

Companies

3G 产业链创造实实在在的投资机会

▶ 3G 产业链有两个核心要点:产业链受益在时间上有先后次序;产业链受益在程度上有较大区别,细分行业成长性较高的有增值业务、测试设备、IT 服务、BOSS 系统。

▶ 3G 是实实在在的投资机会,而不是简单的市场炒作:以理念的深度来看 3G:3G 是延续更是革新;以动态的眼光来看 3G:投资规模和结构;以专业的角度来看 3G:3G 的盈利能力;以国际的视角来看 3G:一次性还是持久性。

▶ 重点关注企业:具有核心竞争力;符合通信产业发展趋势;受益 3G 程度较高,细分行业高成长。

□ 东方证券研究所 吴飞

根据产业链的价值分析,首先,在 3G 经济生态系统价值创造的过程中,运营商将不得不强化自己的主导作用。由于 3G 产业的商业价值更多地体现在传统语音服务之外的范畴中,因此运营商在价值创造的过程中扮演的不仅仅是一个主导者,更应该是培育、营造和推动整个产业链的力量。

3G 技术的发展为多种业务的创新和提供带来了可能性,也使用价值链开始延伸,运营商虽然仍然可以获得绝大部分的市场价值回报,但相当部分的利益被分配给内容提供商和相应的系统集成商、业务提供商、销售渠道等环节,但同时运营商将强化终端管理,特别是 3G 发展初期,将把手机产业链的价值中枢控制在自己手中(见右上图)。

就 3G 对产业链的上市公司促进作用而言,有两个重要特征,第一:是受益次序有先后顺序。这和整个 3G 产业发展有相当大的关系,首先是设备类企业受益,然后是终端,跟着就是 BOSS 和增值业务内,最后是整个 3G 产业成熟,运营商将有所受益。

第二个重要特征:3G 无疑是对整个通信行业都有益的事情,但是受益程度有大小之分,

特别是各个细分市场增长速率大不同。我们认为增值业务、测试设备、IT 服务、BOSS 系统细分行业增长率较高,行业增长 20% 以上,而光通信、无线设备、终端、服务器、通信电源等增长率在 5% - 10% 之间(见右下图)。

3G 是机遇还是概念

市场上,对待整个 3G 的观点,还有较大的分歧,包括一些主流券商和机构都认为 3G 是概念性操作大于实质性投资机会。而作为探讨之一,不妨尝试从四个角度来看待 3G 的发展。

1、以理念的深度来看 3G: 3G 是延续更是革新

从数量上看,3G 带来的数据业务短期内难有大的发展,未来 3G 依然主要靠的是语音业务。但如果从理念的角度来比较 2G 和 3G 的发展,就会看到 3G 是延续更是革新。

3G 也是 3G 融合的开局点,正是因为数据业务的引入,未来 3G 融合进入行业的视野。

2G 以前是一纬的,关注的核心点在网络,而未来,3G 看待通信行业,则要从三个角度来看待通信行业,包括网络、业务、服务。

2、以动态的眼光来看 3G: 投资规模和结构

市场对 3G 投资规模看待,主要局限在 2007 年、2008 年,没有从未来 3-5 的动态来看,

而且在结构上未有充分的把握。

——3G 终端和设备的爆发速度将远超市场预期,3G 替代 2G 投资的速度远超市场预期,预计到 2008 年下半年,2G 投资将大部分被 3G 取代。

——在结构上,中国企业的市场份额市场未有充分理解。从中国的国情分析,3G 终端用户增长远超预期,也决定了 3G 投资规模。

除设备外,要看到 3G 的另外两个纬度——增值业务和 IT 服务,这将是 3G 带来的增量部分。细分行业增长较快。

增值业务是最为看好的细分行业,预计未来行业复合增长速度将达 30%,是所有通信细分行业中增长速度冠军。

IT 服务也是看好的细分行业,3G 使网络更加复杂,业务更加繁琐,将极大地促进 IT 服务的发展。

另外,从结构上看,2G 时代,无线投资是投资的重点,而无线投资以前主要集中在 GSM 上,GSM 国外企业占据了 90% 以上的市场份额,举个例子来看,中兴经过 8-10 年的努力,2006 年通过送设备等措施实现 100% 的增长后,才占据了中国移动 GSM 市场 2%、联通 GSM 市场 5% 的市场份额。也就是说,2G 时代,国外企业特别是设备商占据了主导地位,且享受非常高的毛利率。

而 3G 时代,中国企业一开始就占据了很好的地形和一定的先发优势。中国企业在无线设备市场份额将从 2G 时代的 16% - 20% (包括 PH.S、CDMA、GSM) 上升到 3G 时代的 35% - 40%,虽然运营商总量变化不大,但中国企业在无线设备市场

份额将有 100% 的增长(见表)。

3、以专业的角度来看 3G: 3G 的盈利能力

市场简单的判断,认为 3G 盈利能力非常有限。但通过分析,可以发现 3G 产品的盈利能力将超市场预期。主要原因:

——3G 是无线产品,无线产品在通信企业的产品中,一向是盈利能力最强的。

——3G 产品中,TD 和 CDMA 产品的盈利能力也将超预期,这主要由于竞争态势和成本共同决定。

WCDMA 短期内由于竞争非常激烈,因此盈利能力有限。而 TD 和 CDMA 产品则不同。TD 主要只有三家在竞争,且受国家政策支持,成本上相对另外两个标准来看也存在一定优势。因此,毛利率一开始就较高,并且得到保持和延续。

全世界范围内,认真做 CDMA 产品的只有中兴和为,中国的 CDMA 市场竞争相比 2G 更为弱,且由于软件升级,毛利率提升空间更大。

——3G 是国内业务,相应的费用将得到很好的控制,也是 3G 产品盈利能力提升的关键之一。

4、以国际的视角来看 3G: 一次性还是持久性

先看 3G 的时间跨度,市场普遍认为 3G 投资主要有 3 年,这个判断的逻辑是从建设一张网络来看,实际上从用户的角度看,中国的 3G 投资具有很长的时间跨度和空间深度,3G 和超 3G 将延续 5-10 年的时间,且并不是行业发展的终点。

TD 在国内颇受争议,包括专家学者,包括普通用户,包括国内设备的龙头企业,因为自身的

利益,在各种场合对 TD 也是毁誉甚多,其利用巨大的影响力和市场对它的崇拜和迷信,也给市场造成了一些误解。

但客观的来看,TD 对整个国内企业具有重要的意义。

——TD 改变了原有通信格局。

——TD 具有良好盈利性。

——TD 走出一小步;产业迈出一大步。

期望未来 TD 及其后续升级产品能占据全球市场的一席之地,就算经过 10 年的发展,只占据国际无线市场的 10%,其机会也是巨大的。

TD 还是有可能取得成功的。主要因为:

——产业链内部的发展,技术上 TD 将在 2008 年底基本赶上另外两个标准。成本上 TD 具有很强的综合成本优势(包括设备、专利、服务、终端等)。唯一担忧的是终端问题,否则 TD 发展将更为乐观。

——从外部看,中国政府的强力支持,中国国力的增强将

TD 在发展中国家的发展应用添加很好的筹码,中兴华为,运营商的国际化为 TD 发展添加了一些机会。

从宏观角度来看,3G 对上市公司除财务受益外,更多的是内在竞争力的锻炼和提升,有利于国内企业的国际化进程。

关注重点公司

2006 年战略看好通信板块,2007 年依然看好。3G 市场的征程只走了一半。就市场环境而言,通信板块的估值已经慢慢凸现出来。

选择投资品种应该符合通信行业发展趋势,具体标准如下:

(1) 具有核心竞争力,他人难以替代;

(2) 符合通信产业发展趋势;

(3) 受益 3G 程度较高,是高成长的细分行业。

重点推荐四家上市公司:中兴通讯、华胜天成、中创信测、亿阳信通。同时建议关注中国联通的重组,亨通光电的预制棒项目。

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E
2G 中国企业份额	20%	16%	15%	15%	15%	15%
2G 国际企业份额	80%	84%	85%	85%	85%	85%
3G 中国企业份额				80%	36%	38%
3G 国际企业份额				20%	64%	62%

TD-SCDMA 初期投资规模有限

□ 平安证券综合研究所 刘军

3G 牌照仍然未能发放,而证券市场则继续保持在“3G 预期”中。此篇专题报告旨在向业界展现 3G 和 TD-SCDMA 目前的产业进展情况。

TD-SCDMA 产业链在逐渐夯实

TD-SCDMA 产业链基本成熟,TD-SCDMA 在中国获得商用的可能性越来越大,成功的机会也越来越大;但由于相比之下,TD-SCDMA 产业化差距仍然较大,并且运营商尚未积极参与到 TD-SCDMA 产业链中来,TD-SCDMA 仍然任重道远。

最近一段时间,媒体继续报道了不少 TD-SCDMA 方面的信息,其中值得一提的一些方面包括:

——中国移动将承建 TD-SCDMA 网络似乎已经是即将成为事实的“准事实”,并且将积极参与和主导 TD-SCDMA 测试及建设。

——又有更多的企业投身 TD-SCDMA 产业链之中,尤其是芯片设计等领域。

3G 形势已经基本明朗

尽管牌照发放仍然是一个未知数,但从目前政府的指导思路和产业的发展情况来看,事实上 3G 在中国的形势已经相当明朗,目前已经能够就以下方面得出结论:

其一:TD-SCDMA、WCDMA 和 CDMA2000 三种标准的牌照发放很可能将同时进行,但显然政府还将等待 TD-SCDMA 的成熟,事实上 TD-SCDMA 业界已经在准备更大规模的新一轮商用测试。由此可知,

上半年发放 3G 牌照的可能性已经非常小,牌照发放的具体时点继续向后推迟。

其二:TD-SCDMA 将以试商用的形式逐步启动。尽管牌照并不发放,但 TD-SCDMA 的建设却可以理解为已经启动。2007 年初传出的 TD-SCDMA 测试扩大到 8 个或者 10 个城市的新闻的准确性极大,未来还有可能会传出更大规模测试的新闻。换言之,TD-SCDMA 会以一种“事实上”的方式先行一步,而不会以牌照发放提前的方式进行。

但考虑到两方面的因素,TD-SCDMA 建设在 2007 年不会大规模放量,一方面 TD-SCDMA 还极缺乏商用经验,产业链某些环节仍然相当薄弱;另一方面,3G 在全球范围内的发展都不够理想。

其三:TD-SCDMA 更多的应该理解为中国政府推动的第一次大规模高科技产业化演练。

其四:2007 年度能够体现出来的 TD-SCDMA 和其他 3G 投资可能不多,期望 3G 短期大规模投资的预期可能再次落空。

假设建设规模为 100 万线,按照单线 800 元的平均设备成本来估算,投资规模只有 8 亿元。或者换一种方式估计,截至目前 TD-SCDMA 测试维持在 100 多个站点的水平,即使扩张到更多的城市以及更大的规模,例如 1000 个站点的规模,以曾经传闻的 50 万每个站点的国家定价来估计,投资规模也就 5 亿元。所以尽管 3G 存在于相关上市公司和非上市公司的投资人强烈预期之中,但很可能 2007 年仍将面对 3G 对业绩的有限推动作用。此外,对 3G 用户预期也不应过于乐观。

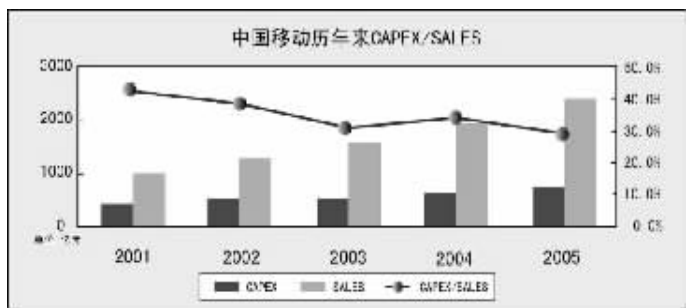
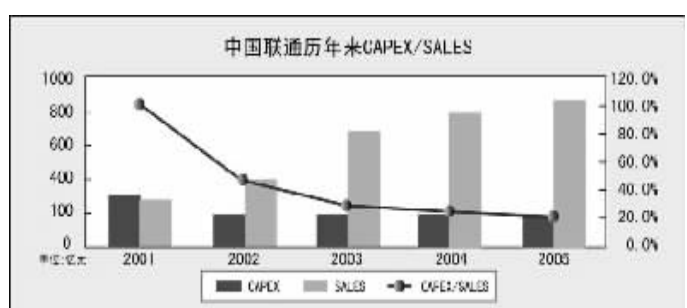
3G 箭在弦上 电信重组或二季度启动

□ 中信证券 张兵 何彬

多方信息显示,我国将在 3 月份启动主要城市的 TD-SCDMA 建设,主要城市预计包括奥运会的六个城市,北京、上海、天津、青岛、沈阳、秦皇岛,以及深圳、广州、厦门、保定等城市。

这次建设的主要承担者为中国移动,TD-SCDMA 网络建设涵盖了中国最大的几个城市:北京、上海、广州、深圳。而中国电信和中国网通将继续延续他们在保定和青岛的网络建设。预计各厂商将于 3 月份开始建网,10 月正式商用。

目前 TD-SCDMA 的进展



TD-SCDMA 资本支出	2007E	2008E	2009E	2010E
累计容量(万)	2,000	7,000	12,000	17,000
当年新增容量(万)	2,000	5,000	5,000	5,000
单线成本(元)	1,573	1,494	1,419	1,348
GSM 基础上单线成本(元)	1,101	1,046	993	944
总支出(亿)	220	523	497	472
系统设备占比	50%	50%	50%	50%
系统设备支出(亿)	110	261	248	236

资料来源:中信证券研究部

显示其是有能力成为 3G 商用运营网络的。在前几年由于 TD-SCDMA 技术的不成熟,进展慢,让中国移动承建的可能性很低,但 2006 年以来,由于 TD-SCDMA 技术进展迅速,让最有实力的运营商来承建 TD-SCDMA 建设的时机逐步成熟。

在集团还是股份公司建设 TD 的问题上,估计 TD 的承建者将是股份公司,中国移动定会全力以赴地去建设 TD,而不是三心二意。

建设 TD-SCDMA 关系到中国移动的长远竞争利益,以及在未来的电信竞争格局中占据什么地位。在没有退路的情况下,中国移动一定会全力以赴,也唯有全力以赴,才能在未来的移动均衡格局中继续处于领先地位。

回顾国内的科技发展史,以及 TD-SCDMA 的发展史,中国移动全力以赴地建设 TD-SCDMA,TD-SCDMA 将一定会成功。中国移动的主要优势在于其强大的客户基础、优秀的运营能力和充足的资金,这些是 TD-SCDMA 建设成功的基本保证。

在移动集团层面,由于其拥有大量资金,其将逐步向 TD-SCDMA 产业链的主要环节渗透,为产业链的整体做强提供保障。近期传中国移动注资大唐 30 亿是有深刻的产业背景的。

本土通信设备商的机遇

我国运营商的资本支出一直处于高位,CAPEX/SALES (资本支出/销售收入)也一直处于高位,中国移动自 2001 以

来的数值一直在 30% 以上,中国联通自 2001 年以来的数值也在 20% 以上(由于其 CDMA 资本支出不在上市公司,实际上联通的 CAPEX/SALES 也在 30% 以上)。

国际上比较典型的数值是在 10% - 20% 之间,成熟稳定的运营商基本都在 10% 左右,要远低于我国运营商的资本支出/销售收入比,可以说,由于我国的竞争国情(移动通信基数庞大),我国移动通信运营商一直保持着高额的资本支出,可以说是资本消耗能手。

2006 年中国移动的资本支出预期将达到 833 亿元,中国联通的资本支出预期也将达到 220 亿元(见图)。

移动承建 TD-SCDMA 将为本土通信设备商带来极大的机遇,市场的蛋糕肯定超出目前市场的普遍预期。

电信重组势在必行

维持电信重组势在必行的基本判断。

产业界的自然协调是电信资源优化的最优方式,电信、网通的收购意图一直路人皆知,但中国联通出于本位主义,以及其对 GSM、CDMA 的摇摆战略,不可能自发决策拆分方案。

然电信资源的优化决策以及为 TD-SCDMA 成功护航是压倒性的任务,电信重组是必然的,并极有可能在二季度启动,联通将被迫拆分,虽然这不是联通管理层愿意看到的。

在中国移动承建 TD-SCDMA 及电信产业大重组的背景下,中国联通和中兴通讯是投资者的主流选择。

中国联通(600050)

移动领域的竞争失衡决定了有利于中国联通的变局或监管政策出台是必然的,其表现形式可能为:拆分联通,网络各有归属;移动承建 TD,而给联通的相对机会;监管政策的安排扶持中国联通等等。

未来移动通信的格局一定是相对有利于联通的,这是百分之百的必然,中国联通的经营将步入上升通道的趋势。

中国联通的拆分价值对应的估值区间为 6-8 元;移动承建 TD 背景下,中国联通对应的估值区间为 6-10 元。

如果移动承建 TD,必然会导致移动和联通之间竞争差距的缩小,估算静态情况下(二家运营商),如果移动的用户流失率为 1%,那么中国联通获得的收入将增加 32 亿元左右,收入增量贡献为 4%,净利润增量贡献为 6 亿元左右,对净利润增长的贡献率为 18%。

预计移动承建 TD,其用户的流失率至少在 5% 以上,这给联通带来的收益提升将是根本性的。

(中信证券)

中兴通讯(000063)

在中国移动承建 TD-SCDMA 及电信产业大重组的背景下,中兴通讯将受益非浅,TD-SCDMA 将为公司发展提供坚实支撑。

在 TD-SCDMA 市场布局中,中兴的市场份额约在 30% 左右,单以 TD-SCDMA 而论,那么对中兴通讯的平均收益贡献为收入占比 16% 左右,利润占比 25% 左右。

(国泰君安)

华胜天成(600410)

华胜天成核心业务——通讯软件业务稳定,高附加值业务快速增长,新项目值得期待。华胜天成未来 1-2 年可表现出稳定成长性。

首先,以代理 Sun 服务器、Avaya 等产品为主的硬件及集成业务将保持稳定成长。而且,公司将不断优化其收入结构,以硬件销售和系统集成为基础,大力发展毛利率较高的软件收入和专业服务业务。

(中金证券)

亿阳信通(600289)

公司 OSS 网管业务和高速机电业务维持稳定,收入有所保障。3G 尚未铺开建设,但主要运营商 2G 网络的大规模扩容使得 OSS 需求保持稳定增长;而高速机电项目得益于国家“十一五”发展规划中对高速公路建设需求的增长,使得收入有所保障。

投资风险提示:1) 海外业务和增值业务尚未启动;2) 股权激励计划尚未出台,带来的会计成本将会考验管理层对于 30% 的股改承诺;3) 亿阳能否在 3G 市场中保持市场地位。

(中金证券)

大唐电信(600198)

随着 TD-SCDMA 成为国家标准的信息消化完成,公司由于 3G 实际对业绩的影响不大,并且 3G 投资在 2006 年力度不够;SCDMA 在 2006-2007 年都会出现投资缓慢的态势,对公司的业绩促进作用不明显。未来仍是只有大唐微电子大唐电信主要利润来源,移动通信卡产品在 2005 年智能卡产品竞争加剧,销售收入却下降,利润也大幅下降,在中国集成电路设计企业中排名降至第五位。期望在 2006 年第二代身份证模块和 SCDMA 手机芯片能够批量生产。

(西南证券)

亨通光电(600487)

目前公司成为国内第二大光纤光缆供应商,在国内市场的占有率由 2003 年的 10%,提升到 2005 年的 16%。2006 年前三季度公司光纤光缆销量分别增长 61% 和 44%。公司即将上马的光纤预制棒项目将使公司成为一体化的光纤光缆厂商,2008 年达产后将增强公司产品的成本竞争力,对公司未来盈利水准提升构成有力支撑。

公司第 4.5 座拉丝塔将在 2006 年 Q4 和 2007 年初投产,成都 50 万芯光缆生产基地将在今年 10 月份投产。预计 2006 年、2007 年的产销量可达 320 万芯公里和 410 万芯公里,同比增长 25.98% 和 28.13%。

(西南证券)