

行业深度研究报告
通信业
通信运营行业深度研究报告之一 谨慎推荐
 (维持评级)

2008年5月23日

本报告的独到之处

- 这是一篇“很不雷同的报告”，我们试图帮助投资者排除“重组、发牌”这两个不确定性因素，把握行业未来长期发展的决定性因素，看清通信运营行业的良好发展前景与投资机会。
- 原创性的提出：“行业重组”与“3G发牌”只是行业长期发展的两大扰动因素。
- 原创性的提出：“行业特殊属性”与“国内特殊格局”才是行业长期发展、评判行业投资价值的决定性因素。

相关研究报告：

《国信证券-行业快评：四大运营商本月新增用户数据平稳》 2008年5月20日

《国信证券-月度跟踪：剪刀差扩大进一步增强行业吸引力》 2008年5月5日

通信行业首席分析师：严平

电话：021-68865025

E-mail：yanping@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业研究报告

透过“重组、发牌”两大扰动因素 把握行业广阔、持久发展前景

“行业特殊属性”、“国内特殊格局”决定行业广阔持久发展前景

国内通信运营行业作为一个关乎国计民生的基础性行业，在过去五十年中持续稳健发展。市场目前极为关注行业的两大主题“行业重组、3G发牌”。我们认为：“重组、发牌”只是行业长期发展中两个较大的扰动因素。我们有必要透过他们回到行业的本质，探寻决定行业未来发展、评判行业投资价值的决定性因素（“行业特殊属性、国内特殊格局”）。

“行业特殊属性”引领未来行业收入持续稳定增长

“行业特殊属性”（服务属性、内需属性、消费属性）决定了通信运营行业是一个有别于其他行业、有望长期持续增长、极具吸引力及想象空间的大行业。具体来看有“四大增长动力”：移动和宽带用户增长、语音业务量提高、非语音业务比重提升、单位资费降幅趋缓。预计未来五年国内通信运营行业收入将保持11%增长率，2012年达到12267亿元。

“国内特殊格局”决定未来行业利润持续逐步提高

“管制”是长期伴随各国通信运营行业的主题。“中国式管制”造就了“国内特殊格局”（垄断性、国有性）。这给运营行业及运营商带来的三个重要特征（收入增长导向、做大做强目标、产业链核心位置）。未来国内通信运营商之间的竞争将是政府主导下的适度良性竞争，运营商的竞争力将不断增强，净利润也将逐步提高。

弱者趋强、强者趋稳，维持中国联通“推荐”的投资评级

“重组、发牌”还有许多需要逐步明朗的地方。但国内四家运营商“弱者趋强，强者趋稳”已是大势所趋。综合各方面情况，我们维持行业“谨慎推荐”的投资评级，中国联通“推荐”投资评级。

国内四大运营商盈利预测及投资评级

股票名称	080522 收盘价	代码	P/B (X)	EPS (人民币)			P/E (X)			投资评级
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
中国联通 A	9.26	600050	3.53	0.27	0.27	0.35	34.8	34.3	26.5	推荐
中国移动	130.10	0941	6.27	4.28	5.70	6.74	27.4	20.5	17.4	谨慎推荐
中国电信	5.30	0728	1.75	0.29	0.30	0.31	16.4	16.0	15.2	中性
中国网通	24.05	0906	1.76	1.70	1.51	1.46	12.7	14.4	14.8	谨慎推荐
中国联通	16.52	0762	2.09	0.71	0.72	0.94	20.9	20.6	15.9	推荐

资料来源：国信证券经济研究所预测，P/B、P/E 都按港币与人民币汇率 1 : 0.9 进行了调整

内容目录

摘要	4
“行业特殊属性”与“国内特殊格局”决定行业广阔持久发展前景	6
持续稳健、高速发展的国内通信运营行业	6
“行业重组”与“3G 发牌”只是行业长期发展两大扰动因素	7
“行业特殊属性”与“国内特殊格局”是行业长期发展决定性因素	7
“行业特殊属性”引领未来行业收入持续稳定增长	8
“三大行业特殊属性”带来有别其他行业特殊吸引力	8
“四大行业增长动力”促使行业整体收入持续稳定增长	9
动力 1：移动、宽带用户数量有望继续快速增长	9
动力 2：语音通话总量（移动+固话）不断增长，尤其在移动领域	11
动力 3：非语音业务比重不断提升，未来潜力巨大	12
动力 4：单位资费降幅趋缓，已过陡峭下降阶段	14
行业收入未来五年复合增长率 11%	16
“国内特殊格局”决定未来行业利润持续逐步提高	16
“管制”是长期伴随通信运营行业的主题	16
“中国式管制”造就“国内特殊格局”	17
“国内特殊格局”决定运营商竞争力不断增强，利润逐步提高	18
弱者趋强，强者趋稳	19
行业两大不确定性因素“重组、发牌”有待明朗	19
“弱者趋强，强者趋稳”乃大势所趋	20
维持中国联通“推荐”投资评级	20

图表目录

图 1：整篇报告的思路	4
图 2：过去五十年国内电信行业收入持续稳健增长.....	6
图 3：00-07 年国内移动、固定电话普及率持续提高.....	6
图 4：行业重组后三家运营商可能将会分别得到一张不同制式的 3G 牌照	7
图 5：02-07 年电话用户数量（移动+固话）增长 117%.....	9
图 6：02-07 年移动电话用户占比提升 11 个百分点	9
图 7：02-07 年上网用户数量（拨号+宽带）增长 54%.....	10
图 8：02-07 年宽带上网用户占比提升 71 个百分点	10
图 9：3Q07 移动电话渗透率显示：中国仍有巨大用户增长空间	10
图 10：05-11 年美国宽带上网家庭渗透率将持续提高	11
图 11：98-07 年国内网民增长 100 倍，达到 2.1 亿人.....	11
图 12：02-07 年语音通话量（移动+固话）增长 206%	11
图 13：02-07 年移动语音通话时长复合增长率达 40.7%.....	11
图 14：02-07 年长途通话量（移动+固话）增长 173%	12
图 15：02-07 年移动长途增长率不断提高，07 年达 60%.....	12
图 16：04-07 年中国移动增值业务占比持续上升	13
图 17：中国移动增值业务中短信依旧占比第一	13
图 18：04-07 年中国电信非语音收入占比持续上升	13
图 19：中国电信非语音业务中互联网业务占比第一	13
图 20：中国移动通信领域未来增值业务增长潜力巨大	14
图 21：02-07 年国内电信综合价格水平累计下降 53%.....	14
图 22：02-07 年资费下降激发业务量复合增长率达 30%	14
图 23：07 年以来通信行业收入增速加快，1Q08 为 17.6%	16
图 24：08-12 年行业收入有望持续稳定增长，增速 11%	16
图 25：行业管制使通信运营行业从竞争失效走向有效竞争	17
图 26：国家作为运营商最大出资人以及行业监管引导者的双重身份.....	18
图 27：国内运营商将长期占据产业链的主导位置	19
表 1：05-07 年移动通信、数据通信占行业收入比重持续提高	6
表 2：04-07 年非语音业务成为收入增长的最大动力.....	12
表 3：04-07 年固网语音资费下调幅度有限，目前依旧为 0.10 元/次.....	15
表 4：04-07 年固网增值业务资费下调有限，07 年宽带 ARPU 正增长	15
表 5：04-07 年移动语音资费持续大幅度下调，目前已度过陡峭下降期	15
表 6：07 年以来通信行业收入增速加快，1Q08 增长 17.6%（计算值）	16
表 7：四家运营商基本垄断国内通信运营市场.....	17
表 8：国内四大运营商盈利预测及投资评级	21

摘要

引子

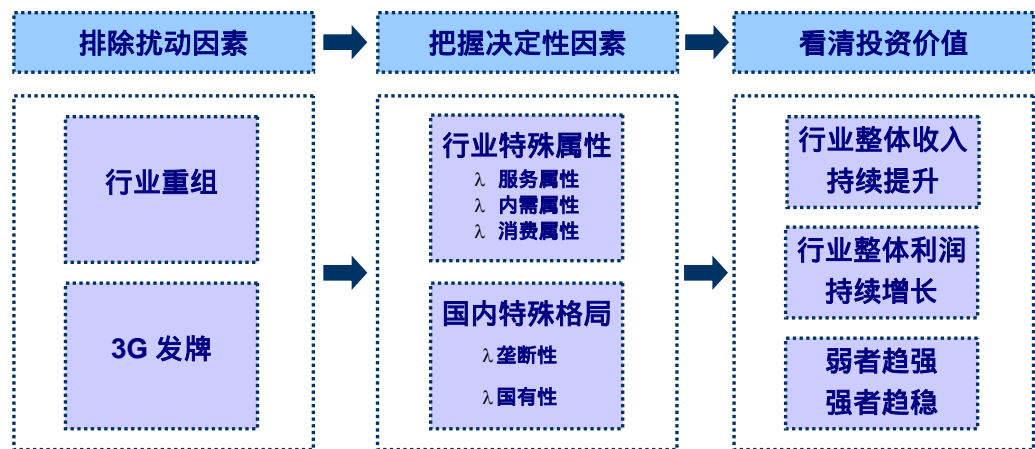
“行业重组会在哪天宣布？谁将是新联通的董事长？”当我们身处重组消息满天飞舞，重组后竞争格局预测层出不穷的环境中时；我们有必要，透过这些纷繁的喧嚣回到国内通信运营行业的本质，来探寻决定行业未来发展、评判行业投资价值的决定性因素。

我们试图帮助投资者解决的问题

- 排除“重组、发牌”这两个不确定性因素。
- 牢牢把握行业未来长期发展、评判行业投资价值的决定性因素。
- 看清国内通信运营行业的良好发展前景与投资机会。

整篇报告的思路

图 1：整篇报告的思路



资料来源：国信证券经济研究所

我们原创性的观点

- “行业重组”与“3G 发牌”只是行业长期发展两大扰动因素。
- “行业特殊属性”与“国内特殊格局”才是行业长期发展、评判行业投资价值的决定性因素。

我们的结论

- “行业重组”与“3G发牌”只是行业长期发展两大扰动因素。“行业特殊属性”与“国内特殊格局”才是未来行业长期发展、评判行业投资价值的决定性因素。
- “行业特殊属性”(服务属性、内需属性、消费属性)引领未来行业收入持续稳定增长。预计未来五年国内通信运营行业收入将保持 11% 年增长率，2012 年达到 12267 亿元。具体来看有“四大增长动力”：移动和宽带用户增长、语音业务量提高、非语音业务比重提升、单位资费降幅趋缓。
- “国内特殊格局”(垄断性、国有性)决定未来行业利润持续逐步提高。“中国式管制”造就的“国内特殊格局”给运营行业及运营商带来的三个重要特征(收入增长导向、做大做强目标、产业链核心位置)。
- “弱者趋强，强者趋稳”乃大势所趋。维持行业“谨慎推荐”的投资评级，中国联通“推荐”投资评级。

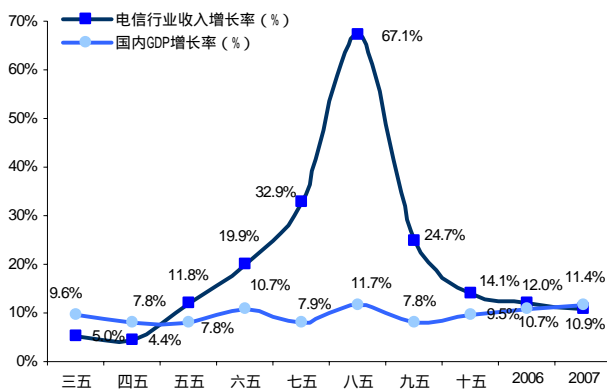
“行业特殊属性”与“国内特殊格局”决定 行业广阔持久发展前景

持续稳健、高速发展的国内通信运营行业

国内通信运营行业作为一个关乎国计民生的基础行业,在过去五十年中行业总收入持续稳健增长,年增长率基本都高于国内当年GDP的增长水平。目前行业整体收入基本由四大运营商(中国移动、中国联通、中国电信、中国网通)的收入组成。2007年四大运营商的收入合计为7144亿元,占行业整体收入7280亿元的98.1%。

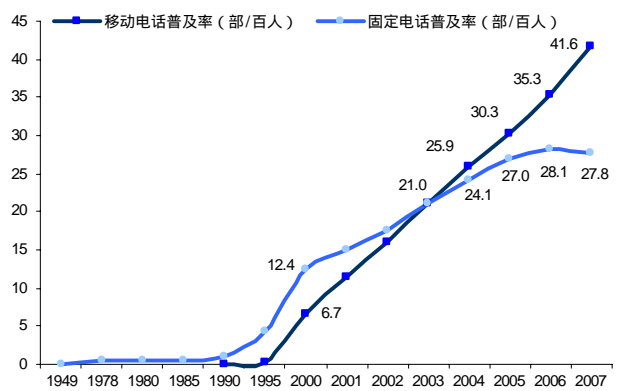
进入二十一世纪后,国内移动电话、固定电话的普及率(部/百人)迅速提高。在八年的时间内(2000年至2007年),移动电话普及率由6.7提高至41.6;固定电话普及率由12.4提高至27.8。目前我国电话用户总数位居世界第一,2008年3月底,我国电话用户总数为9.36亿户(其中:固定电话用户3.61亿户,移动电话用户5.75亿户),宽带用户7147万户。

图2：过去五十年国内电信行业收入持续稳健增长



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

图3：00-07年国内移动、固定电话普及率持续提高



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

国内通信运营行业可以细分为四个组成部分：移动通信、数据通信、长途电话、固定本地。近年来移动通信、数据通信收入占行业总收入的比重持续提升,由2005年初的43.3%、6.7%提高至2007年底的50.9%、8.4%。长途电话、固定本地的收入占比则有所下降。

表1：05-07年移动通信、数据通信占行业收入比重持续提高

	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4
移动通信	43.3%	43.5%	44.2%	44.4%	45.6%	46.5%	47.1%	47.3%	48.4%	49.9%	50.8%	50.9%
数据通信	6.7%	6.8%	7.0%	7.1%	7.4%	7.7%	7.7%	7.9%	8.1%	7.8%	7.9%	8.4%
长途电话	18.5%	18.5%	18.6%	18.4%	17.5%	17.5%	17.5%	17.4%	16.7%	16.7%	16.5%	16.6%
固定本地	31.3%	31.0%	30.1%	29.9%	29.4%	28.2%	27.6%	27.3%	26.7%	25.5%	24.8%	24.0%

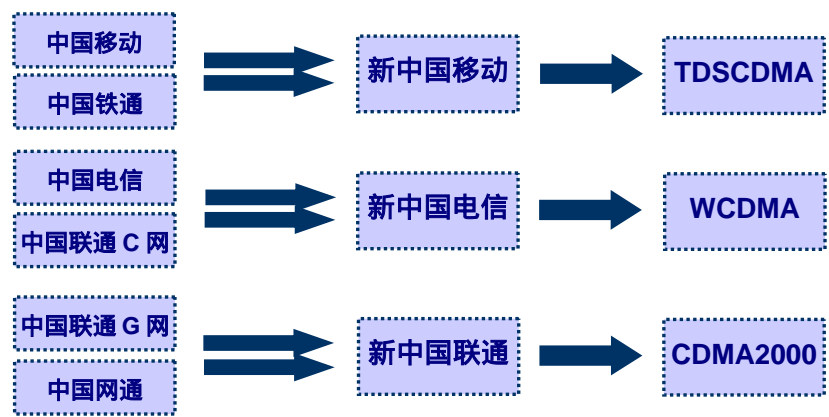
资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

“行业重组”与“3G 发牌”只是行业长期发展两大扰动因素

目前国内通信运营行业有两大主题“行业重组”与“3G 发牌”。在过去的数年间，国内资本市场（包括香港市场）对这两个主题，进行了反复的研究、挖掘、揣测与期盼。但在行业实体层面，却迟迟未能有阶段性的兑现。

近期越来越多的迹象表明“行业重组”已经确定无疑（主要是各部委领导的讲话，以及国内媒体的广泛报道）。由中国移动母公司承建的 TDSCDMA 制式的 3G 网络也已经开始预商用。从长期来看，3 种通信制式的 3G 牌照的发放也不可能无限期的拖延。

图 4：行业重组后三家运营商可能将会分别得到一张不同制式的 3G 牌照



资料来源：国信证券经济研究所

近期市场关注的重点已由“是否重组，如何重组”进入到“何时宣布，重组后各运营商的新领导人选”。但是我们认为：就“行业重组、3G 发牌”本身而言只是国内通信运营行业长期发展中两个比较大的扰动因素，他们并不能够完全决定“国内通信行业是否具有投资价值”，以及“具有多大投资价值”这两个核心命题。

“行业特殊属性”与“国内特殊格局”是行业长期发展决定性因素

当我们身处重组消息满天飞舞，重组后竞争格局预测层出不穷的环境中时；我们有必要，透过这些纷繁的喧嚣回到国内通信运营行业的本质，来探寻决定行业未来发展、评判行业投资价值的决定性因素。

只有这样，我们才能牢牢把握“国内通信行业是否具有投资价值”，以及“具有多大投资价值”这两个核心命题。通过我们这次的研究，我们相信：

- “行业重组”与“3G 发牌”只是行业长期发展两大扰动因素。“行业特殊属性”与“国内特殊格局”才是未来行业长期发展、评判行业投资价值的决定性因素。
- “行业特殊属性”（服务属性、内需属性、消费属性）引领未来行业收入持续稳定增长。预计未来五年国内通信运营行业收入将保持 11% 年增长率，2012 年达到 12267 亿元。具体来看有“四大增长动力”：移动和宽带用户增长、语音业务量提高、非语音业务比重提升、单位资费降幅趋缓。

- **“国内特殊格局”（垄断性、国有性）决定未来行业利润持续逐步提高。**“中国式管制”造就的“国内特殊格局”给运营行业及运营商带来的三个重要特征（收入增长导向、做大做强目标、产业链核心位置）。
- **“弱者趋强，强者趋稳”乃大势所趋。**维持行业“谨慎推荐”的投资评级，中国联通“推荐”投资评级。

“行业特殊属性”引领未来行业收入持续稳定增长

“三大行业特殊属性”带来有别其他行业特殊吸引力

首先通俗的描述一下国内通信运营行业的业务及盈利模式：目前国内通信运营商分为固网运营商（中国电信、中国网通）与移动运营商（中国移动、中国联通）。运营商通过移动及本地通信网络向国内广大用户提供服务获得持续的收入与利润。服务主要分为两类：

- **语音通话服务**：也就是“打电话”，通过手机及固定电话通话。
- **非语音通话服务（增值服务）**：目前移动运营商提供的增值服务主要是“短信、彩铃”，固网运营商提供的增值服务主要是“宽带上网、语音增值业务”。

国内通信运营行业的业务及盈利模式决定了：这是一个有别于其他行业、有望长期持续增长、极具吸引力及想象空间的大行业。这主要是由三大“行业特殊属性”决定的：

- **“服务属性”：规避原材料上涨，体现非周期行业优势。**运营商收入来自于“提供服务”，成本（主要是人力和设备折旧）则相对刚性。投资成本中的设备价格因为科技进步及设备商激烈竞争而持续下降。这一行业特殊属性在当前及未来上游原材料持续大幅上涨的经济环境中，提供了有别于其他行业（如：石化、电力）的特殊吸引力，体现出非周期性行业的优势。
- **“内需属性”：规避国际经济波动，长期受益国内经济增长。**运营商收入来自于“国内广大用户”。这在当前国际经济形势出现波动，发达国家经济出现衰退阴影的背景中，以及未来中国长期扩大内需、促进消费的导向下，提供了有别于其他行业（如：通信设备制造）的特殊吸引力。
- **“消费属性”：受益国民收入提高，未来发展空间巨大。**运营商收入来自于国内用户的消费，因此将长期受益于国内经济增长、国民收入提升、通信资费及终端价格的下降。特别是在增值业务方面，目前仍然处于成长初期，未来发展的空间巨大，这也符合消费升级（在通信运营行业的中体现为：从传统语音业务逐渐转向增值业务）的经济规律与必然历史趋势。通信运营行业的消费属性还具有“正的消费外部性”的特征：即单个用户对通信服务的消费，会随着总用户数量的增加而增加。

“四大行业增长动力”促使行业整体收入持续稳定增长

具体来看未来国内通信运营行业收入持续增长的动力主要来自于四个方面。

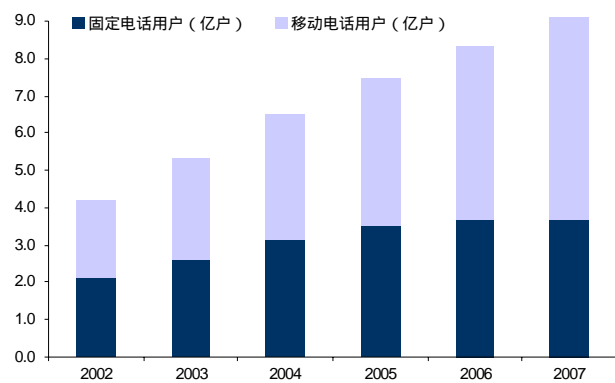
- **用户**：移动、宽带用户数量有望继续快速增长。
- **语音业务**：语音通话总量（移动+固话）不断增长，尤其在移动领域。
- **非语音业务**：增值业务（非语音业务）比重不断提升，未来潜力巨大。
- **单位资费**：各项资费的下降趋势趋缓，已经渡过陡峭下调阶段。

动力 1：移动、宽带用户数量有望继续快速增长

通信行业的用户是行业收入的源泉，用户数量能否持续增长直接影响着行业的收入规模。通信行业的用户主要是：电话用户（移动电话、固定电话），上网用户（宽带上网、拨号上网）。

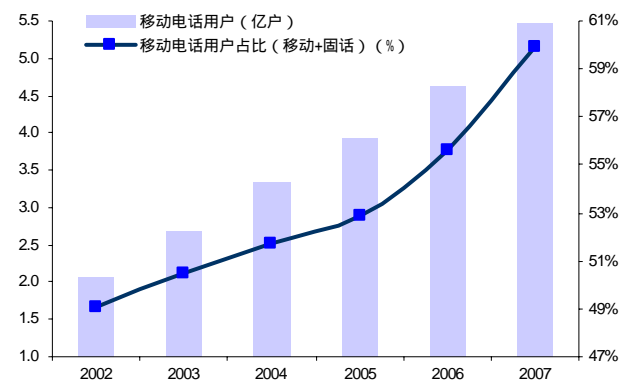
在过去五年中，我国电话用户数量（移动+固话）增长了 117%，由 2002 年底的 4.21 亿户（移动 2.07 亿户、固话 2.14 亿户）增长至 2007 年底的 9.13 亿户（移动 5.47 亿户、固话 3.65 亿户）。移动电话用户占比持续提升，由 2002 年底的 49% 上升至 2007 年底的 60%。

图 5：02-07 年电话用户数量（移动+固话）增长 117%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

图 6：02-07 年移动电话用户占比提升 11 个百分点

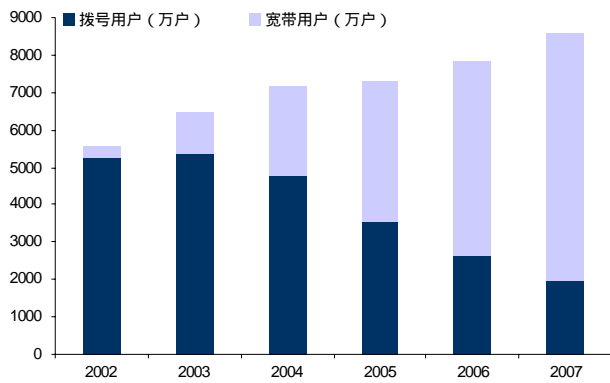


资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

在移动通信逐渐替代固网通信的大趋势下，固定电话用户从 2007 年年中开始负增长。但目前用户减少主要集中在无线市话领域（小灵通），剔除无线市话用户后的固话用户数量基本平稳。

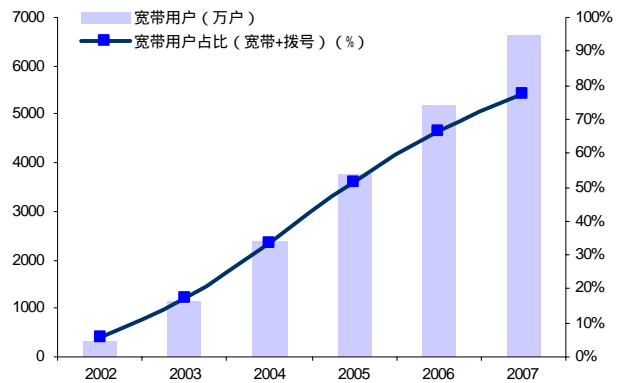
在过去五年中，我国上网用户数量（拨号+宽带）增长了 54%，由 2002 年底的 5572 万户（拨号 5247 万户、宽带 325 万户）增长至 2007 年底的 8595 万户（拨号 1949 万户、宽带 6646 万户）。宽带上网用户占比持续提升，由 2002 年底的 6% 上升至 2007 年底的 77%。

图 7：02-07 年上网用户数量（拨号+宽带）增长 54%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

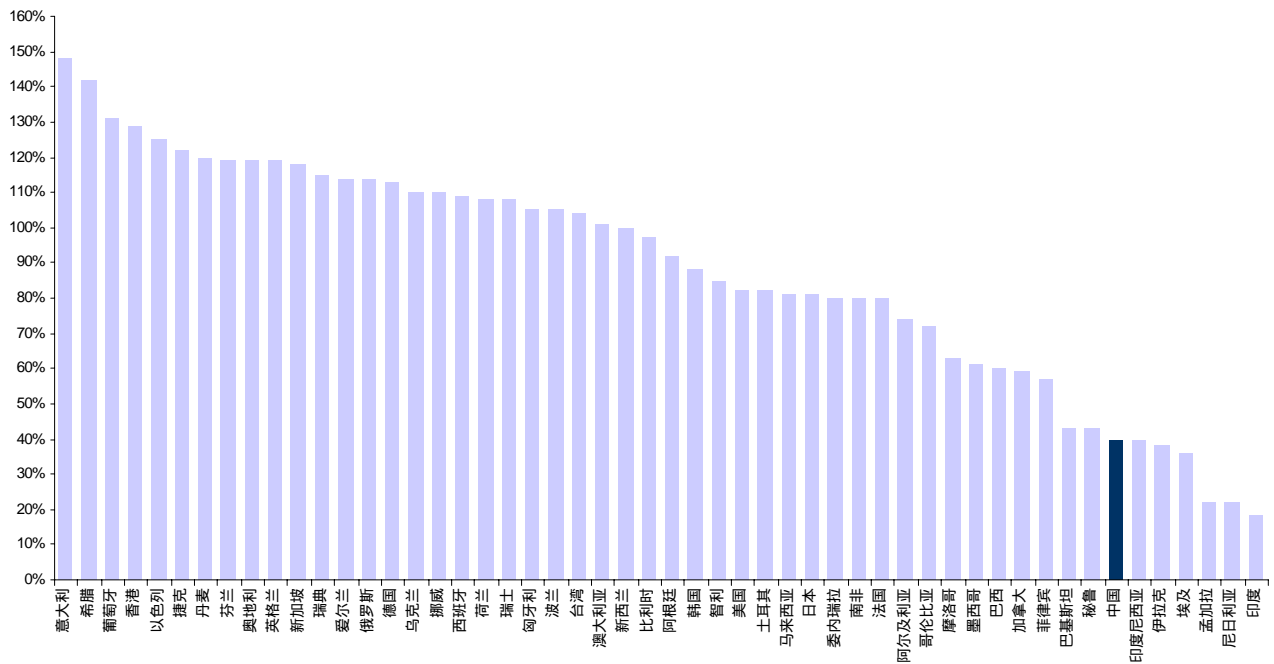
图 8：02-07 年宽带上网用户占比提升 71 个百分点



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

目前 (Mar-08) 国内移动电话渗透率 (移动电话用户数/人口数) 为 44% 左右, 与世界其他国家相比 (许多欧洲国家已经达到 100% 以上) 仍然有巨大的增长空间。按照中国移动董事长王建宙的预测, 中国的移动电话用户在突破 8 亿后增速才将放缓。我们认为: 目前国内移动电话用户增长处于“S 型增长曲线”的加速增长区域, 预期未来三到五年仍将保持快速增长, 这将有利于行业收入的持续增长。

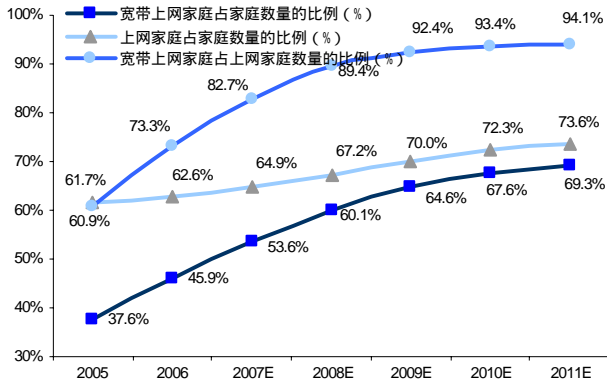
图 9：3Q07 移动电话渗透率显示：中国仍有巨大用户增长空间



资料来源：国信证券经济研究所

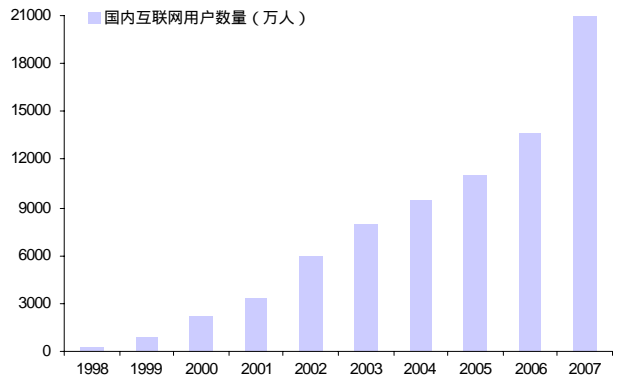
目前 (Mar-08) 国内宽带上网家庭渗透率 (宽带用户数/家庭数) 为 18% 左右, 与世界其他国家相比 (美国目前是 55%, 香港 2006 年底为 67%) 仍然有巨大的增长空间。我们认为: 目前国内宽带用户仍处于黄金增长期, 随着建设信息化社会的推进有望长期保持快速增长, 这将有利于行业收入的持续增长。

图 10：05-11 年美国宽带上网家庭渗透率将持续提高



资料来源：国信证券经济研究所

图 11：98-07 年国内网民增长 100 倍，达到 2.1 亿人

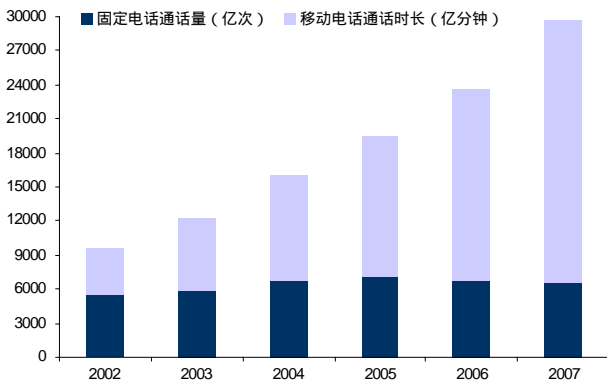


资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

动力 2：语音通话总量（移动+固话）不断增长，尤其在移动领域

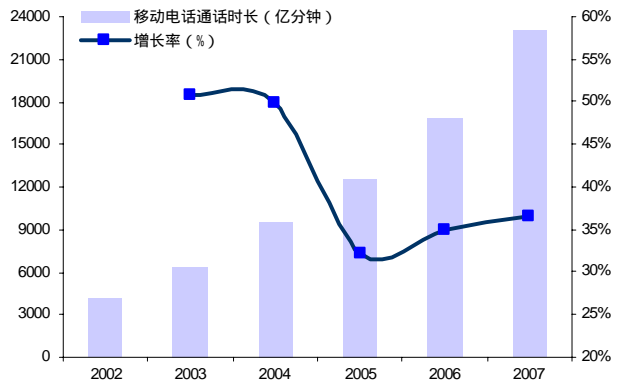
在过去五年中，我国语音通话总量（移动+固话）增长了 206%，由 2002 年底的 9670 亿分钟（次）（移动 4184 亿分钟、固话 5486 亿次）增长至 2007 年底的 29633 亿分钟（次）（移动 23056 亿分钟、固话 6577 亿次）。移动电话语音通话增长尤其迅猛，02-07 年复合增长率达到 40.7%，占比也持续提升。

图 12：02-07 年语音通话量（移动+固话）增长 206%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

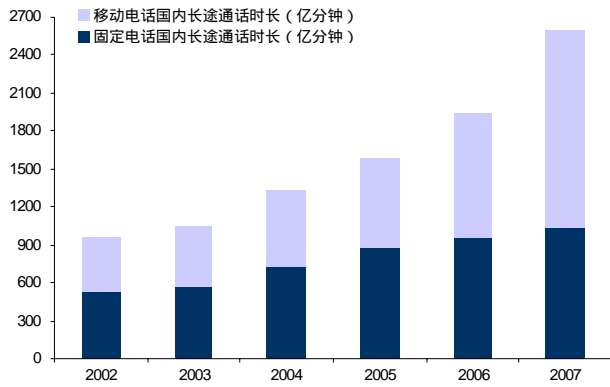
图 13：02-07 年移动语音通话时长复合增长率达 40.7%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

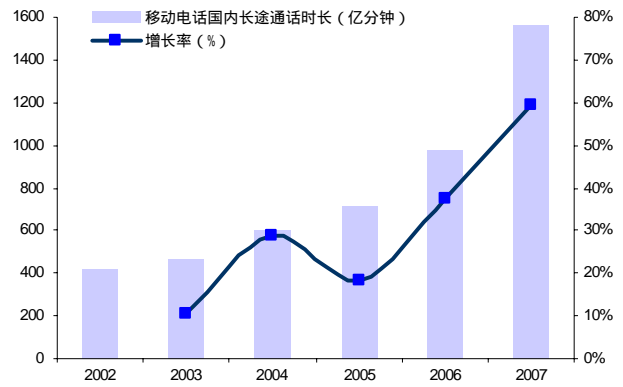
在过去五年中，我国长途通话总量（移动+固话）增长了 173%，由 2002 年底的 952 亿分钟（移动 423 亿分钟、固话 529 亿分钟）增长至 2007 年底的 2594 亿分钟（移动 1561 亿分钟、固话 1033 亿分钟）。移动电话长途通话量增长尤其迅猛，增长率呈现上升趋势，07 年增长率达到 60%。

图 14：02-07 年长途通话量（移动+固话）增长 173%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

图 15：02-07 年移动长途增长率不断提高，07 年达 60%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

语音通话总量持续增长的原因是：国内经济增长、经济活动的增加、电话用户数量的扩大、国民收入提升、通信资费及终端价格的下降。未来五到十年甚至在更长的历史周期中，这些因素将继续从正面促进语音通话总量（移动+固话）持续强劲增长，这将有利于行业收入的持续增长。

动力 3：非语音业务比重不断提升，未来潜力巨大

过去三年中非语音业务（增值服务）持续高速增长，占运营商收入的比重持续提升，成为收入增长的最大动力。2007 年底，中国移动、中国联通的增值业务占比为 25.7%、22%；中国电信、中国网通的非语音业务占比为 36.5%、34.7%。

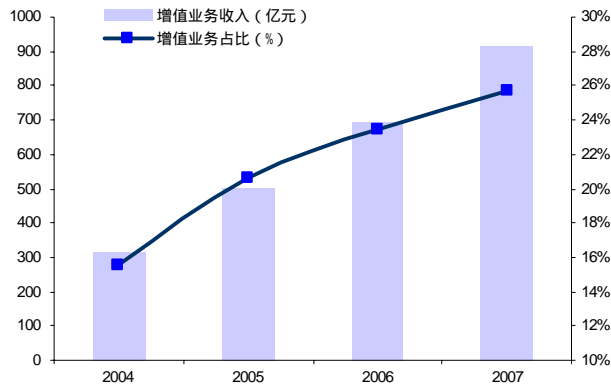
表 2：04-07 年非语音业务成为收入增长的最大动力

单位：亿元，%	2004	2005	2006	2007	YoY(05VS04)	YoY(06VS05)	YoY(07VS06)
中国移动							
非语音业务收入	316.5	501.9	693.1	916.1	58.6%	38.1%	32.2%
占总收入比重	15.5%	20.6%	23.5%	25.7%	5.1%	2.8%	2.2%
中国联通							
非语音业务收入	72.4	119.6	169.7	199.4	65.2%	41.9%	17.5%
占总收入比重	10.1%	15.0%	19.3%	22.0%	4.9%	4.3%	2.7%
中国电信							
非语音业务收入	316.8	393.5	497.3	640.5	24.2%	26.4%	28.8%
占总收入比重	20.7%	24.2%	29.1%	36.5%	3.5%	4.9%	7.4%
中国网通							
非语音业务收入	128.1	159.9	206.3	286.6	24.7%	29.1%	38.9%
占总收入比重	16.2%	19.1%	25.2%	34.7%	2.9%	6.2%	9.5%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

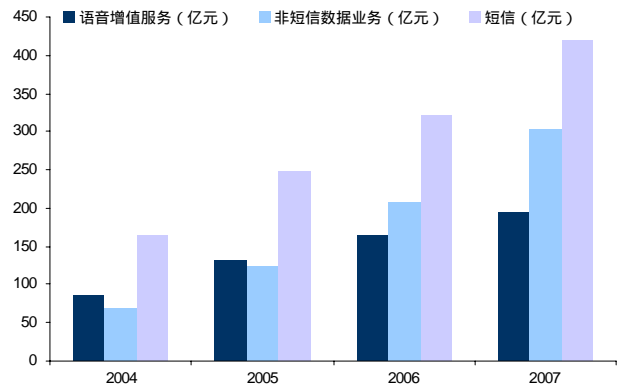
目前移动运营商提供的非语音业务主要是“短信、彩铃”，固网运营商提供的非语音业务主要是“宽带上网、语音增值业务”。相比增值业务发展领先的日本、韩国、欧美发达国家，国内依旧处于成长初期。

图 16：04-07 年中国移动增值业务占比持续上升



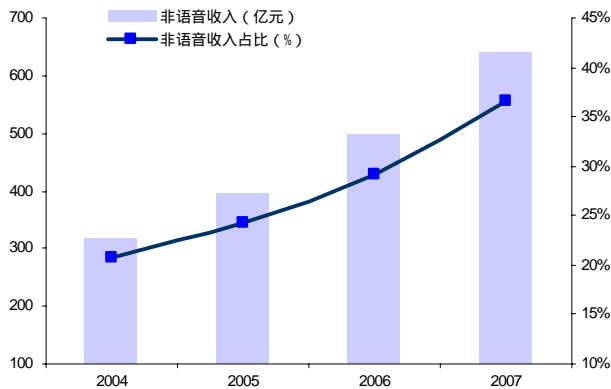
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 17：中国移动增值业务中短信依旧占比第一



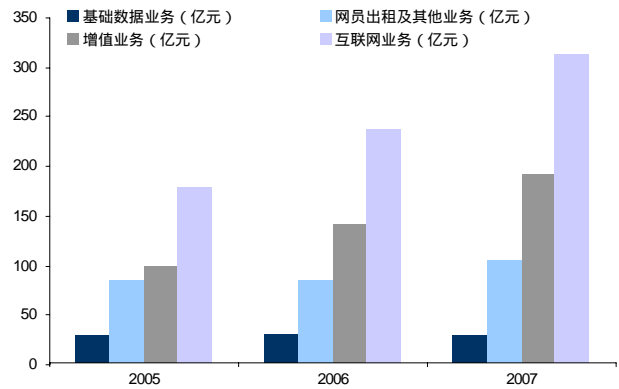
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 18：04-07 年中国电信非语音收入占比持续上升



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

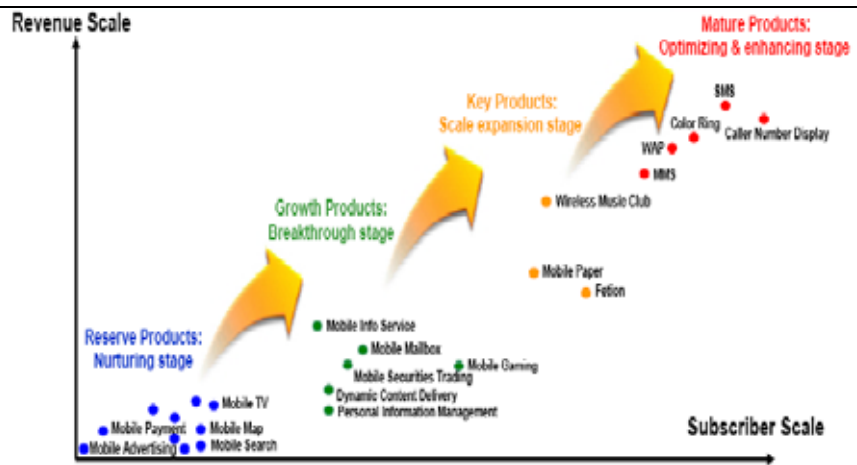
图 19：中国电信非语音业务中互联网业务占比第一



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

未来非语音业务（增值业务）的增长将主要集中在移动及固网宽带领域。中国移动增值业务的第一梯队（成熟产品）包括：短信、来电显示、彩铃、彩信、无线上网。第二梯队（用户快速扩张产品）包括：无线音乐俱乐部、手机报纸、飞信。除此之外，还有众多处于培育、尝试、拓展阶段的增值业务。

图 20：中国移动通信领域未来增值业务增长潜力巨大



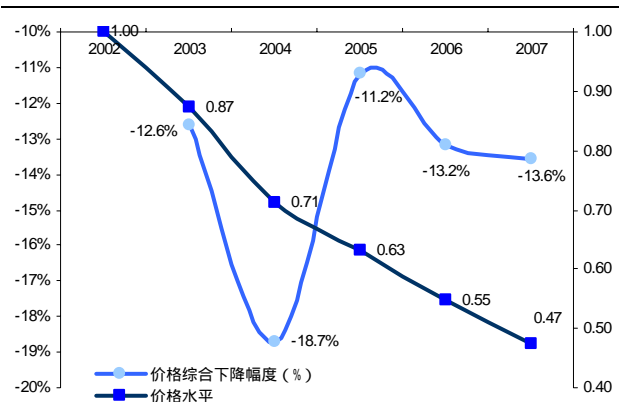
资料来源：国信证券经济研究所

移动增值业务中任何一项新业务被用户广泛接受、培育成熟，对行业收入的贡献都将是数以亿计甚至是数十亿计。因为中国的移动电话用户已经达到了 5.5 亿户，并且目前依旧以 18% 的年增长率持续增长。未来十年甚至在更长的历史周期中（特别是在发牌 3G 移动通信牌照后），非语音业务（增值业务）有望持续增长，这将直接推动行业收入的持续增长。

动力 4：单位资费降幅趋缓，已过陡峭下降阶段

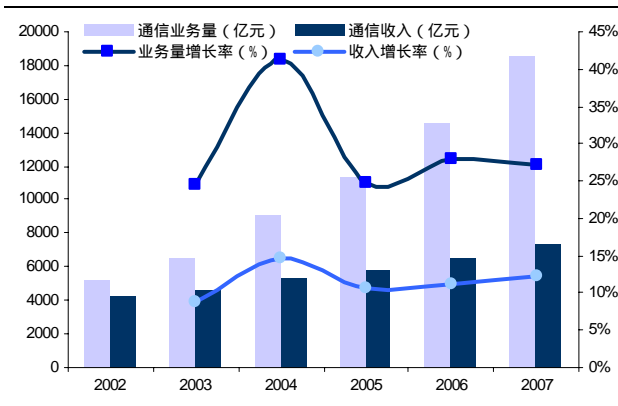
过去五年中通信资费持续下降，通信综合价格水平累计下降了 53%。静态的看，资费的持续下降对运营商收入造成了压力；但动态的看，资费下降带来了更多新增用户，激发了更多业务量，提高了社会信息化水平，有利于行业的长远健康发展。

图 21：02-07 年国内电信综合价格水平累计下降 53%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

图 22：02-07 年资费下降激发业务量复合增长率达 30%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

过去五年通信资费的持续下降，主要是被动式下调（运营商根据工业与信息部的监管要求被动下调）。主要集中在移动通信的语音通话领域：移动电话每分钟通话价格持续下降，目前已经基本全面实行了单向收费（或是以套餐的形式），移动漫游长途费下调。

过去五年固网语音领域、固网增值业务领域、移动增值业务领域的被动式下调压力则相对较小。04-07年固网语音通信资费下调幅度有限，目前本地语音通话资费依旧为0.10元/次。固网增值业务资费下调幅度同样有限，电信和网通07年宽带ARPU值还出现了正增长。

表3：04-07年固网语音资费下调幅度有限，目前依旧为0.10元/次

	单位	2004	2005	2006	2007	YoY(05VS04)	YoY(06VS05)	YoY(07VS06)	
中国电信	本地通话收入	亿元	476.5	476.2	461.9	423.4	0.0%	-3.0%	-8.3%
	本地通话总次数	亿次	4291.5	4494.0	4225.6	4062.7	4.7%	-6.0%	-3.9%
	本地通话资费	元/次	0.111	0.106	0.109	0.104	-4.6%	3.1%	-4.6%
中国网通	本地通话收入	亿元	248.6	245.8	220.6	199.9	-1.1%	-10.3%	-9.4%
	本地通话总次数	亿次	2346.6	2284.4	2144.7	2025.5	-2.7%	-6.1%	-5.6%
	本地通话资费	元/次	0.106	0.108	0.103	0.099	1.6%	-4.4%	-4.0%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表4：04-07年固网增值业务资费下调有限，07年宽带ARPU正增长

宽带 ARPU (单位：元)	2004	2005	2006	2007	YoY(05VS04)	YoY(06VS05)	YoY(07VS06)
中国电信	102.0	81.0	77.0	80.0	-20.6%	-4.9%	3.9%
中国网通	73.2	65.3	64.9	67.4	-10.8%	-0.6%	3.9%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

04-07年移动运营商受资费被动式下调压力的影响，语音通话每分钟价格每年都保持两位数的下降幅度。到2007年，中国移动的平均每分钟通话价格为0.125元，中国联通G网为0.12元，中国联通C网为0.128元。考虑到目前越来越多的套餐以月租费的形式赠送一定的通话量，目前实际平均每分钟通话价格较这一数据更低。

表5：04-07年移动语音资费持续大幅度下调，目前已度过陡峭下降期

	单位	2004	2005	2006	2007	YoY(05VS04)	YoY(06VS05)	YoY(07VS06)	
中国移动	通话收入	亿元	1285.3	1567.1	1897.1	2264.9	21.9%	21.1%	19.4%
	通话时长	亿分钟	6609.0	9031.2	12521.5	18188.9	36.7%	38.6%	45.3%
	计算的每分钟收入	元/分钟	0.194	0.174	0.152	0.125	-10.8%	-12.7%	-17.8%
	公布的每分钟收入	元/分钟	0.309	0.269	0.236	0.196	-12.9%	-12.3%	-16.9%
中国联通G网	通话收入	亿元	346.1	355.4	389.9	411.4	2.7%	9.7%	5.5%
	通话时长	亿分钟	1782.0	2174.0	2894.7	3414.1	22.0%	33.2%	17.9%
	计算的每分钟收入	元/分钟	0.194	0.163	0.135	0.120	-15.8%	-17.6%	-10.5%
	公布的每分钟收入	元/分钟	0.262	0.240	0.207	0.184	-8.4%	-13.8%	-11.1%
中国联通C网	通话收入	亿元	170.9	181.3	168.5	160.1	6.1%	-7.1%	-5.0%
	通话时长	亿分钟	830.0	1018.0	1173.2	1254.3	22.7%	15.2%	6.9%
	计算的每分钟收入	元/分钟	0.206	0.178	0.144	0.128	-13.5%	-19.4%	-11.1%
	公布的每分钟收入	元/分钟	0.292	0.271	0.238	0.221	-7.2%	-12.2%	-7.1%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

随着单向收费的全面实行，漫游费下调方式的出台，目前资费下调的陡峭阶段已经过去。未来五年中运营商资费下调，特别是被动式下调的压力将小于过去五年。这无疑将有利于行业收入的持续增长。

行业收入未来五年复合增长率 11%

2007 年以来，通信行业收入增速逐步加快（计算值由 Jan-07 的 6.1% 稳步上升至 Mar-08 的 17.6%，公布值则由 Jan-07 的 6.6% 逐步上升至 Mar-08 的 10.8%）。

增速 1 计算值：是根据工业和信息化部公布的月度收入计算得出。增速 2 公布值：是工业和信息化部公布月度收入时同时公布的同比增速。我们认为，工业和信息化部在公布增速时可能追溯调整了（调高）上年历史数据。即便如此，目前的收入数据依旧传递出正面的信息。

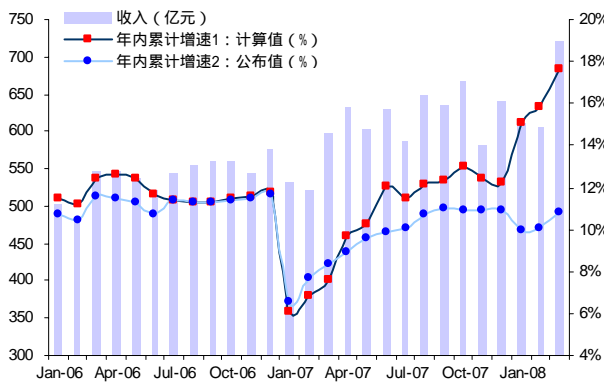
表6：07年以来通信行业收入增速加快，1Q08增长17.6%（计算值）

单位：亿元	Jan-07	Feb-07	Mar-07	Apr-07	May-07	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08
收入	532.4	520.7	597.4	632.5	603.8	629.4	587.7	649.0	636.8	667.1	582.4	640.9	612.8	607.5	721.1
YoY1 (%)	6.1%	6.9%	7.6%	9.7%	10.3%	12.0%	11.4%	12.1%	12.3%	13.0%	12.4%	12.3%	15.1%	15.9%	17.6%
YoY2 (%)	6.6%	7.7%	8.4%	8.9%	9.6%	9.9%	10.1%	10.7%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%	10.0%	10.1%	10.8%

资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所；注：YoY 均为年内累计增速，YoY1 为计算值，YoY2 为公布值

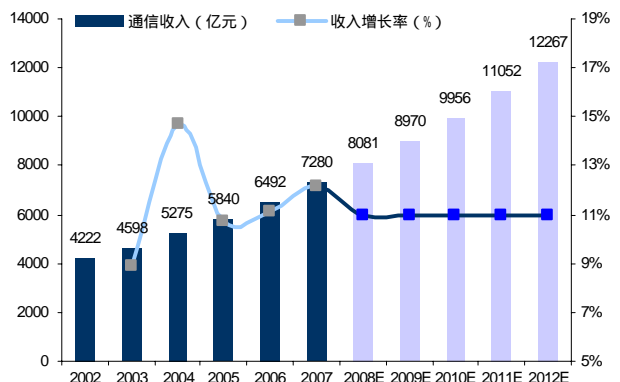
我们预计未来五年在“三大行业特殊属性”（服务、内需、消费），“四大行业增长动力”（移动和宽带用户增长、语音业务量提高、非语音业务比重提升、单位资费降幅趋缓）的作用下，08-12 年国内通信行业收入将继续持续稳定增长，年复合增长率 11%。2012 年国内通信行业收入将达到 12267 亿元。

图 23：07 年以来通信行业收入增速加快，1Q08 为 17.6%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

图 24：08-12 年行业收入有望持续稳定增长，增速 11%



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所

“国内特殊格局”决定未来行业利润持续逐步提高

“管制”是长期伴随通信运营行业的主题

当一个行业出现边际成本递减的情况有可能形成自然垄断。在自然垄断的行业中，一旦新企业进入，就会进行大量的重复建设，形成很大的沉淀成本难以退出，随后将是激烈的价格战从而导致浪费性或破坏性竞争（竞争失效）。

通信运营行业是传统的自然垄断行业，需要大量的固定投入来铺设网络，可变成成本相对较低，同时也是国家基础产业，关乎国计民生。因此为避免竞争失效形成有效竞争，“管制”是长期伴随国内通信运营行业的主题，在现阶段的国内市场中更是如此。

图 25：行业管制使通信运营行业从竞争失效走向有效竞争



资料来源：国信证券经济研究所

“中国式管制”造就“国内特殊格局”

国内对通信基础运营行业实行严格的管制，而具有中国特色的“中国式管制”造就了国内通信运营行业不同于国外市场的“国内特殊格局”，主要体现在两个方面：

- **“垄断性”：四大运营商基本垄断国内通信运营市场。**目前国内只有四家全国性的大型国有通信运营商：中国移动、中国联通、中国电信、中国网通（中国铁通、中国卫通因为规模较小，所处领域特殊，所以并未纳入考虑）。在可预见的未来也难以出现新进入者，反而可能因为行业重组减少为三家。

通信运营属于不可贸易的服务，因此国内市场是相对封闭的（指没有进出口的情况）。一般情况下，国内居民需要使用移动通信就只能在中国移动和中国联通中作出选择，要使用本地电话及互联网业务就只能使用当地固网运营商的服务（中国电信在南方 20 省，中国网通在北方 10 省）。

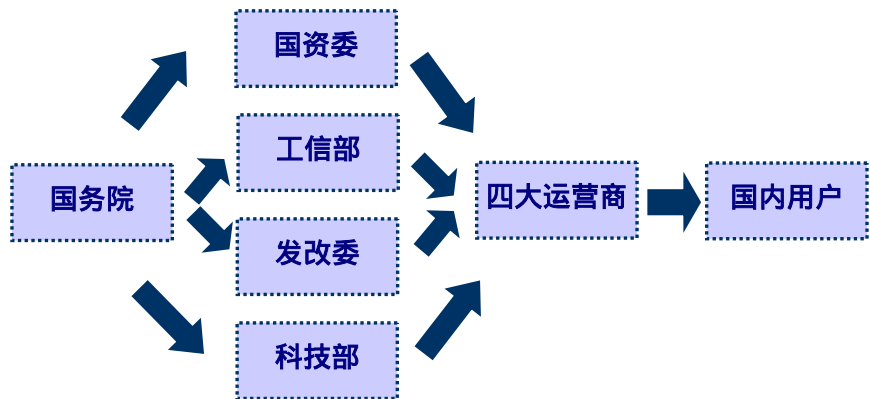
表 7：四家运营商基本垄断国内通信运营市场

单位：亿元	2004	2005	2006	2007
中国移动	2039.9	2430.4	2953.6	3569.6
中国联通	791.4	870.5	942.9	995.4
中国电信	1527.5	1625.3	1706.5	1753.6
中国网通	791.5	824.6	817.9	824.9
四家合计	5150.3	5750.7	6420.9	7143.5
国内通信运营行业	5275.1	5840.1	6491.8	7280.1
四家合计占行业收入比重（%）	97.6%	98.5%	98.9%	98.1%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

- **“国有性”：国家作为运营商最大出资人以及行业监管引导者的双重身份。**四大运营商的最大出资人是国资委，监督引导行业向前发展的主要部委包括：工业和信息化部、发改委、科技部。但这四个部委都由国务院管理。也就是说国务院（代表国家）既是四大运营商的最大出资人，又是推动引导行业向前有序发展的监管引导者。

图 26：国家作为运营商最大出资人以及行业监管引导者的双重身份



资料来源：国信证券经济研究所

“国内特殊格局”决定运营商竞争力不断增强，利润逐步提高

通信运营行业的“国内特殊格局”（垄断性、国有性）决定了：国家（国务院）是整个行业发展、调控的最终实际控制人。国家一方面是行业运营主体（四大运营商）的最大出资人，另一方面又是推动引导行业向前有序发展的监管引导者，一直在努力的以相对平衡的方式推进通信运营行业向前健康有序发展。在这个过程中，运营行业及运营商的经营发展有以下三个重要特征。

- **收入增长导向：资费下调的表象下有促进行业整体收入持续稳定增长的导向性目标。**过去五年中通信资费综合水平持续下降（主要由监管部门推动），虽然对运营商的收入造成了一定压力，但提高了社会信息化水平，有利于行业的长远健康发展。

在资费陡峭下调的表象下，行业监管者依旧有促进行业整体收入持续稳定增长的导向性目标。过去五年资费综合水平下降了 53%，但行业整体收入的年平均增速 11.5%。

未来“收入增长导向”这一行业特征渐会延续。在信息产业“十一五”规划纲要中关于电信业收入的发展目标是：年均增长 7.6%。

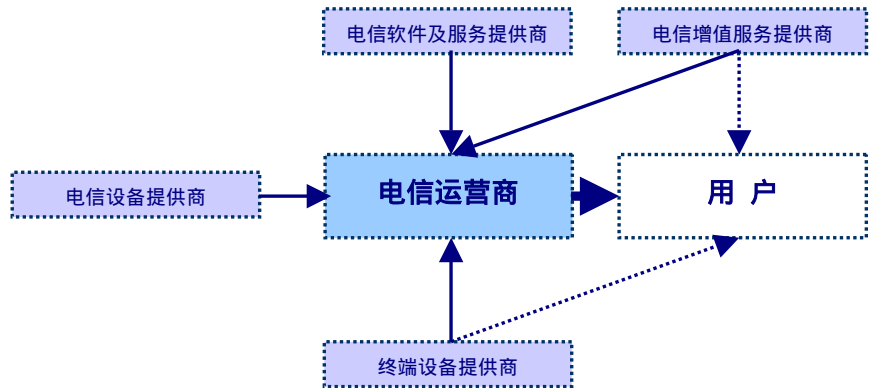
- **做大做强目标：适度竞争环境中增强运营商实力的意愿明显。**从中国电信的南北分拆到成立中国联通打破移动电话领域的垄断都反映出：打破垄断、促进竞争一直是中国电信业改革的重要目标之一。

但是中国通信运营市场中的竞争是“由政府主导的适度竞争”，不是“零和博弈”，因为“四个运营商就像是国家的四个儿子（引用一位运营商高管的话）”。2004 年运营商高管互换的重要目的是缓解当时运营商之间的恶性竞争及恶性价战。

此次行业重组由国资委主导，其中的两个重要出发点（原则）：一是给固网运营商移动牌照，二是调和目前极端不平衡的行业竞争格局使之变得相对均衡。重组后运营商将由四家变为三家，可见国家未来增强运营商实力的意愿明显。

- **产业链核心位置：国内运营商将长期占据产业链的主导位置。**电信产业链上有着众多的参与者，但国内运营商因为其垄断、集中、强势的地位，对产业链中的任何一方，包括设备提供商、终端提供商、软件及服务提供商、下游用户，都有着很强的议价能力。国内运营商将长期占据产业链的主导位置。

图 27：国内运营商将长期占据产业链的主导位置



资料来源：国信证券经济研究所

由“国内特殊格局”（垄断性、国有性）决定的运营行业及运营商的三个重要特征（收入增长导向、做大做强目标、产业链核心位置）使得我们相信，未来国内通信运营商之间的竞争是政府主导下的适度良性竞争，运营商的竞争力将不断增强，净利润也将逐步提高。

弱者趋强，强者趋稳

行业两大不确定性因素“重组、发牌”有待明朗

我们相信：行业重组正在稳步推进中，重组的方式异于目前市场预期可能性较小。重组后中国通信运营市场将形成三家全业务运营商：新联通（联通 G+网通）、新电信（联通 C+电信）、新移动（移动+铁通（铁通可能归并在移动集团））。

我们认为：行业重组将在 3Q08 宣布，08 年年内完成（资本市场层面），3G 牌照将在 09 年每家运营商一张牌照（移动 TD、电信 CMDA2000、新联通 WCDMA）的方式一并发放。

但以上只是目前市场的普遍预期及我们的主观判断。在行业实体层面，行业重组和 3G 发牌还有许多需要逐步明朗的地方。

- “行业重组”需要明朗的方面包括：重组宣布的时点、具体方式及细节（包括交易价格、交易对象、换股比例等）、完成重组需要的时间（资本市场层面、企业经营层面）、重组后三家新运营商未来三到五年的经营战略。
- “3G 发牌”需要明朗的方面包括：牌照发放的时点、方式（哪家得到哪张）、有无配套措施及相关政策、各家运营商得到牌照后采取怎样的策略推进 3G 业务（相对激进或是相对保守）。

行业每个时点都存在不确定的、需要未来明朗的因素，但这并不阻碍我们在现有的条件下做出有效预测，但会影响我们预测时偏重的方式（偏宏观或偏微观，偏定量或偏定性）。考虑到：三家运营商的企业价值很大程度上取决于他们在“后重组、3G 时代”的行业地位；而目前“重组、发牌”几乎所有的信息都有待时间去揭晓。因此我们认为：在目前的时点上从相对宏观、相对定性的方面去把握运营商未来的行业地位与企业价值更为有效。

“弱者趋强，强者趋稳”乃大势所趋

国内通信运营行业是一个非常特殊的行业，他的垄断性、国有性（国内特殊格局）决定了国家（国务院）是整个行业发展、调控的最终实际控制人。国家的战略意图与发展取向将会对行业的发展趋势、企业相对地位的变化起到相当重要的影响。

此次行业重组由国资委主导，其中的两个重要出发点（原则）：一是给固网运营商移动牌照，二是调和目前极端不平衡的行业竞争格局使之变得相对均衡。可见国家扶植弱势运营商的意图明显。从 3G 牌照可能的发放方式来看也是如此，新联通和电信将可能得到产业链更完善的 WCDMA、CDMA2000，而中国移动则可能独立接受各方面相对艰难的 TDSCDMA。

因此我们判断：从相对宏观的方面来看，目前相对弱势的运营商（联通、网通、电信）将在行业重组和 3G 发牌的过程中相对受益，其未来的经营趋势将逐渐趋强。目前相对强势的运营商（移动）在未来相当长的时间段内将维持稳健、强势的经营情况，但其相对地位无疑已经没有很大的上行空间了（07 年底中国移动已经占据了四家运营商利润总和的 66%，接近另外三家运营商利润总和的 2 倍）。

维持中国联通“推荐”投资评级

我们继续维持中国联通“推荐”投资评级，主要理由有以下三条。

- **联通与移动巨大市值差距虽有盈利落差的现实理由，但也为联通未来留下了巨大的向上空间。**中国联通 A 股在 9.00 元的价格水平上对应的企业价值为 3200 亿元。中国移动港股在 130 元的价格水平上对应的企业价值为 23400 亿元，相差 7.3 倍（此项比较未考虑中国移动若回归 A 股市场，其股价可能将比港股有较大幅度的溢价，从而可能使两者间的市值差距进一步扩大）。但另一方面，中国移动目前的用户数仅为联通的 2.4 倍，收入为仅为联通的 3.6 倍。两者间巨大的市值差距虽然有盈利巨大落差的现实理由，但也为联通未来留下了巨大的向上空间。
- **“行业特殊属性”、“国内特殊格局”决定了联通下行空间小，上行可能大。**“行业特殊属性”（服务属性、内需属性、消费属性），“国内特殊格局”（垄断性、国有性）决定了联通未来经营的绝对水平（收入、净利润的绝对水平）和相对水平（重组后与行业中其他两家运营商相比的相对水平）下行空间小，上行可能大。

- 当联通经营层面的绝对水平及相对水平出现上升趋势时，盈利及估值的双重提升将为股价带来巨大的上升空间。**当然我们也认为，联通经营层面的上升与改善并非一朝一夕，而是一个相对长期，更可能有所反复的过程。在这期间需要公司新管理层的励精图治，更需要行业层面“行业重组”、“3G 发牌”的水落石出。但无疑这是值得国内 A 股投资者耐心期待的。

综合各方面情况，我们维持行业“谨慎推荐”的投资评级，中国联通“推荐”投资评级。

表8：国内四大运营商盈利预测及投资评级

股票名称	080522 收盘价	股价货币	代码	P/B (X)	EPS (人民币)			P/E (X)			投资评级
					2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
中国联通 A	9.26	人民币	600050	3.53	0.27	0.27	0.35	34.8	34.3	26.5	推荐
中国移动	130.10	港币	0941	6.27	4.28	5.70	6.74	27.4	20.5	17.4	谨慎推荐
中国电信	5.30	港币	0728	1.75	0.29	0.30	0.31	16.4	16.0	15.2	中性
中国网通	24.05	港币	0906	1.76	1.70	1.51	1.46	12.7	14.4	14.8	谨慎推荐
中国联通	16.52	港币	0762	2.09	0.71	0.72	0.94	20.9	20.6	15.9	推荐

资料来源：国信证券经济研究所，P/B、P/E 都按港币与人民币汇率 1：0.9 进行了调整

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席经济顾问 杨建龙	钢铁有色金属行业首席分析师 郑东
IT行业首席分析师 肖利娟	首席策略分析师 汤小生	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
金融行业首席分析师 朱琰	电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲
纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏	基础化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严平	电力行业高级分析师 徐颖真
建筑与建材行业高级分析师 杨昕	有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁丹
机械行业资深分析师 余爱斌	固定收益资深分析师 皮敏	煤炭行业分析师 杨立宏
机械行业分析师 郑国	汽车与汽配行业分析师 李君	纺织品与服装行业分析师 方军平
IT行业分析师 王俊峰	房地产行业分析师 陈林	基础化工行业分析师 陈爱华
农业与食品饮料行业分析师 黄茂	金融行业分析师 黄飙	金融行业分析师 武建刚
宏观经济分析师 林松立	宏观经济分析师 任泽平	金融工程分析师 王军清
策略分析师 崔嵘	交通运输行业分析师 孙菲菲	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	金融行业分析师 谈焯

国信证券经济研究所机构销售部

上海机构销售部负责人 (021) 68864592 shengjp@guosen.com.cn	盛建平	北京机构销售部销售副总监 (010) 82252615 wangxj@guosen.com.cn	王晓健	深圳机构销售部总经理 (0755) 82133147 wangcs@guosen.com.cn	万成水
上海机构销售部高级销售经理 (021) 68866025 maxd@guosen.com.cn	马小丹	北京机构销售部销售副总监 (010) 82252236 wanglf@guosen.com.cn	王立法	深圳机构销售部销售副总监 (0755) 82130680 liuqin@guosen.com.cn	刘钦
上海机构销售部销售经理 (021) 68866205 zhengyi@guosen.com.cn	郑毅	北京机构销售部高级销售经理 (010) 82259782 tancy@guosen.com.cn	谭春元	深圳机构销售部销售副总监 (0755) 82130818 liuyh@guosen.com.cn	刘宇华
				深圳机构销售部销售经理 (0755) 82133148 shaoyf@guosen.com.cn	邵燕芳