

马钦琦

021-50588666-8013

maq@ccnew.com

2007年8月21日

韩国第一大运营商成为联通红筹第二大股东

——中国联通信息点评

投资评级：增持(短期)、买入(长期)

公司点评报告 (中证研 20070836 号)

通信行业

盈利预测

	2006年	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	80480	90137	104559
增长率(%)	12	12	16
净利润(百万元)	3645	4592	5723
增长率(%)	28	26	24
每股收益(元)	0.17	0.21	0.27
市盈率	41	33	26

市场数据 (2007年8月21日)

收盘价(元)	7.07
年内最高/最低(元)	4.34/7.47
上证指数	4955
市净率	2.97
流通市值(亿元)	588.38

基础数据(2007年8月21日)

每股净资产(元)	2.37
净资产收益率(%)	7.20
每股经营现金流(元)	1.71
总股本(亿股)	211.96
流通股(亿股)	83.22

个股相对上证指数表现



联系人：高喜阳

电话：021-50588666-8025 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122

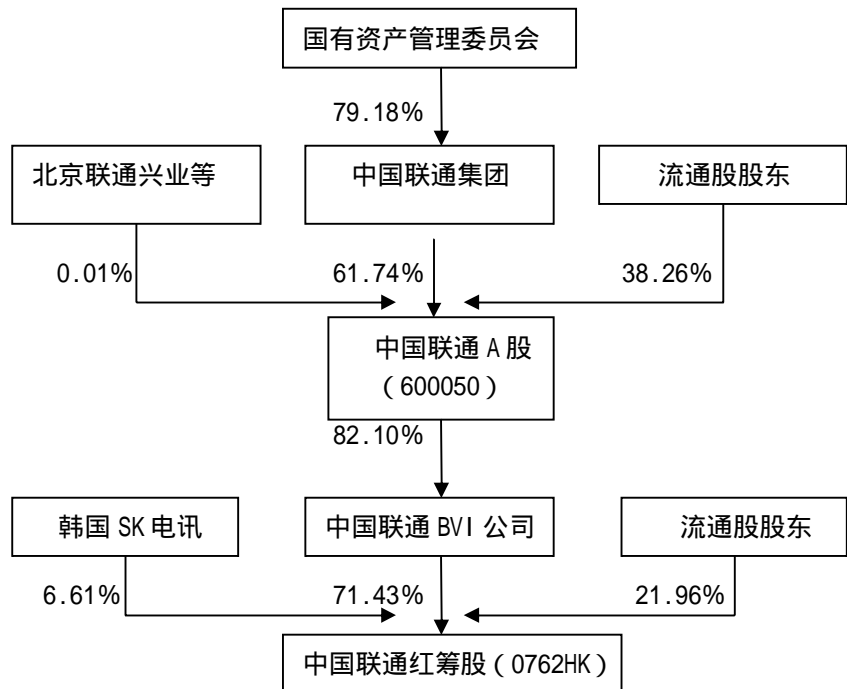
投资要点：

- 韩国 SK 电讯以 8.63 港元的约定转股价格，全面转换本金 10 亿美元的可转换债券，换股后股权比例占总股本的 6.61%，并成为联通红筹公司 (0762.HK) 第二大股东。
- SK 电讯与中国第二大移动运营商中国联通集团进行战略合作，可以发挥其在 CDMA 项目上的技术和营销优势，充分开拓中国市场；其次，SK 电讯在短短一年内将 10 亿美元增值 43.9%，充分享受到了联通红筹 (0762.HK) 的价值增值成果。而且由于中国联通在资产、电信重组、品牌价值和 3G 商用领域的价值都存在严重低估的情况，未来 SK 电讯也将享受到中国联通价值回归所带来的超额收益。
- 此次 SK 电讯入股后，将有可能进一步改善中国联通 CDMA 业务的经营状况，并提升未来公司的整体业绩水平；中国联通引入战略投资者对国内的电信重组也将产生一定影响，未来电信重组的格局也将显得更加扑朔迷离；如果 CDMA 真的被分拆，那么作为 CDMA 业界的技术领袖，SK 电讯将会谋求新的合作关系，反而对中国联通产生不利影响。
- 公司是国内仅有的两家移动运营商之一，截至 2007 年 7 月底公司共拥有移动用户 15307 万，占全国的 31.55%，且近年来随着用户数量的稳步增长，公司的运营效率和规模效应都出现了明显的好转，同时赢利能力和现金流都有显著的提升。此次 SK 电讯入股对中国联通短期业绩影响有限，预计公司 07 年、08 年每股收益分别为 0.22 元、0.27 元，07、08 年动态市盈率分别为 33、26 倍，维持短期“增持”长期“买入”的投资评级。
- 风险提示：以 8 月 22 日人民币兑港币中间价 1.0275 以及中国联通红筹 (0762.HK) 的收盘价 12.42 港元计算，其折算比例为 0.3872，相当于 A 股价格 4.81 元，目前 A 股对红筹股溢价 46.9%，比价效应将对中国联通产生抑制作用。且 3G 前景和重组走向仍有较大不确定性，将会影响投资决策。

1. 韩国 SK 电讯成为联通红筹第二大股东

香港上市的中国联通红筹公司（0762.HK）8月21日宣布，韩国SK电讯于8月20日向公司发出转换通知，以8.63港元的约定换股价格，全面转换本金10亿美元的可转换债券，并成为联通红筹公司（0762.HK）第二大股东。此前，中国联通BVI公司占联通红筹公司（0762.HK）已发行股本的76.69%，韩国SK电讯进行股份转换后，中国联通BVI公司占扩大后总股本的71.43%，韩国SK电讯占6.61%。

图1：中国联通最新股权关系结构图



资料来源：公司资料、中原证券研究所

2. 韩国 SK 电讯简介

1984年3月韩国移动通信服务株式会社成立，1994年SK集团入主成为第一大股东，SK电讯伴随韩国电信市场走过了22个春秋，拥有世界领先的技术实力，开创了韩国多项第一：包括第1代模拟移动电话、世界首次CDMA技术商用化、第2代移动通信时代、世界首次2.5代CDMA 2000 1X服务与世界首次第3代同步方式CDMA 20001x EV-DO商用化。

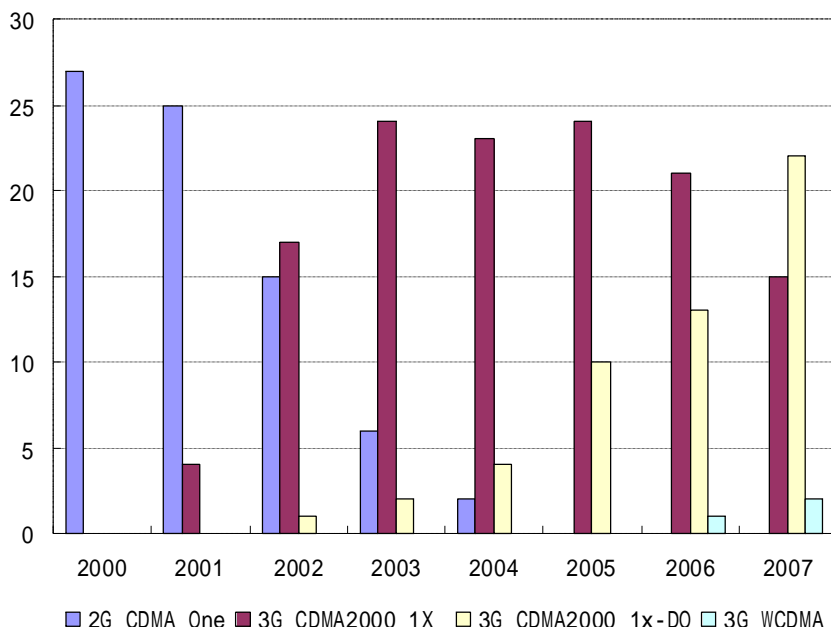
目前SK电讯已经成为韩国第一大移动运营商，用户规模达到2000万，市场占有率超过52%，在各种顾客满意度调查中稳居第一位，其卫星DMB和WCDMA的通话品质始终保持业界尖端水平。近年来SK电讯加强核心技术开发，进一步巩固了SK电讯的技术领袖地位。

SK 电讯目前正把目光转向海外市场，现已成功地进入了越南、中国、日本、美国等市场。2006 年，在美国推出了 Helio 服务，在越南搭建了全国网络，进一步加强了 SK 电讯的全球竞争力。同时 SK 电讯致力于把占全球移动电话用户市场 25%的中日韩三国，统合为单一的 CDMA 通话带。

3G 业务方面 ,SK 电讯在 2000 年 10 月开始提供 CDMA2000 1X 的业务 ,2002 年 2 月开始提供 CDMA2000 1XEV-DO 业务。截至到 2004 年 8 月，其 CDMA 1X 总用户数量已经达到 1673 万户，其中 1XEV-DO 用户为 582 万户。

图 2：韩国 3G 用户发展情况

单位：百万户



资料来源：计算机世界 2007-1

3. 中国联通集团和韩国 SK 战略合作历程

中国联通集团和韩国 SK 电讯合作由来已久，自从中国开始引进 CDMA 以来，中国联通集团一直和韩国 SK 保持着紧密的商务合作伙伴关系，2 家公司从 2000 年 2 月就签订了涉及面相当广阔的总体合作协议。2001 年 3 月双方签订了 CDMA 的合作协议，2004 年 2 月中国联通集团和 SK 电讯总投资 600 万美元，分别按出资比例 51%和 49%，成立了联通时科信息技术有限公司并推出服务品牌“U 族部落”，在中国提供无线互联网服务。

2006 年 6 月为了结成更紧密的合作关系，SK 电讯还签订了购入中国联通红筹公司 (0762.HK) 发行的 10 亿美元规模的可兑换债券(CB)接管合同。CB 的主要条件是 3 年到期，从发行日起 1 年之后可兑现成股份，全额兑现时拥有相当于中国联通红筹公司(0762.HK)所持全部份额 6.6%的规模。根据协议，两公司不仅在中国联通集团的 CDMA 产业实现手机同源、附加服务共同开发、

平台共同开发等多个领域的合作，还通过相互协商体与共同运营组织将进一步强化相互资讯提供、商业诀窍共享、市场信息提供等相互合作。

图 3：联通和 SK 历年来合作情况



资料来源：SK 电讯网站

SK 电讯社长金信培在阐述战略合作的意义时指出：“中国通信市场是将会实现量与质共同成长的充满魅力的市场，本次通过购入 CB 达成的战略合作为中国联通 CDMA 事业谋求跨时代的发展，同时也为 SK 电讯能够直接进军中国市场搭建了桥梁。”另外，金社长还表示：“世界最大的市场与世界最高的技术力相结合，将谱写出世界 CDMA 市场的新传奇，这也将成为中国 CDMA 事业的新起点。同时，通过更具体更迅速的韩中通信合作，可促进两国在更多领域的相互交流，对今后全球通信市场的主导权的确保也将是更有利的立足点。”

4. 战略合作意义

此次韩国 SK 电讯成为中国联通红筹公司（0762.HK）第二大股东，是双方在长期默契合作，彼此进行市场和技术互补合作后，从业务合作层面向股权合作层面深度发展的一个表现。是一个互惠互利的过程，对彼此都将产生非常重要的战略影响。

作对中国联通而言，此次战略合作开创了中国电信市场对外开放的先河，由于境外电信集团都非常看好中国拥有 13 亿人口的全球最大的电信市场，未来随着 WTO 承诺对中国电信行业的开放，将迎来更多的外资公司参股和并购国内电信企业，这将为国内电信市场带来更多新兴技术、营销和管理理念，同时市场竞争格局也将重新洗牌。而联通集团在国内电信市场第一个引入海外投资者，也是公司目前海外战略的一种表现。去年公司已在澳门获得 3G 运营牌照，今年 10 月也将在香港竞拍一张 3G 牌照，海外业务的发展将为中国联通带来可观的超额利润。公司海外业务的发展，已走在了中移动前面，对公司未来发展将起到积极作用。此外，前几年 CDMA 业务一直是公司的鸡肋，高营运成本、低收入一直拖累了中国联通的经营业绩，此次和 SK 电讯联手推动 CDMA 业务，将有可能进一步改善 CDMA 的经营状况，提升未来公司的整体业绩水平。

同时此次引入战略投资者对国内的电信重组也将产生一定影响。中国联通在重组过程中，态度并不积极，公司更希望引入战略投资者来加强竞争力。此次 SK 电讯的进入，增加了联通此种说法的可能性。未来电信重组的格局也将显得更加扑朔迷离。然而电信重组过程中，联通的话语权非常有限，如果 CDMA 真的被分拆，那么作为 CDMA 业界的技术领袖，SK 电讯将会谋求新的合作关系，反而会对中国联通产生不利影响。

对于 SK 电讯来说，由于韩国手机市场基本饱和，此时与中国第二大移动运营商中国联通集团进行战略合作，将可以发挥 SK 电讯在 CDMA 项目上的技术和营销优势，为联通集团提供网络优化、无线互联网平台、应用软件开发、市场营销经验共享、手机终端产品等全方位的合作；其次，由于 SK 电讯提供的是技术和营销优势，合作的深度、力度完全在 SK 电讯的控制之内，不会影响到 SK 电讯在 CDMA 技术上的领先优势。同时排他性的合作条款，对 SK 电讯来说没有约束力，因为国内仅有中国联通从事 CDMA 业务，因此 SK 电讯在合作中处于更为有利的地位。此外，SK 电讯去年 6 月购买债券总值 10 亿美元，而现在转股后的账面价值达到 14.39 亿美元，资本增值的收益也让 SK 电讯享受到联通红筹（0762.HK）近一年来的增长成果。我们认为，目前中国联通 A 股、红筹股的股价仍未完全反映公司的真正价值，其在资产、电信重组、品牌价值和 3G 商用领域的价值都存在严重低估的情况。未来 SK 电讯也将享受到中国联通 A 股、红筹股价值回归所带来的超额收益。

5. 赢利预测和投资评级

公司是国内仅有的两家移动运营商之一，截至 2007 年 7 月底公司共拥有移动用户 15307 万，占全国的 31.55%，且近年来随着用户数量的稳步增长，公司的运营效率和规模效应都出现明显好转，同时赢利能力和现金流都有显著的提升。此次 SK 电讯入股对中国联通短期业绩影响有限，预计公司 07 年、08 年每股收益分别为 0.22 元、0.27 元，07、08 年动态市盈率分别为 33、26 倍，维持短期“增持”长期“买入”的投资评级。

6. 风险提示

6.1 A 股估值过高风险

以 8 月 22 日人民币兑港币中间价 1.0275 计算，折算比例为 0.3872。以 8.21 日中国联通 (0762.HK) 的收盘价 12.42 港元计算，相当于 A 股价格 4.81 元，目前 A 股对红筹股溢价 46.9%，比价效应将对中国联通产生抑制作用。

表 1：联通 A 股红筹股折算率

联通 A 股与红筹股	人民币/港币汇率 × 126.87 × 82.10% × 76.69%
折算比例	= $\frac{\quad}{211.97}$

资料来源：中原证券研究所

6.2 重组形势不明

重组方案迟迟没有定论，目前市场最为悲观的看法是，电信重组需到 09 年才能进行。重组走向仍有较大不确定性，将影响公司经营和投资决策过程。

6.3 3G 前景难料

从境外 3G 运营情况来看，初期投入高、产出少，大多数运营商都会经历一段时间的亏损。境外 3G 业务的发展历程可以让国内 3G 业务少走弯路，且国内的电信垄断规模和巨大的用户资源也非境外运营商可比拟的，总体来看，3G 的机遇大于风险。

6.4 移动资费呈下降趋势

下半年以后手机资费仍有下降趋势，如全面单向收费、漫游、WAP、GPRS 等都有下调空间。但由于漫游、上网资费等占比不高，因此业务增长带来的盈利潜力将会远远大于下调的损失，且目前正处于 3G 投资期，即使下调也会逐步渐进的进行。

投资评级

- 买入： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅 - 5%至5%；
卖出： 未来6个月内行业/公司相对大盘跌幅大于5%。

*本评级标准中**短期**为6个月以内，**长期**为6个月以上

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。