

通信运营Ⅲ

赵军华

0755-82026822

zhaojunhua@cjis.cn

中国联通

600050

推荐

投资增加对业绩造成短期压力，但却增强中长期投资价值

本篇报告为我们 3G 系列报告的第三篇，对中国联通的公司研究。我们和市场存在差异的观点是：虽然联通 2009 年因 CAPEX 支出和销售费用大幅增加，而对短期业绩造成压力；但重组和 3G 运营无疑增强了公司的长期竞争实力，建议投资者关注因 3G 运营可能带来的市场份额提升，从而决定投资策略。

投资要点：

- 投资增加带来用户增长提速，3G 运营提升市场份额，从而使得移动业务收入增长率提高。预计中国联通 2008-2010 年移动业务收入增长为 2.73%、7.95%、15.49%。
- 固网语音尤其小灵通业务加速下滑，但宽带的快速增长能够起到弥补作用。预计固话（不含小灵通）语音业务收入 2008-2010 年下滑-13.57%、-15%、-10%；小灵通语音业务下滑-29.53%、-46.08%、-52.50%；宽带接入 08-10 年则增长 33%、30%、25%。宽带接入业务的增长在很大程度上弥补了固网语音业务的下滑。
- 公司 2009 年庞大的 CAPEX 支出对当年折旧摊销构成压力，但历史形成投资的折旧摊销的下降一定程度缓解了此种压力。预计 2008-2010 年折旧摊销增长率为 2.73%、9.9%、3%。
- 公司销售费用 2009 年将较大幅度增加，主要源自于手机终端补贴费用的增加。预计 2009 年手机终端补贴费用摊销 24 亿元，2010 年则为 39 亿元，推动销售费用 2009-2010 年增加 16%、13%。
- 人工成本和财务费用的减少将对 09 年的成本压力起到缓解作用。预计售出 CDMA 获得的大笔现金将减少 09 年财务费用 15 亿元；且人工成本也将因为联通、网通平均人工成本的差异而减少近 8%。
- 重组和 3G 运营无疑从根本上给中国联通带来了改变，从长期增长了中国联通的竞争能力，提升了中国联通的长线投资价值。
- 2008 年出售 CDMA 业务在当年形成 375 亿元的非经常损益，即便考虑小灵通资产减值，仍推动净利大幅增长。预计（红筹）公司 EPS 的预测为 2008-2010 年为：1.61 元、0.65 元、0.9 元；对应的 A 股公司 EPS 为：0.61 元、0.25 元、0.34 元。
- 我们认为给予公司 20 倍的 PE 值是具有安全边际的，且在 2009 年不应完全以净利润为标准去估值，考虑到联通确实存在借助 3G 有效改善市场地位、提升市场份额的可能性，理应给予一定的风险溢价，因此给予其 2009 年估值 25 倍的市盈率，对应 0.25 元的 EPS，估值为 6.25 元。

风险提示：关注中国联通与网通的合并进程给公司管理带来的风险

6-12 个月目标价： 6.25 元

当前股价： 5.06 元

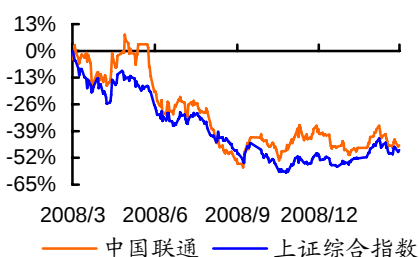
评级调整： 上调

基本资料

上证综合指数	2139.03
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	10442
流通市值(亿)	528
EPS (TTM)	0.31
每股净资产(元)	4.38
资产负债率	35.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	-11.23	-10.28	19.06
上证综合指数	-5.39	5.28	2.89



相关报告

《通信运营行业：中短期格局调整，盈利恶化》

《通信运营行业-3G 研究之用户篇：用户 2010 年规模迁转，市场份额更为均衡》

《通信运营行业-3G 研究之 arpu 篇：增值业务 ARPU 获提升，联通电信收入增长加速》

主要财务指标

单位：百万元	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入(百万元)	136156	140346	153162
同比(%)	0.48%	3.08%	9.13%
归属母公司净利润(百万元)-A 股	12627	5263	7218
同比(%)	92.73%	-58.32%	37.16%
每股收益(元)	0.61	0.25	0.34
P/E	8.27	20.38	14.86

资料来源：中投证券研究所

目 录

一：中国联通的未来收入增长	6
1. 移动业务（移动语音及增值）	6
1.1. 中国联通移动用户数预测	6
1.2. 中国联通移动业务语音 ARPU 预测	7
1.3. 中国联通移动增值 ARPU 预测	8
1.4. 中国联通的移动业务收入预测	8
2. 固网语音业务未来增长判断	9
2.1. 固网语音业务发展趋势	9
2.2. 中国网通固网语音业务近年发展情况	11
2.3. 中国联通固定电话（不含小灵通）业务未来增长	12
2.4. 中国联通小灵通业务未来增长	12
3. 宽带接入业务未来增长判断	13
3.1. 宽带业务发展趋势	13
3.2. 中国网通宽带接入业务近年发展情况	15
3.3. 中国联通宽带接入业务未来增长	16
4. 固网增值、互联网相关服务及信息技术服务	16
4.1. 固网增值业务收入预测	16
4.2. 中国联通“其他互联网相关服务”业务未来增长	17
4.3. 中国联通“信息通信技术服务”业务未来增长	17
5. 网间结算净收入	17
6. 其他重要的业务项目	18
二：中国联通的成本费用未来变化	19
1. 折旧及摊销	19
1.1. 日韩运营商 3G 投资后折旧变化	19
1.2. 中国联通近年来 CAPEX 和折旧摊销	21
1.3. 从 CAPEX 考虑，中国联通未来折旧摊销预测	22
2. 销售费用	23
2.1. 原中国联通、网通销售费用结构和近年变化	23
2.2. 广告费及宣传费预测	25
2.3. 手机终端补贴费	25
2.4. 客户服务及保有成本	26
2.5. 代办手续费	26
3. 管理费用	26
3.1. 原中国联通、网通管理费用结构	27
3.2. 管理费用预测	27
4. “网络营运及支撑成本”及“小灵通资产减值”	28
4.1. 网络营运及支撑成本	29
4.2. 固定资产减值-小灵通资产减值	29
5. 人工成本	29
5.1. 原中国联通、网通人工成本近年情况	30

5.2. 合并后中国联通人工成本预测	30
6. 财务费用及利息收入	31
三：中国联通的长期投资价值研究	31
1. 运营商行业未来演变及长期投资价值	31
1.1. 语音业务低增长，依靠资产效率提高保利润增长.....	31
1.2. 3G 增值业务和宽带将成为未来 5-10 年增长点	32
1.3. 产业边界内部融合、外延拓展	32
2. 中国联通长期投资价值判断	32
2.1. 重组前中国联通的竞争能力	33
2.2. 重组及 3G 运营提升了中国联通的长线投资价值.....	33
2.3. 关注联通与网通的合并风险，将决定未来格局.....	35
四：盈利预测、估值及投资建议	36
1. 盈利预测	36
2. 估值	36
2.1. 中国联通 PE 和可比公司比较	37
2.2. 中国联通估值	37
3. 投资建议和风险提示	38

图表 1: 英国电信市场的移动替代情况	9
图表 2: 美国电信市场移动替代情况	9
图表 3: 国内固定电话用户数 (不含小灵通) 历年变化	10
图表 4: 国内近年本地语音通话次数变化 (亿次)	10
图表 5: 国内近年来长途通话时长变化 (亿分钟)	10
图表 6: 中国网通小灵通用户近年变化 (万户)	11
图表 7: 网通固定电话 (不含小灵通) 用户 (万户)	11
图表 8: 网通固话 (含小灵通) 语音业务收入变化	11
图表 9: 日本宽带业务发展情况 (单位: 万户)	14
图表 10: 英国宽带业务发展情况 (单位: 百万户)	14
图表 11: 国内宽带业务用户近年变化	14
图表 12: 网通宽带接入业务用户近年变化	15
图表 13: 网通宽带接入业务收入变化	15
图表 14: 国内通信行业 CAPEX 增长率各年变化	22
图表 15: 中国联通固定资产投资折旧年限	22
图表 16: 原中国联通销售费用结构	23
图表 17: 原中国网通销售费用结构	24
图表 18: 原中国联通管理费用结构	27
图表 19: 原中国网通管理费用结构	27
图表 20: 原中国网通“网络营运及支撑成本”结构	29
图表 21: 未来电信运营行业产业边界内部融合、外延拓展	32
表格 1: 中国联通 2G 用户 2009-2010 年增长预测	6
表格 2: 中国联通 3G 用户 2009-2010 年增长预测	7
表格 3: 中国联通语音 ARPU 值 2009-2010 年预测	7
表格 4: 中国联通增值 ARPU 值 2009-2010 年预测 (不考虑 3G 影响)	8
表格 5: 中国联通的移动业务 2009-2010 年收入增长 (不考虑 3G 影响)	9
表格 6: 中国联通的移动业务 2009-2010 年收入增长 (考虑 3G 影响)	9
表格 7: 中国联通固定电话 (不含小灵通) 语音业务 2009-2010 年预测	12
表格 8: 中国网通小灵通业务近年情况	12
表格 9: 中国联通小灵通语音业务 2009-2010 年预测	13
表格 10: 中国联通宽带接入业务 2009-2010 年预测	16
表格 11: 中国联通固网增值业务 2009-2010 年预测	16
表格 12: 中国联通“其他互联网相关服务”业务 2009-2010 年预测	17
表格 13: 中国联通“信息通信技术服务”业务 2009-2010 年预测	17
表格 14: 中国联通、网通近年网间结算净收入变化	18
表格 15: 中国联通网间结算净收入 2009-2010 年预测	18
表格 16: 中国联通其他重要业务项目收入 2009-2010 年预测	19
表格 17: NTTDoCoMo 各年 CAPEX 支出和折旧摊销	20
表格 18: KDDI 各年 CAPEX 支出和折旧摊销	20
表格 19: SKT 各年 CAPEX 支出和折旧摊销	20
表格 20: 原中国联通近年来 CAPEX 支出和折旧摊销	21

表格 21: 原中国网通近年来 CAPEX 支出和折旧摊销.....	21
表格 22: 中国联通（合并网通）2009-2010 年新增 CAPEX 和对应折旧摊销	22
表格 23: 中国联通 2009-2010 年折旧摊销费用预测	23
表格 24: 原中国联通销售费用各项目近年变化	24
表格 25: 原中国网通销售费用各项目近年变化	24
表格 26: 中国联通广告及宣传费 2009-2010 年预测	25
表格 27: 中国联通手机终端补贴费 2009-2010 年预测	25
表格 28: 新中国联通客户服务及保有成本 2009-2010 年预测	26
表格 29: 新中国联通代办手续费 2009-2010 年预测	26
表格 30: 原中国联通“管理费用及其他”2009-2010 年预测	28
表格 31: 原中国网通“一般及行政管理费用”2009-2010 年预测	28
表格 32: 原中国网通“网络营运及支撑成本”2009-2010 年预测	29
表格 33: 原中国网通“小灵通资产减值”2009-2010 年预测	29
表格 34: 原中国联通、网通人工成本近年变化	30
表格 35: 原中国联通、网通平均人工成本比较	30
表格 36: 中国联通人工成本 2009-2010 年预测	31
表格 37: 中国联通财务费用、利息收入 2009-2010 年预测	31
表格 38: 重组前各运营商竞争能力打分表（5 分制）	33
表格 39: 重组后各运营商竞争能力打分表（5 分制）	34
表格 40: 3G 业务各运营商竞争能力打分表（5 分制）	35
表格 41: 基于移动业务未来预测的敏感性分析	36
表格 42: 中国联通 PE 和国际可比公司比较（截至 2009 年 3 月 7 日）	37

本报告共分为四个部分：首先，对中国联通未来的收入增长进行研究；其次，对中国联通的成本费用进行研究并预测；再次，研究中国联通的长期投资价值；最后，进行盈利预测、估值并给出投资建议。

一：中国联通的未来收入增长

1. 移动业务（移动语音及增值）

我们首先对中国联通的移动用户数进行预测，其次对移动语音 ARPU、移动增值 ARPU 进行研究，并基于用户和 ARPU 对移动语音、移动增值收入进行预测，最后考虑 3G 对于中国联通移动收入的影响。由于我们在报告《3G 研究之用户篇：用户 2010 年规模迁转，市场份额更为均衡》、《3G 研究之 ARPU 篇：增值业务 ARPU 获提升，联通电信收入增长加速》已经对上述问题进行了详细研究，此部分将重点对结论予以说明，具体分析过程请详见上述报告。

1.1. 中国联通移动用户数预测

2G 用户数预测

我们认为，未来国内移动用户的增长，除了单 SIM 用户的持续增长外，由于包括中国电信、中国联通在内的弱势运营商积极的用户发展策略，拥有第二张 SIM 卡的用户（我们称为双 SIM 卡用户）也将规模增加。且由于两类用户在 ARPU 值以及各运营商的竞争份额之间的差异，我们分别进行预测。

表格 1：中国联通 2G 用户 2009-2010 年增长预测

	2007	2008	2009E	2010E
行业移动用户	54729	64123	74402	81314
增长率	18.70%	17.16%	16.03%	9.29%
其中，单卡净增用户	7837	8540	8646	5760
中国联通市场份额		12.83%	19.0%	17.5%
其中，双卡净增用户	784	854	1633	1152
中国联通市场份额			40%	40%
中国联通移动用户合计	12056	13337	15922	17561
增长率	13.88%	10.62%	19.39%	10.29%

资料来源：中投证券研究所（单位：万户）

3G 用户数预测

中国的 3G 业务从 2008 年开始试商用，由中国移动去发展 TD-SCDMA 用户，但当年用户发展并不理想。我们乐观认为，中国 3G 用户的迁转将保持较快的速度，在 2009 年达到 3% 左右的比例，而在 2010 年达到 12% 的比例。

基于以上的行业 3G 用户迁转比例，在对中国联通 3G 用户市场份额分析的基础上，我们对中国联通未来 3G 用户的预测如下表所示：

需要说明的是，我们认为中国联通的 3G 用户将来自两种类型：网内的用

户迁转至 3G，从网外中国移动抢夺的 3G 用户。

表格 2: 中国联通 3G 用户 2009-2010 年增长预测

	2008 年	2009 年	2010 年
市场 2G 用户	64123	75363	82851
3G 用户迁转比例	0.05%	3%	12%
市场迁转 3G 用户	34	2261	9942
中国联通净增 3G 用户份额		30%	35%
中国联通 3G 用户		654	3357
其中，网内迁转		470	2068
其中，从中移动获取		184.02	1288.73

资料来源：中投证券研究所（单位：万户）

1.2. 中国联通移动业务语音 ARPU 预测

2G 语音 ARPU 预测

我们认为，由于中国联通 2009 年积极的用户发展策略，势必将带来更多的低端用户以及双 SIM 卡用户，从而使得语音 MOU 处于下降通道，但联通通过话费的降低来对 MOU 值起到一定稳定作用，因此预计 MOU 仅为小幅下滑。

对于语音资费来说，我们预计 2009 年移动用户的争夺将更为激烈，因而移动语音的资费仍然处在一个快速下降的轨道；但同时预计联通将采用手机终端补贴的策略，在付出相应成本的同时，用户承诺一定话费，这一定程度上反映为更高的资费，对资费的下降起到一定保护作用。

综合以上的考虑，我们对联通语音 ARPU 的预测如下表所示：

表格 3: 中国联通语音 ARPU 值 2009-2010 年预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国联通语音 MOU	250	253	250	248
增长率	5.17%	1.00%	-1.00%	-1.00%
中国联通语音单价	0.1238	0.1053	0.0916	0.0824
增长率	-14.46%	-15.00%	-13.00%	-10.00%
中国联通语音 ARPU	30.97	26.59	22.90	20.40
增长率	-10.03%	-14.15%	-13.87%	-10.90%

资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所（单位：分钟、元/分钟、元）

3G 运营对于语音 ARPU 的影响

2009 年国内运营商开始规模发展 3G 业务，但我们认为，3G 运营对语音 ARPU 值的影响较小。

1.3. 中国联通移动增值 ARPU 预测

2G 增值业务 ARPU 预测

从移动增值业务的结构来看，我们认为：

(1)、短信业务未来的 ARPU 值将基本维持当前的水平。而短信业务收入的增长将主要依靠用户数量的增长。

(2)、由于移动语音增值业务主要为主叫显示、呼叫转移等业务，该类业务在用户的渗透率已经较高，因此我们判断未来语音增值业务的 ARPU 值也将与当前持平。

(3)、非短信数据业务无论从业务种类还是业务渗透率、以及业务使用量来说，目前的水平都较低，未来存在更广的发展空间，非短信数据业务的 ARPU 值仍将处于快速增长通道。

表格 4：中国联通增值 ARPU 值 2009-2010 年预测（不考虑 3G 影响）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国联通增值 ARPU	9.96	10.90	11.45	12.02
增长率	3.52%	9.50%	5.00%	5.00%

资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所（单位：元）

3G 运营对增值 ARPU 的影响

我们认为，3G 运营后，对于迁转为 3G 的移动用户，由于更为丰富的业务种类和高带宽带来的更好的用户体验，其增值业务 ARPU 值将得以较大幅度的提升。

我们在后文的收入预测中将考虑这个因素，采用的测算方法为：首先预测网内迁转为 3G 的用户数；其次，考虑该类用户增值业务高 ARPU 的特点，预测“网内 3G 用户迁转增加收入”。

1.4. 中国联通的移动业务收入预测

我们已经对移动业务未来的用户数、语音 ARPU、增值 ARPU 进行了研究，基于这些研究，可以进一步对中国联通移动业务的收入进行预测。

考虑到 2G 和 3G 运营之间的差异，我们分 2G 业务收入和 3G 对于收入的影响两个方面对各运营商移动业务的收入进行预测。

不考虑 3G 影响，中国联通移动业务收入预测

表格 5: 中国联通的移动业务 2009-2010 年收入增长 (不考虑 3G 影响)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
移动语音业务	420.77	405.09	402.02	391.07
增长率		-3.73%	-0.76%	-2.72%
移动增值业务	135.28	166.12	200.98	241.49
增长率		22.80%	20.98%	20.16%
合计	556.05	571.21	603.00	632.56
增长率		2.73%	5.56%	4.90%

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 亿元)

考虑 3G 影响, 中国联通移动业务收入预测

表格 6: 中国联通的移动业务 2009-2010 年收入增长 (考虑 3G 影响)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
网内 3G 用户迁转增加收入	0.00	0.00	2.15	10.83
从他网获得 3G 用户增加收入	0.00	0.00	11.49	68.78
考虑 3G 影响后的合计移动收入	556	571	617	712
增长率		2.73%	7.95%	15.49%

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 亿元)

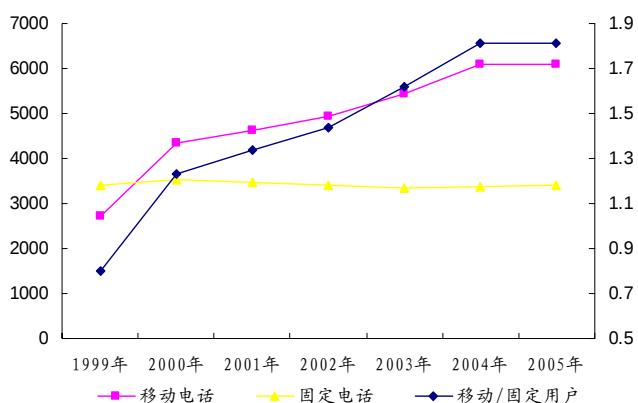
2. 固网语音业务未来增长判断

对于固网语音业务, 包括固定电话和小灵通两种类型。由于原中国联通所属的固网语音业务所处发展阶段与原中国网通的业务存在一定差异, 我们此处分析原中国网通的固网语音业务部分。

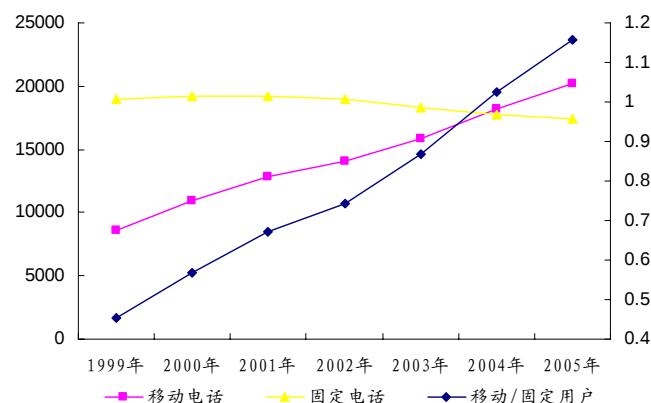
2.1. 固网语音业务发展趋势

由于消费习惯的改变、技术的进步, 移动替代固网为大势所趋。这点从英国、美国等成熟市场的固定电话用户被移动用户的替代可以得到印证。

图表 1: 英国电信市场的移动替代情况



图表 2: 美国电信市场移动替代情况



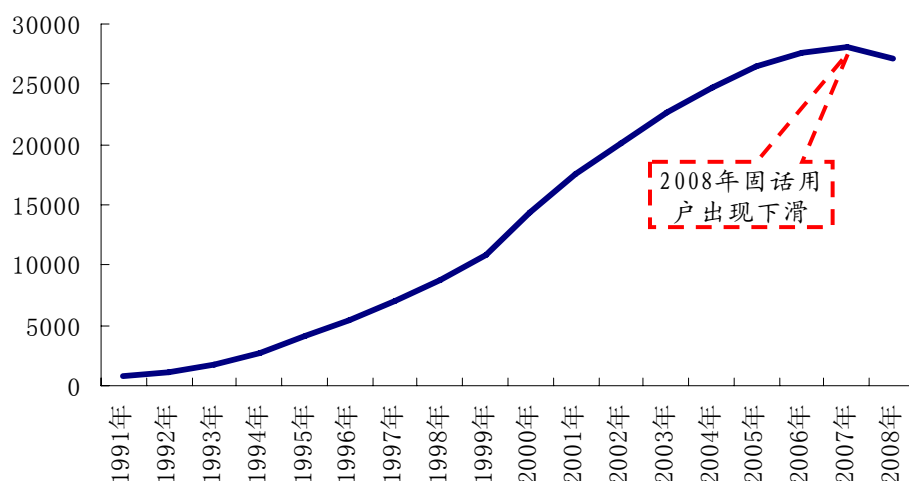
资料来源: 中投证券研究所

英国、美国的电信市场都经历了固定电话用户连年下滑的趋势，移动用户/固定电话用户的比例则出现连年上升的趋势。

而从国内来看，由于农村市场成为固定电话用户的增量来源，国内的固定电话用户近年来一直保持稳定，在 2008 年才开始出现下滑趋势。但我们同时也发现，近年来本地通话次数和长途通话时长从 2006 年开始出现下滑趋势，而且在 2008 年出现加速下滑的态势。

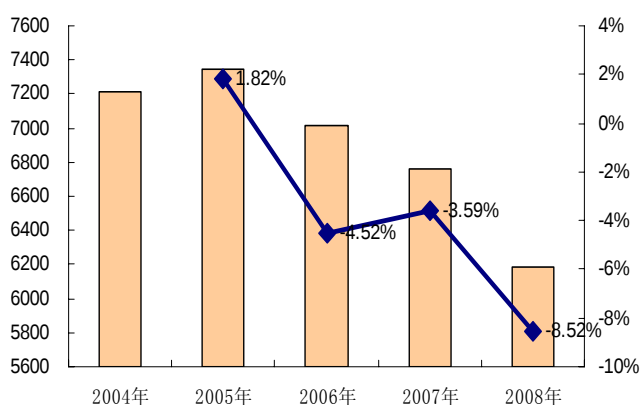
我们认为，固定电话用户的下降在未来基本成为一个趋势，而且固网语音 ARPU 值的变化在未来也不容乐观，因此，固网语音业务的收入下滑在未来仍然将得以持续，对于运营商而言，固网语音业务的重点在于延缓用户和收入的下滑，以为其提供现金流的来源。

图表 3: 国内固定电话用户数（不含小灵通）历年变化

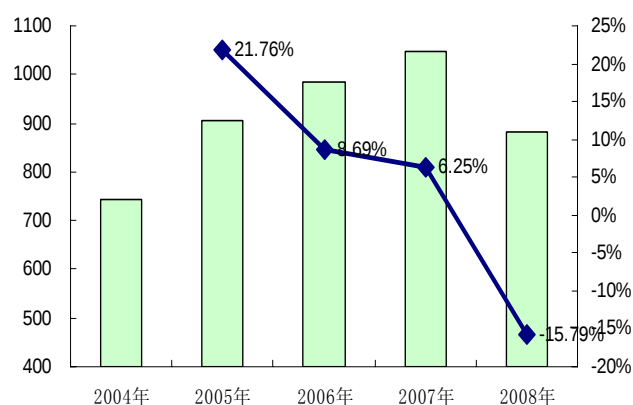


资料来源：工业及信息化部

图表 4: 国内近年本地语音通话次数变化（亿次）



图表 5: 国内近年来长途通话时长变化（亿分钟）



资料来源：工业及信息化部

2.2. 中国网通固网语音业务近年发展情况

从中国网通近年来用户发展和收入变化的情况来看，我们发现，如下情况：

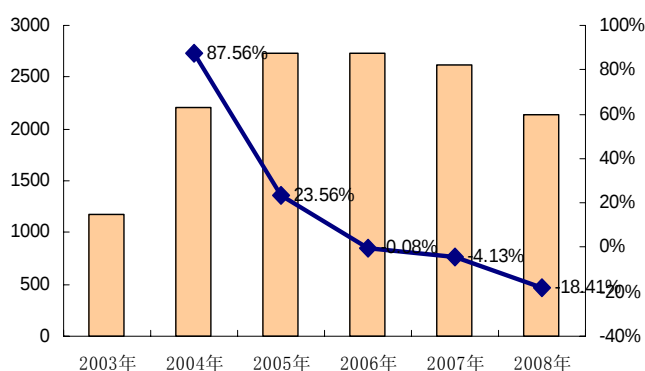
(1)、小灵通用户从 2007 年开始出现下滑，2008 年加速下滑；而固定电话用户从 2006 年就开始出现下滑。

(2)、网通的固网语音业务从 2005 年就出现负增长，且 2006 年后每年都保持了两位数的负增长率。

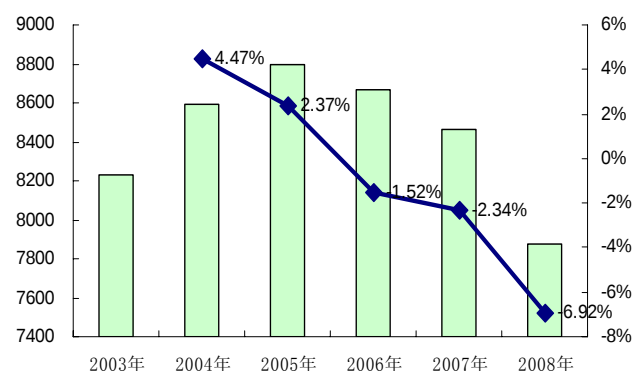
(3)、我们认为，近年来网通的固网语音业务收入下滑，主要驱动力为用户使用量和单价的下降。以 2005 年的情况来看，虽然当年用户和使用量都处于增长态势，但收入却处于下滑，反映了资费的下降。

(4)、中国网通的固网用户和使用量在未来仍将处于下滑通道，但下滑速度将逐渐收窄；而由于近年来资费连续下降，未来资费下降的空间将有限。

图表 6: 中国网通小灵通用户近年变化 (万户)

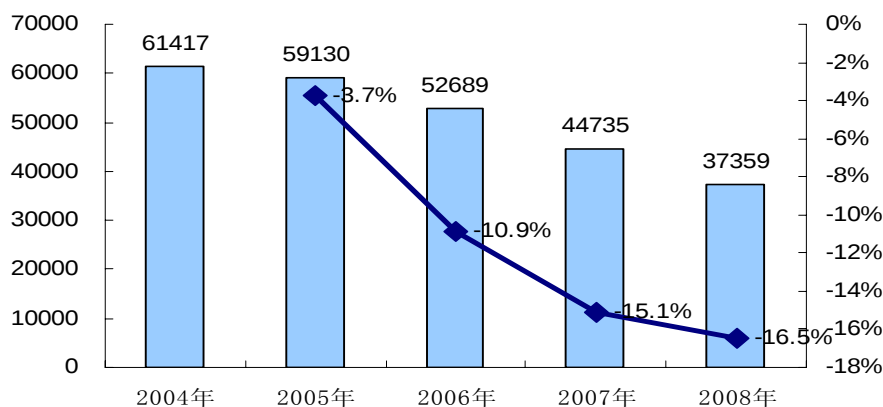


图表 7: 网通固定电话 (不含小灵通) 用户 (万户)



资料来源：公司业绩报告

图表 8: 网通固话 (含小灵通) 语音业务收入变化



资料来源：公司业绩报告

2.3. 中国联通固定电话（不含小灵通）业务未来增长

基于上文的分析，我们认为，中国联通固定电话业务未来的收入仍将处于下滑通道：由于 2009 年各运营商都将把重点放在移动业务的发展上，移动资费将进一步下降，对固话业务将持续产生冲击；但伴随中国联通 FMC 的不断开展，以及固网使用习惯具有长期存在的合理性，我们判断固话业务下滑的速度在 2010 年后将收窄。

表格 7：中国联通固定电话（不含小灵通）语音业务 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
固定电话语音	42905	36977	31893	27109	24398
增长率		-13.82%	-13.75%	-15%	-10%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

2.4. 中国联通小灵通业务未来增长

网通小灵通业务近年情况

从上文可以发现，原中国网通的小灵通用户从 2007 年开始下滑，2008 年则处于加速下滑通道。下表为我们对网通小灵通用户、ARPU 值的分析，可以发现，无论从用户、ARPU 来看，小灵通业务在 2007 年后都出现了加速下滑的态势。

表格 8：中国网通小灵通业务近年情况

	2006 年	2007 年	2008 年
小灵通语音收入（百万元）	9783.8	7758.16	5466.7942
增长率		-20.70%	-29.53%
小灵通用户（万户）	2731.6	2618.9	2136.861
增长率	-0.08%	-4.13%	-18.41%
ARPU（元）	29.84	24.17	19.16
增长率		-19.00%	-20.72%

资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所

政府表态小灵通 2011 年前清频退网

2009 年 2 月，政府主管部门明确要求，所有 1900-1920MHz 频段无线接入系统应在 2011 年底前完成清频退网工作，以确保不对 TD-SCDMA 系统产生有害干扰。这意味着，现有小灵通所占用的 1900-1920Mhz 这一频段将正式让路于国产 3G 技术 TD-SCDMA 的发展。

主管部门将把现有小灵通所占用的频段资源无条件收回，并明确要求中国电信和中国联通采取措施，确保这一频段的小灵通等无线接入方式不对我国

3G 标准 TD-SCDMA 的网络信号等产生有害干扰，并制定相关的退网方案，根据政府部门要求，这一退网工作必须在 2011 年底前完成。

对小灵通业务未来增长的预测

首先，对于小灵通用户而言，政府部门要求小灵通的清频退网，将加速小灵通用户的流失；同时，预计中国联通为了达到其预定的用户发展目标，也将对小灵通用户进行主动迁转。我们保守预测，2009 年小灵通用户将有 1/2 的比例流失和迁转。

其次，对于小灵通的 ARPU 值，由于小灵通用户群将逐渐消失，我们预计运营商将最大程度的去收回投资，因此进一步大幅度的降价可能性不大，且 ARPU 值的下降速度在 2010 年将收窄。

表格 9：中国联通小灵通语音业务 2009-2010 年预测

	2008 年	2009 年	2010 年
小灵通语音收入（百万元）	5467	2948	1400
增长率	-29.53%	-46.08%	-52.50%
小灵通用户（万户）	2137	1068	534
增长率	-18.41%	-50.00%	-50.00%
ARPU（元）	19.16	15.33	14.56
增长率	-20.72%	-20%	-5%

资料来源：中投证券研究所

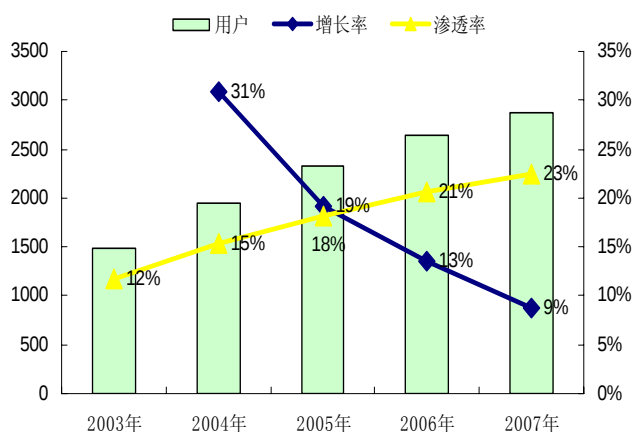
3. 宽带接入业务未来增长判断

我们首先从整个行业来看，宽带业务未来的趋势如何；其次分析近年中国网通宽带业务发展的情况；最后，对中国联通宽带业务未来的增长进行预测。

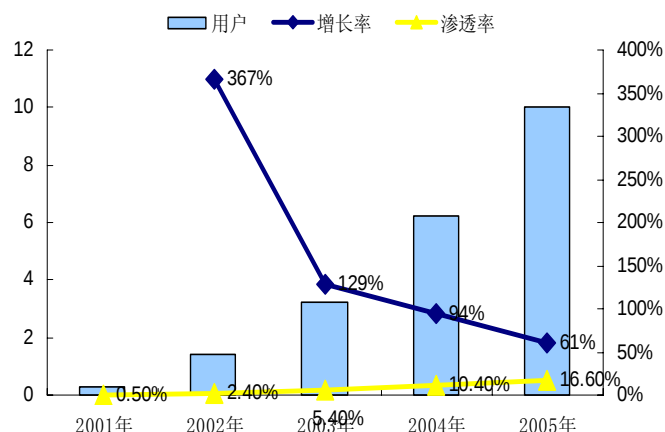
3.1. 宽带业务发展趋势

从下图可以发现，日本和英国等国家宽带业务都经历了高速增长阶段：英国 2005 年宽带渗透率达到 16.6%，而当年宽带用户的增长速度仍然高达 61%；而日本的宽带业务用户也经历了高速增长，2004 年渗透率达到 15%，当年的宽带用户的增长率高达 31%。

图表 9: 日本宽带业务发展情况 (单位: 万户)



图表 10: 英国宽带业务发展情况 (单位: 百万户)

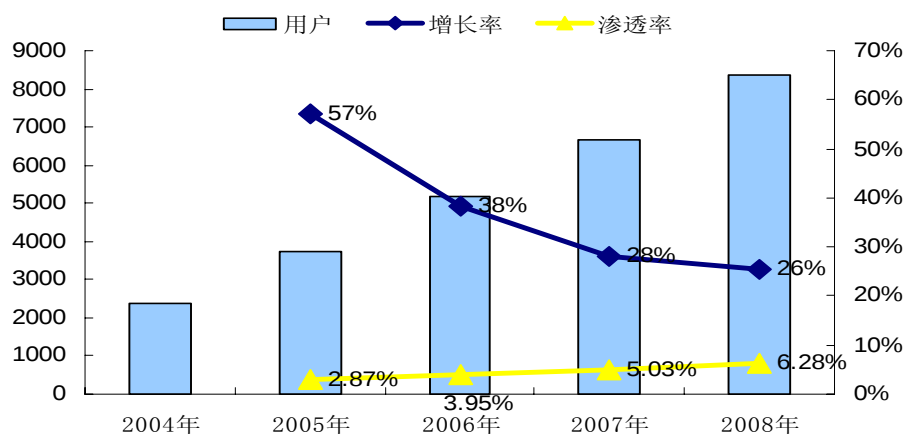


资料来源: 中投证券研究所

对中国而言, 中国宽带接入的发展情况跟欧美日韩等国家相比具有较大差距。根据国际信息技术与创新基金会(ITIF)发布的 2008 年全球宽带网络建设状况排名, 该排名从宽带的普及率、平均速率以及价格等多方面来对各个国家的情况进行统计, 韩国宽带最为发达, 中国未能入榜。

从国内近年来宽带用户的发展情况来看, 如下图所示, 宽带用户近年来保持了高速增长, 年增长率在 25%以上, 但同时我们发现, 到 2008 年, 国内的宽带用户渗透率仍较低, 仅为 6.28%。对比日本、英国宽带业务发展的情况来看, 我们认为较低的渗透率意味着宽带用户仍然会保持较快的增长速度。

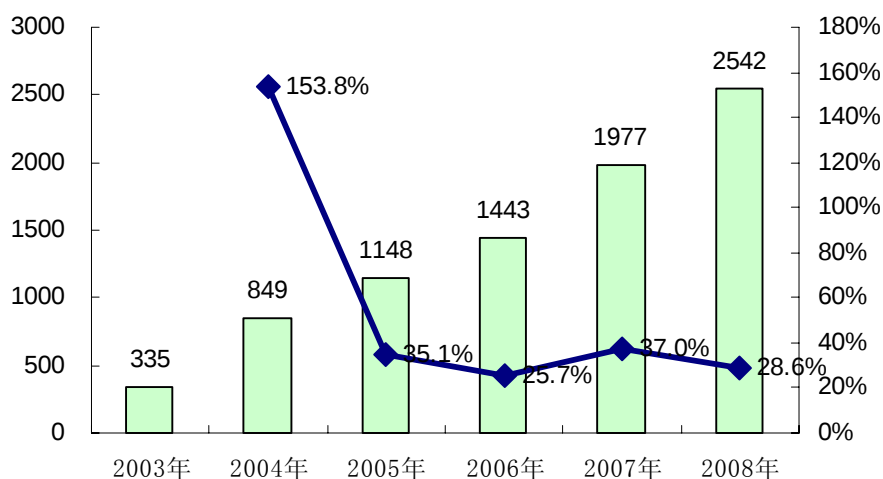
图表 11: 国内宽带业务用户近年变化



资料来源: 工业及信息化部 (单位: 万户)

3.2. 中国网通宽带接入业务近年发展情况

图表 12: 网通宽带接入业务用户近年变化



资料来源：公司业绩报告（单位：万户）

从中国网通近年来用户发展和收入变化的情况来看，我们发现，如下情况：

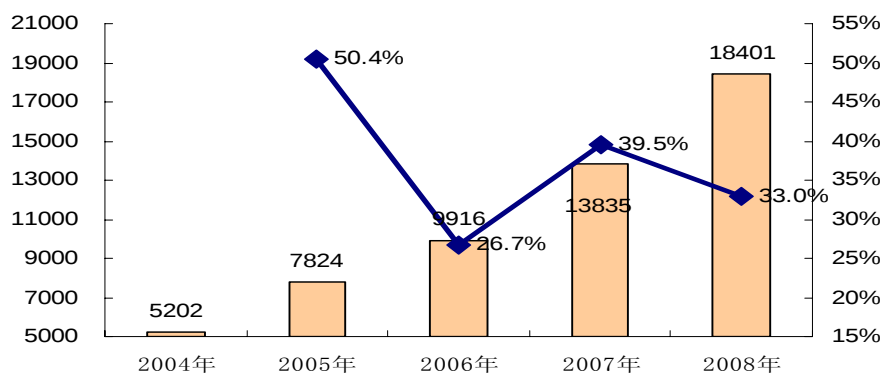
(1)、宽带用户近年保持了高速增长，且高于行业的平均增长速度，说明网通宽带发展策略的有效性。

(2)、网通的宽带业务收入基本保持和用户增速的同步，保持了高速增长。

(3)、近年来网通的宽带业务收入增长，主要驱动力为用户增长，用户的高速增长驱动了收入的高速增长。由于业务处在成长期，资费 and ARPU 值相对稳定。

(4)、我们认为，由于行业的用户普及率较低，中国网通的宽带业务用户未来两年仍将保持快速增长，从而驱动收入的增长。

图表 13: 网通宽带接入业务收入变化



资料来源：公司业绩报告

3.3. 中国联通宽带接入业务未来增长

基于上文的分析，我们对宽带接入业务未来的增长预测如下表所示：

表格 10：中国联通宽带接入业务 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
宽带接入	9916	13835	18401	23921	29901
增长率		39.52%	33%	30%	25%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

4. 固网增值、互联网相关服务及信息技术服务

此部分对原网通的固网增值、其他互联网相关服务及信息通信技术服务未来的增长进行预测。

需要说明，固网增值是基于固定电话和小灵通的增值业务，包括来电显示、悦铃、短信、企业总机、电话伴侣等；其他互联网相关服务是指基于互联网的应用业务，包括宽带我世界、宽带商务、IPTV 等。

考虑到信息通信技术服务的商业模式类似于系统集成，收入的获得需要付出相应的硬件成本，我们认为扣除了硬件成本的信息技术服务净收入才能真实反映业务发展的状况，因此采用对净收入预测的方法。

4.1. 固网增值业务收入预测

从固网增值业务的未来的增长来看，我们认为 2009-2010 年会小幅下滑，原因如下：

（1）、由于固定电话用户在 2009 年以后继续下滑态势，而小灵通用户则出现加速下滑态势，这使得固网增值业务的增长处于不利因素。

（2）、另一方面，固定电话悦铃、电话伴侣、企业总机等业务，用户的渗透率仍然较低，以 2007 年的数据来看，悦铃用户达到 2814 万户，渗透率仅为 25%。这种较低的渗透率意味着增长空间的存在。

总体而言，固网增值业务有下滑的因素，也有上涨的因素，我们认为最终出现小幅下滑的可能性较大。对固网增值 2009-2010 年的预测如下表所示：

表格 11：中国联通固网增值业务 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
固网增值	5341	6114	5992	5692	5408
增长率		14.47%	-2%	-5%	-5%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

4.2. 中国联通“其他互联网相关服务”业务未来增长

我们看好中国联通互联网增值业务的发展，上文已经分析，宽带接入用户未来仍将保持快速的增长，这也为互联网增值业务的增长提供了驱动力；而且宽带我世界、宽带商务、IPTV 等业务的渗透率仍较低，存在大幅增长的可能性。我们的预测如下表所示：

表格 12: 中国联通“其他互联网相关服务”业务 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
其他互联网相关服务	516	532	638.4	766	958
增长率		3.10%	20%	20%	25%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

4.3. 中国联通“信息通信技术服务”业务未来增长

从国外运营商的发展经验来看，ICT 业务成为固网运营商主要的收入增长点。固网运营商凭借对于企业客户的客户关系优势，以及对于网络的管理能力，采用和 IT 服务厂商合作的方式，获取分成收入。我们看好运营商从事 ICT 业务的长期增长。而从国内中国电信、中国网通的情况来看，信息通信技术服务已经成为主要的收入拉动点。

上文已经提到，由于信息通信技术服务采用采购硬件，向客户提供服务并获取收入的方式，因此计算其收入应该将“信息通信技术硬件成本”从收入扣除。从中国网通该业务近年的发展情况来看，保持了高速的增长态势，我们认为，这种增长态势仍将维持。对收入的预测如下表所示：

表格 13: 中国联通“信息通信技术服务”业务 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
信息通信技术服务收入	855	3990			
信息通信技术硬件成本	598	2830			
信息通信技术服务净收入	257	1160	2088	2923	3654
增长率		351%	80%	40%	25%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

5. 网间结算净收入

考虑到中国联通和网通合并后，之前的网间结算收入和支出将存在内部抵消的效应，我们认为宜于采用对网间结算净收入（网间结算收入减去网间结算支出）进行预测的方法。

首先，我们来看一下近年来原中国联通、中国网通的网间结算净收入情况，如下表所示：

表格 14：中国联通、网通近年网间结算净收入变化

	2006 年	2007 年	2008 年
中国网通部分			
网间结算收入	8432	8376	
网间结算支出	3915	4014	
网间结算净收入	4517	4362	4209
增长率		-3.43%	-3.5%
中国联通部分			
网间结算收入	5350	6536	
网间结算支出	7147	8563	
网间结算净支出	1797	2028	2028
增长率		12.83%	0.00%
考虑联通、网通合并后，网间结算净收入	2720	2334	2182
增长率		-14.17%	-6.54%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

对于未来网间结算净收入的变化，我们从结算业务量和结算单价两个方面分别予以分析：

（1）、结算业务量：对于移动至移动、固网至固网之间的结算业务量，我们认为未来格局变化不大，继续延续已往的趋势；而对于移动和固网之间的结算业务量，由于固网用户数的下降，移动至固网的去话量未来将减少，对中国联通的网间结算收入产生负面影响。

（2）、结算单价：当前，移动之间、固网之间的网间结算采用对等原则，而移动、固网之间的网间结算现在采用 0:6 原则，即每分钟通话，移动运营商需支付固网运营商 6 分钱，而固网运营商不需要支付移动运营商款项。对于结算单价，我们认为固网和移动之间的结算原则未来存在变化的可能，使得中国联通网间结算净收入的增长存在风险。

（3）、总体来看，我们认为，中国联通的网间结算净收入在未来仍将处于下降通道，降幅维持已往的趋势。

表格 15：中国联通网间结算净收入 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
网间结算净收入	2720	2334	2182	2029	1887
增长率		-14.17%	-6.54%	-7%	-7%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

6. 其他重要的业务项目

我们对中国联通的其他重要业务项目的预测如下表所示：

表格 16: 中国联通其他重要业务项目收入 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
原中国联通业务					
数据及互联网业务(不含网间结算收入和销售通信产品收入)	2281	2590	2667	2747	2830
增长率		13.6%	3.0%	3.0%	3.0%
长途业务(不含网间结算收入和销售通信产品收入)	625	1031	1093	1093	1093
增长率		64.9%	6.0%	0.0%	0.0%
其他收入	1859	1147	769	538	377
增长率		-38.3%	-33.0%	-30.0%	-30.0%
原中国网通业务					
管理型数据服务	1413	1284	1156	1040	936
增长率		-9.13%	-10%	-10.0%	-10.0%
网元出租收入	2540	2521	3025	3479	3827
增长率		-0.75%	20%	15.0%	10.0%
其他	2492	2617	3664	4397	5276
增长率		5.02%	40.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 百万元)

我们认为, 对于原中国网通业务而言, 网元出租业务、其他业务(主要为广告媒体业务)仍将保持快速增长, 而管理型数据服务则处于下滑态势; 对于原中国联通业务而言, 数据及互联网业务仍将保持小幅增长, 而长途业务则基本维持 2008 年水平。

二: 中国联通的成本费用未来变化

1. 折旧及摊销

我们首先对日韩运营商 3G 投资后, 其折旧摊销的变化进行分析; 其次, 对中国联通、中国网通历史上的折旧摊销和 CAPEX 支出的关系进行研究; 最后, 基于以上研究, 结合中国联通未来的 CAPEX 支出计划, 对其折旧摊销进行预测。

1.1. 日韩运营商 3G 投资后折旧变化

我们来分析 NTTDoCoMo、KDDI、SKT 等日韩运营商 3G 投资后, 折旧摊销的变化情况, 从而为预测中国联通未来折旧摊销的变化提供参考。

表格 17: NTTDoCoMo 各年 CAPEX 支出和折旧摊销

	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
网络投资	3923	7267	7244	8415	8760	10128	10323	8540	8050
增长率		85.24%	-0.32%	16.17%	4.10%	15.62%	1.93%	-17.3%	-5.74%
折旧摊销	2317	3165	4024	4910	5995	5956	6405	7492	7210
增长率		36.60%	27.14%	22.02%	22.10%	-0.65%	7.54%	16.97%	-3.76%

资料来源：公司业绩报告（单位：亿日元）

从上表可以发现，虽然 NTTDoCoMo 在 2000 年开始 3G 投资，其 CAPEX 相比 1999 年有较大幅度的增长，但其 2000 年的折旧摊销却未受 CAPEX 支出的影响，出现了小幅的下滑。

表格 18: KDDI 各年 CAPEX 支出和折旧摊销

	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
网络投资	3266	3312	3954	3952	5602	3745	2462	2533	3424
增长率		1.40%	19.38%	-0.05%	41.76%	-33.1%	-34.3%	2.87%	35.20%
折旧摊销	1154.8	1597.7	1991.8	2684.5	4076.2	4239.8	3889.7	3595	3410
增长率		38.35%	24.67%	34.78%	51.84%	4.01%	-8.26%	-7.58%	-5.15%

资料来源：公司业绩报告（单位：亿日元）

从 KDDI 的 CAPEX 支出和折旧摊销的变化可以发现，其 2000 年开始 3G 投资，在当年投资额大幅增长的同时，其折旧摊销额也大幅增加；但我们也同时发现，KDDI 的折旧摊销在 1997-1999 年每年都保持了快速的增长，但 1997 年、1999 年的 CAPEX 支出则并未相应大幅增长；同时可以发现，KDDI 在 2004 年投资额大幅增长，但当年的折旧摊销额却出现下滑。这再次说明，CAPEX 支出和折旧摊销并非强正相关关系。

表格 19: SKT 各年 CAPEX 支出和折旧摊销

	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
网络投资	764.2	1082.5	1793.5	1240.7	1967.9	1696	1606.5	1465.7	1520
增长率		41.65%	65.68%	-30.8%	58.61%	-13.8%	-5.28%	-8.76%	3.70%
折旧摊销	917.7	670.5	911.3	1098	1414.6	1488.2	1577.4	1513	1513
增长率	4.58%	-26.9%	35.91%	20.49%	28.83%	5.20%	5.99%	-4.08%	0.00%

资料来源：公司业绩报告（单位：十亿韩元）

从 SKT 各年 CAPEX 支出和折旧摊销的关系，我们也同样发现，SKT 于 2002 年开始 3G 投资，当年投资大幅增长，但其折旧摊销相比已往的增速并未大幅增加。

总而言之，我们认为，公司的折旧摊销固然受当年 CAPEX 支出的影响，但同样也受历史投资结构的影响，是两个作用共同作用的结果，当年 CAPEX 支出大幅增长，并不简单意味着折旧摊销也相应大幅增长。

1.2. 中国联通近年来 CAPEX 和折旧摊销

我们对原中国联通、中国网通近年来的 CAPEX 支出和折旧摊销进行研究，从而对未来折旧摊销的变化提供参考。

表格 20: 原中国联通近年来 CAPEX 支出和折旧摊销

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
网络投资（不含 CDMA）	197.6	183.9	174.1	215	257.2
增长率		-6.93%	-5.33%	23.49%	19.63%
折旧与摊销	157.1	183.2	198.2	219.7	220
增长率		16.61%	8.19%	10.85%	0.36%

资料来源：公司业绩报告（单位：亿元）

从原中国联通的 CAPEX 支出和折旧摊销来看，我们发现，虽然 2006-2007 年 CAPEX 出现了快速的增长，但折旧摊销却在 2007 年出现了增速的回落。而对于原中国网通的 CAPEX 支出和折旧摊销来看，网通 2007 年 CAPEX 支出出现较大的下滑，但折旧摊销也保持了一定的刚性，仅小幅下滑。再次印证我们上文的观点，公司的折旧摊销固然受当年 CAPEX 支出的影响，但同样也受历史投资结构的影响，是两个作用共同作用的结果。

表格 21: 原中国网通近年来 CAPEX 支出和折旧摊销

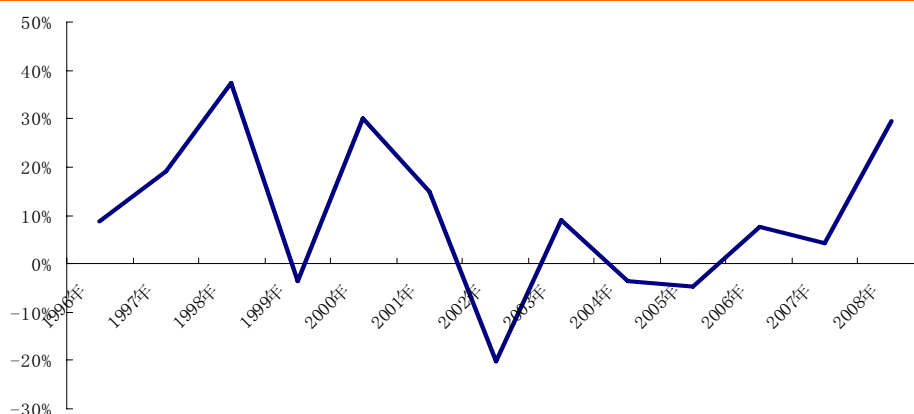
	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
网络投资	285.3	212.4	275.6	264.7	206.8
增长率		-25.55%	29.76%	-3.96%	-21.87%
折旧与摊销	204.8	187.5	250.5	249.1	255
增长率		-8.45%	33.60%	-0.56%	2.34%

资料来源：公司业绩报告（单位：亿元）

从下图国内通信行业各年 CAPEX 支出增长率来看，CAPEX 支出呈现周期性变化，1996 年-2000 年处于一个高峰期，而 2001-2007 年则处于调整期。

中国联通固定资产投资的变化也基本具备这种周期性的特征，而从中国联通对于固定资产的折旧年限可以发现，1996 年-2000 年的投资高峰，按照 10 年左右的折旧年限计算，基于直线折旧法，在 2006 年之后折旧摊销额将趋于减少，从中国联通、中国网通 2006 年后的折旧摊销变化，也发现了这种情况。

图表 14: 国内通信行业 CAPEX 增长率各年变化



资料来源: 工业及信息化部

图表 15: 中国联通固定资产投资折旧年限

	折旧年限	残值率
房屋建筑物	10-40年	3%
通讯设备	5-15年	3%
办公设备、家具及其他	5-7年	3%

资料来源: 公司业绩报告

1.3. 从 CAPEX 考虑, 中国联通未来折旧摊销预测

我们分两个步骤对中国联通未来的折旧摊销进行预测:

首先, 由于联通和网通的集中投资期在 90 时代末期, 因此折旧摊销在近年已经出现放缓或者下降的态势, 所以在不考虑 2008、2009 年的新增投资的情况下, 预测折旧摊销与已往相比将小幅下滑, 结合近年的增长率变化, 我们认为 2009 年小幅下降 2%。

其次, 考虑新增投资, 按照 7.5 年的摊销时间 (如上图所示, 通讯设备的折旧年限为 5-15 年, 我们取中数 7.5 年去计算), 分析其对折旧摊销的影响。

表格 22: 中国联通 (合并网通) 2009-2010 年新增 CAPEX 和对应折旧摊销

	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
CAPEX	446	480	464	509	900	550
新增 CAPEX		34	-16	45	391	-350
按照 7.5 年摊销新增投资				6	58	-

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 亿元)

从上表可以发现，新中国联通 2008-2009 年新增 CAPEX 近 436 亿元，按照 7.5 年的折旧年限，在 2009 年新增折旧摊销 58 亿元；结合上文对于不考虑新增投资的折旧摊销的预测，新中国联通折旧摊销预测如下表所示：

表格 23: 中国联通 2009-2010 年折旧摊销费用预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
折旧及摊销	46881	47541	48840	53677	55287
增长率		1.41%	2.73%	9.90%	3%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

2. 销售费用

我们首先分析原中国联通、中国网通的销售费用的结构和近年来的变化，并在此基础上对新中国联通的广告费及宣传费、手机终端补贴费、客户服务及保有成本、代办手续费等费用项目进行预测。

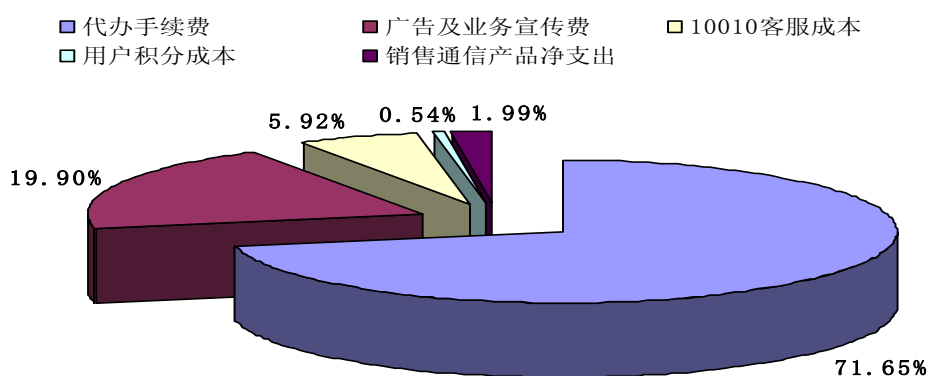
需要说明，由于原中国联通、中国网通在各项费用的特点存在差异，因此我们可以把其作为两个部门分别进行预测，以保证预测的准确性。

2.1. 原中国联通、网通销售费用结构和近年变化

原中国联通销售费用

联通的销售费用共包括：广告及业务宣传费、代办手续费、10010 客服成本、用户积分成本。同时，我们认为，从预测角度，销售通信产品净支出也应一并记入销售费用，反映手机终端补贴费用。联通销售费用的结构如下表所示：

图表 16: 原中国联通销售费用结构



资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所

从上图可以发现，原中国联通的销售费用中，代办手续费占比最大，其次是广告费及业务宣传费。需要注意的是，GSM 的手机终端补贴费较低，原中国联通的手机终端补贴主要是在 CDMA 用户上。

从销售费用各项目近年的变化情况看，如下表所示，可以发现，代办手

续费、广告及业务宣传费等都呈现小幅增长态势。

表格 24: 原中国联通销售费用各项目近年变化

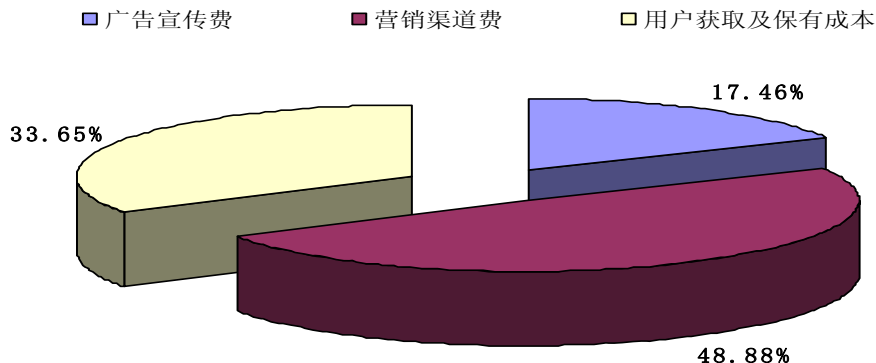
	2006 年	2007 年
代办手续费	7639	7873
增长率		3.06%
广告及业务宣传费	2006	2186
增长率		8.96%
10010 客服成本	516	651
增长率		26.21%
用户积分成本	162	59
增长率		-63.57%
手机终端补贴费		
其中, 销售终端产品净支出	186	219
增长率		17.66%

资料来源: 公司业绩报告, 中投证券研究所 (单位: 百万元)

原中国网通销售费用

中国网通的销售费用共包括如下项目: 广告宣传费、营销渠道费、用户获取及保有成本。中国网通的销售费用的结构如下图表所示:

图表 17: 原中国网通销售费用结构



资料来源: 公司业绩报告, 中投证券研究所

从上图可以发现, 原中国网通的销售费用中, 营销渠道费为占比最大的费用, 其次为用户获取及保有成本, 最后为广告宣传费。需要说明, 用户获取及保有成本包括终端补贴费、客户积分及客户服务费等。

从销售费用各项目近年的变化情况来看, 如下表所示, 可以发现, 广告宣传费、用户获取及保有成本出现了下滑, 表明网通对费用予以压缩的态度。

表格 25: 原中国网通销售费用各项目近年变化

	2006 年	2007 年
广告宣传费	884	821
增长率		-7.13%

营销渠道费	2118	2298
增长率		8.50%
用户获取及保有成本	3646	1582
增长率		-56.61%

资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所（单位：百万元）

2.2. 广告费及宣传费预测

我们认为原中国联通、中国网通广告及宣传费将产生协同效应，企业宣传广告、品牌广告等将减少，业务广告将集中在移动和宽带，因此未来增长将仅为小幅增长，具体预测结果如下表所示：

表格 26：中国联通广告及宣传费 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
原中国联通广告宣传费	2006	2186	2035		
增长率		8.96%	-6.90%		
原中国网通广告宣传费	884	821	719.14		
增长率		-7.13%	-12.41%		
合并的广告宣传费	2890	3007	2754	2892	3037
增长率		4.04%	-8.40%	5%	5%

资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所（单位：百万元）

2.3. 手机终端补贴费

我们认为，中国联通由于在 2009 年提出相对激进的用户发展目标，且由于市场竞争趋于激烈，预计联通通过手机终端补贴的形式来发展用户的可能性很大。但借鉴原中国联通对于 CDMA 手机终端补贴的处理方法，我们认为联通对于 GSM 和 WCDMA 手机的补贴也很可能采取分年摊销的方式。

预计中国联通 2G 用户 2009 年净增 2600 万；3G 用户净增 654 万。我们认为各按照 1/2 的比例去补贴，即 2G 用户 1300 万，3G 用户 300 万的补贴。按照 2G 每个用户补贴 300 元，3 年摊销；3G 用户 500/户，3 年摊销，得到补贴金额为 18 亿元。对于中国联通手机终端补贴费用的预测如下表所示：

表格 27：中国联通手机终端补贴费 2009-2010 年预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
手机终端补贴费	219	590	2390	3923
其中，销售终端产品净支出	219	590	590	590
其中，手机成本摊销费(GSM 及 WCDMA)			1800	3333
2G 补贴用户（万户）			1300	400
2G 每用户补贴金额（元）			300	250
3G 补贴用户（万户）			300	900
3G 每用户补贴金额（元）			500	400

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

2.4. 客户服务及保有成本

我们认为，原中国联通的 10010 客服成本、用户积分成本将小幅增长；同样原中国网通“用户获取及保有成本”也将保持小幅增长态势。具体预测结果如下表所示：

表格 28：原中国联通客户服务及保有成本 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
原中国联通部分					
10010 客服成本	516	651	678	746	821
增长率		26.21%	4.24%	10.00%	10.00%
用户积分成本	162	59	113	124	137
增长率		-63.57%	91.65%	10.00%	10.00%
原中国网通部分					
用户获取及保有成本	3646	1582	1344.7	1412	1483
增长率		-56.61%	-15.00%	5%	5%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

2.5. 代办手续费

代办手续费取决于通过代理渠道发展的用户数和收入以及代理代办佣金费率两个主要因素，我们认为代理代办佣金费率基本持平或者会小幅下降；而从代理渠道发展的用户和收入来看，我们认为原中国网通的小灵通用户下滑将导致其费用下降；而原中国联通由于增加了网通的渠道，一定程度上降低了对代理代办渠道的依赖，但考虑 2009 年相对激进的用户目标，我们认为仍将小幅增长。具体的预测结果如下表所示：

表格 29：原中国联通代办手续费 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
原中国联通部分					
代办手续费	7639	7873	8480	9159	9891
增长率		3.06%	7.72%	8.00%	8.00%
原中国网通部分					
营销渠道费	2118	2298	1953	1758	1670
增长率		8.50%	-15.00%	-10%	-5%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

3. 管理费用

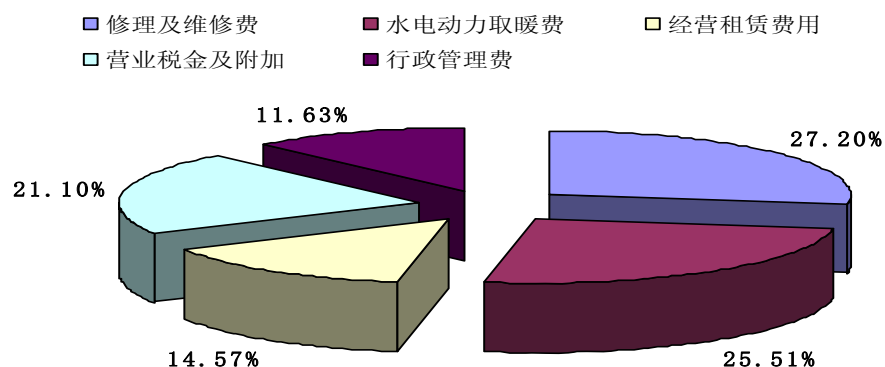
原中国联通的管理费用对应原中国联通财务科目的“管理费用及其他”以及原中国网通财务科目的“一般及行政管理费用”，考虑到两个公司的合并，在管理上难以在短期内融合协同，因此我们分别对这两个科目予以预测，以反映原中国联通的两个部门。

3.1. 原中国联通、网通管理费用结构

原中国联通管理费用

中国联通的“管理费用及其他”共包括如下项目：修理及维修费、水电力取暖费、经营租赁费用、营业税金及附加、行政管理费-办公费、水电费、差旅费。中国联通管理费用的结构如下图表所示：

图表 18: 原中国联通管理费用结构

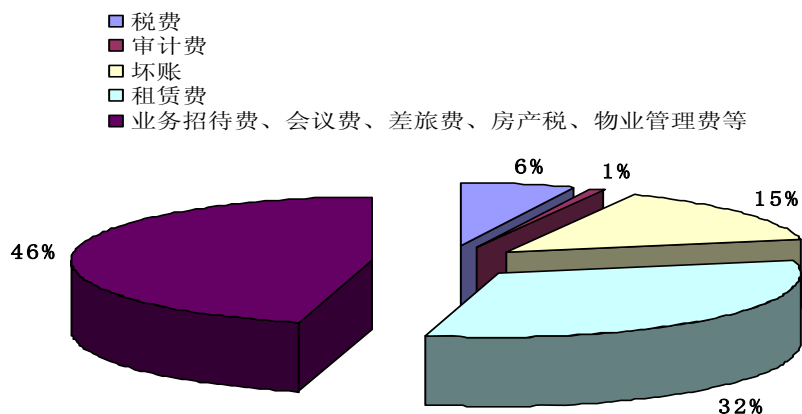


资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所

原中国网通管理费用

中国网通的“一般及行政管理费用”共包括如下项目：税费、审计费、坏账、租赁费、业务招待费、会议费、差旅费、房产税、物业管理费等。中国网通的管理费用的结构如下图表所示：

图表 19: 原中国网通管理费用结构



资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所

3.2. 管理费用预测

我们分别对原中国联通的“管理费用及其他”以及原中国网通的“一般及

行政管理费用”进行预测。

原中国联通管理费用预测

我们认为，原中国联通的“管理费用及其他”各组成项目未来变化趋势如下所述：

(1)、**修理及维修费**：由于修理及维修费主要用于已往投资的网络资产，考虑到所需要部件价格等下降，基本认为会小幅下降。

(2)、**水电动力取暖费**：一方面，水电动力价格有下降趋势；但另一方面，新增固定资产需要更多水电动力费用，维持小幅增长的判断。

(3)、**经营租赁费用**：未有大的变化，维持原有趋势。

(4)、**营业税金及附加**：维持原有趋势。

(5)、**行政管理费-办公费、水电费、差旅费**：由于经济危机带来的水电、租赁费用等的价格下降，以及重组后对管理费用控制的加严，预计会出现下降。

我们对原中国联通的“管理费用及其他”的预测结果如下表所示：

表格 30：原中国联通“管理费用及其他”2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
管理费用及其他	10647	11376	12400	12151	12759
增长率		6.84%	9%	-2%	5%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

原中国网通管理费用预测

我们认为，原中国网通的“一般及行政管理费用”各组成项目未来变化趋势如下所述：

(1)、**税费、审计费、坏账、租赁费**：维持原有趋势。

(2)、**业务招待费、会议费、差旅费、房产税、物业管理费等**：由于经济危机带来的水电、租赁费用等的价格下降，以及重组后对管理费用控制的加严，预计小幅下降。

我们对原中国网通的“一般及行政管理费用”的预测结果如下表所示：

表格 31：原中国网通“一般及行政管理费用”2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
一般及行政管理费用	5959	5914	5855	5562	5562
增长率		-0.76%	-1%	-5%	0%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

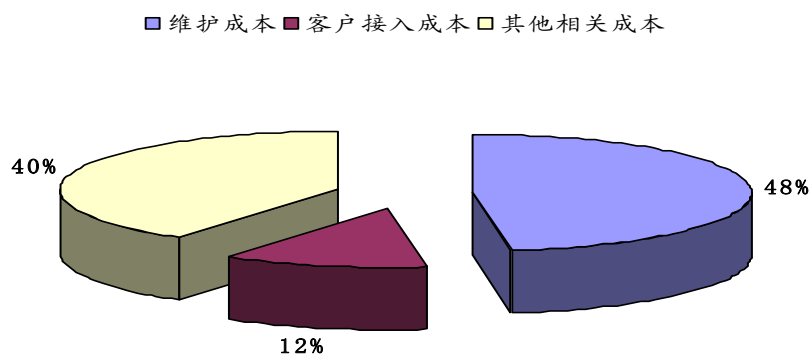
4. “网络营运及支撑成本”及“小灵通资产减值”

我们在此部分对原中国网通的“网络营运及支撑成本”及“固定资产减值-小灵通资产减值”进行预测。

4.1. 网络营运及支撑成本

原中国网通“网络营运及支撑成本”共包括如下项目：维护成本、客户接入成本、销售终端产品支出、动力费、水电费等。网络营运及支撑成本的结构如下图表所示：

图表 20: 原中国网通“网络营运及支撑成本”结构



资料来源：公司业绩报告，中投证券研究所

我们对“网络营运及支撑成本”的预测如下表所示：

表格 32: 原中国网通“网络营运及支撑成本”2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
网络、营运及支撑成本	9429	10131	10131	10131	10131
增长率		7.45%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

4.2. 固定资产减值-小灵通资产减值

我们估算原中国网通投入小灵通的投资近 400 亿元，从 2001 年开始投资，按照 12.5 年（10-15 年的平均数）折旧，每年折旧 32 亿元，到 2007 年折旧 224 亿元，按照已往的折旧速度，需要在 2013 年折旧完成，由于 2010 年小灵通退网，因此需要计提减值准备，2008 年当年对小灵通的固定资产计提减值准备计提金额估算为 80 亿元。对小灵通资产减值的预测如下表所示：

表格 33: 原中国网通“小灵通资产减值”2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
固定资产减值-小灵通减值	1335	0	8000	0	0

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）

5. 人工成本

我们首先研究原中国联通、中国网通人工成本近年的变化，以及平均人工

成本的情况；其次，对合并后的中国联通的人工成本的变化进行预测。

5.1. 原中国联通、网通人工成本近年情况

原联通、网通人工成本近年变化

表格 34: 原中国联通、网通人工成本近年变化

	2006 年	2007 年
原中国联通		
雇员薪酬及福利开支	5143	5362
增长率		4.27%
原中国网通		
人工成本	11849	12223
增长率		3.16%

资料来源：公司业绩报告（单位：百万元）

从上表可以发现，原中国联通、网通的人工成本近年都呈现增长态势。

原联通、网通平均人工成本比较

表格 35: 原中国联通、网通平均人工成本比较

	2007 年
原中国联通	
人工成本（百万元）	5362
员工数量（人）	117000
平均人工成本（万元/年）	4.58
原中国网通	
人工成本（百万元）	12223
员工数量（人）	182001
平均人工成本（万元/年）	6.72

资料来源：公司业绩报告

从上表可发现，原中国联通、网通的人工成本近年都呈现增长态势。而从合并前两公司的人工成本比较可发现，原中国网通的平均人工成本高于联通。我们预计，这种薪资水平上的差异在公司合并后将在内部予以消化，不排除原网通员工的薪资下降的可能性。

5.2. 合并后中国联通人工成本预测

我们认为，网通和联通的合并后，两个公司的人员收入水平有趋同的较大可能性，同时考虑经济危机以及中国联通面临的较大成本压力，人工成本有下降可能性，出于稳健分析的原则，给予小幅下降的预测值。具体预测结果如下表所示：

表格 36: 中国联通人工成本 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
人工成本	16992	17585	18939	17424	17424
增长率		3.49%	7.70%	-8%	0%

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 百万元)

6. 财务费用及利息收入

中国联通出售 CDMA 业务获得 438 亿元的现金, 一方面可以减少之前的贷款, 从而减少财务费用; 另一方面, 大量现金也能获得更多利息收入。

我们首先计算, 新增现金是否可以满足借款需求, 如果尚不够, 则只是对财务费用产生冲减作用。按照贷款 5% 的利率, 存款 2% 的利率去计算, 用 438 亿的现金去减少需要的借款或者清还已往的借款, 可以减少财务费用 20 亿元, 保守考虑借款结构以及其他财务费用的问题, 我们认为减少 15 亿元的财务费用为妥, 同时认为大量现金会增加 2 亿元的存款利息。具体的预测结果如下:

表格 37: 中国联通财务费用、利息收入 2009-2010 年预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
财务费用	4375	3231	2244	744	1000
增长率		-26.15%	-30.53%	-66.84%	34.35%
利息收入	392	284	228	428	428
增长率		-27.39%	-19.87%	87.77%	0.00%

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 百万元)

三: 中国联通的长期投资价值研究

在此部分, 我们首先研究运营商行业未来的业绩演变及长期投资价值; 其次, 研究中国联通的长期投资价值。

1. 运营商行业未来演变及长期投资价值

我们认为, 从长期来说, 电信运营商仍具有良好的投资价值, 这一方面源自于已经成熟的商业模式和垄断的特性, 另一方面则由于运营商在未来仍将保持业绩增长, 这基于以下几点判断:

1.1. 语音业务低增长, 依靠资产效率提高保利润增长

从全行业来看, 预计移动语音业务, 在未来将增速放缓, 但仍将实现正向增长。从国外移动用户普及率较高的英国、德国、法国、日本、韩国等国家来看, 移动语音业务持续保持增长, 最低增速也将同人口增速保持一致。考虑到中国广大的农村市场, 预计这个持续增长的时间将更长远。

在语音收入低增长的背景下, 运营商有望通过资产使用效率的提升, 保证利润快于收入的增长:

一方面，基于 3G、4G 的移动技术将有效降低运营商的网络运维成本，且其投资成本也相比 2G 较大减少；另一方面，自助营业厅、网上营业厅等低成本渠道的逐渐普及，也将提升运营商的运营效率，提升利润水平。

1.2. 3G 增值业务和宽带将成为未来 5-10 年增长点

基于 3G 的增值业务与基于 ADSL 和光纤的宽带接入将成为未来 5-10 年的持续增长点，弥补语音业务增速放缓对收入的较快增长做出贡献。

首先，3G 运营带来带宽提高，基于高带宽的增值业务将大为丰富，伴随消费者使用习惯的渐进改变，预期移动增值业务将成为收入持续增长的引擎。

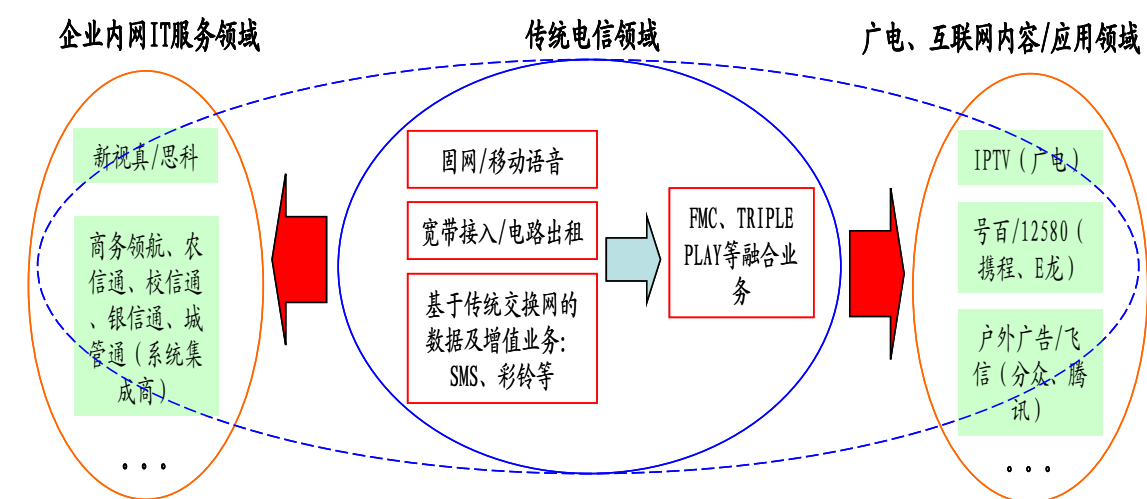
其次，当前基于 ADSL 的宽带接入业务仍有较大的发展空间，而未来基于 FTTX 的光纤接入将带来更广阔的收入增长空间。

1.3. 产业边界内部融合、外延拓展

我们认为，当前电信领域已经出现产业边界内部融合、外延拓展的趋势，这种趋势在未来将更为明显，这也带来了运营商增长空间的进一步扩展。

从内部来说，FMC（固网移动融合）、Triple Play（三重打包）等将使得固网、移动各产品融合在一起，通过客户感知的提升给运营商带来业绩的增长；从外延来看，电信运营商将进一步进入企业内网的 IT 服务领域以及广电、互联网内容/应用领域，通过产业领域的拓展实现收入的增长。

图表 21：未来电信运营行业产业边界内部融合、外延拓展



资料来源：中投证券研究所

2. 中国联通长期投资价值判断

我们此部分对重组前后中国联通竞争能力的改变进行研究，以判明中国联通的长线投资价值

2.1. 重组前中国联通的竞争能力

对重组前中国联通以及中国网通竞争能力而言，我们认为，其虽然最早具备全业务运营的资质，但却在战略设计、管理能力、服务品牌能力、网络质量等诸多方面落后于竞争对手中国移动和中国电信，具体表现为如下几点：

战略设计：原中国联通在战略上跟随中国移动、中国网通战略上跟随中国电信，其在战略设计上无大的亮点。同时，中国联通的 GSM、CDMA 双网运营，从实际效果来看，也证明是一大败笔，严重制约了其资源的使用。

管理及品牌服务能力：原中国联通在移动市场无论在品牌、服务等各方面都落后于中国移动；中国网通的宽带战略、国际战略等战略执行最终也无显著效果。其战略执行和管理能力方面落后于中国移动和中国电信。

网络质量：中国联通的网络质量长期以来被用户广为诟病，这也是其落后于中国移动的一大短板，而受制于双网运营的资源约束，网络质量的改善始终不尽如人意。

我们对重组前各运营商的竞争实力进行打分，如下表所示，可以发现，中国联通相比中国移动，差距很大。

表格 38：重组前各运营商竞争能力打分表（5 分制）

重组前打分情况（2G）	权重	中国移动	中国联通 G	中国联通 C
运营能力	0.2	5	2.5	2
营销资源	0.2	5	2.5	1
终端	0.25	5	4	3.5
网络	0.25	5	2.5	2.5
产品/客户捆绑	0.1	3	3	3
得分		4.80	2.93	2.40

资料来源：中投证券研究所

2.2. 重组及 3G 运营提升了中国联通的长线投资价值

我们认为，重组和 3G 运营无疑从根本上给中国联通带来了改变，这里面固然存在公司部门机构调整的风险，但也确实从长期增长了中国联通的竞争能力，也提升了中国联通的长线投资价值。

摆脱 CDMA 双网运营，获得未来发展现金和资源

中国联通长期受制于双网运营带来的经营压力，资源使用方面往往捉襟见肘。CDMA 出售给中国电信的同时，联通集团和联通上市公司共获得 1100 亿元的现金，其经营资源有限的情况将大为改善，有利于其长期竞争能力的提升。

预计困扰多年的网络质量问题将大幅改善

首先，中国联通在重组后加大了在网络投资和扩容方面的力度，在资金投入方面巨大，虽然可能会对短期经营业绩造成压力，但无疑有利于其长期成长。

其次，10月6日工信部和国资委联合发布紧急通知，要求推进电信基础设施共建共享。通知中提出了对铁塔、杆路等各类设备共建共享的具体要求，也即通称的“站址共享”。我们认为该通知将使得电信、联通等站址少的运营商受益，并且是长远受益，而移动基站数多的优势将被逐步化解。

最后，2009年3月4日消息，中国联通集团移动网络有限公司在北京揭牌成立。该公司是中国联通的全资子公司，主要负责3G网络建设、网络维护以及共建共享实施等工作。我们认为，该组织机构方面的变革有利于中国联通网络运营能力的提升。

与网通合并将增强综合实力，但也存在机构调整风险

中国联通与网通的合并，无论是网络、渠道等资源方面都得以加强，尤其是在移动、固网业务的互补性方面较强，我们看好合并后在FMC（固网移动融合）业务的开展，在未来的融合业务方面将具有先机。但另一方面，两个同等公司的合并将耗时耗力，此方面存在较大的风险，我们下文重点分析。

战略设计相对清晰，以3G和增值业务为战略重点

我们通过对中国联通重组后的持续跟踪，其管理层未来的战略设计相对明确，在3G业务上将投入资源，作为战略重点。这与中国联通之前跟随中移动的战略设计形成鲜明对比。

中国联通为了顺应宽带、移动、互联网业务特别是3G业务的发展趋势，成立了音乐、视频等公司重点培育战略业务，新时讯公司、音乐公司、视频公司，均是独立运营的子公司，将为发展增值业务提供支撑。对此组织架构的变化，我们持看好态度。

看好其3G的WCDMA制式，有望改变竞争地位

通过对国外运营商3G运营的研究，我们发现，手机终端对于3G运营十分关键。相对而言，中国联通获得的WCDMA的3G制式，是所有三个技术标准中最为成熟的技术，产业链也比较成熟，我们看好其3G运营的发展，中国联通如果有效利用此次机会，将改变弱势的竞争地位。

同时，我们也看好中国联通与苹果之间的合作，如果与苹果就iPhone的合作能够达成，相信这将助力其3G业务的发展。

重组和3G运营后，中国联通竞争实力的改变

表格 39：重组后各运营商竞争能力打分表（5分制）

重组后打分情况（2G）	权重	中国移动	中国联通	中国电信
运营能力	0.2	5	2.5	2.5
营销资源	0.2	5	3.5	3.5
终端	0.25	5	4	3.5
网络	0.25	5	3.5	3.5

产品/客户捆绑	0.1	3	4	5
得分		4.80	3.48	3.45

资料来源：中投证券研究所

表格 40: 3G 业务各运营商竞争能力打分表 (5 分制)

3G 打分情况	权重	中国移动	中国联通	中国电信
运营能力	0.2	5	2.5	2.5
营销资源	0.2	5	3.5	3.5
终端	0.25	2.5	5	4.5
网络	0.25	4	4	4
产品/客户捆绑	0.1	3	4	5
得分		3.93	3.85	3.83

资料来源：中投证券研究所

从上表可以发现，3G 时期，虽然中国移动在运营能力、营销资源等方面相比中国联通仍然具有明显的优势，但 TD-SCDMA 在手机终端上将逊色于中国联通的 WCDMA，而中国移动 2G 时期在网络方面建立的领先优势，在 3G 运营时也将和中国联通缩小。总体而言，我们认为，3G 业务上各家运营商的竞争能力基本相当，中国联通通过重组和 3G 运营将有效提升其潜在竞争能力。

2.3. 关注联通与网通的合并风险，将决定未来格局

我们认为，中国联通的 WCDMA 技术制式在 3G 发展初期，将具备明显的优势，TD-SCDMA 与之相比最大的问题是技术、终端、价值链的成熟性等方面。但这种优势存在时间窗口，如果联通不能抓住 2009 年-2010 年上半年的有利时机，则在 3G 运营将延续 2G 的落后局面。

而联通能否抓住这个宝贵时机，则又取决于其与网通的合并进程。一般而言，两个同等规模的公司合并将耗时耗力，对其业务经营产生负面影响。对此合并风险，我们建议投资者高度关注。而从目前跟踪的情况来看，相对看好其合并进程：

首先，就我们了解，中国联通和网通的机构合并将在 2008 年 9 月份之后即开始进行，从时间消化来说，我们认为有望在 09 年上半年机构基本调整到位。

其次，从合并进程的跟踪来看，09 年 2 月国资委公布中国联通集团高层名单，2009 年 3 月 1 日中国联通召开会议，公布了全国各省公司正副职任命名单。虽然根据草根调研，也发现了网通和联通基层员工之间的合作问题，且两个公司的业务融合仍将需要较长时间实现，但我们认为，整个合并进程进展相对迅速，仍可持看好态度。

四：盈利预测、估值及投资建议

1. 盈利预测

我们对中国联通 2008-2010 年移动业务收入增长率的预测为 2.73%、7.95%、15.49%；固话（含 PHS）语音收入的增长率预测为-16.49%、-19.55%、-14.17%；宽带业务的增长率预测为：33%、30%、25%。

对中国联通 2008-2010 年折旧摊销的增长率预测为：2.73%、9.9%、3%；销售费用的增长率预测为 1.43%、16.14%、13.42%。

推动（红筹）EPS 的预测为 2008-2010 年为：1.61 元、0.65 元、0.9 元；对应的 A 股 EPS 为：0.61 元、0.25 元、0.34 元。

对以上的预测值需要说明：

（1）、以上预测未考虑原网通南方 21 省整体上市对中国联通业绩的影响，由于该事项并未最终完成，我们暂不对此进行预测。

（2）、以上预测考虑了原联通 CDMA 业务在 2008 年前三季度对业绩产生的影响，其对 2008 年 EPS 的影响较小，增加 EPS 0.01 元。同时，售出 CDMA 业务增加了中国联通 2008 年非经常性损益 375.6 亿元。

（3）、对于成本费用的预测需要说明：

首先，折旧及摊销的增长并未如市场普遍预期的大幅增长，这是考虑到历史上的 CAPEX 折旧在 2009 年出现下降趋势；而销售费用的增长主要归因于手机终端补贴的增加，预期这部分费用将分三年予以摊销。

其次，折旧摊销、销售费用的增长部分被财务费用、人工成本、管理成本的下降弥补，而使得成本费用的整体增加并未大幅增长。

由于我们对于移动业务未来收入增长的预测相对乐观，为寻找业绩增长的安全边际，宜于对移动业务增长进行敏感性分析，如下表所示，可发现，采用更保守的预测后，对于 09 年的 EPS 影响不大，而对 2010 年将产生较大影响。

表格 41：基于移动业务未来预测的敏感性分析

	2008 年	2009 年	2010 年
报告预测移动业务增长率	2.73%	7.95%	15.49%
对应 EPS	0.61	0.25	0.34
采用更保守预测增长率	2.73%	3.98%	7.75%
对应 EPS	0.61	0.22	0.25

资料来源：中投证券研究所

2. 估值

首先，我们对中国联通的 PE 指标与国际可比公司进行比较，从而对其估值提供参考；其次，考虑中国联通未来的业绩增长情况，进行估值。

2.1. 中国联通 PE 和可比公司比较

我们分别将中国联通 2008 年和 2009 年的 PE 值与日本、韩国、印度、马来西亚、香港等上市电信运营商进行对比，以提供对中国联通合理估值的参考。

表格 42: 中国联通 PE 和国际可比公司比较 (截至 2009 年 3 月 7 日)

		公司指标		市场平均指标	
		08 年 PE	09 年 PE	08 年 PE	09 年 PE
韩国	SK TELECOM	9.42	8.00		
	KT Freetel	10.92	8.67	9.62	7.72
	LG TeleCom	6.25	6.01		
日本	NTT DoCoMo	12.41	12.25		
	kddi	9.71	7.17	16.24	16.38
	Bharti Airtel	13.28	11.24		
印度	Reliance Commun	4.83	6.03	9.95	9.72
	Idea Cellular	17.03	14.34		
马来西亚	DiGi	14.20	14.35		
	Telekom Malaysia	15.44	20.23	11.80	10.98
	中国移动	10.47	9.64		
香港	中国联通 (红筹)	4.55	11.26		
	Smartone Tele	24.65	19.95	10.08	8.86
	Hutch Telecom	16.71	6.50		
中国	中国联通 (A 股)	8.62	21.04	15.34	13.64

资料来源: Reuters Knowledge, Wind

从上表可以发现如下结论:

(1)、除了日本市场外,其他市场的电信运营商 PE 值基本都高于平均的市场指数 PE 值,而且印度、马来西亚等发展中国家的运营商 PE 值基本都远高于市场平均指标。这说明电信运营商的估值 PE 应该高于平均的市场 PE。

(2)、中国联通 A 股当前的 PE 高于红筹 PE,且 A 股对于红筹的溢价高于市场平均溢价,说明两个市场在公司看法上存在的差异。

2.2. 中国联通估值

寻找安全边际

由于电信运营商的 PE 取值理应高于市场平均 PE,结合 A 股 2009 年预测的市场平均指数动态 PE 为近 14 倍,给予电信运营商相对市场平均指数的溢价,最终得到具有安全边际的 PE 值为 20 倍,对应中国联通 09 年 0.25 元的 EPS,估值为 5 元。

考虑到中国联通 2009 年的业绩很大程度上因对未来的投资大幅增加而拉低,以及考虑到中国联通收购南方网通业务将提升 EPS,我们认为 20 倍的 PE

值具有安全边际。

考虑风险溢价的估值

我们看好中国联通出于对未来的战略考虑而增加的 CAPEX 和销售费用，这部分成本费用虽然在 2009-2010 年对中国联通的业绩造成了一定的压力，但从更长远的角度考虑，这部分增加的成本费用具有合理性。

我们认为，市场已经对中国联通因折旧和销售费用增加而拉低 2009 年 EPS 充分预期，且根据我们的测算，成本费用的增加有低于市场普遍预期的可能性。

进一步而言，我们认为，对中国联通的估值，在 2009 年不应完全以净利润为标准，而更应该侧重其用户的发展和市场份额提升等因素。考虑到中国联通确实存在借助 3G 有效改善市场地位、提升市场份额的可能性，理应给予其一定的风险溢价。正是考虑此因素，我们给予其 2009 年估值 25 倍的市盈率，对应 2009 年 0.25 元的 EPS，估值为 6.25 元。

3. 投资建议和风险提示

投资建议

我们认为，对于中国联通的投资，宜于从中长线投资、短线投资两个角度去把握机会：

(1)、关注短线交易机会：中国联通的 3G 制式具有对消费者较大的吸引力，我们预期，其 5 月 17 日的 3G 放号前后存在一定的交易性机会；同时，政策扶持的携号转网政策也对股价具有短期催化剂作用，提示密切关注。

(2)、中长线投资机会：我们建议投资者密切关注中国联通的 3G 运营情况，关注其是否可以从中国移动那里获取中高端客户，这些因素将最终决定中国联通的投资价值。

风险提示

上文已经说明，中国联通与网通的合并进程是否顺利，这关系到其是否可以利用宝贵的时间窗口来成功运营 3G 业务。如果一旦合并造成了管理上的问题，则其经营业绩将难有起色。我们建议投资者关注此风险。

附：财务预测表

收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
移动业务	55605	57121	61664	71217
固网语音	44735	37360	30057	25798
网间结算净收入	2334	2182	2029	1887
宽带接入	13835	18401	23921	29901
固网增值	6114	5992	5692	5408
其他互联网相关服务	532	638	766	958
信息通信技术服务净收入	1160	2088	2923	3654
数据及互联网业务（原联通部分）	2590	2667	2747	2830
长途业务（原联通部分）	1031	1093	1093	1093
其他收入（原联通部分）	1147	769	538	377
管理型数据服务（原网通部分）	1284	1156	1040	936
网元出租收入（原网通部分）	2521	3025	3479	3827
其他（原网通部分）	2617	3664	4397	5276
成本费用				
折旧及摊销	47541	48840	53677	55287
销售费用	15689	15913	18481	20962
管理费用	17290	18255	17713	18321
网络营运及支撑成本	10131	10131	10131	10131
固定资产减值-小灵通资产减值	0	8000	0	0
人工成本	17585	18939	17424	17424
财务费用	3231	2244	744	1000
线路及网络容量租赁	649	746	522	366
其他经营费用（原网通部分）	1431	2147	2576	2833
其他利润项目				
利息收入	284	228	428	428
净其他收入	4137	1379	1379	1379
出售 CDMA 收益	0	37560	0	0
考虑 2008 年前三季度 CDMA 贡献税前利润				
终止经营业务的税前利润（百万元）	1199	1053	2263	
净利润				
税前利润合计	26379	50109	20885	28645
所得税	6880	12527	5221	7161
净利润	19499	37582	15664	21483
红筹股份数量		23991	23991	23991
红筹股 EPS		1.61	0.65	0.90
A 股股东占红筹利润比例		33.60%	33.60%	33.60%
A 股股东应占利润		12968	5263	7218
A 股股份数量		21197	21197	21197
A 股 EPS		0.61	0.25	0.34

资料来源：中投证券研究所，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434