

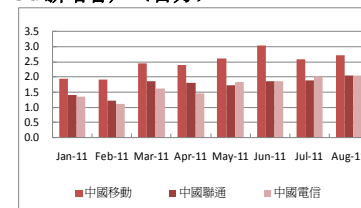
通信行业-动荡市场中的避风港

❖ **3G 新增用户全线增长，联通令人眼前一亮。**今年八月，中国的移动用户达到 9.27 亿。新增移动用户达 1,070 万，较上月增加 9.9%。三家运营商的 3G 用户均显示强劲增长势头。中国移动（941 HK）新增 272 万 TD-SCDMA 用户，环比增长 5.9%；中国联通（762 HK）和中国电信（728 HK）均增加 205 万 3G 用户，分别环比增长 9.3% 和 1.5%。我们喜见中国联通的新增 3G 用户首次超过 200 万门坎。我们相信强劲的增长势头应归功于：1)稳定的 iPhone 用户增长 2)千元人民币以下 3G 智能手机供应量提高，尤其是中兴通讯（763 HK）的 V880 机款在过去两个半月累计达 35 万台销售。下一波千元以下智能手机，包括联想（992 HK）的 A60，酷派 706 和 TCL-Alcatel（2618 HK）的 OT990 将推动中国联通在 2011 年余下几个月的 3G 用户增长。可是我们并不认为联通可以达到其 2011 年年增 2500 万 3G 用户的目标（因这意味着在未来四个月内必须月增平均 280 万用户）。

❖ **中国移动，市场不明朗时的安全选择。**随着越来越多入门级（千元以下）智慧的手机推出，3G 手机将渗透至中国的大众市场。我们认为电信业已开始将 3G 业务实质化。运营商的海外业务非常有限加上 3G 行业的前景亮丽，我们相信电信运营商，尤其是中国移动，将成为当前动荡市场的避风港。中国移动的基本面稳定，运营现金流强劲（11 年上半年经营现金流达人民币 1,260 亿），估值不高（10.0 倍 2011 年市盈率），11 年股息收益率达 4.3%，因此我们相信中国移动的安全边际很高。

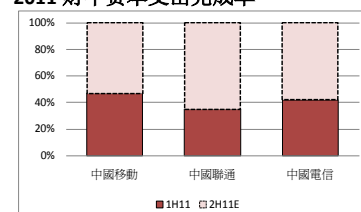
❖ **电信设备行业。**作为上游设备和系统供货商，中兴通讯，京信通信（2342 HK）和中通服（552 HK）的股价和运营商的资本支出水平保持高度关联性。中国移动、中国电信和中国联通于上半年仅完成各自全年资本支出计划的 46.7%，41.9% 和 34.7%。运营商都将坚持其今年的资本支出计划不变，我们相信电信设备市场的可预见性仍然很高。但是我们认为主要发达国家暗淡的经济前景加上北非地区的政治动乱将成为海外市场的关键不确定因素。中兴通讯是出口导向型企业（上半年中国业务仅占总收入的 44.3%），增长动力取决于海外市场，尤其是欧洲美国和大洋洲地区的表现。京信和中通服上半年国内收入分别占总收入的 86.3% 和 94.9%，我们更看好京信和中通服的表现，因其有限的海外业务以及受惠于无线和宽带网络升级。

3G 新增客户（百万）



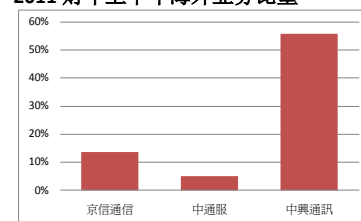
来源：公司资料、招银国际研究部整理

2011 财年资本支出完成率



来源：公司资料、招银国际研究部整理

2011 财年上半年海外业务比重



来源：公司资料、招银国际研究部整理

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。