

[2008.01.11]

电信重组渐近 版本决定价值

陈亮

21-62580818-207

chenliang@gtjas.com

本报告导读:

本文阐述了我们对于1月11日“电信重组传闻”的分析和对相关公司的投资建议。

投资要点:

● **1月10日市场传闻:** 电信重组方案为铁通并入移动、联通（GSM+长途数据业务）与网通合并、联通（CDMA）业务并入中国电信。此外，市场亦传闻新的电信业格局中，相关运营商高管已经得到人事任命。

● **根据我们的了解，相关传闻有一定的可参考性。**2007年12月以来，发改委主任马凯、信产部部长王旭东均强调“积极推动电信企业全业务经营方案尽快出台、优化市场竞争结构”。从时间和版本上判断：

(1) **时间:** 我们预计两会之前应该是方案讨论及相应人事调整的时期，两会后正式启动执行的概率较大。但如果在方案讨论期间存在利益主体的巨大分歧，亦不排除延迟到奥运会之后的可能性。但的确，目前从人事调整和方案讨论的进程看，重组可能在两会前后明确。

(2) **版本:** 目前仍存在两个争议较大的版本。在此轮电信重组中，联通的 GSM、CDMA 两网被实质分拆并入电信、网通应是总体的基调，但究竟最终归属仍未明朗，从目前了解的情况看 CDMA 业务并入电信的版本可能性加大。两种版本区别在于：如果把 GSM 网并入电信，无论对于电信及联通的股东都是最优版本（联通 A 股及红筹股东是拥有 GSM 资产及用户，但只拥有 CDMA 用户权），而且获得 GSM 网络后的新中国电信拥有最明确的技术演进路线（WCDMA），是未来 2-3 年后最能与中移动抗衡的运营商。但如果如今日传闻所言，将联通和网通合并（CDMA 业务划给电信），则联通股东仅有一次表决 CDMA 业务价值的机会，之后将面临弱弱合并的强大考验，目前 100% 实装率的 GSM 网络在资产质量、现金流均不佳的网通介入后，同时又面临中移动、中电信的两大巨头的竞争，盈利增厚很难实现。

● **电信运营商投资建议——版本决定价值。**我们认为在国资委主导下的电信重组很难实现资产溢价，判断重组价值最重要的是观察重组后的竞争格局是削弱还是增强其竞争力。

电信重组中首选中国电信。获得 GSM 业务无疑是最优版本，但即使其获得联通 CDMA 业务虽存在受制 CDMA 产业链的问题，但对于在移动固网融合业务具有长期储备的中电信而言，获得移动业务均意味着中长期的经营拐点。

GSM 业务的归属决定联通的价值空间。如果是联通的 GSM 及长途业务并入网通，我们认为合并后新集团价值提升难度甚大。联通红筹估值仍有安全边际，但 A 股目前对红筹溢价为 109%，已体现出相当的重组预期，但 A 股作为电信运营商 A 股唯一的选择，这种并不合理的溢价可能会继续存在。

细分行业投资评级

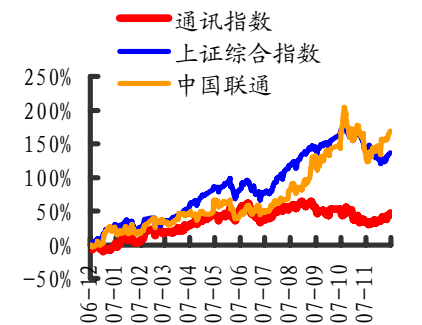
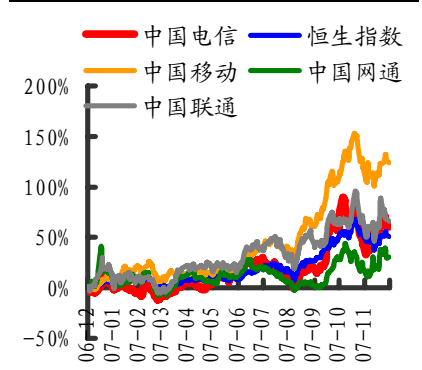
电信运营	增持
通讯设备	增持

重点公司投资评级

电信运营商		
中国移动	0941. HK	增持
中国电信	0728. HK	增持
中国网通	0906. HK	谨慎增持
中国联通	0762. HK	谨慎增持
中国联通	600050. SH	中性

通信设备商		
中兴通讯	0763. HK	增持
中兴通讯	000063. SZ	增持
中通服	0552. HK	增持
国脉科技	002093. SZ	增持
中天科技	600522. SH	增持
亨通光电	600487. SH	增持
京信通信	2342. HK	增持
烽火通信	600498. SH	谨慎增持
三维通信	002115. SZ	谨慎增持
恒宝股份	002104. SZ	谨慎增持
东信和平	002017. SZ	谨慎增持

行业指数走势



资料来源：国泰君安证券研究所

中国移动的价值在于重组前后投资者对其理解的区别。电信重组发生期间，投资者将认为中移动在行业中一家独大的局面快速瓦解，但当电信重组发生完毕后，新的电信集团（其他3家的重新布局）在1-2年的盈利均难以显著改善（业务融合时间和自身资产拨备），中移动最审慎的财务处理为其

确保了未来2-3年的盈利25-30%的增速。此外，从近期看，随着3月底财报的陆续披露，投资者的关注点也将会逐步由消息面转为基本面，中移动仍是从经营层面考量的最安全的选择。

● **通讯设备商投资建议——产业链均有受益、首选中兴通讯。**

与2002年南北电信分拆致使电信投资大降不同，此轮电信重组前的电信投资不会有大幅滑落（中国移动2008年仍将大幅扩容、中国联通仍将小幅增长、电信及网通已持续3年投资下降），而电信重组后随着3家全业务运营商的确立，电信投资将会在2009年-2010年显著增加，这使整体通讯设备行业的盈利周期均将延展。

首选主系统设备商中兴通讯。电信重组版本亦决定中兴的价值，如果是联通CDMA业务并入电信这种版本，我们认为中兴将成为最大的受益者。在这种格局下——中移动（TD）、中国电信（CDMA）、中国联通+网通（GSM），中兴最强的技术（TD、CDMA）将拥有国内最有实力的两大运营商（移动、电信）的投资支撑。目前中兴在中移动TD份额接近50%、在CDMA份额为30%（2007年收编爱立信中国CDMA业务）、在联通GSM份额为10-15%（显著高于在中移动的GSM份额），因此我们可以看到，中兴在未来电信投资占据了相当有利的战略位置，只待重组确定后投资增长。

关注中移动2008年扩容为通讯相关产业链带来的投资机会。我们了解到春节前后四大运营商均将确定2008年的投资规划，其中，中移动在近期已在省份公司层面完成了投资规划，大约春节后由集团统一规划。从目前看，中移动2008年预计新增载频数量将由2007年的70万部增加到100-120万部，这为光纤光缆行业、射频行业、直放站行业均带来投资机会。我们建议重点关注亨通光电、中天科技、武汉凡谷、京信通信（H股）、中通服（H股）、国脉科技。

作者简介:

陈亮：经济学硕士。电信运营及通信设备行业研究员，并曾从事过建筑行业研究。2006年-2007年获《新财富》通信行业最佳分析师第1名；2005年获《新财富》通信行业最佳分析师第2名；2003年-2004年获《新财富》建筑行业最佳分析师第1名。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com