

國泰君安國際 研究部



中资电信行业

分析员：李准 (Jake Li)

日期：2011.7

联系电话：+755 2397 6686

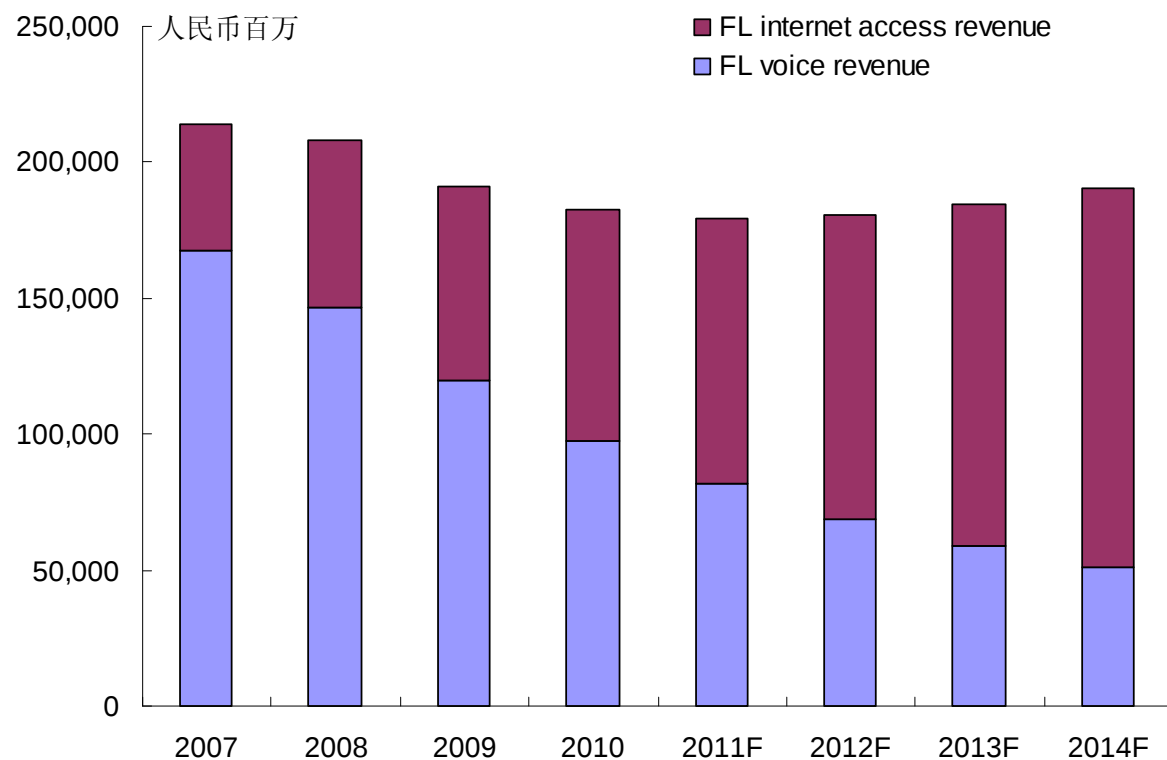
Email: lizhun@gtjas.com

主要观点

- 行业业务结构占比将发生大幅变化，主因固网语音收入2011年下滑约16%，而3G收入增长约149%。
- 3G具备快速增长的条件，普及率预计在2014年升至21%左右。2011年中联通3G用户份额约40%，中移动约29%，中电信约31%。
- 联通经营杠杆最大，2011年业绩回升约53%。
- 行业中性，买入中国电信（728），收集中国联通（762）。维持中国移动（941）中性评级。

固网宽带将缓解语音业务下滑影响

电信行业固网宽带及语音用户营收情况



资料来源：工信部、国泰君安国际

3G业务用户具备快速增长的条件

- 网络覆盖：中移动3G基站2011年5月底约达到21.4万个，中国联通与中电信分别为27.4万及22.6万，网络覆盖较2010年底改善明显。
- 手机终端：TD及中电信手机供应持续改善，特别是针对中低端智能机市场。
- 资费：中国联通推出低端3G资费套餐，中移动全球降价也可能刺激其它运营商3G降价。

中国联通、中电信将领先3G业务市场份额

中国移动通讯市场运营商用户数市场份额

%	至2011年1季末时点数及年内累积数					2011年5月底
	2G总用户	2G新增	3G服务总用户	3G服务新增	3G终端总用户	整体移动用户
中国移动	71%	61%	32%	31%	44%	68%
中国联通	19%	12%	36%	36%	30%	20%
中国电信	10%	26%	32%	33%	26%	12%

资料来源：公司数据、国泰君安国际（香港）

3G用户普及率将快速上升

3G用户增长预计及普及率

用户数 (百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
3G用户数	10.2	38.8	95.5	157.7	222.2	287.6
占移动用户比例	1%	5%	10%	14%	18%	21%
普及率	1%	3%	7%	12%	16%	21%
中移动 (基于我们的标准)	3.4	12.4	28.1	45.9	63.9	82.5
市场份额	33%	32%	29%	29%	29%	29%
中国联通	2.7	14.1	38.1	63.5	89.9	116.1
市场份额	27%	36%	40%	40%	40%	40%
中国电信	4.1	12.3	29.3	48.3	68.5	89.1
市场份额	40%	32%	31%	31%	31%	31%
3G用户数	10.2	47.1	114.3	188.3	264.8	342.6
中移动 (基于公司的G3标准)	3.4	20.7	46.9	76.5	106.5	137.5
市场份额	33%	44%	41%	41%	40%	40%
中国联通	2.7	14.1	38.1	63.5	89.9	116.1
市场份额	27%	30%	33%	34%	34%	34%
中国电信	4.1	12.3	29.3	48.3	68.5	89.1
市场份额	40%	26%	26%	26%	26%	26%

资料来源：公司数据、国泰君安国际

中移动在2G市场占据主导优势

2G用户增长假设及市场份额

用户数（百万）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
2G移动用户数	715.7	803.2	876.9	945.8	1,011.6	1,071.2
普及率	54%	60%	65%	70%	74%	78%
中移动	518.9	571.6	612.1	648.5	684.0	715.5
市场份额	72%	71%	70%	69%	68%	67%
中联通	144.8	153.4	162.6	171.0	179.4	187.5
市场份额	20%	19%	19%	18%	18%	18%
中电信	52.0	78.2	102.2	126.2	148.2	168.2
市场份额	7%	10%	12%	13%	15%	16%

资料来源：公司数据、国泰君安国际

中国联通经营杠杆最大

三大电信运营商经营情况比较

	中国移动			中国联通			中国电信		
	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F
总收入增长 (1)	6.0%	4.7%	3.5%	17.7%	13.6%	12.0%	9.6%	11.0%	10.9%
移动服务收入增长	6.0%	4.7%	3.5%	27.7%	24.7%	19.4%	44.6%	32.6%	23.8%
3G用户数市场份额	29.5%	29.1%	28.8%	39.9%	40.3%	40.4%	30.7%	30.6%	30.8%
3G ARPU (人民币)	70	67	64	105	94	87	78	70	66
运营服务收入占比									
2G	96.7%	94.5%	92.4%	39.2%	35.0%	32.1%	21.9%	23.5%	24.2%
3G	3.3%	5.5%	7.6%	17.8%	27.2%	33.8%	8.7%	13.1%	16.6%
固网	n.a.	n.a.	n.a.	43.0%	37.8%	34.1%	69.4%	63.4%	59.1%
手机补贴占移动收入比例	3.4%	3.8%	4.3%	8.8%	8.8%	8.6%	20.4%	16.0%	13.0%
资本开支占总收入比例 (2)	25.7%	24.2%	22.5%	36.6%	35.2%	31.2%	30.5%	30.0%	26.1%
折旧开支及网络租赁费占总收入比例	19.9%	21.4%	23.2%	30.1%	28.3%	26.8%	30.1%	30.6%	30.6%
EBITDA利润率 (3)	49.1%	48.8%	48.4%	32.9%	35.1%	37.1%	41.5%	42.8%	43.4%
经营利润率	30.1%	28.4%	26.3%	4.0%	7.9%	11.4%	11.4%	12.2%	12.7%
净利润增长	4.5%	-0.5%	-2.0%	52.8%	126.6%	60.7%	17.6%	21.3%	18.2%
净资产回报率	20.4%	18.2%	16.2%	2.8%	6.2%	9.3%	7.8%	8.9%	9.8%

资料来源：公司数据、国泰君安国际

注：1) 不包括固网初装费的摊销。2) 中电信数据是基于资本开支占固网收入的比例。3) 基于会计准则下数据，中电信的网络租赁费已加回EBITDA中。

行业中性，首选中国电信

- 中国移动占据电信市场**50%以上收入，80%以上利润**，行业**2010-13年**利润复合增长约**7%**，主要受累于中移动增长乏力，行业评级中性。
- 中国电信（00728），建议买入，目标价**5.6港元**。理由：**1）3G市场份额将好于中移动，并有可能超越我们预期，2）固网优于中国联通，并将受益于宽带普及率上升，3）整体经营利润率较为稳定且高于中国联通，4）移动网络资产可能于2012年底收购，利润率有提升空间。**风险：手机补贴压力较大。
- 中国联通（00762），建议收集，目标价**14.7港元**。理由：**1）3G市场领导者，2）WCDMA向中低端普及，公司手机补贴有望较好控制，3）经营杠杆较大，业绩处于上行期。**如果基于较为激进的估值标准，并以**2012年盈利**为基础，目标价可上调至**17元**。
- 中国移动（00941），中性。理由：**1）2G占比高，但2G增长缺乏动力，2）TD产业链逐渐改善，但3G发展势头较难追赶中电信及中国联通，3）整体利润复合增长2010-13年小于1%。**
- 行业风险：**1）手机补贴超支，2）资本开支超预期，3）价格战。**



谢 谢

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除晨鸣纸业(1812.HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的山东墨龙（568.HK），晨鸣纸业（1812.HK），银泰百货（1833.HK），亨得利（3389.HK），中海集运（2866.HK），中国全通（633.HK），宝威控股（24.HK），华能国际电力（902.HK），中国太保（2601.HK）存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2010 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk