国务院实施“新一代宽带无线移动通信网”重大专项项目的点评》，2007.12.27

陈运红

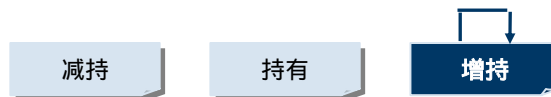
 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

电信服务行业研究报告

——重组后各运营商竞争格局分析与判断


前言

- 在《电信重组对四大运营商的影响分析》报告中，我们倾向认为中国电信收购 C 网、联通合并网通的方案是电信重组的最终方案，本报告也基于如上方案而编写的，特此说明。

投资建议

- 中长期看好中国电信的发展前景，维持强买投资评级。重组后，中国电信在增量市场上无论收入增速还是用户数量增速等方面均具有领先优势，国家信息化战略实施与基于全业务模式的新业务、新技术和新服务都将使中国电信在新一轮竞争受益最大，目前公司股价估值水平（动态 PE 折回港币不足 14 倍）与公司未来广阔的发展空间形成明显的背离，是我们强烈推荐中国电信的主要原因，详细投资评级请见我们已经发布的《中国电信投资价值分析报告》及后续研究报告；
- 对中移动投资建议：短期谨慎，长期看好。短期而言，国家将陆续出台对弱势运营商的政策扶持和对强势运营商的非对称管制，均将对公司股价有负面影响，建议谨慎；中长期看，中国移动在 3-5 年内仍将在用户规模、经营收入、营业利润等方面保持龙头的地位，公司在移动增值业务发展与创新能力、以及战略资源的投资力仍将保持领先优势，对中移动给予长期看好，投资评级请跟踪后续的《中国移动价值投资分析报告》；
- 中国联通的投资建议：短期把握重组过程中的交易性机会，中长期建议谨慎；在重组过程中，中国联通享有重组优势地位，一方面溢价出售 CDMA 用户价值，另一方面在联通红筹换股合并网通红筹的过程中，以移动运营商高估值水平换股合并固网运营商的低估值，存在投行价值，我们建议投资者把握联通红筹（或联通 A 股）在重组过程中的交易性投资机会，详细合并价值请跟踪即将发布的《中国联通合并价值分析报告》；从中长期看，重组后，新一轮的竞争将会加剧，弱势运营商无论是业务表现还是用户发展均将处于弱势地位，中期建议投资者持谨慎态度，长期建议关注公司引进战略投资者的力度以及管理体制的改革进程等。

基本观点

- 随着需求的多元化、电信技术的日新月异以及国家信息化战略的深入实施，我国电信产业属性正在发生根本性转变，传统的电信产业已不再是战略性产业，通信信息化将成为国家下一阶段战略产业，这促进了运营商从战略到业务上实施由传统的通信地址服务向通信信息服务方向转型，这客观要求运营商从内部组织架构、价值链关系到外部资源重新整合，产业链整合和业务转型将是重组后各运营商竞争的焦点和热点。宽带化将成为国家战略，带宽资源将成为各运营商战略资源，固网传输带宽的高质量和低价格特征与移动传输的便捷性和移动性优势互补，固网与移动的网络融合将成为必然趋势。
- 电信产业在国民经济的支柱地位以及资本形态的国有控股，共同决定了其产业发展模式和产业变革将在行政干预与市场调节间、在不断降低成本与

获得合理产业利润间寻求平衡中演进；与欧美发达国家消费者相比，国内消费者更习惯使用移动电话，中低端消费群体成为新业务的主要消费群体，移动互联网的新业务、新服务在我国存在广大的消费群体，具有广阔的发展前景。“全业务带宽”将成为下一阶段运营商战略资源的制高点，该领域具有领先地位的运营商有可能在下一阶段竞争中胜出。

- 与发达国家运营商相比，我国运营商表现资源垄断特征更明显、网络资源重复投资带来的低使用效率、新业务发展及资本运作水平低下；国内电信产业数据表明，电信产业与宏观经济发展具有高度的相关性，基于对中国经济在较长时期内保持高度的发展态势的判断，我们预期未来几年中国电信产业将保持 10%左右的复合增长率；借鉴西班牙电信、英国电信等成功的发展经验，重组后，我国运营商业绩提升的关键取决于资产运作效率的提升、新业务和新服务的发展与创新，移动增值业务、全业务宽带业务、全业务 ICT 业务将成为运营商业绩推动的主要动力。
- 从 2007 年运营商各财务指标综合比较看：中国移动在收入增速、净利润增速、净资产回报率、固定资产收益率 EBITDA 率、以及市场份额等指标方面，较国内其他运营商而言，处于绝对领先地位；中国电信在经营现金流增长率和经营现金流/净资产比率、非语音收入比例等指标方面，较具优势；中国联通净利润同比呈现大幅增长（部分原因为投资返税带来的收益）（149%），而经营现金流增长率（-8.8%）出现下滑，整体而言，与中国移动东和中国电信的综合指标差距较大；中国网通的非语音业务占比最高 42%，EBITADA 率 52.36%与中移动差距较小，而收入增长率和市场份额明显低于其他运营商，整体而言略高于联通。
- 重组后，中国电信将充分利用固话、宽带、移动、IPTV 等多重业务捆绑和为政企客户和家庭客户提供各种信息通信系统解决方案，圈定用户规模，在传统语音业务方面采用防守反击策略，在数据业务方面采用差异化战略，打造固网与移动融合业务领先优势。中国移动业务发展策略预测：大力发展移动增值业务，以资本控股控股方式快速切入移动互联网核心领域（业务及内容创新），主动调整资费套餐，与客户签署更长期的网络服务合同，增加中高端客户转网成本，防止客户流失。新联通业务发展策略近似于电信和移动之间，充分利用 WCDMA 技术成熟度高、产业链完善的技术优势，发展移动宽带业务，并通过引进战略投资者解决现金流短缺和管理效率低下的问题。
- 重组后，各运营商业务发展比较分析：
 - ◆ 从收入占比看，未来 5 年中国电信收入将快速增长，中国移动龙头地位不会动摇，新联通在新一轮竞争加剧的产业环境中其弱势地位将会加剧，2012 年中国电信、中国移动和新联通的市场份额预计分别为 30%、55%和 15%；
 - ◆ 从收入增速看，中国电信增速最高，其发展前景在几家运营商中最为看好，2009、2010、2011、2012 年收入增速预计分别为 23.1%、13.8%、16.0%和 16.1%，中国移动收入增速将下滑，2009、2010、2011、2012 年分别为 14.7%、9.9%、9.1%和 8.9%，新联通的业务发展面临自身整合和行业竞争加剧其弱势地位进一步恶化的双重风险，重组后的 1-2 年内公司将面临重要考验，我们预计，2009、2010、2011、2012 年公司收入增速分别为 0.2%、5.3%、6.2%和 7.3%；
 - ◆ 从非语音业务占比看，新电信和新联通将持续保持较高的比例，中移动的移动语音仍将成为收入的主要来源，这客观制约了中国移动在国内电信业务的发展空间，我们预计，2012 年电信、移动和新联通非语音业务收入占比分别为 63%、41%和 61%。
- 重组后，各运营商的竞争格局基本判断：
 - ◆ 业务捆绑与融合阶段（重组后 1-2 年内）：中国电信综合竞争力提升的关键在于业务捆绑和信心的提振，其综合竞争力较移动仍然存在差距；中国移动的综合竞争力无实质性影响，但竞争优势将会弱化；新

联通面临企业文化融合和业务整合的两难境地，其竞争优势在短期内被掩埋；

- ◆ 终端及网络融合阶段（重组后 3-5 年）：中国电信综合竞争力快速提升的关键在于产业整合能力、基于 F-FMC 衍生的融合业务成本优势、资产使用效率提升、综合财务指标的改善等方面，其综合竞争力将超越中国移动；中国移动因资产使用效率的下滑和带宽资源的缺失将面临发展瓶颈，新的利润增长点取决于海外业务收购与拓展；新联通综合竞争力提升的关键因素取决于企业整合的进度和效果、引进战略投资者实现从资金到管理水平等方面改善和提升。

内容目录

电信产业特征演变及发展趋势分析..... 8

本章的基本结论：固网与移动的有效融合成为电信产业发展必然趋势，电信产业属性的根本性转变客观要求运营商从战略到业务的转型，产业链整合将是电信重组后各运营商竞争的焦点和热点，宽带化将成为国家战略，全业务宽带将重组后各运营商业务发展的重中之重。..... 8

固网与移动的比较优势随着电信技术的发展与市场需求的演变中此消彼长，固网与移动的网络融合成为必然 8

电信产业属性发生根本性改变：逐步从基于网络管道的通信服务逐步向基于 ICT 业务的信息服务和基于社会文化的公共网络服务等方向渗透和转型。 10

产业链的复杂化、需求的定制化、“管道”的规避，客观要求运营商通过产业链的整合，建立新的赢利模式。 10

全球电信产业发展趋势：“移动化”是第一高潮，其后是“宽带化”，宽带成为国家战略。 12

中国电信产业的特有特征 14

电信产业在国民经济的支柱地位，决定了其产业发展模式和产业变革将在行政干预与市场调节间、在不断降低成本与获得合理产业利润间寻求平衡中演进 14
与欧美发达国家消费者相比，国内消费者更习惯使用移动电话 14

移动业务发展模式：中低端消费群体成为移动用户以及移动增值业务的主要消费者，3G 新业务、新服务在我国面临庞大的消费群体。 16

固网宽带业务的最初发展模式：由高端向中低端渗透，宽带业务普及化程度关键取决于宽带接入费下降、定制化终端成本和新业务开发。 17

业务结构：增值及 ICT 业务、互联网（宽带）业务保持持续高涨 18

区域结构差异特征明显：中西部大开发为电信产业带来契机 19

中国电信业与国际电信业发展状况比较分析 21

电信产业与宏观经济关联度比较分析：中国电信产业前景广阔 21

盈利能力比较分析：资产运作效率、业务多元化成为我国运营商提高盈利能力的关键 23

业务结构比较分析：移动业务和宽带业务成为全球增长亮点 25

各运营商发展现状分析 26

2007 年四大运营商财务综合指标比较分析	26
经营效率比较分析	28
资产结构比较分析	29
运营商战略转型比较分析	30
重组后，运营商业务发展策略分析与预测	33
中国电信业务发展策略预测：传统业务防守策略、数据业务差异化战略、固网与移动融合业务领先战略。	33
中国移动业务发展策略预测：大力发展移动增值业务，以资本控股控股方式快速切入移动互联网核心领域（业务及内容创新）。	35
新联通业务发展策略：引进战略投资者成为公司未来获得竞争优势的关键 ...	36
重组后，对中国电信市场总量及竞争格局的分析与判断	37
重组后，电信用户总数及运营商占比分析与判断	37
重组后，电信业务收入及运营商份额分析与判断	39
重组后，各运营商综合竞争力比较分析	43
美国运营商整合对我国的借鉴意义	46
美国运营商兼并事件与公司股价的关系比较分析	46
美国运营商整合后的竞争格局分析	47
基本结论	50

图表目录

图表 1：固网与移动网络的比较优势分析	8
图表 2：F M C A 的 WiFi 通用接入网结构框架	9
图表 3：固话终端的融合与创新	9
图表 4：产业链演变：以运营商为核心的价值关系向以运营商为主体的合作共赢的价值关系转型	11
图表 5：NTT 固话与移动拐点间隔 5 年（百万日元）	12
图表 6：德国固话与移动收入拐点间隔 3 年（百万欧元）	12
图表 7：NTT 宽带收入保持持续高增长（百万日元）	12
图表 8：发达国家宽带业务收入发展趋势（百万欧元）	12
图表 9：全球宽带用户数量预测（百万户）	13
图表 10：全球移动于固定网络流量预测	13
图表 11：中国与欧美发达国家电话 MOU 比较（分钟）	15
图表 12：中国与欧美国家语音 ARPU 值比较（欧元）	15
图表 13：国内移动与固话语音业务 ARPU 值比较（元）	15
图表 14：国内移动与固话 MOU 比较（分钟/户/月）	15
图表 15：2006 年中国与欧美发达国家通信指标比较分析	15
图表 16：移动互联网新增用户：中低端消费者超过 90%	16
图表 17：07 年移动增值业务使用率（%）	16
图表 18：中国互联网普及率	18

图表 19：74%的网民收入在 2000 元以下	18
图表 20：新业务成为增长亮点：增值及 ICT 业务和互联网业务	18
图表 21：2007 年固定业务亮点：增值业务和宽带业务	19
图表 22：2007 年移动业务亮点：增值业务和移动语音	19
图表 23：2007 年固定电话普及率分布特征分析	19
图表 24：2007 年没有普及的固话家庭用户数量（万户）	19
图表 25：07 年移动电话普及率区域分布特征	20
图表 26：全国没有普及的移动用户数量（万人）	20
图表 27：中国 GDP 增速与电信收入增速关系分析	21
图表 28：世界 GDP 与电信收入增速相关性分析	21
图表 29：人均信息和通讯技术支出比较（美元/年）	21
图表 30：ICT 支出占国内生产总值比重分析（%）	21
图表 31：06 年中国与发达国家电话普及率比较（%）	22
图表 32：2007 年中国与全球互联网普及率比较	22
图表 33：全球著名运营商平均盈利能力分析	23
图表 34：中国电信业运营商净利润率分析	23
图表 35：国际著名运营商赢利能力前四名:西班牙电信、英国电信、澳大利亚 电信、法国电信	24
图表 36：2006 年西班牙电信国际业务占比为 63%	24
图表 37：3Q /07 西班牙电信业务多元化分布	24
图表 38：中国电信业务收入增长趋势分析	25
图表 39：全球电信业务增速趋势分析	25
图表 40：2007 年中国电信业务收入占比	25
图表 41：2006 年全球电信业务收入占比	25
图表 42：2007 年财务指标综合竞争力比较分析：中国移动优势明显	26
图表 43：四大运营商收入比较分析	26
图表 44：07 年收入占比：移动占据近半壁江山	26
图表 45：净利润比较分析：移动和联通保持增长	27
图表 46：07 年净利润占比：移动独占 2/3	27
图表 47：四大运营商毛利率比较	27
图表 48：四大运营商折旧率比较	27
图表 49：净资产收益率 ROE	27
图表 50：净资产收益率 ROIC	27
图表 51：固定资产投资回报率（扣除非经常性损益净利润/固定资产）	28
图表 52：资产负债率比较	28
图表 53：经营性现金净流入增长率比较	28
图表 54：四大运营商人均收入比较（千/元）	28
图表 55：四大运营商人均净利润比较（千/元）	28
图表 56：四大运营商人均报酬比较（千/元）	29

图表 57：全部资产现金回收率比较	29
图表 58：重组前四大各运营商固定资产比较分析	29
图表 59：2007 年各运营商固定资产占比分析	29
图表 60：四大各运营商总资产比较分析	29
图表 61：2007 年各运营商总资产占比	29
图表 62：2007 年中国移动业务收入占比	31
图表 63：2007 年中国移动增值业务收入占比	31
图表 64：联通 G 网增值业务收入占总收入占比为 22%	31
图表 65：联通 C 网增值业务收入占总收入占比为 23%	31
图表 66：07 年电信非语音占比为 38.7%、网通 42%、移动 32%、联通 25%	31
图表 67：电信与网通宽带业务 ARPU 值比较（元）	32
图表 68：宽带收入占比分析	32
图表 69：非短信增值业务 ARPU 比较	32
图表 70：短消息业务人均每月使用量比较（条/月/户）	32
图表 71：中国电信业务竞争策略分析与预测	33
图表 72：英国家庭采用业务捆绑比例	34
图表 73：英国家庭捆绑业务占比分析	34
图表 74：中国移动业务竞争策略分析与预测	36
图表 75：我国电信用户（包含固话、宽带及移动用户）发展趋势分析	37
图表 76：固话、宽带与移动用户发展分析与预测	38
图表 77：家庭宽带、固话、移动用户普及率分析与预测	38
图表 78：重组后，各运营商用户数量占比分析	38
图表 79：2012 年电信 18%、移动 63%、新联通 19%	39
图表 80：2012 年宽带用户份额：电信 68%、联通 32%	39
图表 81：重组后，中国电信业务收入分析与预测（百万元）	39
图表 82：固定业务与移动业务收入增速分析与预测	39
图表 83：固话与移动语音收入增速趋势	39
图表 84：重组后，电信收入增长的主要动力分析	40
图表 85：2010 年固话占语音收入比例为 20%	40
图表 86：2012 年收入份额：电信 30%、新联通 15%、移动 55%	40
图表 87：重组后，各运营商收入增速比较分析	41
图表 88：非语音业务占比	41
图表 89：移动业务 ARPU 值比较（元/户/月）	41
图表 90：移动业务 MOU 比较（分钟/户/月）	41
图表 91：重组后，中国电信业务收入分析与预测（百万元）	41
图表 92：重组后，新联通业务收入分析与预测（百万元）	42
图表 93：重组后，中国移动收入分析与预测（百万元）-没有考虑铁通情况下	42

图表 94：重组后，各运营商综合竞争力比较分析	44
图表 95：八家骨干网的国际出口带宽数	44
图表 96：运营商骨干网占比	44
图表 97：网络投资结构看运营商转型（06、07、08E 三年累计）	45
图表 98：美国各运营商收购事件与股价的关系比较	46
图表 99：美国三大运营商股价走势比较	46
图表 100：AT&T 股价与 S&P500 指数走势比较	46
图表 101：SPRINT 股价与 S&P500 指数走势比较：	47
图表 102：VERIZON 股价与 S&P500 指数走势比较	47
图表 103：美国各运营商业务收入发展比较（百万美金）	47
图表 104：美国主要运营商营业利润率比较	47
图表 105：扣除非经常性项目损益后净利润比较分析	47
图表 106：ROA 比较：ATT 改善、VERIZON 略降、SPRINT 大幅恶化	48
图表 107：ROE 比较：ATT 改善、VERIZON 下降、SPRINT 持续恶化	48
图表 108：07 年美国运营商收入市场份额	48
图表 109：2007 年美国固网用户市场份额	48
图表 110：2007 年美国宽带用户市场份额	48
图表 111：2007 年美国移动用户市场份额	48
图表 112：ATT：固定业务占比 68%、移动占比 32%	49
图表 113：VERIZON：固定业务占比 53%、移动 47%	49
图表 114：SPRINT：移动业务占比 84%	49
图表 115：2007 年美国电信业务收入结构	49

电信产业特征演变及发展趋势分析

本章的基本结论：固网与移动的有效融合成为电信产业发展必然趋势，电信产业属性的根本性转变客观要求运营商从战略到业务的转型，产业链整合将是电信重组后各运营商竞争的焦点和热点，宽带化将成为国家战略，全业务宽带将重组后各运营商业务发展的重中之重。

固网与移动的比较优势随着电信技术的发展与市场需求的演变中此消彼长，固网与移动的网络融合成为必然

- 在二十世纪末，固定通信几乎垄断电信业务收入的 90%以上份额，移动通信因为高昂的终端持有成本和较固话数十倍的资费水平成为极少数人独享的奢侈消费品，移动通信的高准入门槛高度抑制了市场需求和业务发展，固网通信成为广大普通消费者的主要通信方式，固定网络资源是运营商生存、稳定发展的重要基础，以网络资源获取超额利润的垄断优势和网络资源的使用效率均处于巅峰状态。
- 随着电信技术发展日新月异和通信接入方式的多元化，移动通信网络无论从建设、测试、优化、升级到维护成本逐年大幅下降，基站价格从以前的每台几百万到目前 10 万（甚至更低），手机终端价格更是呈现几何数下降，并日益成为普通消费者的快速消费品，移动资费水平日益接近甚至更低于固话的资费水平，移动通信替代固定通信成为必然，并且有加速替代的趋势。以固定接入方式的语音业务从网络使用效率到业务收益均处于持续下滑趋势，固话网路因为移动技术创新而逐步成为产业发展的障碍，从此，其固网的比较优势因为移动技术和资费水平的替代逐步从波峰走向波谷。
- 然而，随着消费者对基于互联网的数据业务和多媒体业务需求的增加，传统的窄带通信和现有的移动通信方式远不足于满足用户对带宽的需求时，基于传统固网的 DSL 和 FTTX 宽带接入业务由此走向前台，并随着网络的改造和升级、数据传输带宽快速提升，基于固网的宽带业务开始重放昔日的光彩；

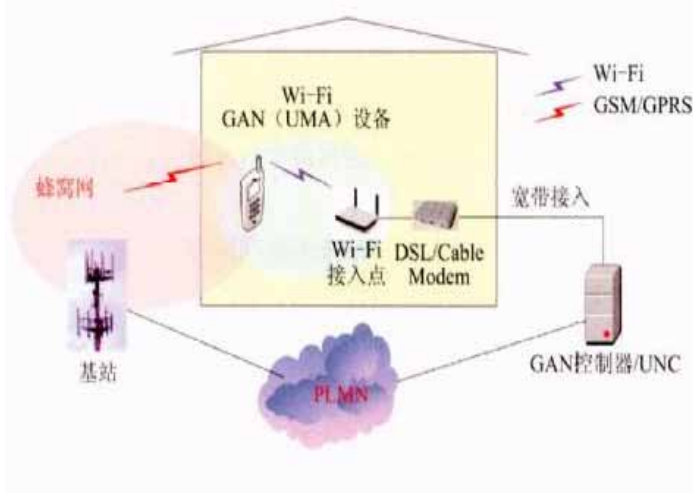
图表1：固网与移动网络的比较优势分析

	关键因素	固定网络	移动网络	基于固网与移动融合
网络特征	用户关注焦点	网络稳定性、传输效率、资费	全程全网、网络覆盖和质量、资费	全程全网、效率与质量、资费
	规模效应	比较明显	特别明显	明显
	网络成本	沉没成本大，变动成本（网络升级、维护成本等）小	沉没成本小，网络升级和扩容成本大	固网与移动有效配置达到成本优化目的
	网络瓶颈	核心网容量与传输带宽	核心网与接入网容量和带宽双重瓶颈	固网与移动网络融合动态分配带宽，提高资源利用效率
	关键优势	海量带宽资源、低廉的资费水平	移动性与便捷性、人性化	融合海量带宽、移动性、个性化
业务特征	进入门槛	1、宽带接入费用较高；2、对计算机具有一定操作能力；3、设备终端价格较高。	手机终端价格低廉以及操作简单，进入门槛低	通过定制化终端降低成本和简化操作，门槛较低
	优势领域	视频业务、企业信息化业务、海量数据业务	移动语音、商务与休闲类型业务	业务捆绑空间大、业务融合优势明显
	提高业务量边际成本	边际成本几乎为零	在容量容许范围内边际成本几乎为零，超负荷下边际成本递增	成本最优配置
终端特征	种类	缺乏个性化、多样化	成千上万种	需要定制化
	典型终端	电话机、接入网关、电视机、计算机等	手机、掌上电脑、数据卡	手机、计算机、电视机、多功能接入网关、数字化家电
	产业化程度	成熟、产业规模大	极其成熟、产业规模大	逐步完善，前景广阔
	终端成本	除电话机外其他终端价格高	手机成快速消费品	在功能与成本寻找最佳点

来源：国金证券研究所

- 随着移动宽带技术高度发达从而导致数据传输速度的大幅提升以及移动宽带网络接入成本的大幅降低，移动宽带与固网的宽带接入又必将面临新一轮技术替代。但是，移动技术无论多发达，在数据传输的带宽和传输稳定性上以及同等流量的资费水平上较固网宽带存在的巨大差距，同时，我们也应该认识到，无线宽带技术的传输带宽和深层次网络覆盖与无线频率高低和射频功率大小成正相关性，海量数据传输和零距离人体接触将带来对人体健康问题的担忧，这是否意味着未来固网宽带又将因为用户消费意识的变化发展成为消费行为的演变而重新受到用户的青睐呢？由此可见，固网与移动的比较优势将始终是围绕技术与市场之间寻求支撑和平衡，固网与移动的网络融合成为发展必然。
- 固网移动融合（FMC）成为电信产业发展的必然趋势。从 FMC 的实现过程来看，分为四个阶段：业务捆绑、业务融合、终端融合和网络融合。
 - ◆ 业捆绑阶段的最大特征是：运营商通过一个帐单实现多业务捆绑，为用户提供整体资费折扣；从客户粘着度和吸引力角度，通过与客户签署长期的业务套餐合同等提高客户换网成本，通过移动、固话、宽带等组合套餐提供更为优惠的业务融合。
 - ◆ 业务融合：通过固定和移动网络为用户提供一些共同的业务，例如：综合 VPN、语音信箱、统一邮箱等；统一的业务平台可以使用户更加便捷地享受各种业务。
 - ◆ 终端融合：通过终端融合，可为用户提供固定和移动网络的无缝接入，实现同一终端同时支持固定和移动业务（固话与移动融合的双号一机），从而降低新增业务成本。例如：Wi-Fi /GSM 双模手机、UMA 手机等。终端融合的最终发展阶段为 3C 融合，是利用数字信息技术满足人们在任何时间、任何地点对信息和应用的享受。

图表2：FMC A 的 WiFi 通用接入网结构框架



来源：国金证券研究所

图表3：固话终端的融合与创新



- ◆ 网络融合：通过统一的 IP 传输网络和统一的业务建立与控制平台 IMS，实现固定和移动的网络融合，为用户提供无处不在的业务体验。传输层和接入层分离，使无论何种终端、何种接入方式都可以共享同一承载网络，充分利用网络资源，降低网络的复杂性。
- 小结：固网接入与移动接入方式的比较优势，将随着电信技术的创新、新服务的多元化、以及用户消费行为和意识的演变中此消彼长，不断地在技术创新与市场需求中寻求平衡点；固网与移动的关系既是相互替代关系，又是相互补充，固网传输带宽的高质量 and 低价格特征与移动传输的便捷性和移动性优势互补，由此可见，基于固网和移动的网络融合将是电信产业未来发展的必然趋势。

电信产业属性发生根本性改变：逐步从基于网络管道的通信服务逐步向基于ICT业务的信息服务和基于社会文化的公共网络服务方向渗透和转型。

传统的电信产业已不再是国家的战略性产业，而通信信息化将是下一阶段国家重大的战略性产业。

- 当前我国正处于工业化加速发展的重要阶段。十七大提出了以信息化推动工业化的国家战略，推进信息化与传统工业改造相融合，实现产业结构优化升级，促进工业由大变强，是当前和今后一个时期的重要任务。由此可见，通信信息化将下一阶段国家重大的战略性产业。
 - ◆ 在国民经济体系中，信息通信是渗透和促进各产业、部门、企业发展的要素资源，无论从信息技术和通信技术的变革、或是网络融合与升级、还是信息通信服务方式和模式的演变都将不同程度地改变各产业发展的技术环境和经营条件，也将改变着产业竞争环境的业态基础和商业模式，正是如此，国家无论在“人大”还是“两会”，反复提出以通过高新技术产业的自主创新和技术升级实现国家经济发展方式的根本性转变，信息通信技术本身作为高新技术产业的龙头，同时又肩负推动其他高新技术产业的责任，国家更是提出了“以信息化推动工业化”作为国家经济发展的重要战略，这从而奠定了信息通信化在国民经济的核心地位。
 - ◆ 国家提出以信息化推动工业化的战略，这客观上要求运营商从战略到业务完成从通信地址服务向通信信息服务方向转型。
- 随着未来的信息技术与通信技术的融合，将使过去以通信地址产品为发展的传统电信产业模式走到终结，传统电信产业在国民经济的先导作用和支柱产业的地位将逐步退出历史舞台，这客观上促进电信产业属性的根本性转变。
 - ◆ 随着技术的进步和市场需求的演变，移动通信技术与宽带接入技术、通信技术与信息技术必将殊途同归，最终走向融合。海量数据传输的无缝无线宽带覆盖可以让我们在任何地点、任何时间体验信息快速交换与传输，根本性消除距离远近、时间长短、位置变动的差距，这必将导致我们生活方式和生产方式的重大转变，未来电信产业的发展完全依赖于新技术、新业务和新服务的发展。
 - ◆ 传统的电信业务，无论是现在语音业务还是正在发展的宽带业务，日益成为广大百姓生活中的必需消费品，公民的通信权利是“民生问题”不可或缺的内容，国家从提供社会福利的角度，希望电信产品和服务价格不断下降，语音漫游费、固网月租费、长途通话费以及宽带接入费等都将逐年下降，未来百姓在使用通信产品时都将会享有更低的成本支出和更完美的服务。由此可见，传统的电信业务同时将面向基于公共网络的通信服务转型。
- 小结：随着技术的升级和国家战略定位的转型，传统电信业靠规模和产品确立发展优势的时代已经走到尽头。随着未来的市场的融合，IC和IT融合的结果，将使过去以通信地址产品为发展的产业模式走到终结，而未来的发展完全是靠新业务和新服务。战略转型、网络转型、业务转型将成今后运营商竞争的焦点。

产业链的复杂化、需求的定制化、“管道”的规避，客观要求运营商通过产业链的整合，建立新的赢利模式。

- 随着技术进步、信息网络化、移动通信技术在全球的迅速普及，电信网、互联网、企业网日趋融合的推动下，未来通信网络将是分层次的多级服务平台，电信运营商要根据不同用户群体的实际需求提供有针对性的一揽子解决方案和网络平台，因此，电信运营商需要与网络设备商、终端设备商、应用服务及软件提供商、内容服务商、增值业务提供商等结成战略联盟，达到相互之间在技术、资金、信息上的共享，客观上促进产业价值链的整合。
 - ◆ 电信服务的实现过程，由过去传统电信公司以独享网络资源优势垄断和控制市场需求的类型和方向，逐步演变为运营商为了获得竞争优

势，主动、积极地利用日新月异的技术手段以满足客户逐步由语音基本需求向数据、视频等业务的组合需求上，据市场的特征逐步向以客户需求为导向的转型。

- ◆ 客户需求的定制化，以及技术手段的多样化和复杂化，在客观上要求电信运营商集合设备商、终端厂商、内容提供商以及软件开发商等多方力量，以合作共赢的模式提供大集成服务。在集成服务融合的框架下，终端的能力、网络通信的能力、互联网业务创新的能力、互联网内容创意的能力、运营商用户管理的能力和运营商的营销能力以至计费能力都被按照一个个端到端的商业模式进行集成，然后作为“产品”，以运营商为主体投放到网络应用平台上，提供给用户使用。这对运营商的产业链整合能力以及对客户需求的引导和认知能力提出了新要求。
- ◆ 在此情况下，运营商与内容提供商、设备及终端厂商、软件提供商等产业链上下游间的关系由过去以运营商为主导的“主仆关系”演变成以客户需求为主导的合作共赢关系。

图表4：产业链演变：以运营商为核心的价值关系向以运营商为主体的合作共赢的价值关系转型



来源：国金证券研究所

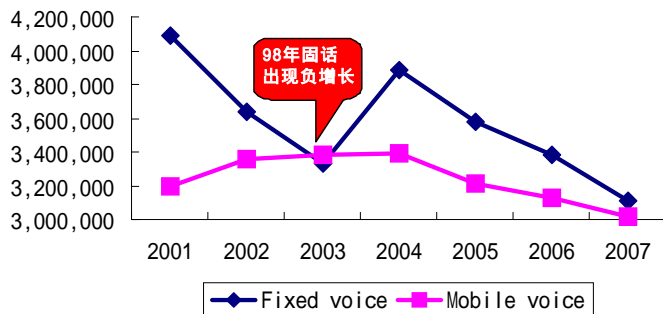
- 巨额投资基础设施的电信运营商，特别是固网运营商，逐渐沦为了管道，急需通过对产业链的整合寻找新型的价值关系和盈利模式。
 - ◆ 根据艾瑞公司分析结果显示，2007年中国网络经济的净收入470亿元（电信运营业约1200亿元），基于互联网的大量数据信息服务，如网上冲浪、网络游戏、网络搜索、网上银行、网上炒股、网络办公、移动彩票、电子商务以及目前盛行的网上购物等数据应用业务的层出不穷，也因此造就了如阿里巴巴、盛大、新浪、百度、腾讯等网络服务商闪亮登场和财富迅速集中，奇怪的是，在数据增值业务的快速发展过程中，巨额投资基础设施的电信运营商，特别是固网运营商，逐渐沦为了管道。
 - ◆ 未来几年，固网宽带和移动互联将成为电信运营商资本投资的重点，宽带接入速度的大幅提高、接入方式的多样化、用户规模的加速增长、基于互联网的增值业务层出不穷的推出将进一步推动我国网络经济的快速增长，如果电信运营商仅仅停留在宽带租赁费和通道费用而无法分享互联网经济的利益分配的话，必将出现投入与产出的严重失衡，国有资产因为运营商在互联网应用中缺乏创新机制和盈利模式而大幅流失的尴尬境地；如何参与互联网经济的巨大利益重新分配，成为运营商下一阶段从业务创新到盈利模式创新的重中之重。

- ◆ 这客观上促进运营商急于通过对产业链的重新整合和梳理，寻找新型的价值关系和盈利模式。
- 小结：客户需求的定制化，以及技术手段的多样化和复杂化，客观要求电信业的价值链由过去以运营商为核心的纵向价值关系逐步向融合电信网、互联网、企业网等“广义通信”环境下的合作共赢价值关系方向渗透和深化。

全球电信产业发展趋势：“移动化”是第一高潮，其后是“宽带化”，宽带成为国家战略。

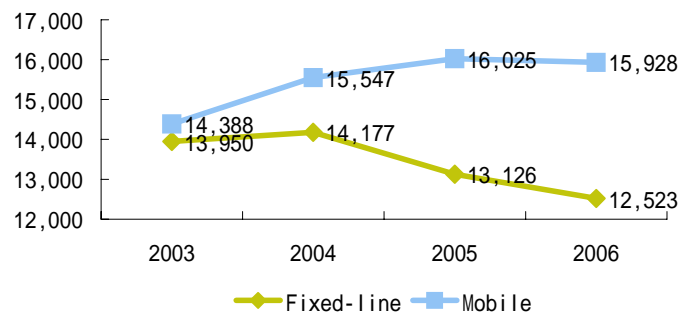
- “移动化”是第一高潮，其后是“宽带化”
- ◆ 移动话务运营与固定话务发展的规律是大致相同的，既具有相似周期性，固定语音收入下降因移动的替代产生流失，同时移动语音收入也将随着多媒体通信等产生流失、语音资费价格下降而出现下滑。国际经验表明，固话运营的拐点与移动语音拐点周期约在 4-6 年，日本 NTT 固话收入于 1998 年出现拐点，而移动语音收入拐点在 2003 年，间隔周期 5 年（如图表 3 所示）。
- ◆ 固定收入的再增加是依靠带宽消费的拉动（带宽消费量与收入成正比被绝大多数运营商所承认和认识，互联网的起飞也是由于带宽的起飞所致），带宽消费逐渐成为新业务运营收入的主要动力。但是，移动带宽消费却遭遇到重大障碍（既带宽不够：带宽是移动心中永远的“痛”）。

图表5：NTT 固话与移动拐点间隔 5 年（百万日元）

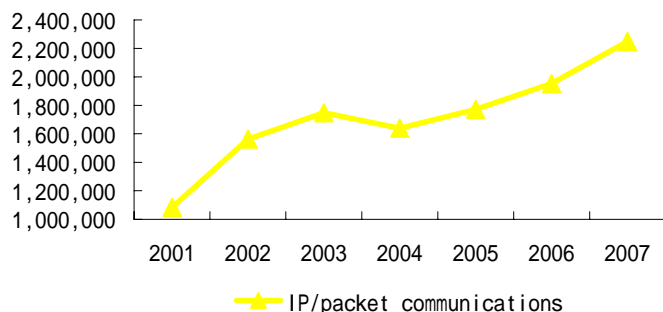


来源：公司报表，国金证券研究所

图表6：德国固话与移动收入拐点间隔 3 年（百万欧元）

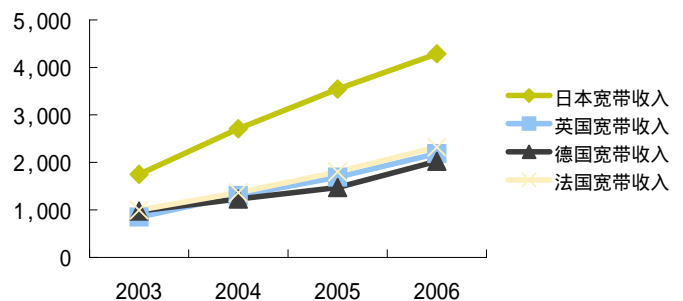


图表7：NTT 宽带收入保持持续高增长（百万日元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表8：发达国家宽带业务收入发展趋势（百万欧元）



- ◆ 带宽消费的增长强劲，使美国的家庭宽带渗透率 2007 年超过 72%，而宽带渗透的大幅度提升，也使得数字家庭、非话音通信、数字媒体娱乐、带宽消费等快速升温。2008 年，数字家庭的渗透率有可能达到 52%。而移动化（任何国家的移动用户都是多于 PC、TV 用户的），

也面临向移动宽带、或移动互联网化消费转移，市场因此将出现巨大的转机。

- ◆ 目前移动宽带用户是宽带用户发展的最大贡献，每年新增移动用户 5 个多亿，而新增 PC 与 TV 用户才各 1 个多亿。3 年后多媒体宽带用户约占总数的 1/3。其次，宽带多媒体服务的猛烈崛起，尽管其中很多业务的质量保证、安全性等存在很多问题，但依然受到恶劣全球用户的强烈追捧。其所涉及的领域不单涵盖固定连接，还包括无线网络连接。按现有蜂窝结构，网络很难承载这么多 MBB，多媒体宽带革命从此兴起。
- 带宽消费的发展趋势：多媒体宽带容量成为新增长点核心
 - ◆ 典型的视频消费是语音文件消费的 1000 倍带宽要求，如果是 HD 视频（TV）类，将是普通视频带宽消费的 7~10 倍，这些数字媒体娱乐类消费必将触发下一轮的网络带宽消费的浪涌，目前全球带宽的 50% 以上是网络视频（未来互联网视频将是主要带宽消费）；根据爱立信预测（如图 9、10 所示），2011 年宽带用户 15 亿，其中网宽带用户约为 6 亿户，移动宽带约 9 亿，固定带宽为 250T，移动带宽需求为 3T，66% 以上是非语音业务需要，届时移动带宽将出现短缺；
 - ◆ 根据商业周刊报道显示，2002 年，全球带宽容量，50% 以上是空闲，但到 2007 年 6 月，全球带宽闲置率（包括最近几年建设增量）不到 30%；根据 Tele Geography 分析显示，全球带宽消费的 CAGR（复合增长率）为 75%，这就意味着如果不考虑新建带宽的话，目前全球网络的带宽容量，将在 9 个月内消耗殆尽（参见 Nemertes 研究）；考虑到在建容量，如果不采取特殊措施，全球网络带宽的瓶颈和短缺，将在 1~2 年内明确显现；

图表9：全球宽带用户数量预测（百万户）



来源：爱立信预测，国金证券研究所

图表10：全球移动于固定网络流量预测



- 宽带接入网资源日益成为各国信息通信的战略资源
 - ◆ 从发展趋势来看，运营商掌握着未来信息化建设的重要资源—带宽。许多国家已经将通信宽带化列为国家信息化和国家发展的战略基础设施，很多国家设计的国家 ICT 战略计划都把宽带的发展作为核心目标之一。如韩国，政府出台了政策促进宽带发展，包括如何支持宽带基础设施建设，如何满足需求提升民众的使用能力，如何创建一个健全的市场竞争环境等等。现在，韩国正在从极高的宽带普及率中获益。在我国，宽带运营市场的两大主力军中国电信和中国网通都在积极地实施企业转型，推动网络向以宽带为重要特征的下一代网络发展，努力将宽带培育成新的业务增长点，宽带业务已成为固网运营业务发展发展的重中之重。

中国电信产业的特有特征

电信产业在国民经济的支柱地位，决定了其产业发展模式和产业变革将在行政干预与市场调节间、在不断降低成本与获得合理产业利润间寻求平衡中演进

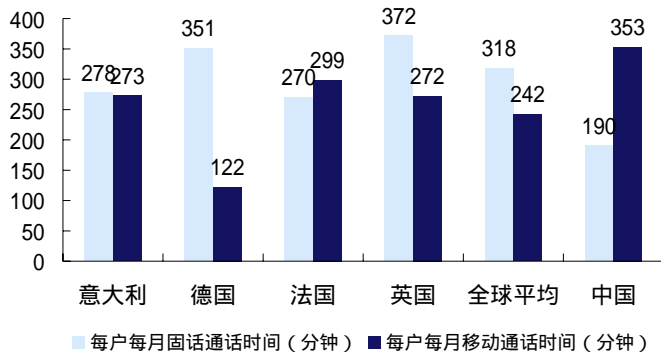
资本形态的国有控股和国民经济的支柱地位，决定了中国电信产业改革和重组很大程度将在国家直接行政干预下完成和实现。

- 与发达国家相比，我国电信产业的变革具有自身特殊的模式，在相当时间内仍保持行政干预和市场调节的双重手段。这取决于电信运营商在资本形态上的国有控股和在产业形态上的国家战略定位的双重特征。
 - ◆ 在国民经济体系中，电信产业是渗透和促进各产业、部门、企业发展的要素资源，无论从电信技术的变革、或是电信网络的升级、还是电信服务方式和模式的演变都将不同程度地改变各产业发展的技术环境和经营条件，也将改变着产业竞争环境的业态基础和商业模式，正是如此，国家无论在“人大”还是“两会”，反复强调以通过高新技术产业的自主创新和技术升级实现国家经济发展方式的根本性转变，电信产业作为高新技术产业的龙头，国家更是提出了“以信息化推动工业化”作为国家经济发展的重要战略，这也奠定了电信产业在国民经济的核心地位。
 - ◆ 欧美国家电信业改革是在高度发达的经济体系背景下启动的，整个社会在市场规则、竞争环境及资本结构均处于成熟和完备状态，因此，大多数国家对传统电信公司的改造选择了对国有公司的民营化改造。比较而言，中国电信业改革是在计划经济向市场经济转型的特定历史阶段启动，改革的基础尚不能完全摆脱行政干预和国有资本绝对控股的资本关系之束缚。
 - ◆ 国有控股的资本形态和国家信息化的战略定位，共同决定了电信产业演进和变革需政府直接干预下按照国民经济发展的整体布局、满足经济发展战略的方针和政策的前提下完成和实现的，政府仍将在相当时间内并凭借行政与市场的双重手段对电信资源进行有效配置和监管。
- 电信产业为各产业、部门、企业的信息交换、信息传输以及基于互联网的网络实现平台，一方面是电信服务和产品成为了各产业的直接成本构成要素，从提供社会福利的角度还是降低社会总体的服务成本的角度，都希望电信产品和服务价格不断下降；另一方面，作为引导和推动其他产业发展的工具手段，电信产业的自身发展需要先于其他产业提前发展，这客观上要求电信产业较其他产业通过获得更高的超额利润用于自身的超前发展。

与欧美发达国家消费者相比，国内消费者更习惯使用移动电话

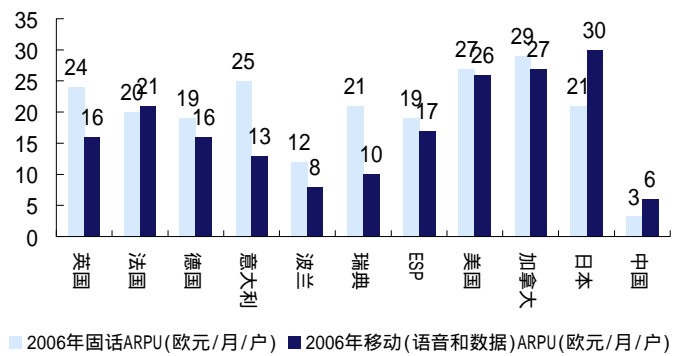
- 从业务使用量看，国内移动电话人均通话时间为 353 分钟/每月，明显高于固话人均通话 190 分钟/每月，与此相反的是，无论发达国家或是全球整体而言，固话使用量明显高于移动电话使用量，其中，德国用户固话人均业务使用量为 351 分钟/每月远高于移动语音 122 分钟/每月，全球平均人均固话使用量 318 分钟而移动语音人均均为 242 分钟/月（如图表 5 所示）；从人均业务收入看，国内移动语音 ARPU 值为 6 欧元，固话 ARPU 值 3 欧元，除日本外的其他发达国家移动 ARPU 值明显低于固话 ARPU 值，固话 ARPU 值远超移动 ARPU 值得国家有英国、意大利和瑞典。
- 我们认为出现差距的原因在于：我国人口众多、地域辽阔、经济快速发展导致人员流动性强，这客观促进我国移动通信快速普及，另外国内消费者的攀比心理和羊群效应特征明显，最初视移动通信为时尚、攀比或跟风逐步发展成为了一种使用习惯，特别是随着移动通信资费水平逐步走低和移动手机的价格大幅下降，固话基本丧失资费水平优势，手机持有成本的雪崩式降价，更加速了移动对固话的业务量替代。

图表11：中国与欧美发达国家电话 MOU 比较（分钟）

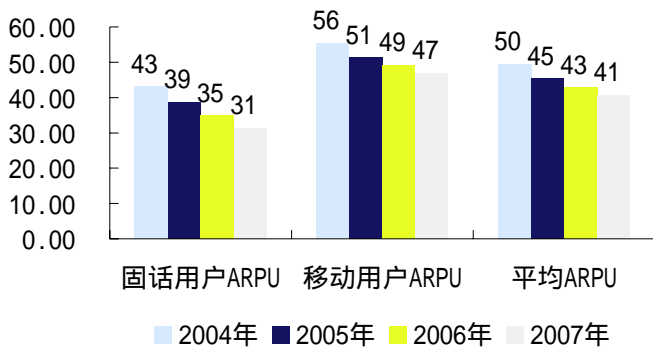


来源：IDATE / European Commission, 国金证券研究所

图表12：中国与欧美国家语音 ARPU 值比较（欧元）

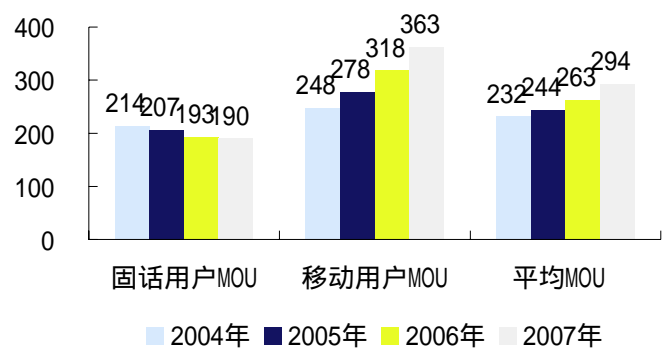


图表13：国内移动与固话语音业务 ARPU 值比较（元）



来源：信息产业部统计数据，公司年报，国金证券研究所

图表14：国内移动与固话 MOU 比较（分钟/户/月）



图表15：2006 年中国与欧美发达国家通信指标比较分析

	美国	意大利	德国	法国	英国	平均	中国
家庭平均人数	2.65	2.63	2.11	2.39	2.4	2.44	2.85
只有固定电话数量	N/A	8%	22%	18%	13%	15%	N/A
每户每月固话通话时间（分钟）	N/A	278	351	270	372	318	190
家庭移动电话用户	2.07	3.66	2.19	1.96	2.76	2.53	1.34
只有移动电话的家庭占比	N/A	38%	10%	18%	13%	20%	N/A
每户每月移动通话时间（分钟）	N/A	273	122	299	272	242	353
家庭每月SMS数量（条）	N/A	N/A	48	48	143	80	134
家庭宽带普及率（%）	51	40	38	48	52	46	11.4

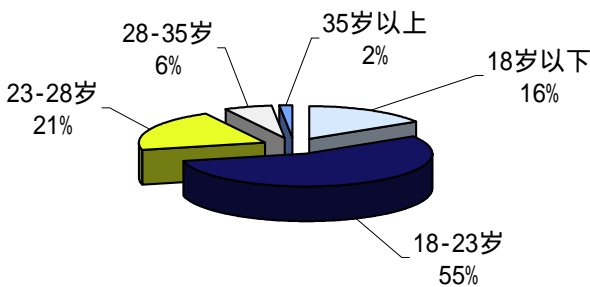
来源：IDATE / European Commission, 国金证券研究所

移动业务发展模式：中低端消费群体成为移动用户以及移动增值业务的主要消费者，3G 新业务、新服务在我国面临庞大的消费群体。

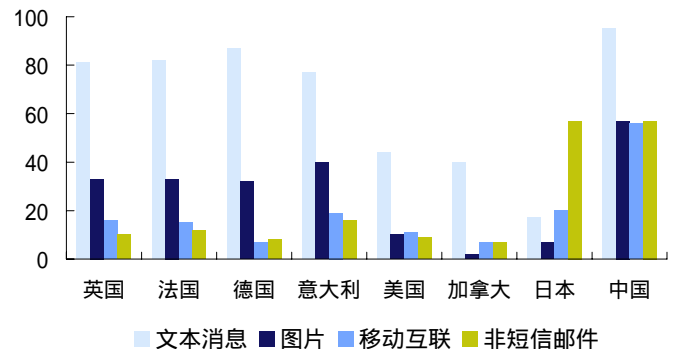
中低端消费群体成为移动增值业务及新业务主要的消费者

- 中低端消费市场基数庞大，成为推进信息化产品全民化的重要基础。
 - ◆ 移动用户消费群体主要为中低端用户：最近有一个抽样调查报告显示，中国手机的主要消费群体为月收入处于 2000 元以下、学历为本科以下的社会中低层。中国的移动用户之所以在几年内远超固话用户，一个重要原因就是手机价格的大幅降价和移动资费水平持续下调导致低端使用者发展势头迅猛。
 - ◆ 移动增值业务消费群体主要为青年：艾瑞咨询研究表明，18-28 岁的用户是移动增值业务的主要使用群体，所占份额达到 76%（图表 4 所示）。青年群体对手机娱乐、移动互联网、移动互动需求的不断增长使其成为移动增值业务的主要消费者。
 - ◆ 从移动增值业务使用比例看，中国移动用户收发短信比例最为 95.5%，同时图片/动漫/铃声下载、移动互联、非短信邮件所占比重近 60%，也明显高于已启动 3G 的欧美发达国家（如图 4 所示）。

图表16：移动互联网新增用户：中低端消费者超过 90%



图表17：07 年移动增值业务使用率 (%)



来源：iResearch，《中国互联网发展状况统计报告》，国金证券研究所

基于移动网络的新技术、新业务、新服务发展模式：由中低端向高端扩张。

- ◆ 从移动增值业务发展环境看，中国移动通信市场的前景广阔，因为我们有欧美难以造就的庞大市场，有相当数量的习惯于超前消费的老百姓，有数千万的追崇时尚的非理性消费者，还有尚未充分开发的农村市场。
- 移动建设周期以及新业务产业链的完善与发展需要时间完善，网络特征初期不能满足高端客户对业务的需求。新业务的发展模式应以中低端为市场突破口。
 - ◆ 从移动网络的发展和完善过程看需要较长周期，通常一张成熟的移动网络网络需要一个从建网、系统测试、网络优化、网络扩容与升级、以及再优化的多次完善和补盲，完整周期至少需要 2-3 年，基于新移动技术的新业务在推广开始往往因为网络质量不好、业务接通率较低等多种因素，在面向高端商用客户的推广中面临阻力和障碍，与其相反的是，在面向中、低端用户如大中学生、时尚青年等，对新业务追捧有加，随着网络规模的扩大和网络质量的改善，以及移动数据传输的快捷性和便利性等逐步得到商务用户认同和肯定，此后，新业务开始逐步实现从亏损到盈利的历史性转变和新利润增长点。
 - ◆ 数据表明，联通 CMDA 的推广，在发展初期主要来自于一般用户，而大部分商业用户并未因 CDMA 的诸多功能而放弃 G 网而转入 C 网。同样，下一步 3G 的推出，将同样会面临这种特殊的消费行为，中国将会有数量庞大的一般消费者选择 3G，并以此获得更多的休闲娱乐型

3G 业务成败关键取决于低廉的资费标准和低成本的 3G 手机。

消费。由此，对 3G 市场空间的判断不能简单地以商业用户的需求为依据。进一步推断，中国 3G 市场的初期容量会因为一般消费者的特有消费行为而快速增长。

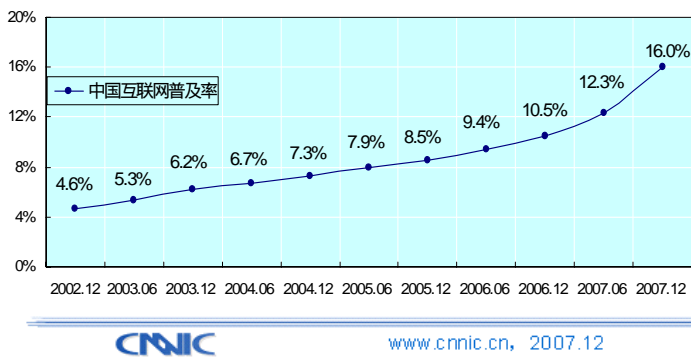
- ◆ 这一方面说明，基于移动网络的新技术、新业务、新服务的市场推广模式首先应从中高端消费群体为突破口，随着网络的完善和优化，逐步向高端用户推广和深化；
- ◆ 另外，对我国发展 3G 业务的启示：一方面运营商要力所能及的降低 3G 用户的准入门槛，低廉的资费标准以及低成本的 3G 手机成为 3G 业务发展成败的关键；另一方面，3G 业务发展初期，重点强调用户规模的扩张以及网络质量的完善和优化，从业务启动到用户达到盈亏平衡点地的周期通常需要 2-3 年，由此运营商在投资决策前要权衡投入与产出的比例关系。

固网宽带业务的最初发展模式：由高端向中低端渗透，宽带业务普及化程度关键取决于宽带接入费下降、定制化终端成本和新业务开发。

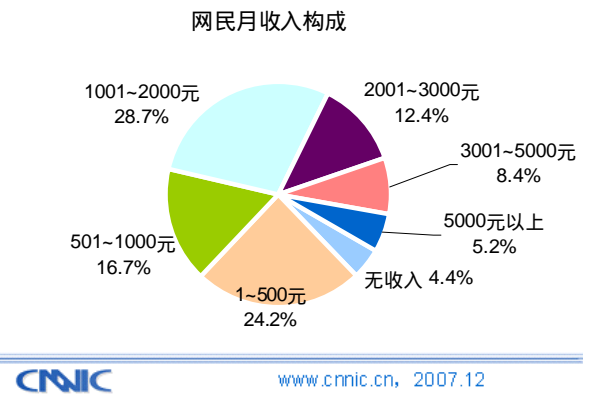
宽带接入费、固网终端、计算机操作能力成为进入固网宽带的三大门槛，这决定了固网宽带业务的发展模式由高端向低端渗透

- 网络特性和准入门槛决定了固网宽带业务的消费群体在初期以高端客户为主，然后是中端客户，最后才是低端消费群体。
 - ◆ 从网络接入特性看，基于固网的新业务是在充分利用本地接入网络资源的基础上实现的增值业务，其网络运营质量和稳定性已经经过多年的积累和完善，从新业务发展初期，就能满足高端客户对网络质量和网络安全的要求；
 - ◆ 从准入门槛看，固网新业务诸如 IPTV、全球眼、网上银行、视频电话和 VOIP 等多半是基于宽带接入而衍生的增值业务，宽带接入费成为发展新业务第一道门槛，其次是固网终端如电脑、家用网关以及信息化终端的价格较手机明显偏高，这是第二道门槛，最后是基于互联网的新业务需要用户对计算机操作水平有基本要求，以上三种门槛共同决定了基于固网新业务消费群体首先是从高端开始，随着宽带接入费用不断降低、信息化终端因为规模化生产成本大幅下降以及新业务操作简单化和方便化的特征日趋明显，逐步向中、低端消费群体演变和扩张。
- 宽带业务大幅普及的关键取决于宽带接入费下调、信息化终端（如计算机、家用网关以及信息化家电）的价格降低、以及通过开发新业务、新产品引导宽带业务需求和简化业务操作；
 - ◆ 截至 2007 年 12 月，我国宽带用户普及率仅为 5%，现有的消费群体的主要特点表现在学历层次较高、收入较高、上网目的性强的城镇中高端家庭用户，其宽带需求的主要目的表现为网上办公、收发邮件、网上新闻等基本互联网功能需求，网络传输的快捷性和网络质量的稳定性以及合理的宽带接入费成为这部分用户关心的主要焦点。
 - ◆ 2007 年，我国网民数为 2.1 亿人，互联网普及率为 16%，其消费群体主要为月收入在 2000 元以下的中低端青年消费者，这部分消费群体关注焦点是资费标准、网络带宽和计算机持有成本。
 - ◆ 另外，我国还拥有大量具有宽带业务消费能力但不知道宽带能做什么或不知道如何操作的潜在用户，这部分消费群体关注焦点是基于宽带网络的业务内容、终端操作的简单化。宽带业务的下步发展关键取决于这部消费群体中的推广和接受程度。
 - ◆ 目前宽带业务特征主要表现为提供通道、无新业务、门槛高等，这严重制约了宽带业务进一步普及和推广。降低宽带接入费、通过规模定制信息终端含计算机降低终端成本，开发基于宽带业务的新业务引导和增加宽带需求成为成为固网运营商下步突破的重点和关键。

图表18：中国互联网普及率



图表19：74%的网民收入在2000元以下

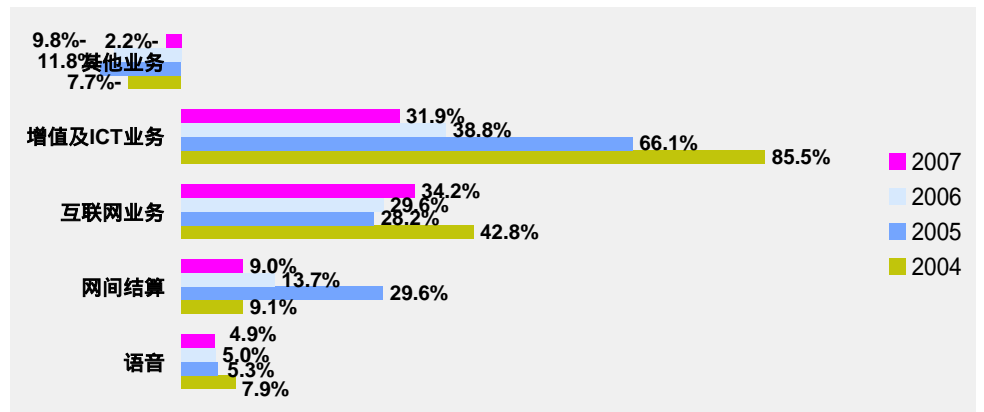


来源：《中国互联网发展状况统计报告》，国金证券研究所

业务结构：增值及 ICT 业务、互联网（宽带）业务保持持续高涨

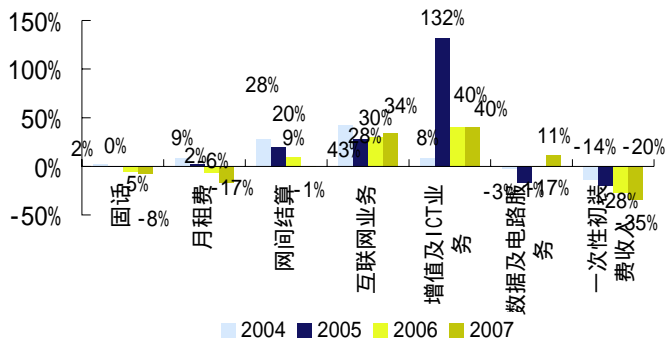
- 数据统计显示，2007 年语音业务收入同比增速为 4.9%，增速逐年下降，增速的下降的原因是固话收入(不含月租费)同比下降了 8%，而移动语音同比增长了 16%(不含月租费)；传统业务占总收入比例为 63%，新业务成为电信行业增长主要驱动力，移动增值业务、宽带业务、固网 ICT 业务成为增长亮点。
- 移动通信收入同比增长 17.8%，在电信业务总收入中所占的比重比去年同期分别上升了 2.99 个百分点。在移动通信领域，移动数据业务发展迅速，其业务收入增长率高达 32.3%，移动增值业务诸如短信、彩铃、WAP 等成为移动业务增长主要动力；
- 而固定本地电话业务收入比去年同期减少 5.5%，在电信业务总收入中所占的比重比去年同期下降了 4.1 个百分点。宽带和增值业务成为带动固网运营商收入增长的关键业务，同比增速均超过了 30%；

图表20：新业务成为增长亮点：增值及 ICT 业务和互联网业务



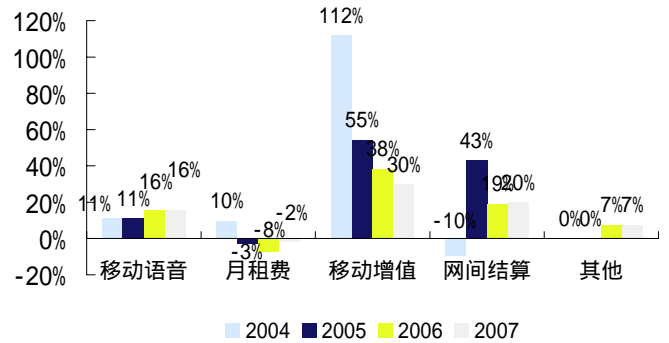
来源：公司年报统计，国金证券研究所

图表21：2007年固定业务亮点：增值业务和宽带业务



来源：公司年报数据，国金证券研究所

图表22：2007年移动业务亮点：增值业务和移动语音



区域结构差异特征明显：中西部大开发为电信产业带来契机

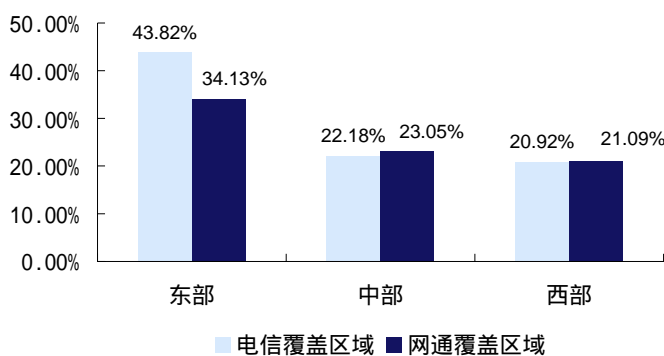
■ 中西部大开发将为电信业带来新的发展契机

- ◆ 国家统计局数据显示，2007年我国中西部地区经济发展速度加快，大多数指标增速接近或快于东部地区。从投资增长来看，西部、中部城镇固定资产投资同比分别增长了30.4%、34.1%明显高于东部的21.0%，从消费增长来看，社会消费品零售总额西部、中部和东部分别同比增长了16.05%、16.67%和16.12%，中部地区快于东部地区。中西部经济的崛起为我国电信运营业带来新的契机。

■ 固网在中西部成为新增市场的重点

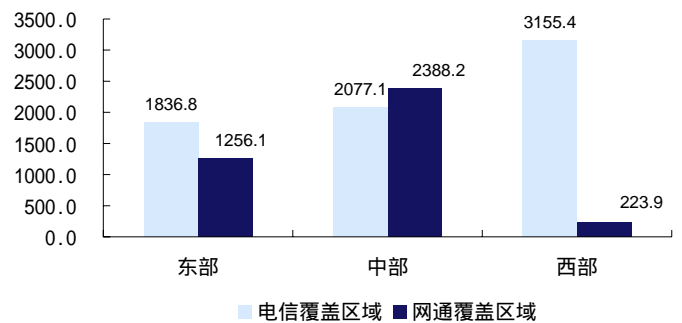
- ◆ 东部地区：电信没有普及的家庭用户量为1837万户，而网通有1256万户没有普及。
- ◆ 中部地区：电信没有普及的家庭用户量为2077万户，而网通有2388万户没有普及。
- ◆ 西部地区：电信没有普及的家庭用户量为3155万户，而网通有224万户没有普及。

图表23：2007年固定电话普及率分布特征分析



来源：信息产业部统计数据，国金证券研究所

图表24：2007年没有普及的固话家庭用户数量（万户）

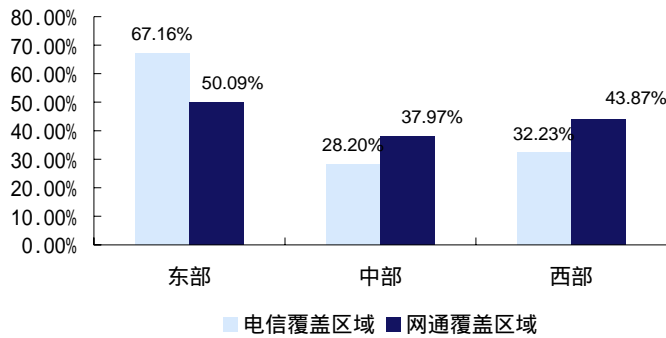


■ 移动电话在中西部发展前景广阔

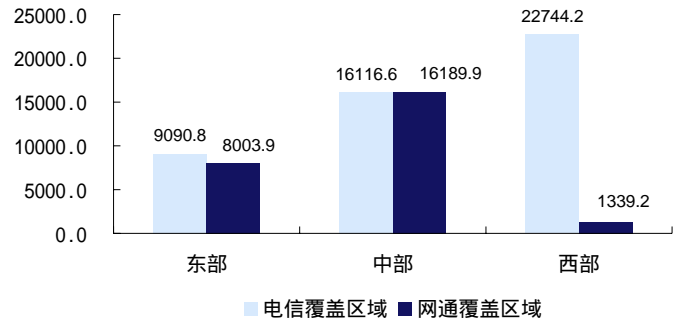
- ◆ 东部地区：电信覆盖范围没有普及的移动用户数量为9090.8万人，而网通有8003.9万人没有普及。
- ◆ 中部地区：电信没有普及的移动用户数量为16116.6万人，而网通有16189.9万人没有普及。

- ◆ 西部地区：电信没有普及的家庭用户量为 22744.2 万人，而网通有 1339.2 万人没有普及。

图表25：07年移动电话普及率区域分布特征



图表26：全国没有普及的移动用户数量(万人)



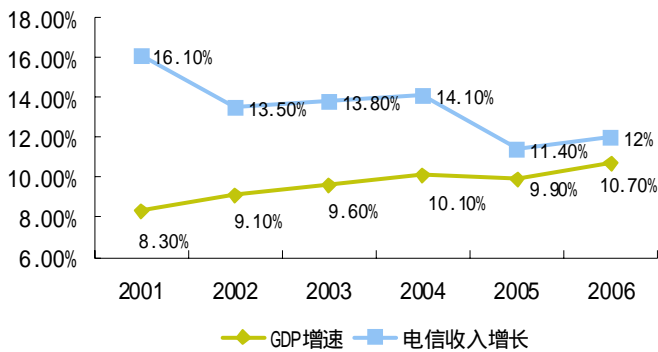
来源：2007年信息产业部统计数据，国金证券研究所

中国电信业与国际电信业发展状况比较分析

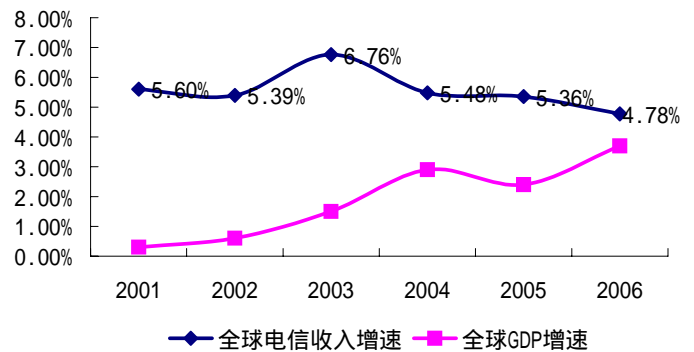
电信产业与宏观经济关联度比较分析：中国电信产业前景广阔

- 电信产业为各产业、各部门、各企业、家庭、个人提供信息传输、信息交换、互联网通信等服务的实现平台和重要手段，作为一个具有典型技术创新推动的高新技术产业，任何一次因为技术推动的产业升级与变革不但会改变我们的通信方式、消费行为以及消费结构，而且必将刺激电信业务消费量的提升，所以，我们不难理解电信产业在发展速度上要快于国民经济的其他传统产业。
- ◆ 数据表明：电信收入增速与 GDP 增速相关性呈现高度相关性。2006 年我国电信收入增速为 12%，略高于 GDP 增速（10.70%），同期全球电信收入增速为 4.78%，而全球 GDP 增速为 4%。
- ◆ 基于对我国 GDP 增速在未来几年将保持 8% 的基本判断，我们保守预测，我国电信业务收入仍将保持在 10% 左右的复合增长速度。

图表27：中国 GDP 增速与电信收入增速关系分析



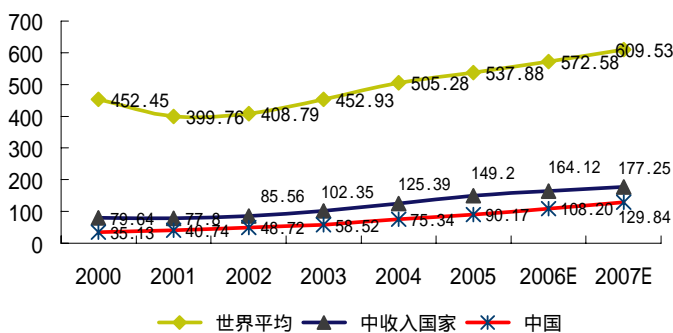
图表28：世界 GDP 与电信收入增速相关性分析



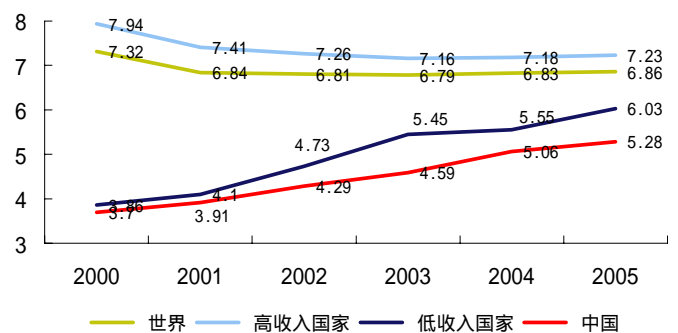
来源：：IDATE / European Commission，国家发改委，国金证券研究所

- 目前，我国信息化程度还处于较低水平，截至目前基本实现了移动和固话在全国范围内 70% 的普及，计算机普及率、互联网普及率以及宽带业务普及率还处于起步阶段，与世界平均水平相比还存在巨大差距。从人均信息和通讯技术支出指标看，根据世界银行统计数据，2005 年我国信息和通讯技术支出人均 90.17 美元，中收入国家人均 149.2 美金，世界平均为 537.88 美元；从信息和通讯技术总支出占国民生产总值的比例看，2005 年中国人均 ICT 支出占 GDP 的比例为 5.28%，低于低收入国家比例 6.03%。这一方面说明我国目前信息化水平无论从总量上还是人均指标方面均处在世界较低的水平，同时也意味着我国人均信息和通讯技术存在巨大的增长空间，随着国家信息化战略大力推进和深入实施，我国信息通信行业面临巨大的发展空间。

图表29：人均信息和通讯技术支出比较（美元/年）



图表30：ICT 支出占国内生产总值比重分析（%）

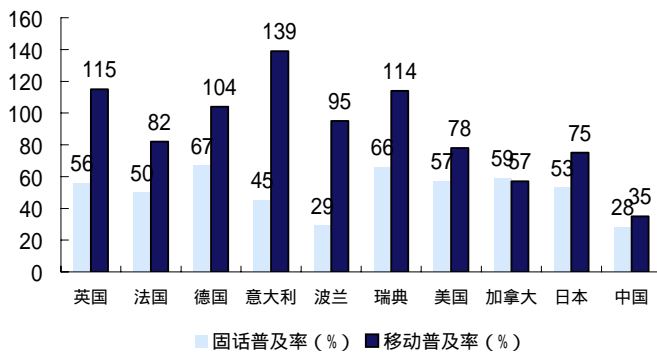


来源：世界银行统计数据，国金证券研究所

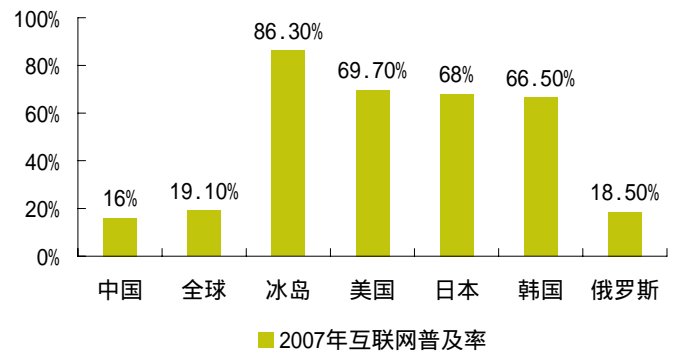
■ 从固话、移动及互联网普及率，看中国电信业务发展机会

- ◆ 中国电话普及率较发达国家还有增长空间，2007 年我国移动通信普及率为 43%，普及率较高的国家有意大利为 139%，英国 115%，瑞典 114%，德国为 104%，相对而言，我国整体移动通信普及率还存在发展空间，考虑到我国人口众多、区域经济差异大、低收入群体大的国情，我们预计未来几年我国移动普及率饱和量约为 70%。
- ◆ 近年来，由于移动业务对固话的加速替代，造成了固话用户流失严重、业务量持续下滑，语音收入衰退严重，与欧美发达国家相比，无论从固话普及率还是固话业务使用量，均存在巨大反差，在我国移动电话高频率的使用，也因此导致固网空闲率极高，资产使用效率较移动网络而言判若两人，完全不能相提并论。我们认为，固网运营商可以通过固话包月套餐、业务捆绑套餐方式提高网络使用效率和缓解移动替代固话的趋势。
- ◆ 从互联网普及率看，尽管中国互联网发展迅速，但目前 16%的互联网普及率仍比全球平均水平 19.1%低 3.1 个百分点，与互联网发达国家冰岛、美国等差距很大。邻国日本、韩国和俄罗斯的互联网普及率均高于中国，由此可见中国互联网普及率还存在巨大发展空间。

图表31：06 年中国与发达国家电话普及率比较 (%)



图表32：2007 年中国与全球互联网普及率比较

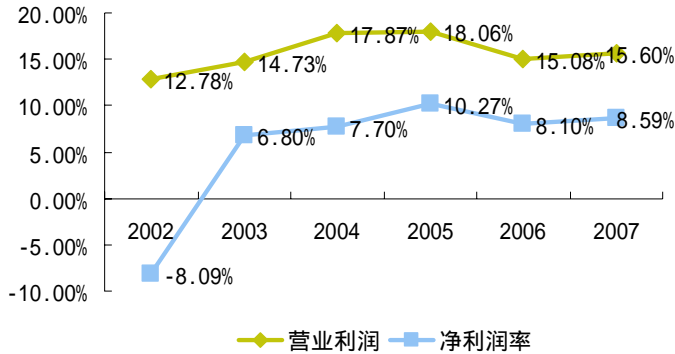


来源：IDATE / European Commission，国金证券研究所

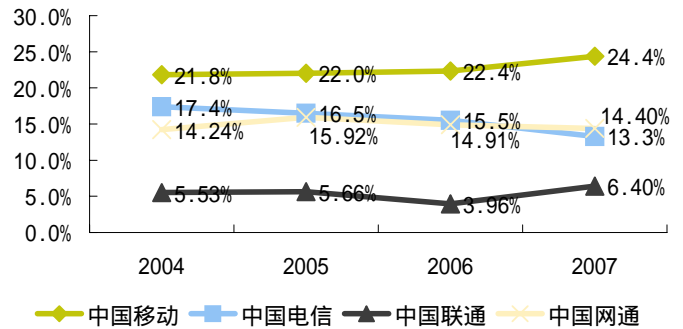
盈利能力比较分析：资产运作效率、业务多元化成为我国运营商提高盈利能力的关键

- 从营业利润率和净利润率指标看，除中国联通外，电信、移动和网通明显高于全球平均水平
 - ◆ 从营业利润指标看，2007 年全球电信运营商平均为 15.6%，而中国电信、中国移动、中国联通和网通分别为 19.2%、34.76%、9.34%和 22.01%，除中国联通外，其他三家国内运营商经营利润率处于全球运营商较高水平；从净利润率看，全球平均为 8.59%，中国联通为 6.4%，电信、移动和网通分别为 13.3%、14.40%和 24.4%；

图表33：全球著名运营商平均盈利能力分析



图表34：中国电信业运营商净利润率分析



来源：综合统计的国电信、ATT、意大利电信、英国电信、SKT、VERIZON、KDDI、澳大利亚电信、西班牙电信、法国电信等，公司报表，国金证券研究所

- ◆ 国内运营商在营业利润率和净利润率强国外运营商的原因主要是网络资源的行政垄断、业务牌照的无偿使用、以及国内移动业务和宽带业务尚处于高速发展阶段所致，运营商也由此通过资源垄断逐步演变成市场化垄断，从而获得超额利润；
- 从资产运作效率看，全球著名电信运营商净资产回报率前五位分别为西班牙电信 47.2%、英国电信 36.30%、澳大利亚电信 26.10%、中国移动为 23.30%和法国电信 22.24%，相对而言，电信、联通和网通的资产回报率处于全球平均水平。
 - ◆ 值得一提的是，西班牙电信、英国电信、澳大利亚电信和法国电信，均为全业务运营商，且业务多元化，特别是国际业务占比均比较大，国际业务占比最大的是西班牙电信为 63%，其次法国电信为 47%，除此之外，上述公司资产负债率均查过 60%以上，2007 年西班牙电信负债率最高为 78.4%，海外运营商擅用资本方式实现那海外业务的扩张和资产的收购与兼并，其资本运作水平较国内运营商而言优势明显。
 - ◆ 中移动盈利能力在全球位居前列，具体表现在中国移动的毛利率、营业利润率、净利润率明显高于全球任何一家知名电信运营商，网络规模、用户垄断优势成为公司盈利能力坚挺的关键所在；但其资本运作效率较海外运营商存在较大差距，从 ROE 指标看，明显低于西班牙电信、英国电信、法国电信等运营商，出现反差的根本原因是公司在资本运作能力较海外运营商有较大差距。而中国联通的主要问题在于移动通信竞争格局严重失衡以及公司经营管理和资本运作效率低下所致。

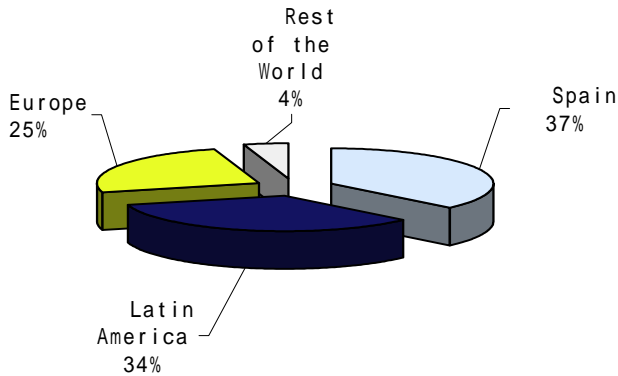
图表35：国际著名运营商赢利能力前四名：西班牙电信、英国电信、澳大利亚电信、法国电信

	全球著名电信运营商									中国运营商			
	ATT	澳大利亚电信	德国电信	英国电信	意大利电信	法国电信	西班牙电信	SKT	沃达丰	中国电信	中国网通	中国移动	中国联通
资产负债率	58.31%	66.70%	61.84%	70.60%	69.31%	66.33%	78.40%	36.90%	38.60%	45.50%	55.99%	33.59%	34.94%
ROA	4.75%	8.78%	2.45%	10.60%	2.77%	6.16%	8.29%	9.67%	-4.50%	5.83%	6.49%	15.47%	6.22%
ROE	10.35%	26.10%	6.91%	36.30%	9.42%	22.24%	47.20%	15.83%	-7.11%	10.70%	14.74%	23.30%	9.57%

来源：bloomberg，国金证券研究所

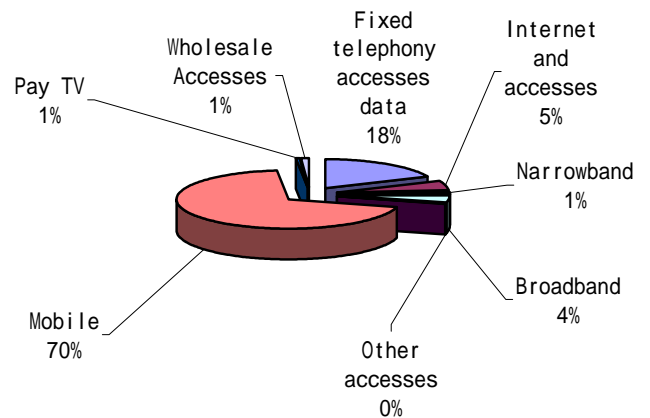
- 西班牙电信的成功故事，以收购、兼并为特征的“外延式”扩张和全业务经营成为西班牙电信业绩增长的主要动力。
 - ◆ 西班牙电信集团是全球最成功的电信运营商之一，西班牙电信不仅是欧洲范围内具有影响力的运营商，而且在拉美地区其有重要的市场地位。拉美地区是其国际化拓展的突破点和主战场，通过收购、兼并快速切入智利、阿根廷、秘鲁、巴西、委内瑞拉、波多黎和墨西哥等目标市场，并逐步增持股份变为控股和全资子公司，西班牙电信在拉丁美洲的投资领域侧重于移动通信业务；
 - ◆ 在拉美市场的领军者地位巩固之后，西班牙电信在欧洲大陆也开始伺机扩张，在 2005 年大手笔收购东欧的捷克电信和英国移动运营商 O2，提高了其在欧洲市场的影响力。随后，2005 年西班牙电信收购了中国网通 5% 的股份（08 年 1 月增持至 7.22%），2006 年收购中国香港电讯盈科 8% 股份，从而将触角延伸到亚洲市场。另外，西班牙电信也是全业务运营商，其业务包括移动、固话、数字电视、宽带、窄带、互联网等业务，其中移动业务成为拉丁美洲主要投资业务，移动业务占总收入比例为 70%（如图表 26、27 所示）。

图表36：2006年西班牙电信国际业务占比为63%



来源：公司报表，国金证券研究所

图表37：3Q /07 西班牙电信业务多元化分布

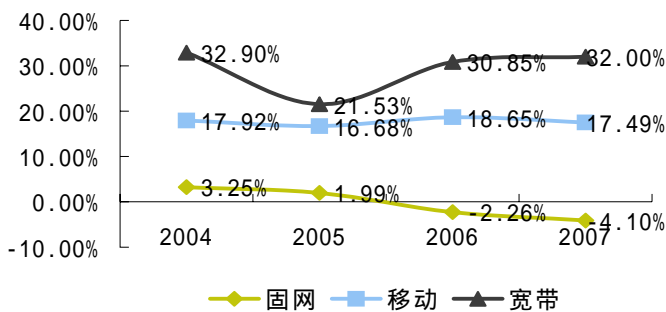


业务结构比较分析：移动业务和宽带业务成为全球增长亮点

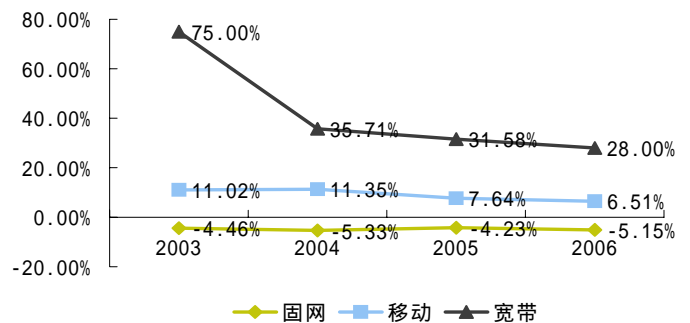
中国电信有望成为下一阶段国家信息化战略下的最大受益者。

- 宽带业务成为全球增长最快的业务，我国宽带业务还存在巨大发展空间
 - ◆ 宽带接入网资源日益成为各国信息通信的战略资源。许多国家已经将通信宽带化列为国家信息化和国家发展的战略基础设施，很多国家设计的国家 ICT 战略计划都把宽带的发展作为核心目标之一；
 - ◆ 从发展趋势来看，带宽将运营商掌握着未来信息化建设的关键资源。在发达国家和地区政府所牵引的国家宽带战略项目（如美、日、韩、欧、新、马、澳等国家宽带工程/BB 无线城市等项目）正在从快速的宽带传输速度受益，这对于我国在信息化融合工业化的国家信息战略背景来说，具有重要参考意义。同时，国家信息化战略到底如何布局？中国电信还是其他运营商将成为下一阶段国家信息化战略下的最大受益者，无疑让我们充满了遐想和期待。
 - ◆ 从宽带业务增长速度看，我国宽带业务增长略高于全球平均水平，2006、2007 年我国宽带业务增速分别为 31%和 32%，而 2005、2006 年全球宽带业务增速分别为 31%和 28%；从宽带业务收入占比看，2007 年我国宽带业务占比 7%，低于全球平均 9.38%，随着未来我国信息化战略方针实施和推进，中国电信和中国网通本地宽带业务将面临持续的高速增长和新一轮发展契机。
- 全球移动业务增速趋缓，我国移动业务高位徘徊
 - ◆ 在我国移动用户加速替代固网用户，业务量呈现高速增长态势，业务收入增速也保持高位水平，2005、2006、2007 年同比增速分别为 16.7%、18.65%和 17.49%；从全球移动业务增速看明显放缓，2004、2005、2006 年全球移动业务增速分别 11.35%、7.64%、6.51%，增长动力主要来自于亚洲、非洲、拉丁美洲等新兴市场的移动通信的快速发展和发达成熟市场 3G 业务带来数据业务的增长所致。

图表38：中国电信业务收入增长趋势分析

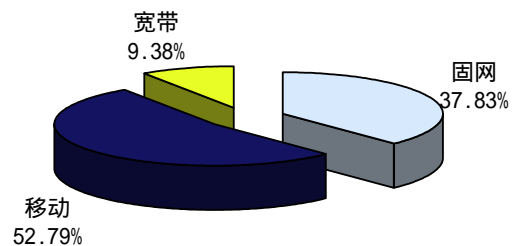


图表39：全球电信业务增速趋势分析

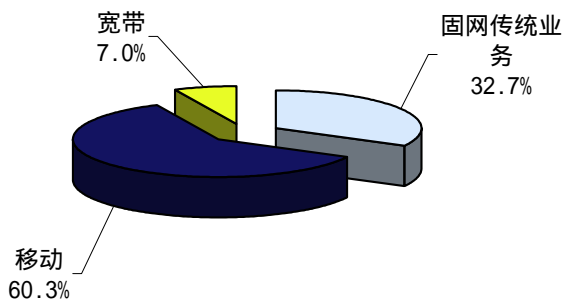


来源：IDATE / Ofcom，国金证券研究所

图表41：2006 年全球电信业务收入占比



图表40：2007 年中国电信业务收入占比



来源：IDATE / Ofcom，国金证券研究所

各运营商发展现状分析

2007 年四大运营商财务综合指标比较分析

- 2007 年国内四大运营商综合竞争力财务指标：中国移动优势明显，中国电信明显高于联通和网通，网通略高于联通；
- ◆ 中国移动在收入增速、净利润增速、净资产回报率、固定资产收益率 EBITDA 率、以及市场份额等指标方面，较国内其他运营商而言，处于绝对领先地位；
- ◆ 中国电信在经营现金流增长率和经营现金流/净资产比率、非语音收入比例等指标方面，较具优势；但市场份额、资产回报率出现持续下滑态势；
- ◆ 中国联通净利润同比呈现大幅增长（部分原因为投资返税带来的收益）（149%），而经营现金流增长率（-8.8%）出现下滑，整体而言，与中国移动东和中国电信的综合指标差距较大；
- ◆ 中国网通的非语音业务占比最高 42%，EBITADA 率 52.36%与中移动差距较小，而收入增长率和市场份额明显低于其他运营商，整体而言略高于联通。

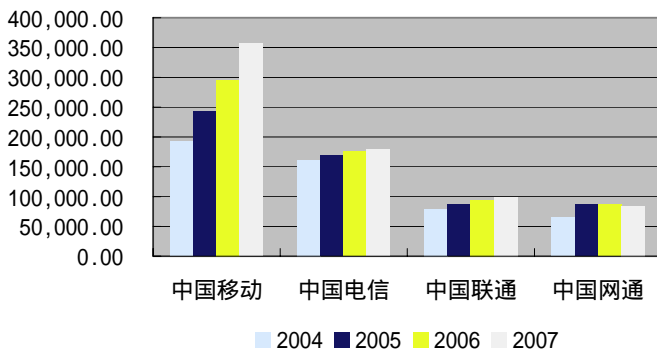
图表42：2007 年财务指标综合竞争力比较分析：中国移动优势明显

2007年	成长能力(30%)			盈利能力(30%)			现金能力(20%)		其他指标(20%)		财务指标综合竞争力分析	
公司名称	销售增长率(10分)	经营现金净流增长率(10分)	净利润增长率(扣除非经常性项目)(10分)	净资产回报率	扣除非经常性损益净利润/固定资产比率(10)	EBITDA Margin(10分)	经营现金净流/净利润(10分)	全部资产现金回收率(10分)	非语音收入比例(15分)	收入占比(5分)	综合得分	排行榜
中国移动	20.86%	12.90%	31.86%	23.30%	26.87%	53.63%	147.95%	29.89%	32.00%	49.00%	82.1	1
中国电信	2.03%	13.71%	2.98%	13.10%	7.75%	48.47%	355.99%	20.76%	39.00%	25.00%	68.1	2
中国联通	5.56%	-8.80%	149.22%	6.22%	5.49%	32.59%	347.62%	21.64%	25.00%	14.00%	44.4	4
中国网通	-3.35%	5.70%	-6.67%	14.74%	7.40%	52.36%	296.69%	19.25%	42.00%	12.00%	46.9	3
参考指标	20.86%	13.71%	149.22%	23.30%	26.87%	53.63%	355.99%	29.89%	42.00%	49.00%	100	

来源：各公司年度报告，国金证券研究所

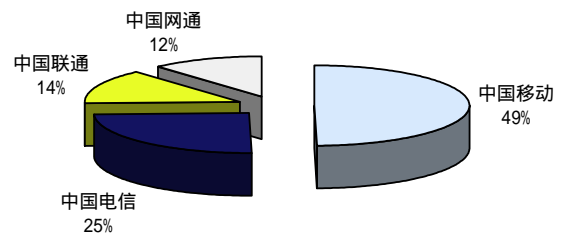
- 2007 年成长性指标：移动运营商收入和利润同比增长，固网运营商逐年下滑；

图表43：四大运营商收入比较分析

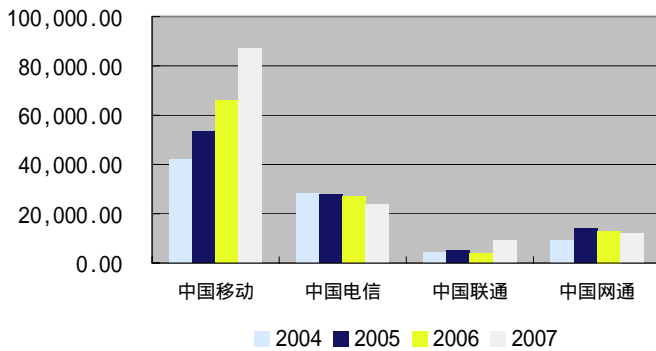


来源：各公司年报，国金证券研究所整理

图表44：07 年收入占比：移动占据近半壁江山

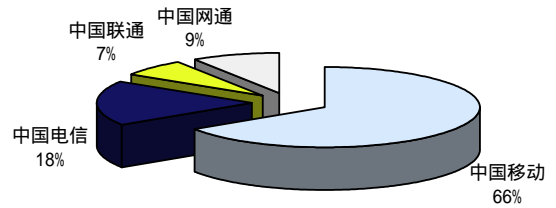


图表45：净利润比较分析：移动和联通保持增长



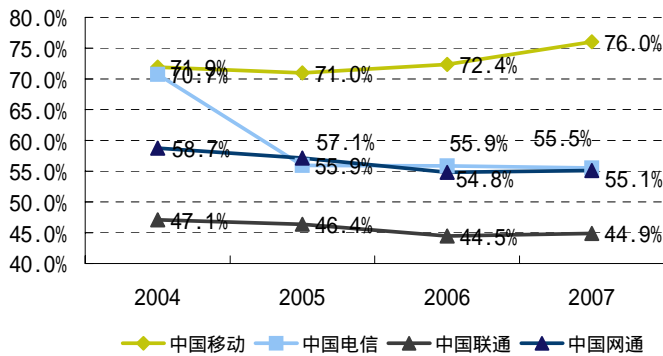
来源：各公司年报，国金证券研究所整理

图表46：07年净利润占比：移动独占2/3



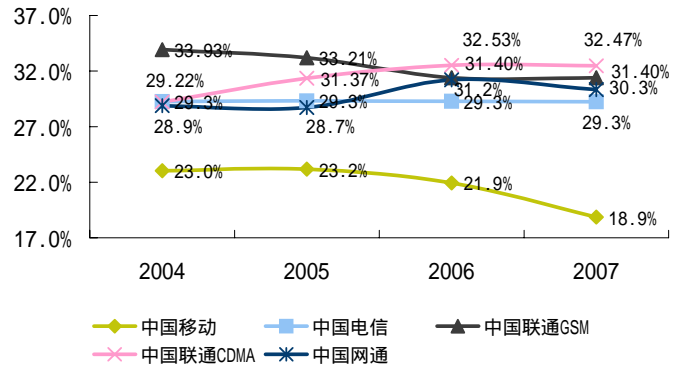
■ 2007年成长性指标：移动运营商收入和利润同比增长，固网运营商逐年下滑；

图表47：四大运营商毛利率比较

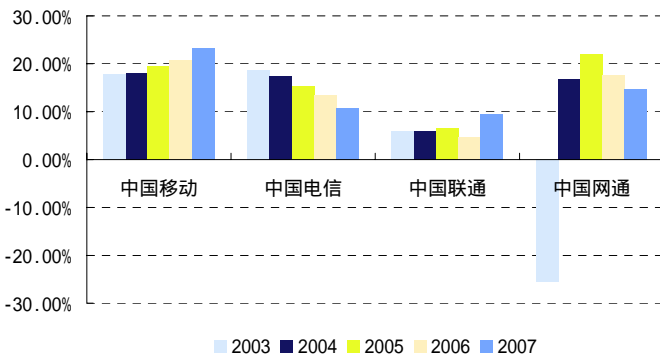


来源：各公司年报，国金证券研究所

图表48：四大运营商折旧率比较

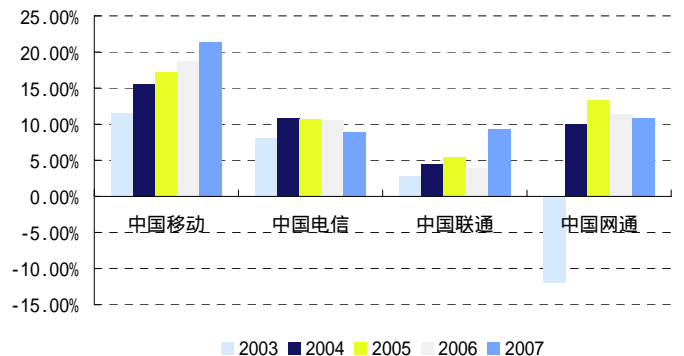


图表49：净资产收益率 ROE



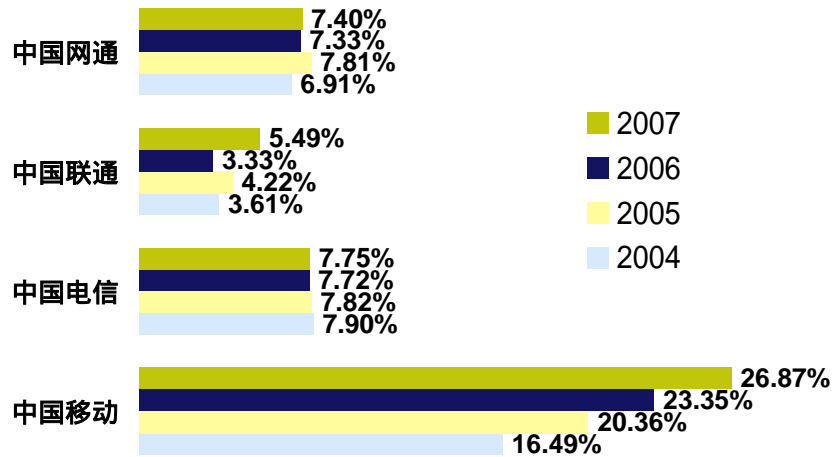
来源：各公司年报，国金证券研究所

图表50：净资产收益率 ROIC



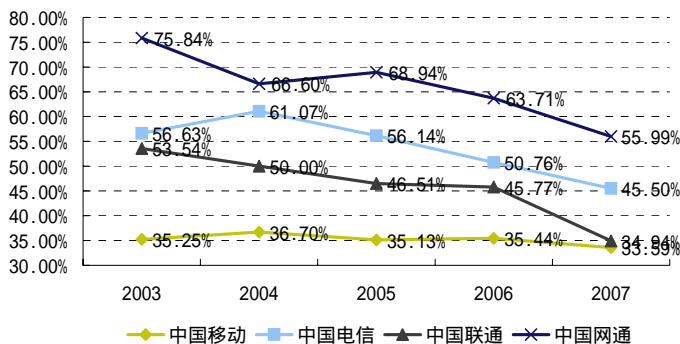
经营效率比较分析

图表51：固定资产投资回报率（扣除非经常性损益净利润/固定资产）



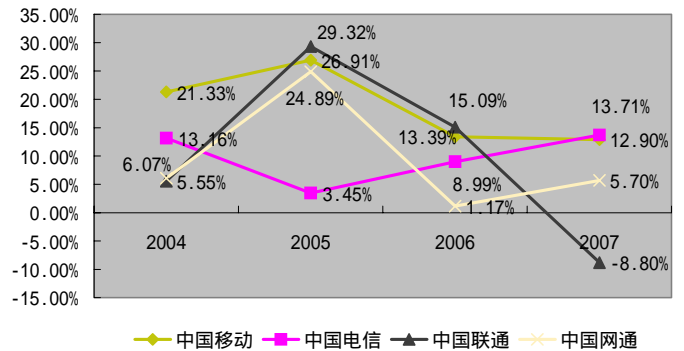
来源：各公司年报，国金证券研究所

图表52：资产负债率比较

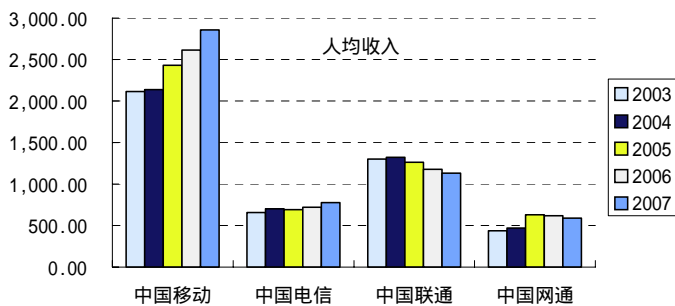


来源：各公司年报，国金证券研究所

图表53：经营性现金净流入增长率比较

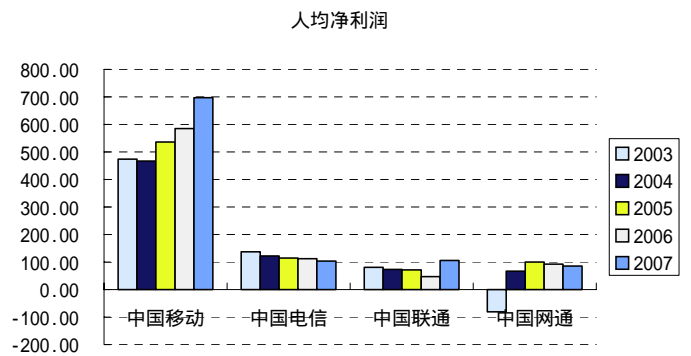


图表54：四大运营商人均收入比较（千/元）

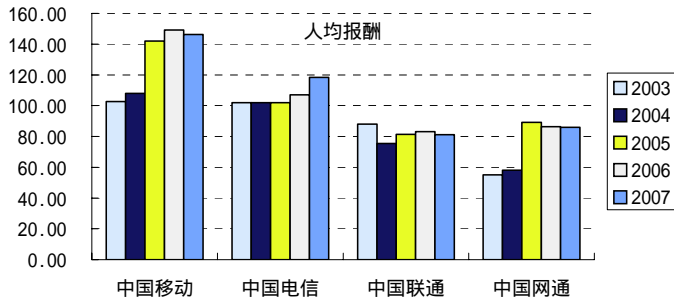


来源：各公司年报，国金证券研究所

图表55：四大运营商人均净利润比较（千/元）



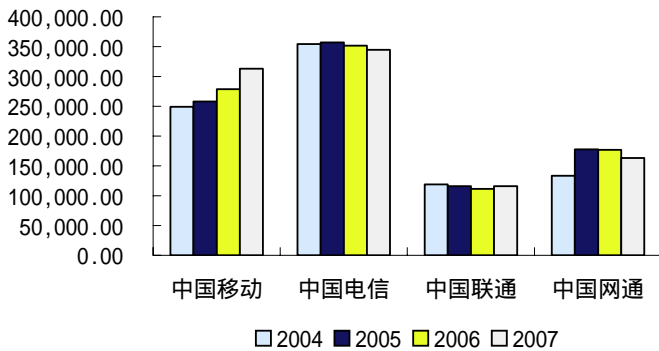
图表56：四大运营商人均报酬比较（千/元）



来源：各公司年报，国金证券研究所

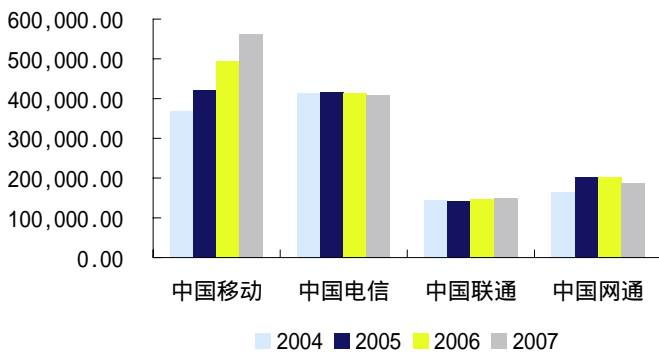
资产结构比较分析

图表58：重组前四大各运营商固定资产比较分析



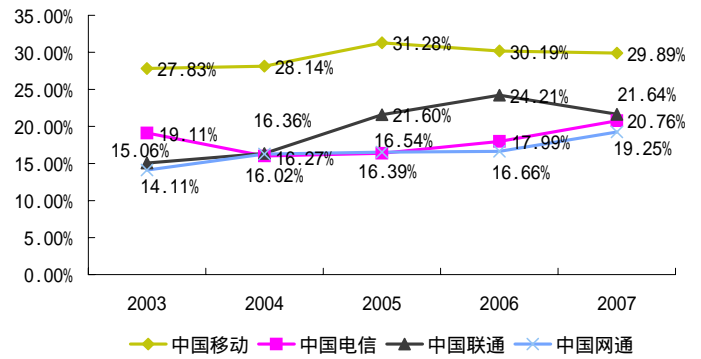
来源：各公司年报，国金证券研究所

图表60：四大各运营商总资产比较分析

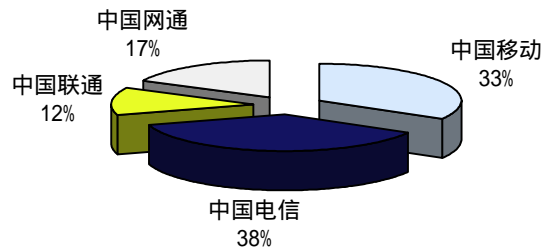


来源：各公司年报，国金证券研究所

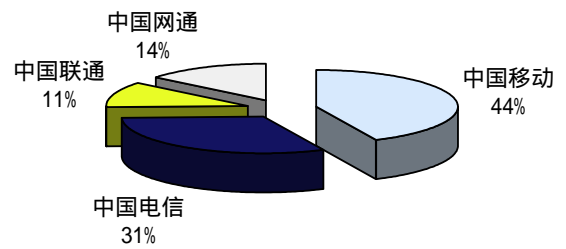
图表57：全部资产现金回收率比较



图表59：2007年各运营商固定资产占比分析



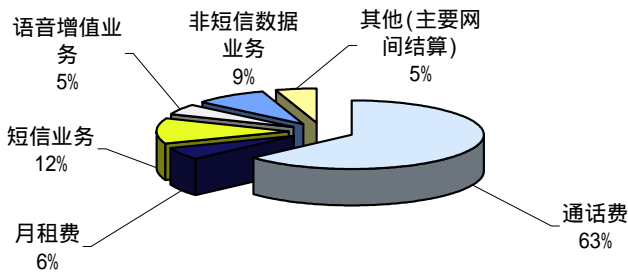
图表61：2007年各运营商总资产占比



运营商战略转型比较分析

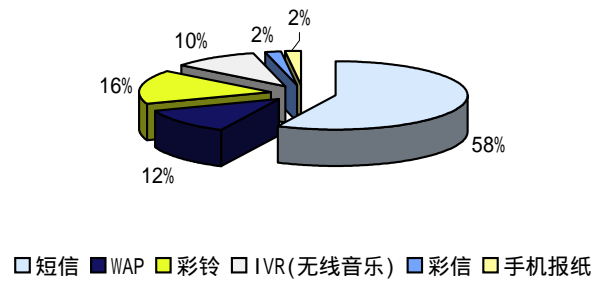
- 2005 年中国电信提出向综合信息服务提供商转型，转型体现在组织结构、网络转型、业务转型上
 - ◆ 从组织结构上看，公司实现了从过去多层次、多自上而下的垂直型的组织结构转型到如今战略决策的自上而下与业务实现方式的自下而上相结合的矩阵式组织结构转型，今年公司在组织结构转型的最大动作就是把以前各省市子公司全部变更成了由集团公司统一管理的分公司，集团基础总体目标以及考核计划，并逐步放开各分公司在业务转型中资源配置灵活度和权利，这一方面强化了总部在整体战略上对各分公司的决策效率和把控能力，同时有助提高各分公司积极性和创新能力，中国电信部分分公司已经实现在资源的优先配置和权重分配上以业务发展前景和增长空间为主要标准，以江西电信为例，为了推动号百业务的发展，不惜提升员工管理级别和提高薪资等手段鼓励原本从事传统业务的优秀员工转移到从事该业务的开发与拓展，从人力资源配置上，无论从人员数量的配置，还是人员整体综合素质搭配，还是员工薪酬上都给予新业务、新服务更大的支持和政策的引导，传统业务无论是人员数量配置、资金投入均将逐步收缩；
 - ◆ 在网络转型上看，实现传统交换网核心网的升级改造，实现向软交换、智能网的改造和升级，逐步完成 NGN 顺利过渡，在接入网方面，由过去相对单一的 DSL 铜线接入朝 FTTH、FTTB/C+DSL/LAN 以及 WIFI 无线宽带接入的综合接入方式的全面升级和推广，网络带宽与传输容量快速提升；
 - ◆ 业务转型，由传统语音业务为主逐步向非语音业务占主导地位的战略转型，语音业务通过包月制和业务捆绑套餐方式逐步取代月租费加通讯费的盈利模式，这有助于增加客户的黏度、防止客户进一步流失和有利提升业务量，同时在宽带业务上继续加大资源配置力度和权重，大力发展家庭宽带用户，在增值业务上重点加强中小企业的商务领航、全球眼、IPTV 以及号码百事通、以及企业灾备业务等。
- 2006 年中国网通提出战略转型：“宽带通信及多媒体服务提供商”
 - ◆ 2006 年以来，我国电信业产业发生了转折性变化，语音通信不断被移动化，单纯的固网运营商收入增缓，特别是 2007 年移动运营商通过资费和营销模式的调整，移动对固话的替代由过去的技术替代演变成了资费替代，这客观促进了中国网通实施战略转型，网通的转型是以“宽带及宽带支撑的业务”为中心。2006 年以来，中国网通在宽带业务上取得了快速增长，2007 年宽带业务收入同比增长 39%，宽带用户数量 1980 万户，同比增长了 37%，ICT 业务收入占比由 2006 年的 3.5%提升到 07 年的 4.7%，非语音业务收入占总收入的比例从 2006 年的 32%提高到 07 年的 42%，增长型业务占总收入比例在四大运营商中最高，业务收入结构进一步优化。
- 2007 年中国移动提出战略转型：“移动信息专家”
 - ◆ 2007 年中国移动提出战略转型，从“移动通信专家”向“移动信息专家”转型。2007 年以来，中移动全面开拓中西部城镇市场和全国农村市场，同时积极开拓增值业务和新业务，不断完善和优化网络质量，用户数量和移动业务量快速提升。2007 年底中移动用户 3.7 亿户，收入同比增长 22%以上，净利润增速超过 30%，网络规模和用户数量优势进一步加强，市场化垄断优势非常明显。2007 年中移动增值业务收入同比增长 32%，短信、彩铃、WAP 及彩信成为拉动增值业务收入增长的业务，无线音乐俱乐部、飞信、黑莓、手机报等业务也呈现高速增长。非语音业务占比从 2006 年的 28%上升到 2007 年的 32%。

图表62：2007年中国移动业务收入占比



来源：2007年公司年报，国金证券研究所

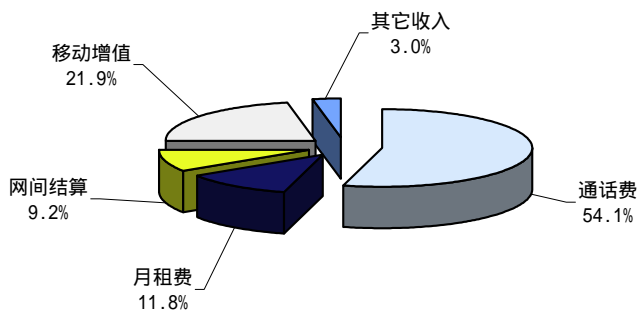
图表63：2007年中国移动增值业务收入占比



■ 2007年中国联通实施战略转型

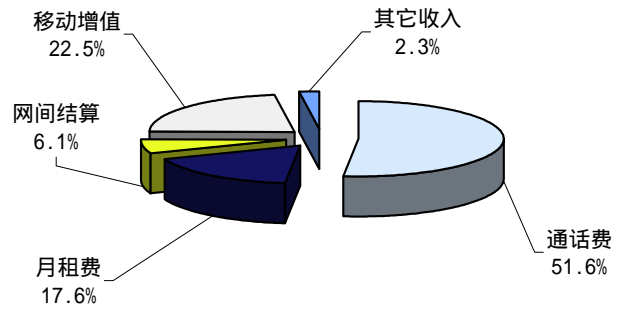
- ◆ 中国联通实施从过去靠投资驱动型向规模和效益并重方向转型。2007年以来，联通立足提高经济效益，大力发展增值业务和新业务，大力推广掌上股市等移动增值业务，2007年 GSM 增值业务同比增长 17.2%，CDMA 移动增值业务同比增长 20.68%，相对而言，联通 C 网增值业务发展较好，但是与中国移动新业务发展情况相比，联通的主要差距体现在新业务创新能力、投资力度、市场开拓等方面。

图表64：联通G网增值业务收入占总收入占比为22%



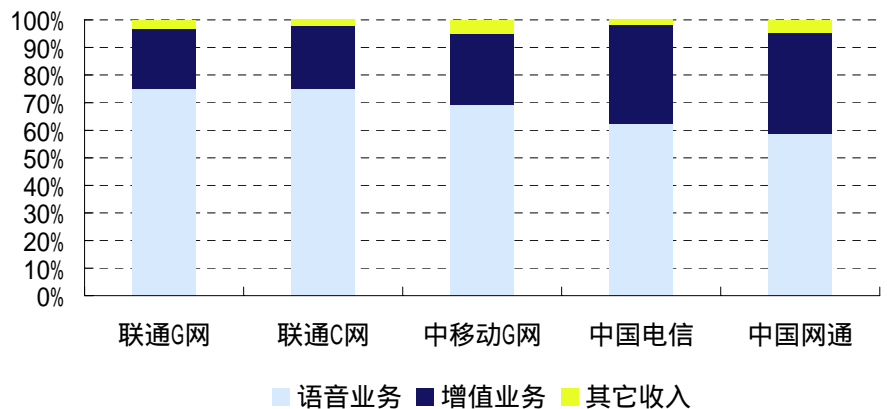
来源：2007年公司年报，国金证券研究所

图表65：联通C网增值业务收入占总收入占比为23%



■ 运营商非语音业务占比分析

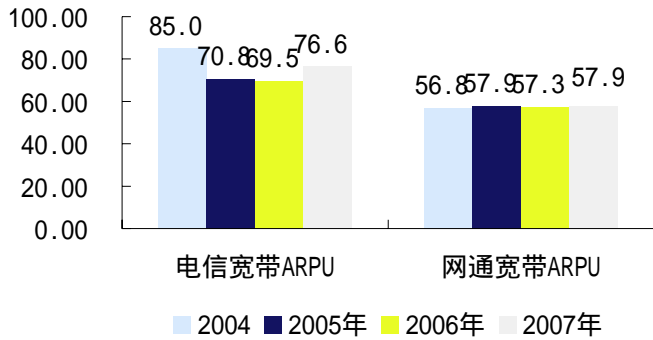
图表66：07年电信非语音占比为38.7%、网通42%、移动32%、联通25%



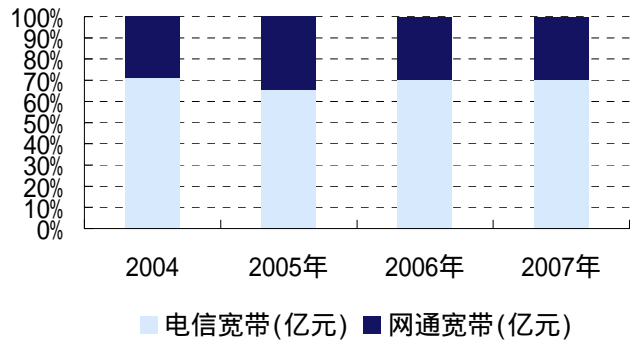
来源：2007年公司报表，国金证券研究所

■ 运营商竞争业务发展能力比较

图表67：电信与网通宽带业务 ARPU 值比较（元）

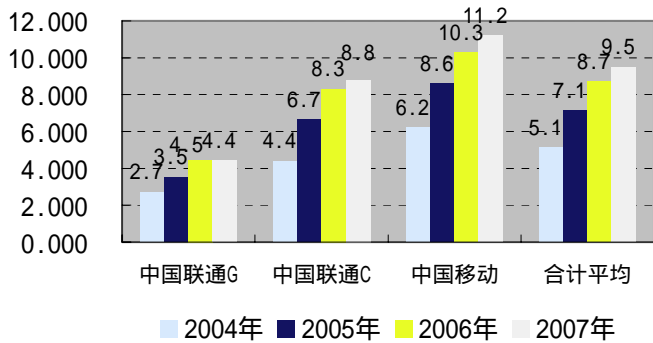


图表68：宽带收入占比分析

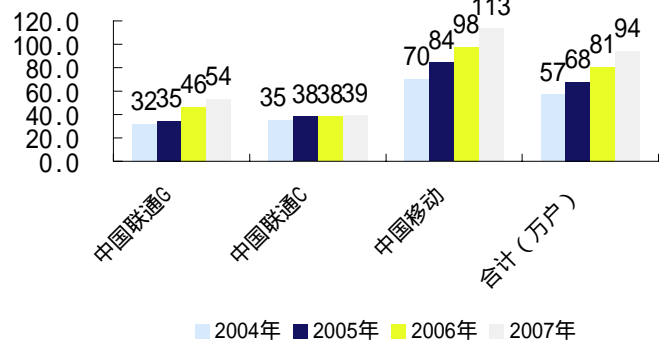


来源：公司数据，国金证券研究所

图表69：非短信增值业务 ARPU 比较



图表70：短消息业务人均每月使用量比较（条/月/户）



来源：各公司年报，国金证券研究所

重组后，运营业务发展策略分析与预测

中国电信业务发展策略预测：传统业务防守策略、数据业务差异化战略、固网与移动融合业务领先战略。

- 中国电信竞争优势：国内绝对领先的宽带资源和网络基础设施，运营经验丰富，运行维护能力强，在固定通信领域有相当强的优势，业务创新能力和产业链整合力具有传统优势，网络资源齐备、业务种类多、业务捆绑和新业务发展能力强，现有客户群体大，宽带业务和 IPTV 业务、视频监控、号码百事通业务等固网优势业务绑定移动终端后，有望成为全业务经营模式阶段的蓝海级业务；
- 中国电信竞争劣势：移动运营经验欠缺、公司承担社会责任最重，合计员工 40 余万人，同时承担中西部落后地区的通信网络覆盖和基础网络设施的建设和投资，运行成本高；公司组织结构复杂，市场反应速度较慢，改革成本最高，在发展 IPTV 业务过程，目前缺乏业务牌照的限制。另外，中国电信人才流失较为严重，国内外许多公司采用高薪、高福利等政策吸引中国电信人才，造成中国电信人才严重流失。
- 中国电信业务发展策略预测：传统业务防守策略、数据业务差异化战略、固网与移动融合业务领先战略。
 - ◆ 语音业务：针对语音业量小的地区（区域分布主要为中西部的城乡地区、东部农村地区）或中小企业客户（大量使用移动电话，固定电话使用频率低）采用限时或不限时包月制套餐逐步替代目前月租费加通信费的模式，刺激用户的固话业务需求，提高固话在不发达地区以及中小企业的话务量，防止业务进一步下滑。收购 CDMA 网络后，通过固话与移动语音业务捆绑方式，推出一系列家庭套餐，如绑定家用固定电话、移动用户语音套餐以及同时绑定家用宽带以及 IPTV 等业务，最多可以达到四重业务捆绑，一方面通过交叉补贴提高传统业务使用量、另外通过整体优惠的套餐增加客户的黏度，多重的业务捆绑以及绝对低廉的资费套餐对与吸引移动和联通的中低端客户的短期效果将会非常明显。

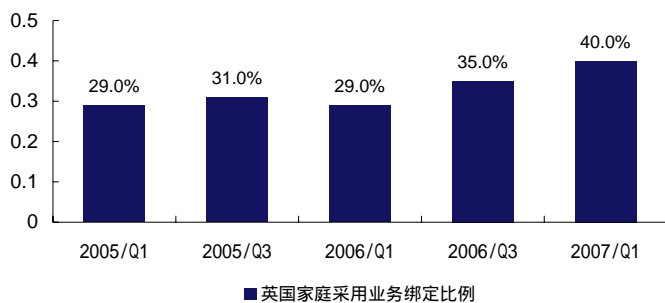
图表71：中国电信业务竞争策略分析与预测

中国电信产品竞争战略		战略优势	
		低成本优势	产品独特性
目标市场	整个产业范围	低成本战略业务：全业务语音业务 语音业务中国话边际成本最低，前期通过多重业务捆绑方式，提高固网使用效率，中长期通过FMC终端实现固话与移动自动漫游服务，优化网络配置和提高网络质量，达到成本领先和网络质量领先的综合竞争优势。	差异化战略业务：全业务宽带 中国电信拥有全国最大骨干网、宽带接入网，收购CDMA后，将拥有全国80%以上的移动高端数据用户，基于DSL、FTTX、WIFI、CDMA-EV-DO的宽带融合业务将成为中国电信差异化竞争优势的关键
	特定细分市场	成本聚焦战略业务：基于固网与移动融合的综合VPN、综合语音信箱、综合语音增值业务、综合呼叫中心等业务 中国电信无论是业务还是服务，与集团客户保持长期传统关系，在大客户消费群体中，中国电信较中国移动和网通优势明显，基于全业务的综合语音增值业务核心业务将进一步强化中国电信的竞争优势。	差异化聚焦战略业务：基于全球眼的视频监控、移动IPTV、号码百事通移动化等基于全业务的新业务 中国电信独创的全球眼业务（基于IP网络的视频监控系统以及政企关系构筑了很强的进入壁垒）、号百业务（信息源具有明显优势）、IPTV移动化（全业务视频共享）等将成为中国电信区域性蓝海级业务

来源：国金证券研究所

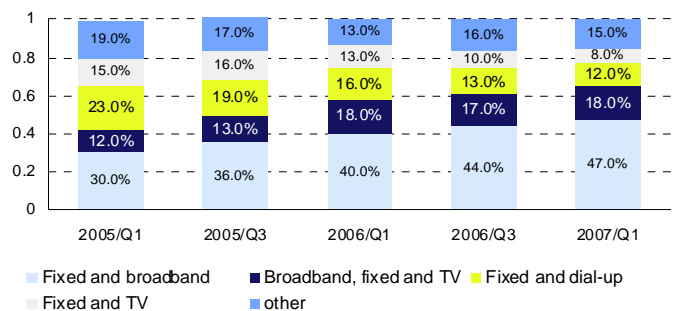
- ◆ 数据业务发挥中国电信固网宽带以及 CDMA 数据传输优势，打造数据业务的高端品牌。大力发展基于固网宽带的 WIFI 和 CDMA 网络的业务融合以及网络融合将是中国电信收购 CDMA 网络后当务之急。WIFI 网络较移动网络而言，具有传输带宽高、网络建设成本低的绝对优势，但移动性能差以及覆盖范围有限，而 CDMA 网络的移动性好、覆盖范围广，但传输带宽窄、建设成本高，利用 WIFI 与 CDMA 的优势互补和优化配置的特点，从而实现全国范围内的低成本无缝无线网络覆盖。中国电信较中国移动而言，在骨干网和传输网络建设方面具有相对优势，在最后一公里的固定宽带接入网络方面具有绝对垄断优势，基于 WIFI 的网络建设无论接入带宽还是网络建设成本具有很强的比较优势，并充分利用 CDMA 数据传输速率明显比中国移动的 GPRS 和 EDGE 稳定和快捷的网络优势，通过 WIFI 与 CDMA 网络的组合布网和网络资源的优化配置，打造国内的无线数据传输的高端品牌。
- ◆ 基于固网与移动的融合业务的领先战略将是中国电信制胜的关键。中国电信新业务的领先优势是基于固网与移动网络衍生的新业务如针对集团客户的综合 VPN 业务、移动号百业务衍生的“三订”和广告传媒业务，全球眼业务、以及基于 IPTV 或数字电信网络的手机视频共享业务等，以上种种业务均是中国电信独有创新业务，与中国移动增值业务相比，中国电信的优势是基于固网与移动融合产生的新业务，以差异化战略取胜。
- 中国电信客户发展短期策略预测：
 - ◆ 针对集团客户：从办公固话与手机融合的“一机双号”到集团数据灾难备份、从集团基础网络的建设、维护到集团全球各网点互联互通的系统解决方案，提供综合信息服务；
 - ◆ 针对高端个人用户业务套餐：融合移动业务、号码百事通、商务领航业务组合、以及宽带无线与移动传输自动漫游的高速数据传输体验形成套餐，使用户在套针对餐中得到更高值的服务但是享受更优惠的价格。用户可以用电信的移动网络来使用电信所有的信息服务。打造解决商务通讯信息需要的工作手机；
 - ◆ 针对家庭用户业务套餐：捆绑固话、宽带和移动手机以及 IPTV 业务，打造解决家庭通讯需要的组合套餐。通过提供更高的宽带速率，在价格上做出优惠，吸引用户加入电信的移动业务群，从而抢占原有运营商的市场份额；
 - ◆ 针对中端个人用户业务套餐：融合移动、无线宽带、增值业务、号码百事通等产品，形成原有个性化产品和移动产品的组合套餐，吸引新的用户加入。

图表72：英国家庭采用业务捆绑比例



来源：IDATE / Ofcom，国金证券研究所

图表73：英国家庭捆绑业务占比分析



中国移动业务发展策略预测：大力发展移动增值业务，以资本控股控股方式快速切入移动互联网核心领域（业务及内容创新）。

- 中国移动优势：拥有全球最大移动网络和全球最大的移动客户群体，具有丰富的移动网络运营经验和强大的用户管理系统，公司业务品牌多、品牌影响力强，拥有大部分移动业务高端客户，综合竞争实力绝对领先；
 - ◆ 中国移动成功的关键是移动替代固网的产业趋势和网络资源的绝对垄断，其竞争优势由前期的网络规模和用户规模优势逐步演变成如今的资费水平的市场化垄断、战略资源的投资能力垄断、新业务发展等创新能力垄断，这从而奠定了在电信产业“移动化”阶段的龙头地位；
- 中国移动劣势：重组后，尽管拥有全业务牌照，但是在固定宽带资源以及互联网骨干网资源较电信和新联通具有明显劣势，在国家宽带化战略深化和推进的过程，其竞争优势并不明显；另外，业务相对单一，仅限于移动业务，基于全业务的新业务发展空间受到抑制，移动宽带又面临频率分配的瓶颈。
 - ◆ 随着电信产业趋势的演变、国家宽带战略的推进、网络资源的再分配，而中移动面临移动宽带从技术成熟度到传输带宽等难题，在其后其竞争中并不占优；
 - ◆ 面对中国电信全业务宽带（移动心中永远的痛）、IPTV 移动化、FMC 业务/彩色固网/数字资产交易平台、112/黄页/BB114（号码百事通）等转移到移动（FS）平台等新业务层出不穷的推出，中移动面临客户流失和技术替代风险；
 - ◆ 移动 IP 将遇到巨大挑战；
- 中国移动业务发展策略：长期业务套餐方式提高客户转网成本、打造移动增值业务的高端品牌、通过资本渗透方式切入移动互联网核心领域。
 - ◆ 当务之急大力开拓基于移动互联的新业务推广和盈利模式的创新，主动采用资费调整，减缓业务关联带来的资费冲击，防止客户流失，巩固核心竞争优势；
 - ◆ 营造新价值链（如与长城 BB 合作），将现有移动信息化业务与固网业务、有线电视信息业务相关联，先互补、后替代；
 - ◆ 推出以移动新技术[如混合 WIMAX]领先的解决方案，争抢 M-FMC，有可能率先在移动宽带上取得突破；
 - ◆ 移动体验已经深入人心，但支付、导航、浏览、控制、搜索、移动社区、即时消息移动博客、数字家庭、MTV 等大量移动互联网业务，需要建立一个新的运营网络和支撑体系，丰富与优化移动信息化产品，培养用户对移动终端的使用习惯。

图表74：中国移动业务竞争策略分析与预测

中国移动业务竞争战略		战略优势	
		低成本优势	产品独特性
目标市场	整个产业范围	<p>低成本战略业务：移动语音业务。中国移动以网络规模和用户规模优势，以及网络高达80%的网络使用效率，语音业务边际成本及边际费用极低，其语音业务的资费水平上具有垄断优势，但是在未来的全业务经营模式竞争阶段，单纯移动语音业务无论在边际成本或网络质量方面均不会占优，所以当务之急是通过业务优惠套餐与客户签订长期服务合同，提高中高端客户转网的成本，防止客户流失。</p>	<p>差异化战略业务：移动增值业务 中国移动拥有全球最大移动用户规模和网络容量，其移动用户消费行为的数据获取和分析系统具有绝对优势，在新业务发展与创新方面具有领先优势，并且凭借对移动互联网的绝对主导力有望率先实现盈利模式创新，整体而言，中国移动在移动增值业务发展及创新方面较中国电信和联通具有绝对优势。</p>
	特定细分市场	<p>成本聚焦战略业务：基于移动语音增值业务、呼叫中心等业务。中国移动该业务上将面临全业务综合语音增值业务的强力竞争，在集团客户优势获取方面，又面临中国电信强大竞争对手，竞争手段除了提高服务质量和低成本介入没有其他选择。</p>	<p>差异化聚焦战略业务：移动互联网业务。移动互联网业务的关键是对上游内容控制和获取，中国移动凭借强大的现金流以资本控股方式快速切入移动互联网和新领域，巩固和构筑核心竞争优势。</p>

来源：国金证券研究所

新联通业务发展策略：引进战略投资者成为公司未来获得竞争优势的关键

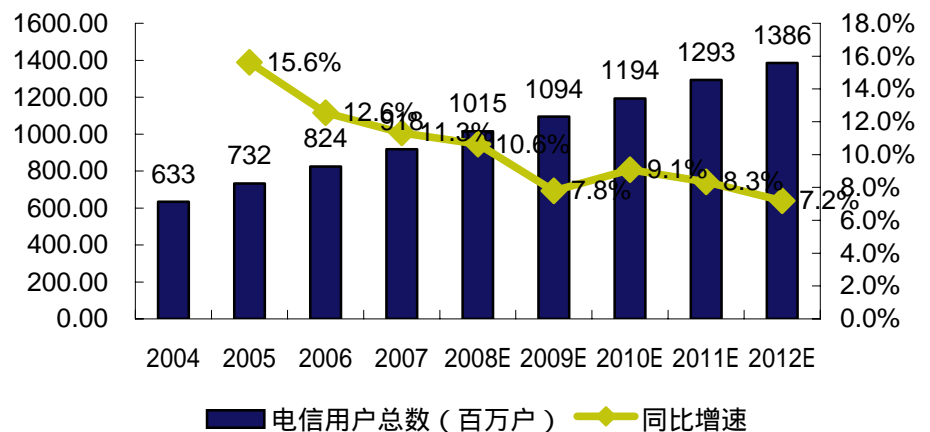
- 新联通竞争优势：获得全业务牌照后，新联通同时拥有了从铜线、光纤、WIFI、GSM/WCDMA 业务牌照，其移动宽带 WCDMA 技术成熟度产业链规模及完善程度较电信 CDMA2000 和移动 TD-SCDMA 具有优势；同时公司享有不对称管制扶持政策等国家政策扶持。
- 新联通竞争劣势：低端客户、公司创新能力缺乏、M&A 后遗症
 - ◆ 公司客户群体主要为低端消费群体，客户 ARPU 值较移动和电信有明显差距，联通 GSM 客户 ARPU 为 43 元、电信 CDMA 为 56 元、移动为 89 元，网通宽带 ARPU 55 元而电信为 76 元；
 - ◆ 公司创新能力差的主要体现环节：合并后公司综合竞争力明显处于弱势地位，产业链整合力和主导力显得气弱声短，产业链的合作伙伴参与业务创新的主动性和积极性热情不高，而公司内部员工待遇低、难以激发其自主创新的动力和积极性，在引进外援方面又面临国有企业管理体制的束缚，与外资合作的深度和广度上存在政策体制障碍；
 - ◆ 联通与网通的合并不是强强或是强弱，而是弱弱，原本的竞争优势将成为全业务竞争中的鸡肋：合并主体综合竞争力相差不大，而企业文化、组织结构以及企业管理流程却相差很大，同时面临两套管理班子合并成一套人马的人事安排的重要难题，都将使新联通在全业务经营模式竞争中处于明显不利地位。
- 其业务竞争策略近似移动和电信的方案，竞争策略主要跟随型战略，突围方向是引入新战略伙伴。

重组后，对中国电信市场总量及竞争格局的分析与判断

重组后，电信用户总数及运营商占比分析与判断

- 重组后电信用户发展趋势分析与判断：宽带用户及移动用户将成为电信用户增长亮点，固话用户下滑态势有望缓解
 - ◆ 2008、2009、2010、2011、2012 年我国电信用户（固话、宽带、移动电话合计数量）分别预计为 1015、1094、1194、1293 和 1386 百万户，同比增速分别为 10.6%、7.8%、9.1%、8.3%和 7.2%。

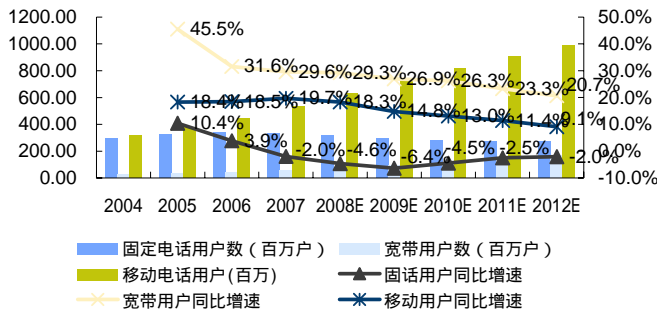
图表75：我国电信用户（包含固话、宽带及移动用户）发展趋势分析



来源：各运营商年报，国金证券研究所

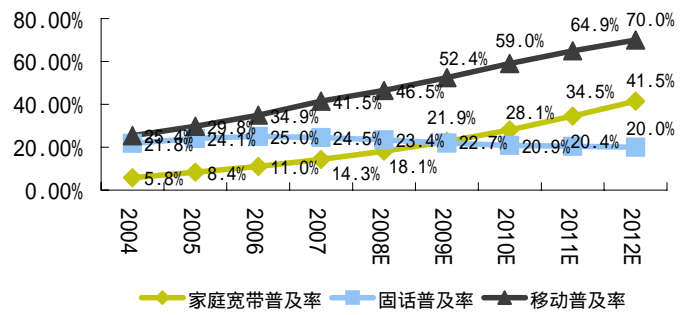
- ◆ 宽带用户持续保持 20%以上增长态势：在国家信息化战略的产业政策推动下，在我国互联网普及率快速提升、数据流和视频流对带宽流量的需求拉动下，在网络终端如手机、计算机、家用网关、数字电视等设备价格大幅下滑的驱动下，未来 5 年我国宽带基础设施投资和宽带用户将保持高速增长态势，2008、2009、2010、2011、2012 年宽带用户分别预计为 71.65、90.95、114.83、141.60、170.88 百万户，同比增速分别为 29.3%、26.9%、26.3%、23.3%和 20.7%，家庭宽带普及率分别为 18.13%、22.67%、28.09%、34.50%和 41.49%；
- ◆ 移动用户将保持 10%以上的复合增长率：增长动力来自于农村地区的移动化普及、小灵通转网、3G 用户的发展等方面，2008、2009、2010、2011、2012 年移动用户分别预计为 627.72、707.80、796.57、876.37、945.63 百万户，同比增速分别为 18.2%、12.8%、12.5%、10.0%、7.9%，移动普及率分别为 46.50%、52.43%、59.01%、64.92%和 70.05%。
- ◆ 固话用户下滑态势有望缓解：随着业务捆绑、业务融合、终端融合和网络融合的不断推进，固网低资费和高品质的优势将得以发挥，固网使用效率有望得到提升，固定用户下滑态势有望改观。2008、2009、2010、2011、2012 年固话用户分别预计为 315.81、295.59、282.33、275.21 和 269.58 百万户，同比增速分别为-4.6%、-6.4%、-4.5%、-2.5%和-2.0%，固定用户普及率分别为 23.39%、21.90%、20.91%、20.39%和 19.97%。

图表76：固话、宽带与移动用户发展分析与预测



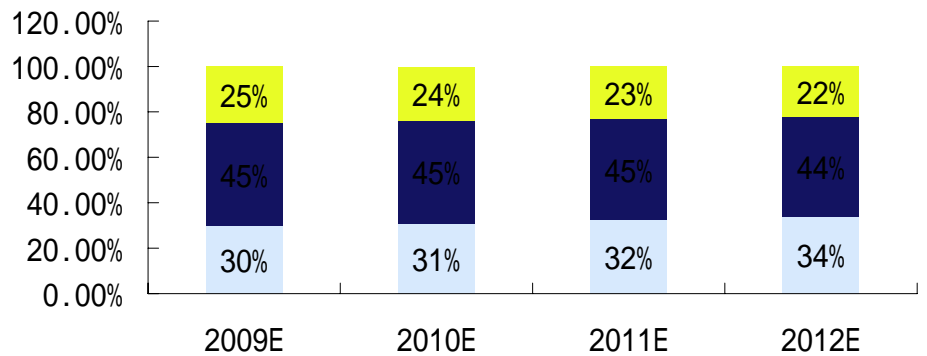
来源：各运营商年报，国金证券研究所

图表77：家庭宽带、固话、移动用户普及率分析与预测



- 重组后，各运营商用户发展预测：中国电信用户增长动力来自于宽带用户和移动用户的快速增长，用户占比预计从 2009 年 30% 上升到 2012 年 34%；中国移动用户占用户数量的占比影响较小，从 2009 年 45% 略降到 44%；新联通由于综合竞争力绝对弱势、整合难度最大、在重组后未来 1-2 年内其业务发展将陷于非常被动的状态，客户流失短期内难免，其用户市场份额预计 2009 年为 25%，2012 年为 22%，将下降三个百分点。

图表78：重组后，各运营商用户数量占比分析

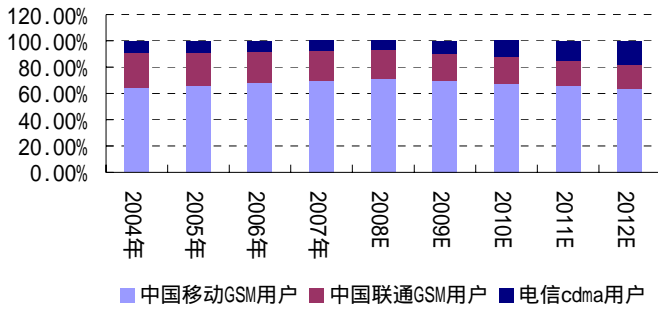


■ 中国电信用户占比 ■ 中国移动用户占比 ■ 新联通用户占比

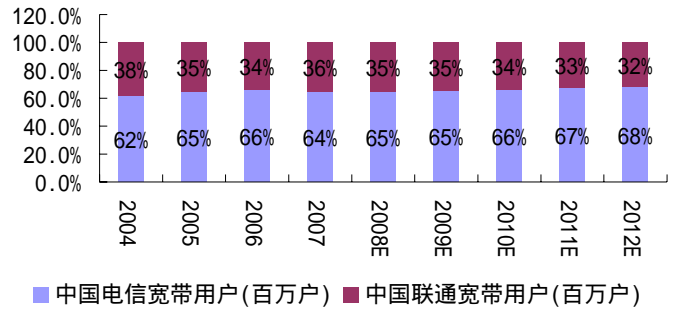
来源：国金证券研究所

- 重组后，中国电信移动用户将获得快速增长，增长动力主要来自于小灵通用户的转网、3G 新增用户的快速增长以及其他运营商用户的转网，2009、2010、2011 和 2012 年移动用户预计分别为 6,498.80、9,905.11、13,143.37、16,729.28 万户，2012 移动用户占比预计为 18%；重组后，2009、2010、2011 和 2012 年中国移动用户分别预计为 497,127.20、540,171.78、578,147.32 和 604,031.50 万户，2012 年用户占比为 63%；2009、2010、2011 和 2012 年新联通移动用户数量分别预计为 14,568.95、15,734.47、16,678.54 和 17,430.59 万户，2012 年用户占比预计为 19%。
- 重组后，2009、2010、2011 和 2012 年中国电信宽带用户分别预计为 59.3、75.9、94.9、115.8 百万户，新联通预计分别为 31.6、38.9、46.7 和 55.1 百万户。

图表79：2012年电信18%、移动63%、新联通19%



图表80：2012年宽带用户份额：电信68%、联通32%

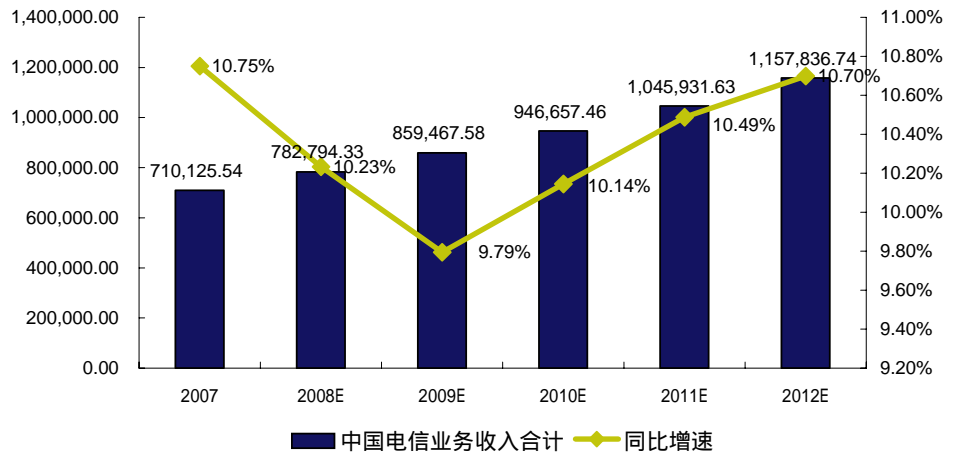


来源：各运营商年报，国金证券研究所

重组后，电信业务收入及运营份额分析与判断

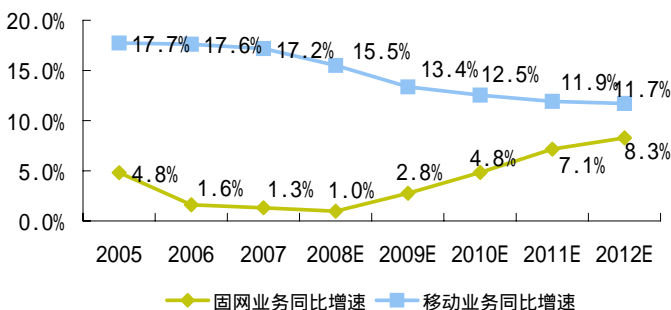
- 重组后，国内电信业务收入复合增长率预计 10%左右，增长动力主要来自于移动增值业务、宽带业务、ICT 及固定增值业务的持续增长，语音业务将面临竞争加剧，增速将下滑，2010 年固话占语音业务收入比例预计为 20%；

图表81：重组后，中国电信业务收入分析与预测（百万元）



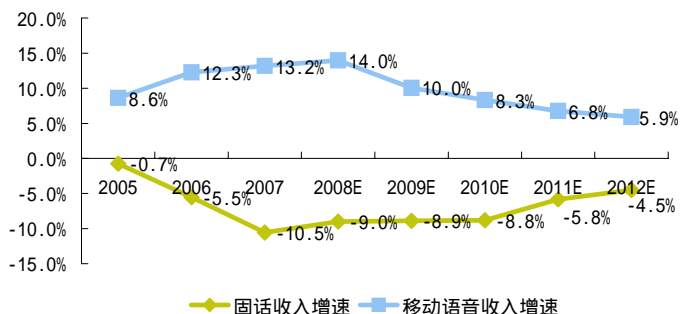
来源：各运营商年报，国金证券研究所

图表82：固定业务与移动业务收入增速分析与预测

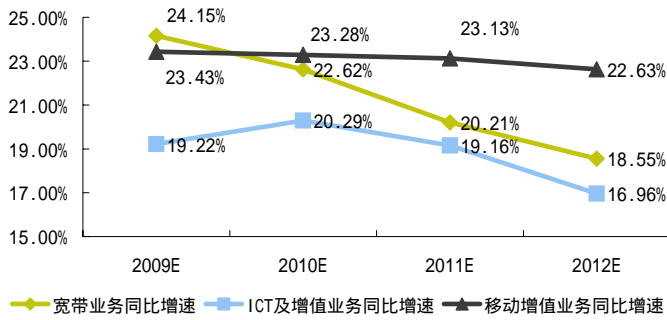


来源：各运营商年报，国金证券研究所

图表83：固话与移动语音收入增速趋势

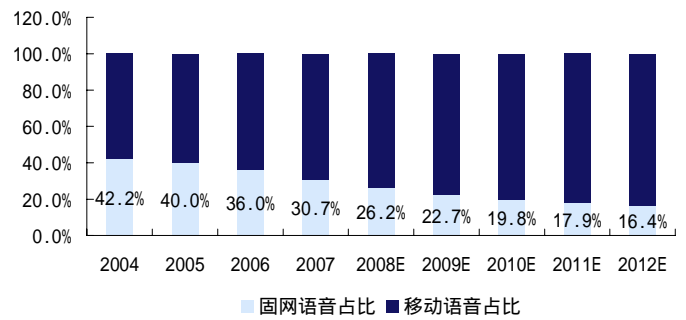


图表84：重组后，电信收入增长的主要动力分析



来源：各运营商年报，国金证券研究所

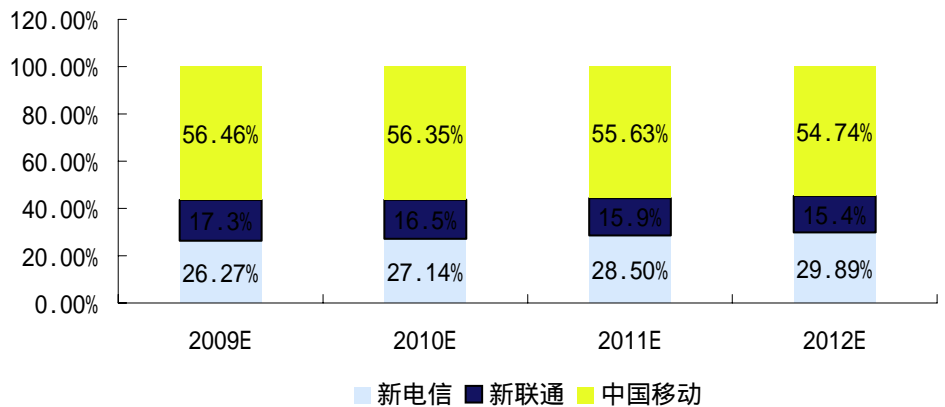
图表85：2010年固话占语音收入比例为20%



■ 重组后，各运营商业务发展比较分析：

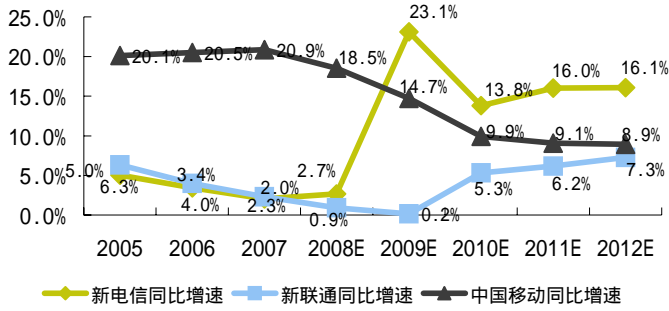
- ◆ 从收入占比看，未来5年中国电信收入将快速增长，中国移动龙头地位不会动摇，新联通在新一轮竞争加剧的产业环境中其弱势地位将会加剧，2012年中国电信、中国移动和新联通的市场份额预计分别为30%、55%和15%；
- ◆ 从收入增速看，中国电信增速最高，其发展前景在几家运营商中最为看好，2009、2010、2011、2012年收入增速预计分别为23.1%、13.8%、16.0%和16.1%，中国移动收入增速将下滑，2009、2010、2011、2012年分别为14.7%、9.9%、9.1%和8.9%，新联通的业务发展面临自身整合和行业竞争加剧其弱势地位进一步恶化的双重风险，重组后的1-2年内公司将面临重要考验，我们预计，2009、2010、2011、2012年公司收入增速分别为0.2%、5.3%、6.2%和7.3%；
- ◆ 从非语音业务占比看，新电信和新联通将持续保持较高的比例，中移动的移动语音仍将成为收入的主要来源，这客观制约了中国移动在国内电信业务的发展空间，我们预计，2012年电信、移动和新联通非语音业务收入占比分别为63%、41%和61%。

图表86：2012年收入份额：电信30%、新联通15%、移动55%



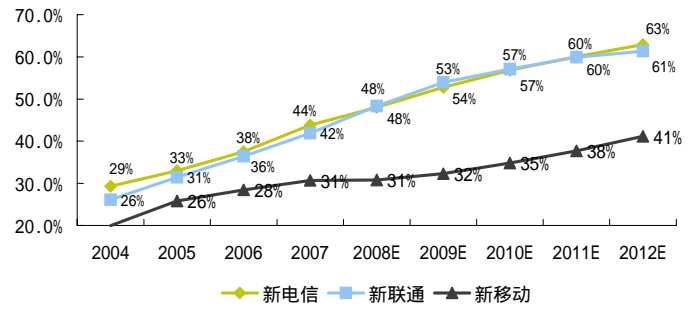
来源：国金证券研究所

图表87：重组后，各运营商收入增速比较分析

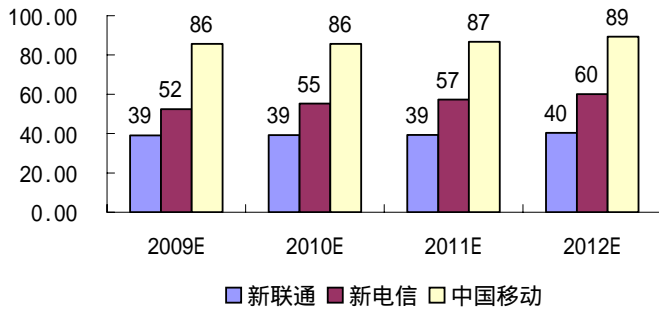


来源：各运营商年报，国金证券研究所

图表88：非语音业务占比

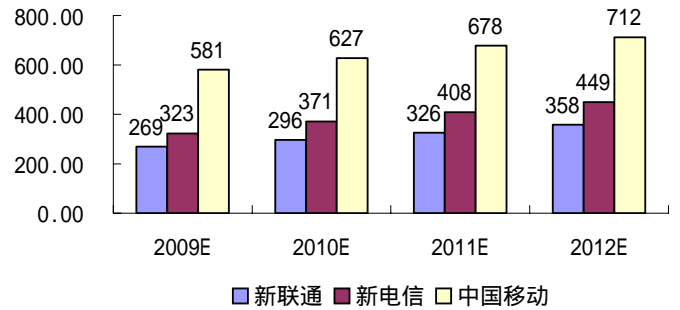


图表89：移动业务 ARPU 值比较 (元/户/月)



来源：各运营商年报，国金证券研究所

图表90：移动业务 MOU 比较 (分钟/户/月)



图表91：重组后，中国电信业务收入分析与预测 (百万元)

重组后，中国电信业务收入明细

项目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
本地电话									
装机/移机费	2,865.00	2,970.00	2,913.00	2,735.00	2,735.00	2,735.00	2,735.00	2,735.00	2,735.00
月租费	29,827.00	30,351.00	28,973.00	25,346.00	19,574.20	14,689.72	9,603.31	6,416.86	4,337.25
本地通话费	47,646.00	47,624.00	46,188.00	42,343.00	42,872.99	42,183.34	41,429.13	41,183.86	40,601.17
本地电话收入合计	80,338.00	80,945.00	78,074.00	70,424.00	65,182.19	59,608.06	53,767.44	50,335.72	47,673.42
国内长途电话费	26,231.00	25,993.00	25,517.00	24,127.00	24,191.81	23,802.66	23,377.09	23,238.69	22,909.90
国际、香港、澳门、台湾长途电话	3,788.00	3,407.00	3,140.00	2,882.00	2,776.42	2,652.19	2,554.19	2,464.39	2,429.53
网间结算	10,719.00	12,838.00	14,095.00	13,879.00	13,666.31	13,456.88	13,250.66	13,047.60	12,847.65
长途电话费合计	40,738.00	42,238.00	42,752.00	40,888.00	40,634.54	39,911.74	39,181.94	38,750.68	38,187.08
互联网业务	14,109.00	17,862.00	23,630.00	31,340.00	35,320.18	44,151.45	54,818.44	67,167.02	81,182.54
增值业务	3,015.00	9,976.00	14,133.00	19,231.00	25,667.49	31,330.88	38,473.16	46,192.42	54,240.84
基础数据业务	4,154.00	2,958.00	3,031.00	3,013.00	3,073.26	3,073.26	3,073.26	3,073.26	3,073.26
网元出租及其他	10,400.00	8,550.00	8,502.00	10,466.00	11,512.60	12,088.23	12,692.64	13,327.27	13,993.64
不含一次性初装摊销营业收入	152,754.00	162,529.00	170,122.00	175,362.00	181,390.26	190,163.61	202,006.89	218,846.37	238,350.77
一次性出装费收入	8,458.00	6,781.00	4,971.00	3,294.00	2,022.00	1,151.00	497.98	0.00	0.00
固定业务收入 (百万元)	161,212.00	169,310.00	175,093.00	178,656.00	183,412.26	191,314.61	202,504.87	218,846.37	238,350.77
电信CDMA业务									
通话费						15,833.54	25,753.69	37,450.35	50,036.87
月租费						4,734.26	5,475.51	5,513.40	5,325.22
网间结算收入						2,346.64	3,816.87	5,550.39	7,415.80
增值服务费收入						10,769.06	18,550.52	29,856.95	43,972.02
其它收入						810.02	850.52	893.05	937.70
CDMA业务收入合计 (百万元)						34,493.52	54,447.12	79,264.15	107,687.61
业务收入合计 (百万元)	161,212.00	169,310.00	175,093.00	178,656.00	183,412.26	225,808.13	256,951.99	298,110.52	346,038.38
同比增速		5.0%	3.4%	2.0%	2.7%	23.1%	13.8%	16.0%	16.1%

来源：运营商年报，国金证券研究所

图表92：重组后，新联通业务收入分析与预测（百万元）

项 目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
联通合并网通后收入明细									
本地电话									
装机/移机费	1,568.00	1,442.00	1,364.00	1,283.00	1,283.00	1,283.00	1,283.00	1,283.00	1,283.00
月租费	17,964.00	18,261.00	16,546.00	12,387.00	8,936.49	6,369.50	4,674.91	3,492.99	2,640.56
本地通话费	24,858.00	24,582.00	22,059.00	19,989.00	17,455.17	15,860.11	14,392.68	13,434.84	13,080.59
本地电话收入合计	44,390.00	44,285.00	39,969.00	33,659.00	27,674.66	23,512.61	20,350.60	18,210.82	17,004.14
国内长途电话费	11,266.00	10,260.00	9,495.00	8,769.00	7,804.28	7,076.96	6,689.77	6,502.07	6,393.93
国际、香港、澳门、台湾长途电话	1,285.00	1,180.00	819.00	791.00	736.20	663.43	614.59	579.60	553.03
网间结算	6,453.00	7,783.00	8,432.00	8,376.00	7,368.76	6,689.83	6,150.27	5,815.64	5,677.04
长途电话费合计	19,004.00	19,223.00	18,746.00	17,936.00	15,909.25	14,430.22	13,454.63	12,897.31	12,623.99
宽带服务	5,307.00	7,824.00	9,916.00	13,835.00	18,194.19	22,287.88	26,647.39	30,759.09	34,908.49
其他互联网相关服务	1,075.00	591.00	516.00	532.00	558.60	586.53	615.86	646.65	678.98
增值业务	2,993.00	4,000.00	5,341.00	6,114.00	7,769.04	8,232.95	8,812.29	9,677.63	10,292.85
管理型数据服务	1,584.00	1,656.00	1,413.00	1,284.00	1,309.68	1,309.68	1,309.68	1,309.68	1,309.68
网元出租及其他	2,591.00	2,596.00	2,540.00	2,521.00	2,571.42	2,571.42	2,571.42	2,571.42	2,571.42
信息通信技术服务	0.00	0.00	855.00	3,990.00	5,187.00	6,483.75	8,104.69	10,130.86	12,663.57
其它	991.00	2,281.00	2,492.00	2,617.00	2,748.27	2,886.12	3,030.89	3,182.93	3,342.58
不含一次性初装摊销额营业收入	77,935.00	82,456.00	81,788.00	82,488.00	81,922.11	82,301.17	84,897.46	89,386.38	95,395.72
一次性出装费收入	4,346.00	3,405.00	2,406.00	1,517.00	628.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入（百万元）	82,281.00	85,861.00	84,194.00	84,005.00	82,550.11	82,301.17	84,897.46	89,386.38	95,395.72
中国联通GSM业务									
通话费	31,997.00	32,077.00	33,609.00	35,111.67	33,444.23	33,808.43	36,147.97	37,933.68	41,428.13
月租费	6,922.40	6,840.00	7,370.00	6,965.33	6,845.41	3,235.31	3,249.54	3,306.74	3,404.62
网间结算收入	2,614.00	3,466.00	4,914.00	6,022.83	6,926.25	7,618.87	8,152.20	8,559.81	8,816.60
增值业务收入	4,543.00	7,966.00	11,543.00	13,528.20	17,171.18	20,151.17	22,483.29	25,342.49	27,461.89
其它收入	1,432.00	1,784.00	1,852.00	1,147.29	1,204.65	1,264.88	1,328.13	1,394.53	1,464.26
移动业务收入合计（百万元）	47,508.40	52,133.00	59,288.00	62,775.30	65,591.72	66,078.67	71,361.14	76,537.25	82,575.50
业务收入合计（百万元）	47,508.40	52,133.00	59,288.00	62,775.30	65,591.72	66,078.67	71,361.14	76,537.25	82,575.50
合计收入同比增速		9.7%	13.7%	5.9%	4.5%	0.7%	8.0%	7.3%	7.9%

来源：运营商年报，国金证券研究所

图表93：重组后，中国移动收入分析与预测（百万元）-没有考虑铁通情况下

中国移动GSM/3G业务									
	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
通话费	136,876	156,710	189,710	226,488	275,916	313,714	335,020	351,074	362,400
月租费	26,458	25,055	21,629	20,856	16,941	14,894	12,748	11,400	10,511
短信业务	16,380	24,692	32,200	41,935	54,613	71,124	92,627	120,631	157,102
语音增值业务	8,548	15,896	16,426	18,169	17,205	16,693	16,271	15,897	15,551
非短信数据业务	6,723	9,599	20,654	31,505	39,577	49,295	57,222	63,336	68,705
其他(主要网间结算)	9,008	13,089	14,710	18,006	18,806	19,559	19,559	19,559	19,559
通信服务收入(百万)	203,993.00	245,041.00	295,329.20	356,959.00	423,058	485,280	533,447	581,897	633,827
增速	13.90%	20.12%	20.52%	20.87%	18.52%	14.71%	9.93%	9.08%	8.92%

来源：运营商年报，国金证券研究所

重组后，各运营商综合竞争力比较分析

- 根据本报告第一、二章结内容的深入分析，我们得出如下结论：重组后，各运营商的带宽资源、产业链整合力、新业务创新与发展能力、客户拓展、资产运作效率、战略资源的领悟及投资能力、公司品牌形象将成为全业务经营模式下的竞争焦点和热点；基于如此，我们以上述各项指标作为评估各运营商综合竞争力的主要标准，并且鉴于重组后我国电信产业演进特征的阶段性差异，在时间维度上分为业务捆绑与融合阶段、终端及网络融合阶段，详细比较如下图表所示。
- 业务捆绑与融合阶段（重组后 1-2 年内）：中国电信综合竞争力提升的关键在于业务捆绑和信心的提振，其综合竞争力较移动仍然存在差距；中国移动的综合竞争力无实质性影响，但竞争优势将会弱化；新联通面临企业文化融合和业务整合的两难境地，其竞争优势在短期内被掩埋；
 - ◆ 中国电信获得移动业务后，面临全业务模式下的多重业务捆绑以及原有固网业务的移动化（移动 IPTV、移动全球眼、移动号百业务以及综合 VPN 等新业务和新服务）的发展契机，在短期内将获得信心提振，多年来对移动业务的苦盼和准备将在短期内获得激情式的释放，其综合竞争力提升的关键主要体现在网络资源的获取、新业务、新服务的层出不穷、企业品牌形象的提升等方面，诸如产业整合力、新业务创新能力以及财务投资能力在短期内难以有实质性的改观，其综合竞争力较中国移动仍将存在明显差距；
 - ◆ 中国移动获得全业务牌照后，在固网宽带业务发展方面，由于骨干网和接入网络资源的自然垄断性、以及固网从市场到运维所需的庞大的支撑体系，都将使中移动在短期内难以有所作为；在移动产业链整合力和主导力、移动增值业务创新力及投资能力等方面，移动的领先优势在短期内难以撼动；在客户发展方面，中移动将面临电信对集团大客户和移动中高端客户的强力争夺，原本的网络规模和用户规模的绝对优势将因竞争对手的多业务捆绑策略和宽带化的产业趋势逐步弱化，其竞争优势将会弱化。
 - ◆ 在本轮重组中，中国联通与网通的合并难度最大，从并购动机上看完全是政府操刀，公司本身无论是在战略上还是业务上均没有事先的准备（这与中国电信为移动业务在战略到组织结构、从网络到业务的多年准备和主动性收购相比完全不能相提并论），合并后，新联通在战略制定和业务发展策略上均处于被动的地位；从企业整合的周期看，新联通将面临组织结构调整、人事安排、企业文化融合、业务整合等众多不确定性的因素，整合周期至少需要 1-2 年，这将对公司的业务发展带来严重的负面效应。从未来 1-2 年看，新联通的业务发展及创新能力、战略资源投资能力等仍将处于绝对弱势的地位。
- 终端及网络融合阶段（重组后 3-5 年）：中国电信综合竞争力快速提升的关键在于产业整合能力、基于 F-FMC 衍生的融合业务（动态实现固网与移动的自动漫游和网络优化等功能）成本优势、资产使用效率提升、综合财务指标的改善等方面，其综合竞争力将超越中国移动；中国移动因资产使用效率（目前的网络使用效率几乎达到了极致）的下滑和带宽资源（主要体现在固网接入网资源和移动频率资源）的缺失将面临发展瓶颈，新的利润增长点取决于海外业务收购与拓展；新联通综合竞争力提升的关键因素取决于企业整合的进度和效果、引进战略投资者实现从资金到管理水平等方面改善和提升。

图表94：重组后，各运营商综合竞争力比较分析

细分	关键因素	权重 (%)	业务捆绑与业务融合阶段(09-10年)			终端融合及网络融合阶段(11-13年)		
			中国电信	中国移动	联通与网通	中国电信	中国移动	联通与网通
网络资源(10分)	骨干网	2%	10	2	6	10	6	7
	传输网	2%	9	10	5	10	10	7
	固定宽带接入(DSL/FHXX/WIFI)	3%	10	2	5	10	3	5
	移动宽带接入(3G/4G)	3%	3	10	5	5	10	6
产业链整合(20分)	产业链的主导力	4%	6	10	5	9	10	8
	业务链的整合力	6%	7	10	5	10	10	7
	价值链的控制力	6%	7	10	5	10	10	8
	产品与服务的定价能力	4%	10	9	8	10	7	8
新业务发展(20分)	创新机制建立与实施	7%	8	10	6	9	10	8
	业务发展空间及机会	6%	8	10	8	10	9	8
	客户化产品与服务	4%	9	10	7	10	8	6
	运行维护支持能力	3%	9	10	8	10	10	8
客户资源(20分)	政企大客户获取与保留	5%	10	6	5	10	8	6
	中小企业客户开拓力	3%	10	6	5	10	6	6
	家庭客户用户规模(含宽带)	5%	10	1	5	10	3	5
	个人客户用户规模及结构	7%	2	10	4	5	10	5
财务能力(20分)	收入、利润成长空间	5%	10	7	5	10	7	6
	盈利能力	5%	5	10	4	8	10	5
	现金管理及投资能力	5%	6	10	4	8	10	4
	资产管理效率	5%	5	10	4	7	10	5
品牌形象(10分)	人力资源	3%	8	10	6	9	10	6
	企业形象与产品品牌	3%	9	10	7	10	10	7
	应变能力	2%	9	10	8	10	10	8
	公共关系	2%	9	10	8	10	10	8
综合竞争力得分		100%	7.53	8.64	5.55	8.96	8.73	6.46

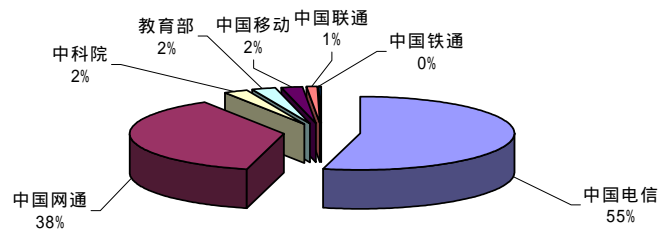
来源：国金证券研究所

图表95：八家骨干网的国际出口带宽数

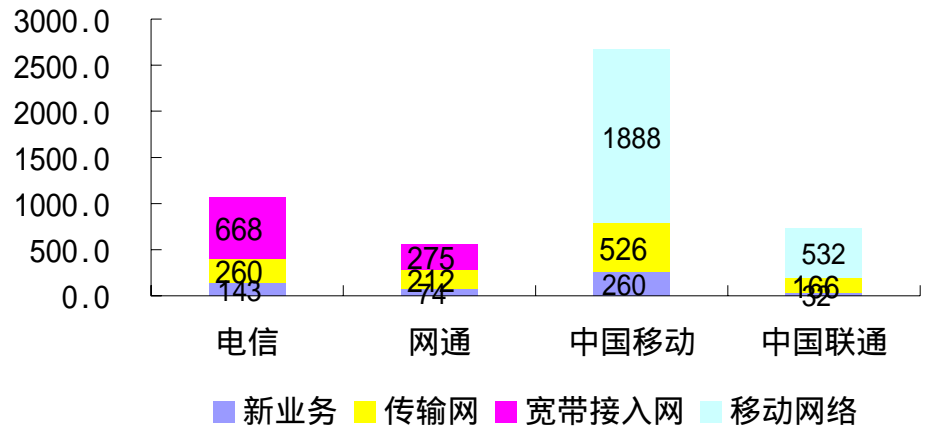
骨干网名称	资源归属	国际出口带宽数 (Mbps)
中国公用计算机互联网 (CHINANET)	中国电信	198,353
宽带中国CHINA169网	中国网通	138,887
中国科技网 (CSTNET)	中科院	8,810
中国教育和科研计算机网 (CERNET)	教育部	9,052
中国移动互联网 (CMNET)	中国移动	8,260
中国联通互联网 (UNINET)	中国联通	4,319
中国铁通互联网 (CRNET)	中国铁通	1,244
中国国际经济贸易互联网 (CIETNET)		2
合计		368,927

来源：CNNIC，国金证券研究所

图表96：运营商骨干网占比



图表97：网络投资结构看运营商转型（06、07、08E 三年累计）



来源：公司报表，国金证券研究所

美国运营商整合对我国的借鉴意义

美国运营商兼并事件与公司股价的关系比较分析

- 2006年12月，AT&T美国电话电报公司以860亿美元收购BellSouth南方贝尔，收购后，AT&T拥有美国最大的长途通信网络和美国第一大移动运营商Cingular公司（AT&T于2004年收购），成为美国最大的全业务运营商。该项收购从宣布收购到完成收购历时10个月，在此期间股价上涨36.9%（对应的S&P500指数上涨12.3%），截至2008年4月21日AT&T公司股价较股权收购日（2006年12月29日）上涨了7.6%（对应的S&P500指数下跌2.6%）。
- 2005年2月，美国第二大移动运营商Verizon收购美国第二大长途通信固网运营商MCI，收购完成后，成为美国第二大全业务运营商。该项收购历时11个月，在此期间股价下跌13.4%（对应的S&P500指数上涨7%），截至2008年4月21日公司股价较股权收购日（2006年1月6日）上涨了17%（对应的S&P500指数下跌9%）。
- 2005年，美国第三大移动运营商Sprint公司针对AT&T无线与Cingular并购的反应举动，以350亿美元对价收购了美国第五大移动运营商Nextel全部股权，成为美国第三大移动运营商。该项收购历时9个月，在此期间股价上涨11.9%（对应的S&P500指数上涨1.9%），截至2008年4月21日公司股价较股权收购日（2005年8月12日）下跌了71%（对应的S&P500指数上涨13.9%）。

图表98：美国各运营商收购事件与股价的关系比较

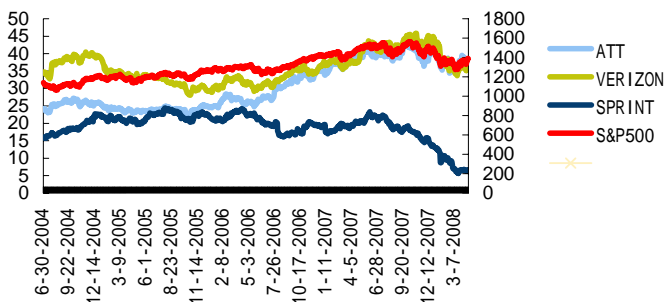
AT&T收购BellSouth 时间	统计始点 2004年6月30日	宣布收购时间 2006年3月8日	完成收购时间 2006年12月29日	统计结点 2008年4月21日
AT&T当日收盘价较统计始点涨幅	0	10.5%	47.4%	55.0%
S&P500指数较始点涨幅	0	12.1%	24.3%	21.7%
DOW JONES TELECOM INDEX 较始点涨幅	0	16.6%	38.8%	25.2%

Verizon收购MCI 时间	统计始点 2004年6月30日	宣布收购时间 2005年2月14日	完成收购时间 2006年1月6日	统计结点 2008年4月21日
Verizon当日收盘价较统计始点涨幅	0	0.0%	-13.4%	3.6%
S&P500指数较统计始点涨幅	0	5.7%	12.7%	21.7%
DOW JONES TELECOM INDEX 较始点涨幅	0	5.9%	6.9%	25.2%

Sprint收购Nextel 时间	统计始点 2004年6月30日	宣布收购时间 2004年12月15日	完成收购时间 2005年8月12日	统计结点 2008年4月21日
Sprint当日收盘价较统计始点涨幅	0	36.5%	48.6%	-58.0%
S&P500指数较统计始点涨幅	0	5.7%	7.8%	21.7%
DOW JONES TELECOM INDEX 较始点涨幅	0	12.4%	8.1%	25.2%

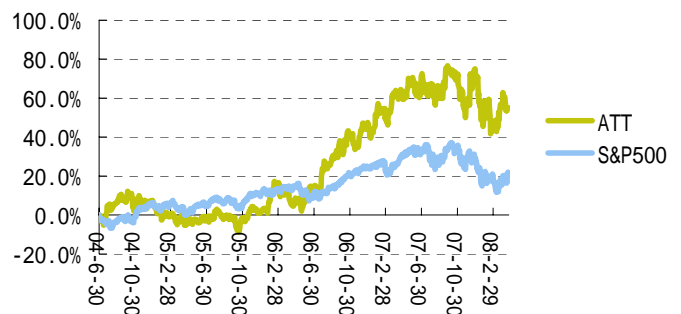
来源：bloomberg，国金证券研究所

图表99：美国三大运营商股价走势比较

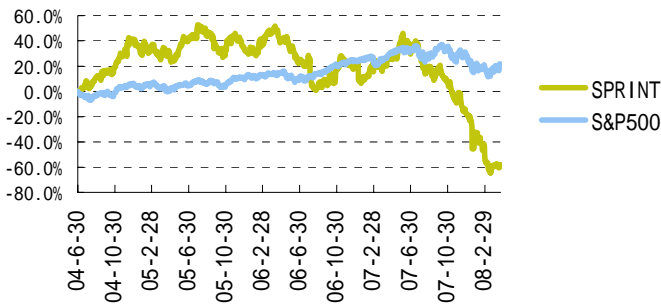


来源：bloomberg，国金证券研究所

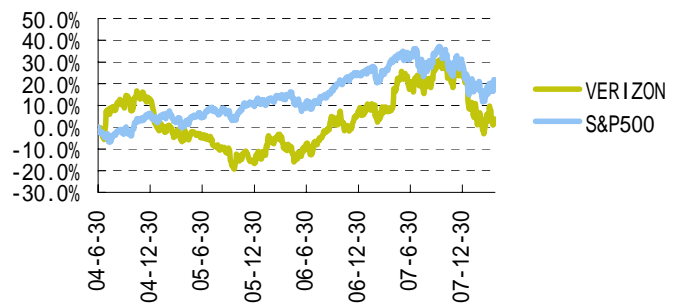
图表100：AT&T 股价与 S&P500 指数走势比较



图表101：SPRINT 股价与 S&P500 指数走势比较：



图表102：VERIZON 股价与 S&P500 指数走势比较

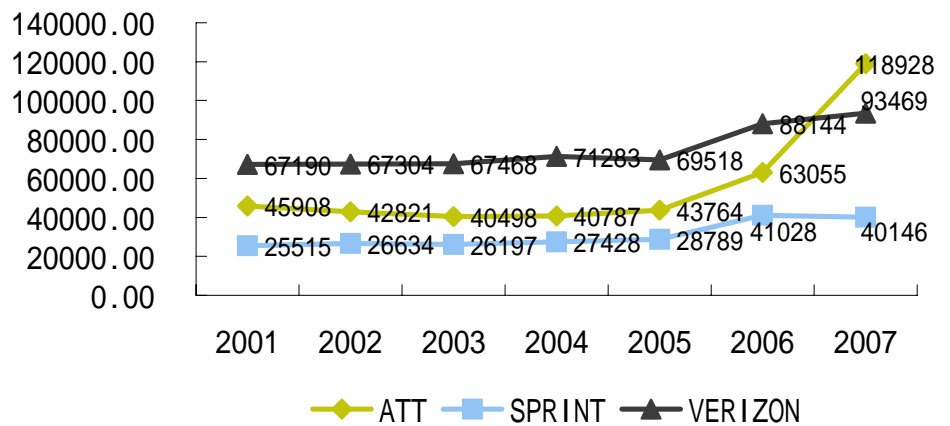


来源：bloomberg，国金证券研究所

美国运营商整合后的竞争格局分析

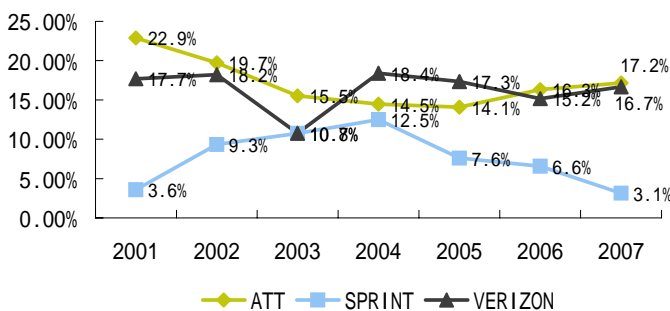
- 整合后，竞争加剧，强势运营商在新一轮竞争中胜出，弱势运营商进一步恶化。
- ◆ 从营业收入看，ATT 合并南方贝尔，考虑合并收入因素，2007 年实际收入较 2006 年增长 1.6%，VERIZON 合并 MIC 后，2007 年收入同比增长了 6%，而 SPRINT 合并 NEXTEL 后，2007 年同比增长为-2%。
- ◆ 从赢利能力看，ATT 合并后，各项赢利指标明显改善，VERIZON 赢利能力下滑，SPRINT-NEXTEL 持续恶化。

图表103：美国各运营商业务收入发展比较（百万美金）



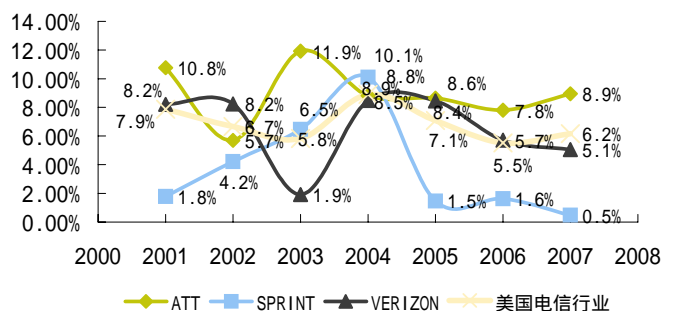
来源：bloomberg，国金证券研究所

图表104：美国主要运营商营业利润率比较

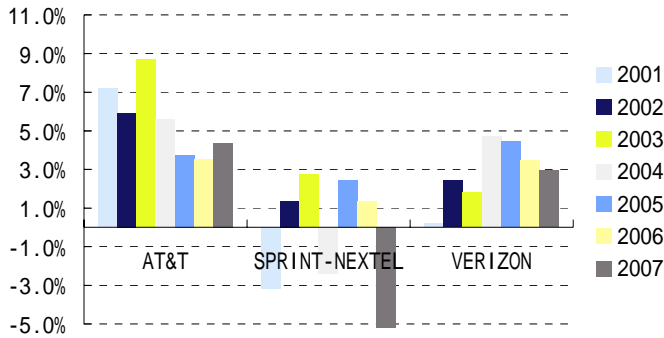


来源：bloomberg，国金证券研究所

图表105：扣除非经常性项目损益后净利润比较分析

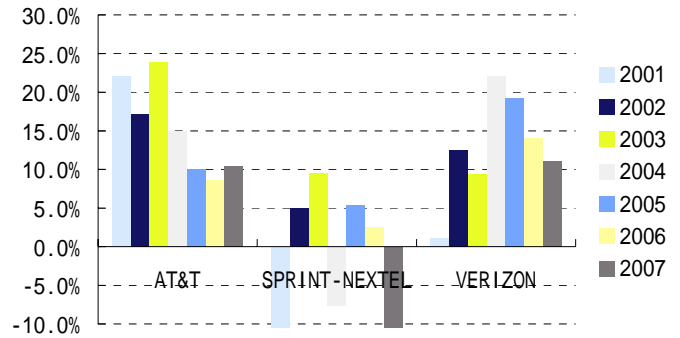


图表106：ROA 比较：ATT 改善、VERIZON 略降、SPRINT 大幅恶化



来源：bloomberg，国金证券研究所

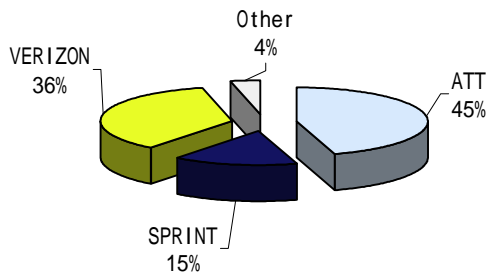
图表107：ROE 比较：ATT 改善、VERIZON 下降、SPRINT 持续恶化



■ 竞争格局：回归寡头时代

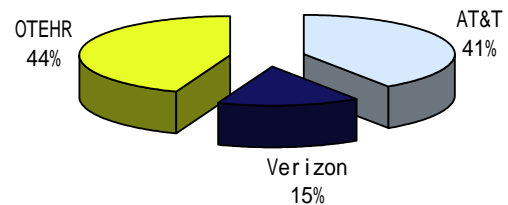
- ◆ 数据表明，美国电信市场经过一系列的并购，其竞争格局重归垄断。从收入占比看，2007 年 AT&T、VERIAZON、SPRINT-NEXTEL 市场份额分别为 45%、36%和 15%，按目前趋势发展，美国的电信市场将在不久的将来呈现 AT&T 和 Verizon 并立的双寡头垄断格局；从固网用户份额看，2007 年 AT&T、VERIAZON、其他运营商占比分别为 41%、15%和 44%；移动用户占比看，2007 年 AT&T、VERIAZON、SPRINT-NEXTEL 市场份额分别为 33%、30%和 21%；

图表108：07 年美国运营商收入市场份额

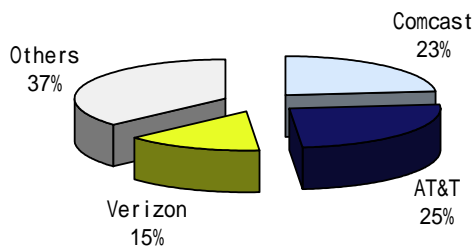


来源：IDATE / Ofcom，国金证券研究所

图表109：2007 年美国固网用户市场份额

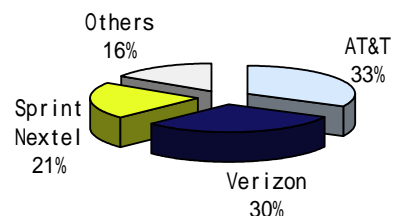


图表110：2007 年美国宽带用户市场份额



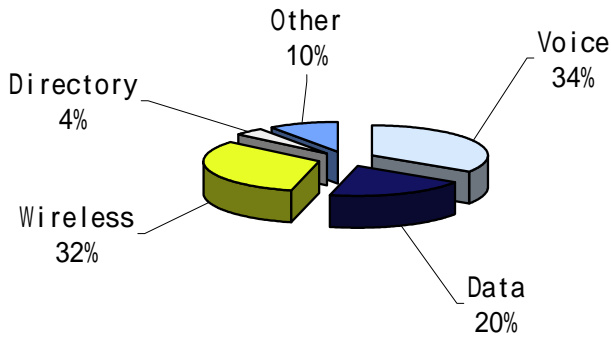
来源：IDATE / Ofcom，国金证券研究所

图表111：2007 年美国移动用户市场份额



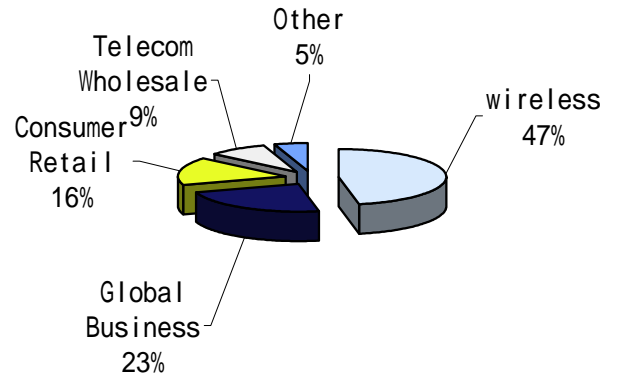
- ◆ 新的格局更多反应了电信产业规模经济性及自然垄断性的本质诉求以及运营商必须顺应融合趋势而实现全业务经营转型的时代需求。

图表112 : ATT : 固定业务占比 68%、移动占比 32%

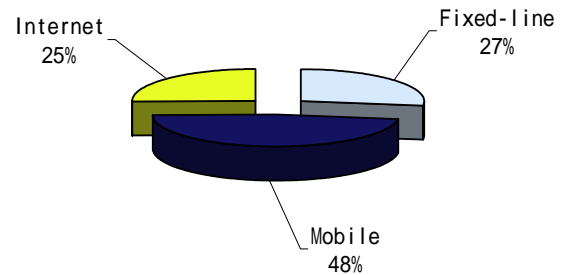


来源：公司年报，国金证券研究所

图表113 : VERIZON : 固定业务占比 53%、移动 47%

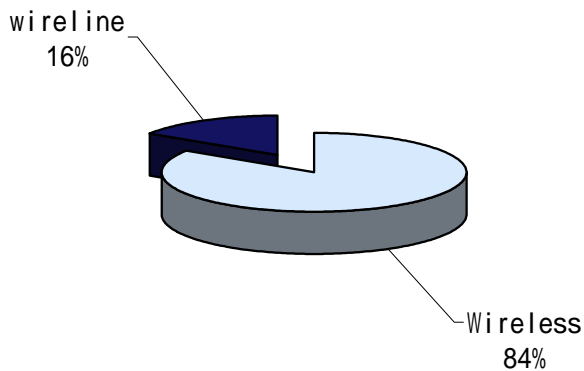


图表115 : 2007 年美国电信业务收入结构



来源：公司年报，国金证券研究所

图表114 : SPRINT : 移动业务占比 84%



基本结论

- 中长期看好中国电信的发展前景，维持强买投资评级
 - ◆ 重组后，中国电信在增量市场上无论收入增速与用户数量增速等方面均具有领先优势，国家信息化战略实施与全业务经营衍生层出不穷的新业务、新技术和新服务都将使中国电信在下一阶段竞争受益最大，目前公司股价估值水平与公司未来广阔的发展空间形成明显的背逆，是我们强烈推荐中国电信的主要原因，维持强买投资评级；
- 对中移动投资建议：建议短期谨慎，长期看好，投资评级请跟踪后续的《中国移动价值投资分析报告》
 - ◆ 短期，国家陆续出台对弱势运营商的政策扶持和对强势运营商的非对称管制政策，均将对公司股价有其负面影响，建议谨慎；
 - ◆ 中长期看，中国移动仍将在 3-5 内在用户规模、经营收入、营业利润等方面保持龙头的地位，公司在产业链整合力、移动业务发展与创新以及战略资源的投资力将保持领先优势，但是公司的用户规模增速、经营收入增速、净利润增速等多项指标将会有所放缓，综合竞争力肯定会弱化，公司的利润增长点取决于资本运作效率的提高和海外业务收购与扩张，我们看好中移动的长期发展前景，投资评级请跟踪后续的《中国移动价值投资分析报告》；
- 中国联通的投资建议，短期把握重组过程中的交易性机会，中长期建议谨慎，详细合并价值请跟踪即将发布的《中国联通合并价值分析报告》
 - ◆ 在重组过程中，中国联通享有重组地位优势，一方面出售 CDMA 业务价值获得溢价，另一方面联通红筹换股合并网通红筹的过程中，以移动运营商高估值水平换股合并固网运营商的低估值，存在明显的合并价值，我们建议投资者短期把握联通红筹（或联通 A 股）在重组过程中的交易性投资机会，详细合并价值请跟踪即将发布的《中国联通合并价值分析报告》；
 - ◆ 从中长期看，根据我们本报告的分析结论，重组后，新一轮的竞争将会加剧，语音业务竞争将会白热化，移动增值业务以及产业链整合将会成为各运营商的竞争焦点和热点，重组后的新联通无论新业务发展还是产业链整合力和控制力较中国电信和中国移动存在明显差距，其弱势地位难以改变，根据美国运营商整合经验看，收购结束后，弱势运营商无论是业务表现还是股价表现均将处于明显弱势地位，基于如此，我们建议投资者中期（2009-210 年）持谨慎态度，长期建议关注公司引进战略投资的力度以及管理体制的改革进程等。

公司投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

- 增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
- 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。