

Companies

我国 3G 产业现状和发展前景分析

5年内将有一半手机用户成为3G用户

●预测三大运营商 2009-2011 年 3G 投资分别为 1300 亿元、1000 亿元和 700 亿元,三年 3G 总投资额为 3000 亿元。但不排除各大运营商积极响应政府拉动内需的部署,以及竞争的需要,2009 年投资步伐比预期的更快一些。

●乐观估计,2009 年底,以大规模用户放号为标志,中国通信业将全面进入 3G 时代,届时 3G 将全面开始商用。

●2-3 年后,3G 用户发展将进入高峰期,以及 2G 用户向 3G 用户迁移的高峰期,预计 5 年内将有一半的移动用户成为 3G 用户;中国 3G 的发展将极大地推动全球 3G 的发展,2009 年将是继 2007 年之后,全球发展的又一加速期。

◎ 中信建投 戴春荣 陈政

3G 网络总投资情况

重组后的新三大运营商,其 3G 网络投资初步计划均已出来。中国联通计划 2009-2010 年移动总投资 2G+3G 1000 亿元,其中 2009 年投资 70%,2010 年投资 30%,2G 和 3G 投资分配大约为 4:6;移动计划 2-3 年内 TD-SCDMA 总投资 1100 亿元;电信则计划 3 年内投资 800 亿元。

重组完成后,新三大运营商全部获得全业务经营资格,竞争将进一步加剧,运营商的下一步重点将转到全力以赴建设 3G 网络上。我们预测三

大运营商 2009-2011 年 3G 投资分别为 1300 亿元、1000 亿元和 700 亿元,三年 3G 总投资额为 3000 亿元,较工信部部长李毅中预计的 2009-2010 年两年 2800 亿元的计划要慢一些。但不排除各大运营商积极响应政府拉动内需的部署,以及竞争的需要,2009 年投资步伐比我们预期的更快一些。但如果 3G 投资过快,其中也蕴涵了一定的风险,尤其是对于中国移动的 TD 网络,风险会更大一些。

最近几年,运营商资本支出基本保持平稳,每年只有几个百分点的增减。正是由于重组后竞争加剧和 3G 网络建设,使得 2008 年下半年开始运营商投资骤然升温。预测 2009 年投资额 3320 亿,同比增长 21%。其中

2008 年 4 季度至 2009 年 3 季度处于增速高峰 (25%-30%);2010 年投资额将同比略下降,2011 年 (或最早 2010 年下半年)将进入明显的周期下行区间。

3G 网络运营和用户发展情况展望

按三大运营商的计划,最晚的运营商也将在 2009 年 3 季度就推出 3G 服务。我们测算,如果按建网最晚的联通计算时间,2009 年年初开始建网,根据以往的建网和运营经验推测,3G 网络部署大概需要 6 个月时间,业务调试需要 3 个月左右时间,再加上初期较慢放号的时间,那么乐观估计,2009 年底,以大规模用户放号为标志,中国通信业将全面进入 3G 时代,届时 3G 将全面开始商用。

中国电信:由于 CDMA 网络可以平滑升级到 3G (主要软件升级),难度较小,因此电信放号,有信心首家推出 3G 服务,且在 3G 牌照发放后一个月内即可升级,一个月后开始向客户提供 3G 服务。那么,2009 年 1 月份放号,则电信 2 月份就可提供 3G 服务。确实,按正常推算,电信应该是第一个大规模提供 3G 服务的运

营商。2009 年,公司目标发展 CDMA 用户 3500 万户,可以说这一目标非常具有挑战性,但充分显示出电信的决心。

中国移动:移动 TD-SCDMA 网络,由于已在 10 个城市建设,因此也已有一些基础。至去年 12 月 5 日,累计发展 TD 用户 33.7 万户,其中社会化业务测试招募客户 15.4 万户,服务奥运专用客户 10.5 万户,试商用客户 7.8 万户。商业用户还非常少。从以上数据看,到目前为止,中移动发展 TD 用户的情况依然较慢。

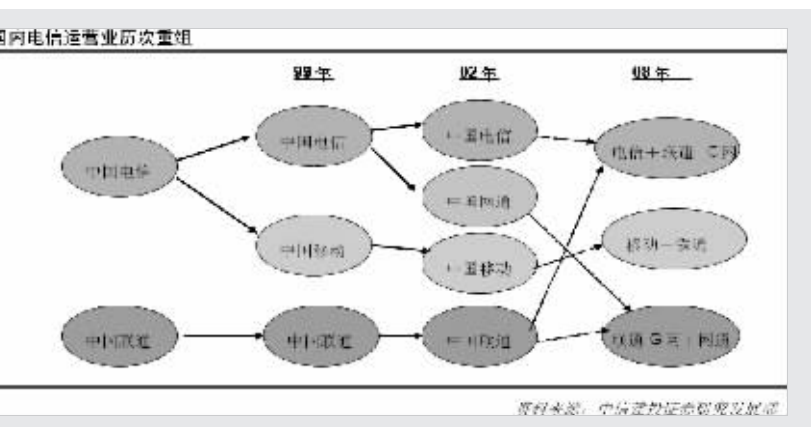
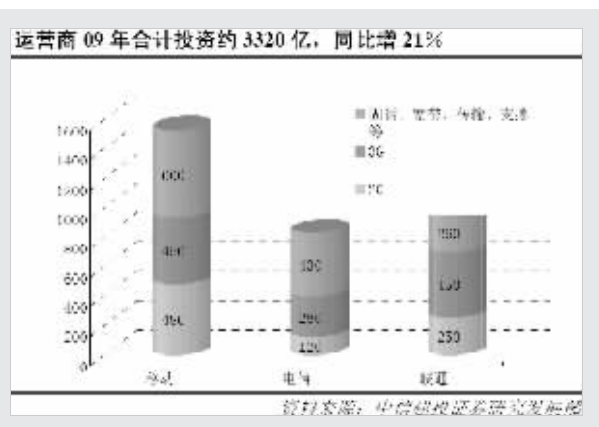
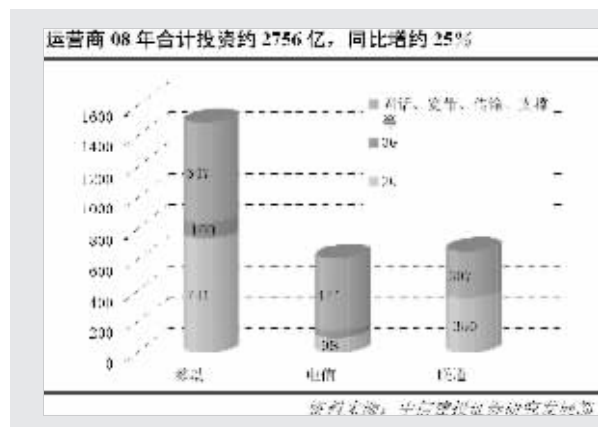
中国联通:联通获得的 WCDMA 牌照应该说含金量最高。联通计划 2009-2010 年在移动领域总计 1000 亿元的投资开支,以这一计划来看,应该两年内就已在在全国范围内建成初步覆盖的网络,建设速度将超出预期。

未来 3G 市场竞争格局变化

中国移动由于其网络质量、网络覆盖、业务拓展能力、盈利能力、拥有的用户数量和高端用户数量等方面的过于强势,其未来 2-3 年的绝对优势地位不会动摇,短期内,电信和联通对移动不会构成大的威胁。但几年以后,真正进入到 3G 时代,市场竞

争格局将会出现大的变化,移动的“一家独大”将可能成为历史,如果经营得好,联通最可能借 WCDMA 崛起。

我们预计,3G 在中国的未来发展将有以下几个特点:1)与全球发展趋势一样,在技术上将向高速率化、宽带化、IP 化方向发展;2)网络不断向 3G 演进,其中 WCDMA 是沿着 HSDPA、HSUPA 和 HSPA+ 演进,TD-SCDMA 也是向 HSDPA、HSUPA 和 HSPA+ 演进,CDMA2000 则是向 EV-DORevA 和 RevB 演进,当然在这个过程中,如果 4G 的 LTE (UMB)发展迅速,也可能国内运营商会跳过某一阶段,直接向前演进;3)对比韩,目的成功经验,3G 数据业务在中国的发展具有强劲的用户基础,未来发展前景明确,预计运营商未来几年增值业务 数据业务收入占比将快速增长;4)2G 和 3G 网络将长期共存,尤其在发展初期,2G/3G 双模手机将成为重要过渡期产品;5)2-3 年后,3G 用户将进入高峰期,2G 用户向 3G 用户迁移的高峰期也将出现,预计 5 年内将有一半的移动用户成为 3G 用户;6)中国 3G 的发展将极大地推动全球 3G 的发展,2009 年将是继 2007 年之后,全球发展的又一加速期。



利好三细分行业

◎ 海通证券 陈美凤

2009 年将掀 3G 投资建设高潮,短期看好通信设备、软件与服务以及 SP 企业股价。估计 2008 年三大运营商 2G 和 3G 合计投资不超过 1500 亿元,其中 3G 投资估计不超过 500 亿元。前期工信部官员表示 2009 年和 2010 年国内 3G 投资合计将超过 2800 亿元,其中 2009 年可能会达到 1500 亿元。可见,2009 年国内移动通信开支将大幅增长。

受企业缩减费用开支以及移动通信市场竞争加剧的影响,我们认为 2009 年三大电信运营商均面临 ARPU 值下滑的压力,其整体营收和盈利难以实现大幅增长,股价表现更多源于政策的催化而非业绩催化;通讯设备方面,主设备和配套设备供应商将明显受益,传输设备厂商亦将受益但幅度不大,移动终端厂商受益于 3G 手机定制但短期难以化解宏观经济增长下行和竞争白热化带来的盈利压力。整体来看,通信设备厂商 2009 年的业绩将因 3G 而改善,但价格竞争增加了盈利增长的不确定性;通信 IT 厂商及 SP 尽管大多受益在 3G 建设后期,但我们认为他们受宏观经济影响相对较小且面临较小的价格竞争压力,其业绩增长的不确定性最高。

尽管面临海外市场订单的不确定性以及国内市场价格竞争压力,我们认为中兴通讯目前股价已经反映了市场的担忧,按照我们的盈利预测,公司股价在 A 股市场上仍有较大吸引力;拓维信息面临较小的宏观风险,所得税率下调带来盈利上修机会;此外,考虑到 3G 发牌将成为行业上涨的催化剂,我们维持中国联通、华胜天成、亿阳信通和武汉凡谷“增持”的投资评级。

主要不确定性:价格竞争可能会导致 3G 投资规模大幅低于预期。

三家运营商今明两年财务预测

◎ 中金公司 陈昊飞

中移动

以下预测假设 TD-SCDMA 损失控制良好,且不会对中电信和联通发起大规模的价格战来维持其市场份额。

1) 倘中国 2009 年 GDP 仍能增长 7.5%-8%, 预计中移动的平均用户同比增长 18%, ARPU 则同比下降 7%。

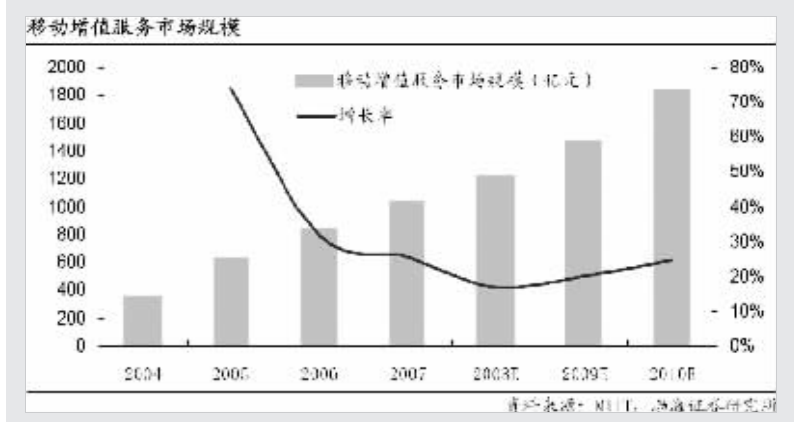
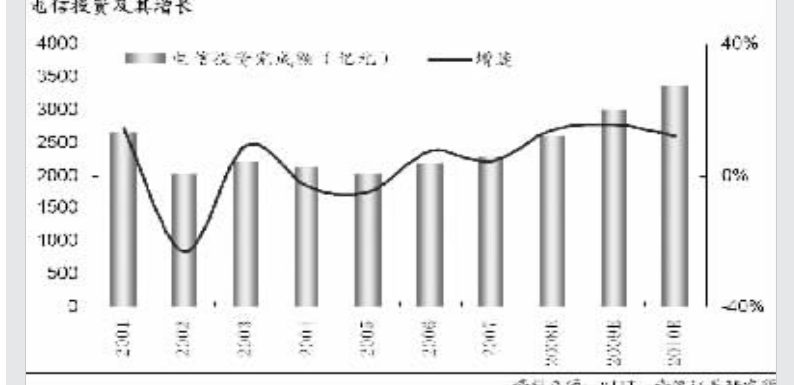
营业额同比增长 10%, EBITDA 利润率同比下降 1.7 个百分点至 51.6%, 净利润同比增长 7.7%。

2) 预期 2009 年资本开支同比减少 12%, 自由现金流同比增长 50%, 股息同比增长 12%。

3) 2010 年的情形预计类似。

中电信

以下预测假设 CDMA 网络质量/



覆盖的改善和主要地区的 CDMA2000 的 3G 功能在 2009 年首季后将就绪。作为移动业务的新来者,中电信将采取激进策略,但即使最为激进的方案亦将保证盈亏平衡并产生正现金流。

1) 移动业务方面,预计 2009 年平均用户同比增加 1,540 万或 53%, ARPU 同比下降 3%, 收入同比增长 48%, 租赁前 EBITDA 利润率同比下降 30 个百分点至 5.5%, 主要由于高达 150 亿元的手机补贴支出。预计移动业务 2009 年录得亏损 86 亿元。

2) 固网业务方面,预计平均语音用户同比减少 6%, ARPU 同比下降 9%, 宽带用户同比增长 26%, ARPU 同比上升 4%, 固网业务收入同比增长 1.3%, EBITDA 利润率上升 0.8 个百分点至 48.8%。预计小灵通业务 2008 年约 250 亿元的核销将在 2009 年节约 20 亿元左右的折旧,预计固网业务 2009 年盈利同比增长 23.6% 至 267 亿元。

3) 全业务合并总收入 2009 年同比增长 9.9%, EBITDA 同比下降 6.3%, EBITDA 利润率下降 7 个百分点至 39.7%, 净利润同比倒退 22%。预计 2009 年固网资本开支同比减少 4%, 总自由现金流增加 0.9%, 股息收益率持平。

4) 尽管 2009 年盈利显著下滑,但自由现金流不会如此,因为手机补贴需要进行现金预存。2009 年相当一部分的现金预存不会确认为收入,而是作为预付款来改善营运资金。此等预付款将于 2009 年被确认为收入。预计 2010 年净利润同比增长 30%, 基本重返 2008 年的水平。

联通

以下预测假设 WCDMA 网络于 2009 年三季度未开始运营;如其较早投入运营可能进一步降低 2009 年的净利润,因为这将增加 2009 年的折旧及营销费用。

1) 移动业务方面,预计 2009 年平均用户数同比增加 1,300 万或同比上升 10%, ARPU 同比下降 7%, 收入同比增长 2%, EBITDA 利润率持平在 41.7%。预计移动业务 2009 年盈利同比下降 7% 至 59 亿元。

2) 固网业务方面,预计平均语音

用户同比减少 7%, ARPU 同比下降 14%, 宽带用户同比增长 32%, ARPU 同比上升 2%, 固网业务收入同比下降 1%, EBITDA 利润率下降 2.1 个百分点至 47.1%。预计小灵通业务 2008 年约 125 亿元的核销将给 2009 年节约 10 亿元左右的折旧成本, 预计固网业务 2009 年的净利润将同比倒退 11% 至 80 亿元。

3) 全业务合并 2009 年总收入预计同比增长 0.4%, EBITDA 同比下降 2.2%, EBITDA 利润率下降 1.2 个百分点至 45.1%, 净利润同比倒退 9%。预计 2009 年资本开支同比增加 46% (移动业务资本开支增加 70% 至 659 亿元, 固网业务资本开支下降 1% 至 200 亿元), 自由现金流为 -120 亿元, 股息收益率同比下降 9%。

4) 预计全业务总自由现金流 2010 年将转正;但就移动业务来看,其负的自由现金流将持续至 2012 年。

5) 预计 2010 年股盈进一步同比下降 10% 左右, 原因是 2010 年是 WCDMA 推出后的第一个全年, 折旧以及营销费用预计需要大幅上升。

估值

中移动:股价过 80 港元后吸引力以不像原来那么大了。2009 年市盈率 11 倍多, 市净率为 2.8 倍, EV/EBITDA 为 5 倍, 自由现金流收益率为 7%, 股息收益率为 4%。2010 年股盈同比增速料仅略超过 5%。

中电信:预计一次性当期费用化手机补贴可令 2009 年股盈倒退 25% 左右, 即使考虑了这样一个利润下降, 2009 年市盈率也仅为 12 倍, 市净率 0.9 倍 (已考虑小灵通核销), EV/EBITDA 2.7 倍, 自由现金流收益率为 15.7%, 股息收益率为 3%。预计公司 2010 年的净利润将增长逾 30%。

联通:现价下 2009 年的市盈率已高达 14.8 倍 (预计 2008 年和 2009 年的净利润同比分别下降 5% 和 10% 左右), 市净率 1 倍 (已考虑小灵通核销), EV/EBITDA 3.6 倍, 自由现金流收益率为 -5.2%, 股息收益率为 2.8%。预计 2010 年净利润将进一步同比下降 10% 左右;移动业务自由现金流料持续至 2012 年。

关注公司

中兴通讯 (000063) 拥有的技术获两大运营商投资支撑

国务院、工信部一再强调 TD-SCDMA 的重要性,指出目前是发展 TD-SCDMA 最关键的时候,政府将继续给予强力支持,强化运营与制造业的互动,发挥产业联盟作用,推进核心芯片、终端及测试设备产业化,加强增强型技术研发,实现大规模商用。我们再次强调中兴最强的技术 (TD-SCDMA) 将拥有国内最有实力的两大运营商 (移动、电信) 的投资支撑,未来电信投资占据了有利的战略位置。维持 2008-2010 年 EPS 预测分别为 1.3 元、1.75 元、2.15 元。

中天科技 (600522) 受益于电缆业务 调高盈利预测

受铜、铝价格下降影响,公司电缆业务毛利率提升 5%-10% 个百分点。同时光纤光缆销售情况良好,各厂商几乎零库存,中天定向增发后将进一步扩大产能,做强国内通信、电缆业务,并有望开拓海外市场,海缆国际认证也将于 2009 年初揭晓。调高 2008-2010 年盈利预测分别为 0.52 元、0.72 元、0.97 元,增发摊薄后 2009、2010 年 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元。我们认为光纤光缆估值应低于系统设备商,较大溢价 3 倍较为合适。

国脉科技 (002093) JUNIPER 等系统设备销售促增长

国脉中讯除注重运营商客户外,近期与中国农业银行签订电信 IP 网络设备和合同,虽金额仅 6800 万元,但行业应用市场前景广阔,仅 2008 年金融机构信息化投资额预计达到 704 亿元,公司将逐步渗透原由 CISCO 垄断的市场,并通过信用证及 JUNIPER 给予公司的支持,解决系统设备业务增长过快带来的现金流问题。我们长期看好随网络规模扩大而不断增长的维护市场,公司在杭州这样业务较大的地区实现了维护本地化,预计在其他业务量大的地区如黑龙江、广东、山西等将逐步实现维护本地化服务,维持 2008-2010 年 EPS 预测分别为 0.28 元、0.41 元、0.63 元。

(国泰君安)

拓维信息 (002261) 移动电子商务未来的增长值得期待

2008 年前三季度,公司业务收入增长 13.6%, 净利润增长 28.1%, 公司毛利率较去年提升了 3 个百分点。

手机动漫业务持续高速增长,继续保持领跑者地位。2007 年,公司手机动漫收入增长 144%, 2008 年预计增长 50%。预计明年将维持高速增长,主要原因有三方面:

(1) 3G 网络建成后,动漫频道 (影视)、动漫游戏等业务会加快发展,一些更具互动性的新业务也会推出。

(2) 目前公司的动漫业务及动漫大赛主要是与中国移动合作推广。今后公司将在手机动漫领域加强与中国电信、中国联通的合作。

(3) 手机动漫产业链日趋完善,有利于公司手机动漫业务的推广。

移动 SI 类、平台支撑类业务有望保持较快增长。公司目前的移动 SI 业务、平台支撑类业务主要集中在省内。平台业务是按 20% 比例从接入的增值服务业务中提成的,公司现有的平台业务收入会随着接入的增值业务量的增长而增长。2008 年公司甘肃的 ADC 平台刚刚进入运营期,2009 年的收入贡献将增加。公司正与云南、贵州的移动运营商开展初步的合作,未来在这两个省的移动增值业务有可能获得较快的增长。

移动电子商务有可能成为公司新的增长点。公司在手机支付领域有长期的研发投入,目前公司的手机投注彩票业务的收入已经达到 100 万/月。公司移动电子商务未来的增长值得期待。

预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 1.08 元、1.29 元、1.58 元。

亨通光电 (600487) 光纤产能增长为今年业绩打下基础

过去几年光纤光缆行业盈利状况不佳,主要由产能过剩所致。随着“光进铜退”、FTTx、2G 网络扩容的推进,光纤光缆需求呈现较快增长。2007 年以来,光纤光缆行业供需关系改善,目前光纤的需求旺盛,产能利用率较高,主要的光纤生产企业盈利大幅好转。未来,随着 FTTx (包括 FTTH) 的普及、3G 网络的发展,光纤光缆的需求将继续保持较快的增长,预计年均增长率将在 20% 以上。

随着 2008 年四季度第 6 个拉丝塔的投资,公司的光纤产能将从 450 万芯公里/年提高到 540 万芯公里/年,为 2009 年业绩的增长打下基础。

预计公司的光纤预制棒项目将于 2009 年实现规模量产,可显著降低成本。光纤预制棒技术门槛很高,目前主要依赖进口。公司从 2006 年底开始投资光纤预制棒项目,2008 年四季度将进行一期生产 (30 吨/年),2009 年将实现二期量产 (100 吨/年)。从公司的技术来源来看,光纤预制棒成功的可能性较高。

预计公司 2008-2010 年的 EPS 为 0.52 元、0.68 元、0.82 元。(渤海证券)