



祝振駒

翺騰投資管理董事總經理，  
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，  
專長於中小型股票研究。此欄隔周刊出，  
讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

# 今日電信 昨日聯通

**恒**指經過1月份的急升(10.6%)後，大部分成分股已高越去年10月反彈的高位(尤其是高Beta股票)，本來很多超值股票已變得不再便宜，值博率大減。在藍籌股當中，筆者認為**中國電信(00728)**在現水平仍非常吸引。

大家知道電訊營運商過去數年，大部分已淪為低增長的公用股，皆因其傳統業務模式如固網電話、寬頻上網及2G移動電話等已不再增長。近一兩年被重新評估的電訊股全因受惠於智能電話的普及化(尤其是蘋果iPhone)，帶動數據用量上升而帶來新的新增長動力。長期活在**中國移動(00941)**陰影下的**中國聯通(00762)**，自從2009年10月30日成為iPhone的中國獨家營運商及代理後，股價終於脫胎換骨，在2010年及2011年大幅跑贏大市(+8.2%及+46.9%)。投資者追捧聯通，主要看準iPhone的平均上台費用比一般2G手機起碼高出7倍至8倍以上(達300元以上；人民幣，下同)，加上轉用3G智能手機用戶人數每年都在高速直線上升。

## 打破壟斷iPhone銷售

但聯通這個壟斷的局面將會在今年2月被中國電信打破，因蘋果CDMA版iPhone 4S最快可於2月10日開始透過中國電信網絡作全國銷售。中國電信股價自去年10月底開始表現不濟，主要受制於3大因素。一、差於市場期望的第三季業績；二、資金過去兩個多月由低Beta股票流向高Beta；三、內地的法改委對其及聯通的寬頻上網業務作反壟斷調查。中電信從去年10月底高位下調了13%，這正好提供了絕佳的進入點。

從多種指標看，中國電信的估值相對於聯通相對便宜(見表)。從股價走勢分析，其估值幾可肯定還未反映iPhone帶來的增長潛力。從圖表上看，相對於聯通過去一年的股價走勢，中電信仍然大幅落後(見圖)。

## 迎接中國3G新紀元

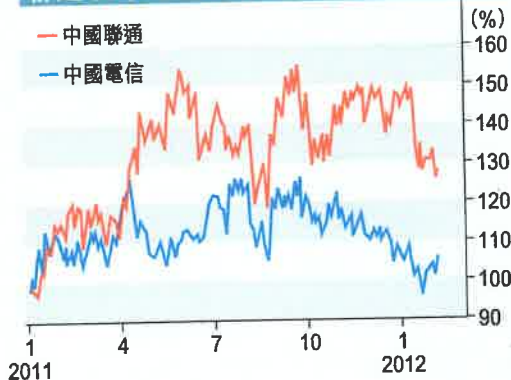
從基本面看，中電信未來一兩年只會進步。其3G手機用戶去年底只佔總用戶人數的28.7%，按年增長卻達195.3%，相對於其2G用戶同期只有15.3%的增幅。而3G用戶中，智能手機現時只佔不到28%。最重要的是，2G每月平均收費只有42元至44元，遠低於3G的76元至80元及智能手機(屬於3G中一種)的90元。

iPhone將來的上台收費範圍將會在89元至589元之間，而平均值可達300元以上。此外，國產智能手機(大部分只賣1,000元左右)正迅速崛起，可預見不久的將來將取代大部分2G手機市場。一旦智能手機成為主流，營運商的收入可望接近倍增！所以中國電信絕對有能力被重新評估成為一高增長股票。■

權益披露：筆者基金持有中國電信

股份	市盈率(倍)		市帳率(倍)		EV/EBITDA(倍)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
聯通(00762)	50.5	27.1	1.32	1.31	5.4	4.6
中電信(00728)	16.5	14.5	1.24	1.18	4.1	3.9

## 聯通及中電信股價表現比較



國產智能手機正迅速崛起，可預見不久的將來將取代大部分2G手機市場。一旦智能手機成為主流，營運商的收入可望接近倍增！