



## 电信行业重组预期渐强

**市场传闻电信重组方案已定。**1月10日下午媒体报道，有消息称监管部门已经确定了电信重组的方案：中国联通(0762)的CDMA网与GSM网被拆分，前者并入中国电信(0728)，后者并入中国网通(0906)；同时，中国铁通将并入中国移动(0941)。此外，中国移动总经理王建宙将退休，现任信产部副部长奚国华担任中国移动一把手，中国电信总经理王晓初将进入信产部；同时，中国网通总经理张春江将掌管并入中国联通CDMA网之后的中国电信，而联通GSM网纳入中国网通后，新公司由现任中国联通总经理常小兵担任。今日中国联通(0762)、中国电信(0728)、中国网通(0906)分别逆市上涨7.2%、6.1%和3.3%，中国移动(0941)则下跌1.1%。

**近期政府表态以及新一轮人事变动预期，反映行业重组有望加速。**上述重组方案与此前市场普遍预期的方案相似：即分拆中国联通，同时各运营商均获得全业务牌照。但就时间而言，国家发改委主任马凯、信息产业部部长王旭东上个月先后表态，08年将积极推动电信企业全业务经营方案尽快出台，反映08年行业重组有望加速。

此外，08年3月份人大会议将确定政府各部门的人事变动，现任信产部部长王旭东已届退休年龄，新部长的人选引发猜测。虽然上述消息中的人事变动是否属实尚难判断，但确实不排除新当选中共十七届中央候补委员的中国电信总经理王晓初进入信产部的可能性。若王晓初调任，有机会引发各大运营商之间的新一轮人事变动。与04年11月中国联通(0762)、中国电信(0728)、中国移动(0941)高层互换引发行业重组预期相比，目前的行业环境已经发生了明显变化：固网语音用户开始流失、竞争格局失衡加剧、国产3G制式TD-SCDMA网络将在奥运期间使用、奥运之后发放3G牌照可能性较大，因此，若08年各大运营商之间再度进行高层人事互换，行业重组有望取得实质性进展。

**重组预期下首选中国电信(0728)。**虽然中国联通(0762)、中国电信(0728)、中国网通(0906)均受益重组预期，但在重组方案没有正式公布前，我们建议优先选择中国电信(0728)，因为任何重组方案均对其有利，重组后将成为国内第二大综合运营商，用户资产质量较高。潜在重组估值8.1港元，对应24.6倍、23.0倍08、09年PE，2.6倍08年PB。

中国联通(0762)的股价驱动力主要来自分拆预期，若最终重组方案并非分拆，盈利实际受益有限，因为两网并存仍将影响运营效益，并且资产价值仍将不能得到充分体现。分部加总NAV估值22.9港元，对应30.5倍08年PE和3.0倍08年PB。

中国网通(0906)用户资产质量逊于中国电信(0728)，同时重组角色仍有可能变化，不排除作为固网被收购的可能。现有固网业务NAV估值28.0港元，相当于17.1倍和16.1倍08、09年PE，2.0倍08年P/B。

**中国移动(0941)仍值得长线投资。**若中国移动(0941)收购铁通、获得固网牌照对盈利影响轻微，但发展高端宽带业务有助增强在企业用户市场的竞争力。虽然我们认为行业重组对中移动而言属于中性消息，但行业重组预期渐强可能令市场焦点转移，并且中移动在业绩增长带动下，07年股价累计增幅105.2%，短线也有获利回吐压力。但长线来看，中移动基本面仍是行业最佳，重组后仍将保持竞争优势。此外，中移动作为最有益于内需增长的中资股，在次按危机、美国经济放缓、中国宏观调控等环境下，防守性优势突出，值得长线投资。目标价190.0港元，相当于31.9倍和26.2倍08、09年PE，1.1倍07-09年PEG。短线驱动力包括盈利超预期、回归A股。



### 中资电信股股价表现（08年1月10日）

股份名称	股份代码	收市价 (港元)	股价变幅 (%)				52 周高位 (港元)	52 周低位 (港元)	总市值 (百万港元)
			1M	3M	1YR	YTD			
中国电信	0728	7.00	14.8	16.3	83.7	12.9	7.58	3.31	566,526.6
中国联通	0762	17.52	10.2	9.9	69.8	(2.1)	19.20	9.05	238,872.8
中国网通	0906	25.05	6.4	8.9	30.5	6.8	26.50	14.90	166,985.2
中国移动	0941	135.1	(3.9)	2.3	106.4	(2.0)	160.00	64.50	2,705,150.0

资料来源: Bloomberg

### 附录：四大运营商、信产部相关领导人个人简历

#### 中国电信董事长 王晓初（50岁）

出生于1958年。1999年任中国移动(0941)董事长兼CEO。2004年11月至今任中国电信集团总经理、党组书记，中国电信(0728)董事长兼CEO。中共十七届中央候补委员。

#### 中国移动董事长 王建宙（60岁）

出生于1948年12月。1996年起历任邮电部规划建设司司长、信息产业部综合规划司司长。1999年任中国联通集团常务副总裁、总裁、董事长，中国联通(0762)执行董事、总裁、董事长兼CEO。2004年11月至今任中国移动集团总裁、中国移动(0941)执行董事、董事长兼CEO。

#### 中国网通董事长 张春江（50岁）

出生于1958年7月。1995年1月起任邮电部移动通信局局长、电信总局副局长、办公厅主任。2000年初出任信息产业部副部长，主要负责电信监管事务。2003年5月任中国网通集团党组书记、总经理。2004年至今任中国网通(0906)董事长兼执行董事。2005年4月起亦担任电讯盈科有限公司非执行董事。

#### 中国联通董事长 常小兵（51岁）

出生于1957年3月。1996年6月起历任中国邮电电信总局副局长、信息产业部电信管理局副局长。2000年2月任信息产业部电信管理局局长。2000年4月任中国电信集团副总经理、党组成员。2004年11月任中国联通集团董事长，2004年12月至今任中国联通(0762)执行董事、董事长兼CEO。

#### 信息产业部部长 王旭东（62岁）

出生于1946年1月。1983年3月任中共天津市委科技部负责人、市委常委、组织部部长。1991年10月任中共天津市委副书记。1993年8月任中共中央组织部副部长。2000年6月任中共河北省委书记。2002年11月任信息产业部党组书记、副部长。2003年3月至今任信息产业部部长、党组书记。中共十五届中央候补委员，中共十六届、十七届中央委员。

#### 信息产业部副部长 奚国华（57岁）

出生于1951年11月。2000年1月任上海贝尔执行副总裁，2000年6月任上海贝尔董事长兼执行副总裁。2001年11月任信息产业部副部长。2002年3月任中国网络通信集团公司总经理、党组书记。2003年4月至今任信息产业部副部长、党组副书记，分管办公厅、电信管理局、经济调节与通信清算司、无线电管理局。中共十六届中央候补委员，中共十七届中央纪律检查委员会委员。



投资评级定义  
Rating Definition

相对指标: 香港恒生指数

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

投资期: 6至18个月

Time Horizon: 6 to 18 months

**投资评级Rating**

**相对表现Relative Performance**

买入Buy	>15%
收集Accumulate	5%至15%
中性Neutral	-5%至5%
减持Reduce	-5%至-15%
沽出Sell	<-15%

**利益披露事项**

- (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) 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个月内没有与本研究报告所评论的上市法团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。

© 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](http://www.gtja.com.hk)