

联通价值发现之旅才刚刚开始

电信服务业 2009 年中期投资策略

报告关键点：

- 3G需求爆发在即，WCDMA在手机上的优势将帮联通从移动抢到中高端用户。
- 用户结构的改变将带来联通收入的爆发式增长和折旧费用率的大幅下降。
- 联通的潜在价值在下半年就会明确显现，其价值发现之旅才刚刚开始。

报告摘要：

- 联通将从移动抢到中高端用户：**中国的3G需求爆发在即，WCDMA相对TD-SCDMA在手机终端上的强大优势将帮助联通从移动抢到很多中高端用户。虽然联通因抢到中高端用户而带来的ARPU值和收入上升要到2010年才会明显显示出来，但这并不意味着我们要到两年后才能确定联通的长期价值。我们认为，WCDMA手机终端对3G用户的吸引在今年下半年就会充分显示出来；到时候通过观察联通3G用户数和新增用户数的增长，就会明确看到联通从移动抢到中高端用户的趋势。一旦这一趋势确定了，联通的潜在价值也就显现出来了。
- 收入将出现爆发式增长：**20:80法则同样适用于电信行业。我们的竞争模型显示，到2012年，虽然联通移动用户数量的市场占比只是从20.1%上升到22.5%，但由于联通中高端用户的市场占比从10%上升到了23.8%，将使得联通移动收入的市场占比从12.8%上升到23.4%。
- 折旧费用率将大幅下降：**由于移动通信行业的规模效应非常明显，而联通用户的ARPU值又低，所以联通的折旧费用率远高于移动。但随着中高端用户比例的上升，联通用户的ARPU值会上升，联通GSM的折旧费用率将从2007年的33%下降到2012年的20%，利润率也将随之大幅上升。
- 投资风险：**过度价格竞争造成的两败俱伤和对联通经营管理能力的担忧。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们对联通EPS的预测是10年0.37元，11年0.76元，远远高于市场平均水平。但这并不是因为我们的假设太过乐观，而是因为我们分析联通的逻辑不同于市场。我们维持公司6个月目标价为11.06元，维持公司“买入-B”的投资评级，并重申现在仍是买入联通的好时机。
- 联通价值发现之旅才刚刚开始：**我们坚信我们对联通的分析逻辑。联通近期的行情并不是一段交易性行情，而只是联通的价值刚刚被市场部分发现，现在还只是一个底部；随着联通“沃”品牌推广的发力，WCDMA试商用的启动，丰富多彩的3G业务的推出，市场会逐渐认可联通的经营策略和执行能力，会有越来越多的投资者将发现联通的潜在价值。当然我们也不否认这中间存在一些资金的投机行为，但我们认为那只会加速联通的价格向价值回归的进程；最终必将是价值投资理念的成功，我们也将继续为此不懈努力。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **11.06 元**

期限： 6 个月 上次预测： 11.06 元

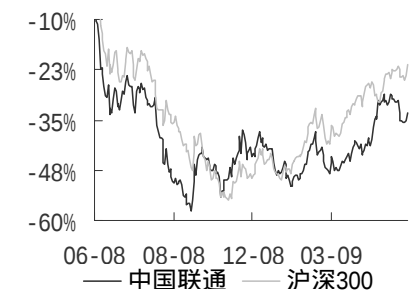
现价： 6.55 元

报告日期： **2009-06-02**

市场数据

总市值(百万元)	136,506.08
流通市值(百万元)	136,506.08
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12 个月最高/最低	3.95/10.71 元
十大流通股股东(%)	14.32%
股东户数	1,312,157

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.56)	(5.00)	(12.02)
绝对收益	(4.58)	27.05	(33.19)

研究员

黄文戈
行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	162,433	189,489	234,690
Growth(%)	4.1%	52.1%	6.3%	16.7%	23.9%
净利润	5,633	19,741	6,345	8,707	17,990
Growth(%)	166.4%	250.5%	-67.9%	37.2%	106.6%
毛利率(%)	38.8%	37.0%	43.6%	47.7%	55.1%
净利润率(%)	5.6%	12.9%	3.9%	4.6%	7.7%
每股收益(元)	0.27	0.93	0.27	0.37	0.76
每股净资产(元)	4.38	9.86	9.56	10.46	12.31
市盈率	24.6	7.0	24.5	17.9	8.7
市净率	1.5	0.7	0.7	0.6	0.5
净资产收益率(%)	10.0%	16.1%	7.4%	9.3%	16.3%
ROIC(%)	11.7%	42.7%	8.7%	7.6%	13.7%
EV/EBITDA	5.3	5.2	4.2	3.6	2.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

对股价回调的另类解读：联通股价回调深层原因剖析

2009-05-23

中国联通调研报告：联通在 3G 上的优势一触即发

2009-05-02

中国联通深度报告：买入联通正当时

2009-04-20

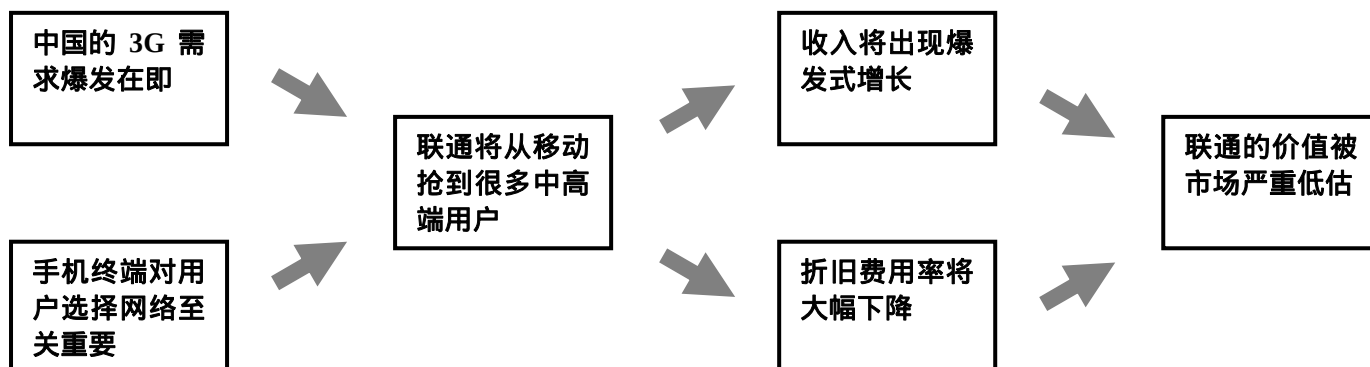
中国联通深度分析报告：掀起你的盖头来
 2008-11-03

目录

投资概要	3
1 . 3G 需求爆发在即	5
1.1 3G 发展的条件已完全成熟	5
1.2 3G 需求呼之欲出	6
1.3 3G 在中国的发展速度将远超其它国家	6
2 . 手机终端对用户选择网络至关重要	7
3 . 联通将从移动抢到中高端用户	8
3.1 下半年见分晓	8
3.2 携号转网政策延缓推出的影响	9
3.3 iphone 锦上添花	9
4 . 收入将出现爆发式增长	9
5 . 折旧费用率将大幅下降	11
5.1 出人意料的反差	11
5.2 原因分析	12
5.3 未来变化趋势	14
6 . 投资风险	15
6.1 过度的价格竞争造成两败俱伤	15
6.2 对联通经营管理能力的担忧	15
7 . 盈利预测和估值	15
7.1 盈利预测	15
7.2 我们的假设是否合理	16
7.3 公司估值	17
8 . 联通价值发现之旅才刚刚开始	18

投资概要：

我们的投资逻辑：



我们不同于市场的观点：

- 用户结构的改变将带来联通收入的爆发式增长和折旧费用率的大幅下降。
- 联通的长期价值在今年下半年就能确定，而不需要等到两年后。

3G 需求爆发在即：

对日本 3G 的实地考察，使我们意识到，虽然 3G 可能不会有类似于 2G 阶段的短信那样的杀手级应用，但 3G 应用将会无处不在。虽然很多应用在 2.5G 也可以实现，但速度的改变会带来用户体验的质的变化，从而激发出用户的潜在需求。而且，东西方在文化和生活方式上的差异，再加上中国 3G 的后发优势，使我们相信 3G 在中国的发展速度将远超其它国家。联通 WCDMA 的试商用，将引爆中国的 3G 市场。

手机终端对用户选择网络至关重要：

日本 3G 发展的头三年，在 2G 时代处于弱势的 KDDI 公司由于在手机终端和网络方面的优势，其 3G 用户数量远高于 NTT DoCoMo。但进一步的调研显示，KDDI 并没有从 NTT DoCoMo 抢到多少用户，更多地是把自己的 2G 用户转化成了 3G 用户；而 NTT DoCoMo 却没能成功地将自己的 2G 用户转化为 3G 用户。这一鲜明的对比充分说明了手机终端对用户选择网络至关重要。那么，为什么 KDDI 又没能从 NTT DoCoMo 抢到多少用户呢？这主要是因为当时日本尚处于 3G 初期，速率还不够快，3G 应用尚不足以吸引 NTT DoCoMo 的 2G 用户转网。

联通将从移动抢到中高端用户：

中国目前跟当时日本最大的不同在于，3G 的发展已经非常成熟而且 3G 的需求已经非常强烈；所以我们坚信，WCDMA 相对 TD-SCDMA 在手机终端上的两年优势将帮助联通从移动抢到很多中高端用户。虽然联通因抢到中高端用户而带来的 ARPU 值和收入上升要到 2010 年才会明显显示出来，但这并不意味着我们要到两年后才能确定联通的长期价值。我们认为，WCDMA 手机终端对 3G 用户的吸引在今年下半年就会充分显示出来；到时候通过观察联通 3G 用户数和新增用户数的增长，就会明确看到联通从移动抢到中高端用户的趋势。一旦这一趋势确定了，联通的潜在价值也就显现出来了。

收入将出现爆发式增长：

20:80 法则同样适用于电信行业。由于目前移动市场上 80%-90% 的中高端用户都被中移动所占

据，所以虽然联通用户数量的市场占比是 20%左右，而其移动收入的市场占比却不到 13%。但是这一局面在未来 3 年会发生改变。我们的竞争模型显示，到 2012 年，虽然联通移动用户数量的市场占比只是从 20.1%上升到 22.5%，但由于联通中高端用户的市场占比从 10%上升到了 23.8%，将使得联通移动收入的市场占比从 12.8%上升到 23.4%。用户结构改变给联通收入带来的影响将远大于市场普遍预期到的用户数量的改变。

折旧费用率将大幅下降：

我们的结论始于一个出人意料的反差——联通 GSM 收入跟相应固定资产的比率只有 56%，而移动 GSM 收入跟固定资产的比率却高达 155%，二者相差竟然将近 3 倍；这造成了联通的折旧费用率远高于移动。我们认为这主要是由于移动通信行业的规模效应非常明显，而联通用户的 ARPU 值又偏低造成的。但随着中高端用户比例的上升，联通用户的 ARPU 值会上升，联通 GSM 的折旧费用率将从 2007 年的 33%下降到 2012 年的 20%，利润率也将随之大幅上升。

投资风险：

过度价格竞争造成的两败俱伤和对联通经营管理能力的担忧。

盈利预测、估值及投资评级：

我们对联通 EPS 的预测是 10 年 0.37 元，11 年 0.76 元，远远高于市场平均水平。但这并不是因为我们的假设太过乐观，而是因为我们分析联通的逻辑不同于市场。我们维持公司 6 个月目标价为 11.06 元，虽然目标价下联通 09 年的动态市盈率高达 41 倍，但从 2010 年开始，由于收入和利润的快速增长（2010-2012 年 3 年的复合增长率达到 55%），市盈率将迅速下降到 2012 年的 11 倍。我们维持公司“买入-B”的投资评级，并重申现在仍是买入联通的好时机。

联通的价值发现之旅才刚刚开始：

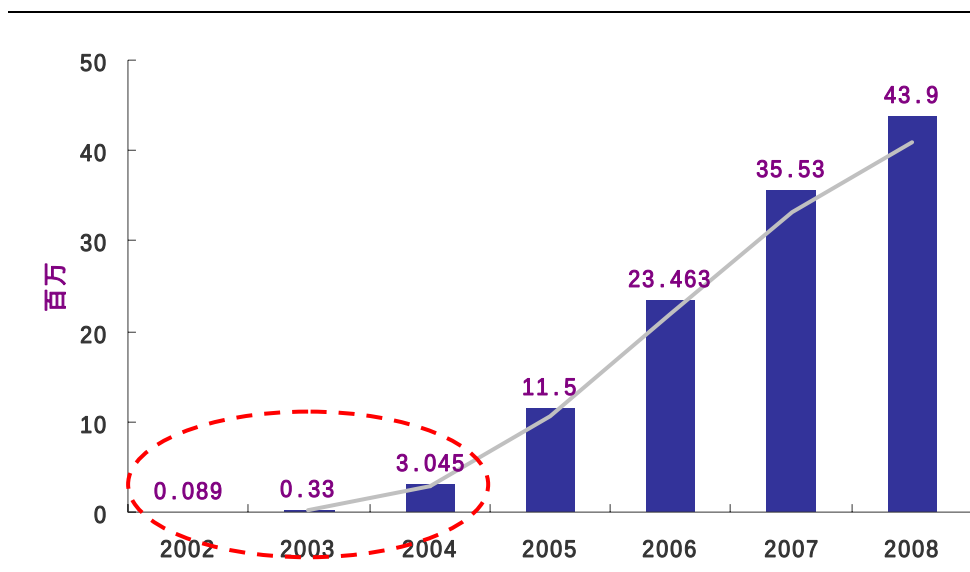
我们坚信我们对联通的分析逻辑，也相信我们对市场的感觉。联通近期的行情并不是一段交易性行情，而只是联通的价值刚刚被市场部分发现，现在还只是一个底部；随着联通“沃”品牌推广的发力，WCDMA 试商用的启动，丰富多彩的 3G 业务的推出，市场会逐渐认可联通的经营策略和执行能力，会有越来越多的投资者将发现联通的潜在价值。当然我们也不否认这中间存在一些资金的投机行为，但我们认为那只会加速联通的价格向价值回归的进程；最终必将是价值投资理念的成功，我们也将继续为此不懈努力。

1. 3G 需求爆发在即

1.1. 3G 发展的条件已完全成熟

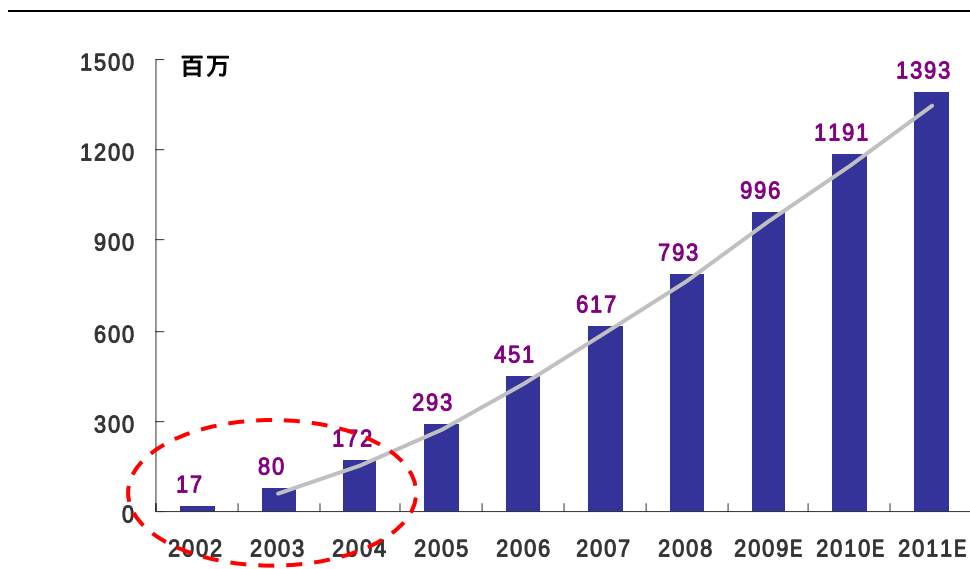
无论是从日本还是全球的 3G 发展历程来看，我们都能发现 3G 在刚推出的前几年启动非常缓慢；但从 2005 年开始，3G 用户数量飞速增长。到 2008 年底全球 3G 用户已达 8 亿，日本、韩国的 3G 用户更是占到了移动用户数的 90% 以上。

图 1 NTT DoCoMo 3G 用户数量增长历程



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

图 2 全球 3G 用户增长历程



数据来源：CDG、安信证券研究中心整理

究其原因，主要是因为 3G 初期在网络速度、3G 终端、业务应用及盈利模式等方面存在着很大问题；而 05 年以后，这些阻碍 3G 发展的问题都得到了有效解决。

就网络速度而言，3G 的传输速度一般在 384K，比 2.5G 的 GPRS 快不了多少。而这些年全球的 WCDMA 网络大都升级到 3.5G 的 HSDPA 或 HSPA，CDMA 2000 网络大

都升级到 3.5G 的 CDMA EVDO；3.5G 的传输速率一般在几兆，跟 2.5G 相比就有了本质的区别。

最初的 3G 手机终端体积大、重量重、电池使用时间短（因为视频娱乐远比短信和音乐耗电），使用很不方便。这次我们在日本看到的 3G 手机早已解决了上述问题，而且款式很多、功能非常强。

我们还参观了 NTT DoCoMo 的 3G 应用展厅，FOMA 业务模式下的应用和服务精彩纷呈。除去传统的 WAP、音乐下载之外，手机支付、手机流媒体、手机游戏、移动定位等应用和服务给大家留下了深刻的印象，其感觉甚至可以用震撼来形容；3G 已经完全融入了日本人的日常生活。

1.2. 3G 需求呼之欲出

市场一直都在怀疑 3G 的高传输速率究竟能带来什么真正有价值的东西，或者说 3G 究竟有什么用；但短短半小时的参观完全打消了大家的顾虑。我们意识到，虽然 3G 可能不会有类似于 2G 阶段的短信那样的杀手级应用，但 3G 应用将会无处不在。

虽然很多应用在 2G 或 2.5G 也可以实现，但速度的改变会带来用户体验的质的变化，从而激发出用户的潜在需求，也使得新的商业模式在 3G 下成为可能。

举例来说，更新一张 125K 的高分辨率的游戏画面，用 GPRS 需要 16 秒，这对于手机游戏玩家来说显然是不可接受的；而用 3.5G 的 HSDPA 却只需要 1.2 秒，这就使得高分辨率的游戏在 3G 时代成为可能。再比如手机上网，当速度只有 10 几 K 的时候，你会觉得网速太慢、很不方便，可能就放弃了；而当手机上网的速度达到几百 K 的时候，你会感觉跟固网宽带差不多，从而激发出强烈的手机上网需求。

在我们看来，中国的 3G 应用首先会是 WAP、彩信、音乐和视频下载等；然后随着运营商和增值服务商的成熟，移动位置服务、移动支付等应用会成为主流。在未来，手机将不再仅仅是一个通信工具，还将成为一个商用、休闲、娱乐工具。

1.3. 3G 在中国的发展速度将远超其它国家

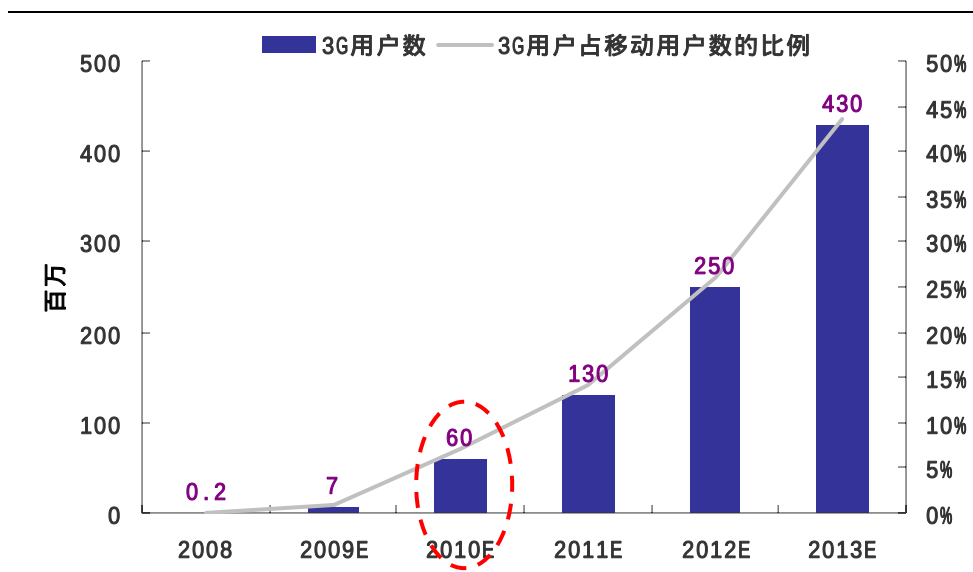
首先，中国光是 2G 时代的移动增值服务收入就已经占到了移动业务总收入的近 35%。我们认为，移动增值业务在欧美不成功，而在中国却很成功的原因有二：一是文化差异，东方人含蓄、西方人直接，所以短信业务在东方很流行而在西方却不行。二是生活方式差异。欧美地广人稀、出行多是自驾，而中国却是人口密集、公共交通是大多数人的出行方式；人们在坐公交车和地铁的时候很无聊，所以会更多地使用手机来发短信和进行娱乐，而欧美人自己开车就没法玩手机了。因此，中国用户并不仅仅把手机看作一个移动通信工具，而且看作一个移动娱乐终端。

其次，中国消费者的攀比和从众心理比较强，3G 在大家心目中是一个比 2G 更好更时尚的东西。一旦别人拥有了 3G 手机和服务，自己如果不用就会显得很落伍。这种效应会加速中国手机用户从 2G 向 3G 的转型。

此外，中国 3G 还具有后发优势。原先困扰 3G 发展的终端、网络速率、业务应用及盈利模式等问题都已经得到了较好的解决，中国的 3G 进程不会再经历一个缓慢的开始阶段。

因此，我们有理由相信，中国的移动用户从 2G 向 3G 的迁移速度将会远远高于全球平均水平。我们预计中国 3G 用户数量将从 2010 年开始爆发，到 2013 年将达到 4.3 亿，在手机用户中的占比将达到约 45%。

图 3 对中国未来 3G 用户数量增长的预测



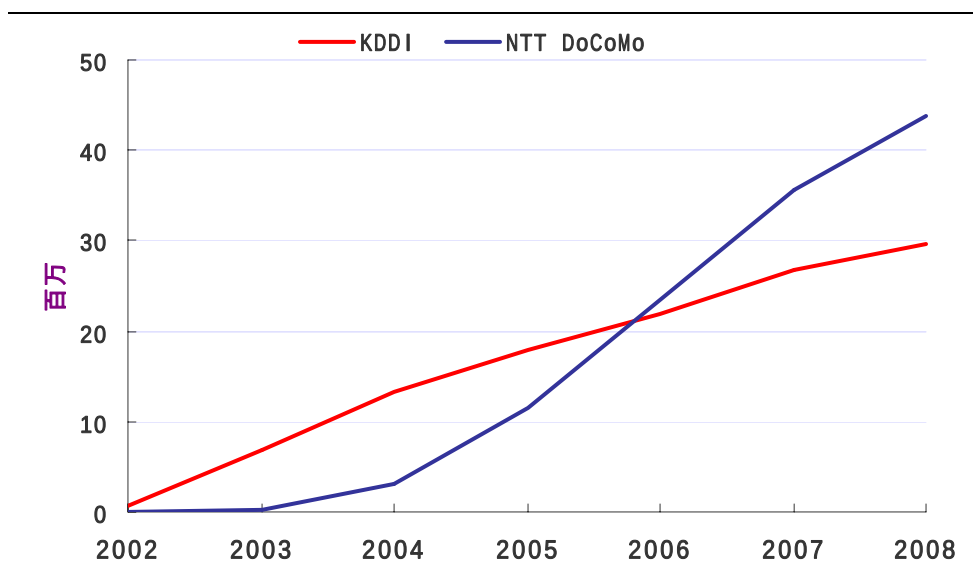
数据来源：安信证券研究中心

2. 手机终端对用户选择网络至关重要

手机终端的性能、款式和价格是消费者选择网络和运营商时一个极为重要的考虑因素，联通 CDMA 当年没能成功的一个主要原因就是可供选择的手机太少。

在日本 3G 发展的进程中，KDDI 和 NTT DoCoMo 两家公司在竞争中的此消彼长可以证明手机终端和网络质量对 3G 用户选择网络的巨大影响。NTT DoCoMo 是日本 2G 时代最大的移动运营商，拥有大部分的手机用户，3G 选择了 WCDMA 制式。而 KDDI 位居第二，3G 选择了 CDMA2000 制式。但是，由于当时 CDMA2000 手机终端的款式、重量、待机时间以及网络的覆盖率均远远优于 WCDMA，这造成在最初的 3 年内 KDDI 的 3G 用户数远高于 NTT DoCoMo。到 2005 年以后，随着终端数量的逐渐丰富、终端功能的有效提高和网络覆盖问题的逐步解决，NTT DoCoMo 的 3G 业务才迅速发展起来，其 3G 用户数量也才超过了 KDDI。

图 4 NTT DoCoMo 公司和 KDDI 公司 3G 用户发展情况对比



数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

不过,进一步的调研显示,KDDI并没有从NTT DoCoMo抢到多少用户。它更多地是把自己的2G用户转化成了3G用户;而NTT DoCoMo却没能成功地将自己的2G用户转化为3G用户。这一鲜明的对比充分说明了手机终端对用户选择网络至关重要。

那么,为什么KDDI又没能从NTT DoCoMo抢到多少用户呢?这主要是因为当时日本尚处于3G初期,速率还不够快,3G应用尚不足以吸引NTT DoCoMo的2G用户转网。

但中国目前的情况与此不同。

3. 联通将从移动抢到中高端用户

3.1. 下半年见分晓

中国目前跟当时日本最大的不同是,3G的发展已经非常成熟,对用户已经有了足够的吸引力。经过媒体的大肆渲染和移动、电信对市场的预热,中国用户转向3G的动力已非常强劲。

而联通的WCDMA相对移动的TD-SCDMA在手机终端上又有着绝对的优势。我们对NEC公司(日本最大的通信设备生产商和第三大的手机厂商)的调研表明,一个新制式的手机终端产业链的成熟大约需要3年时间。这意味着WCDMA相对于TD-SCDMA在手机终端上的优势至少还可以保持两年左右。

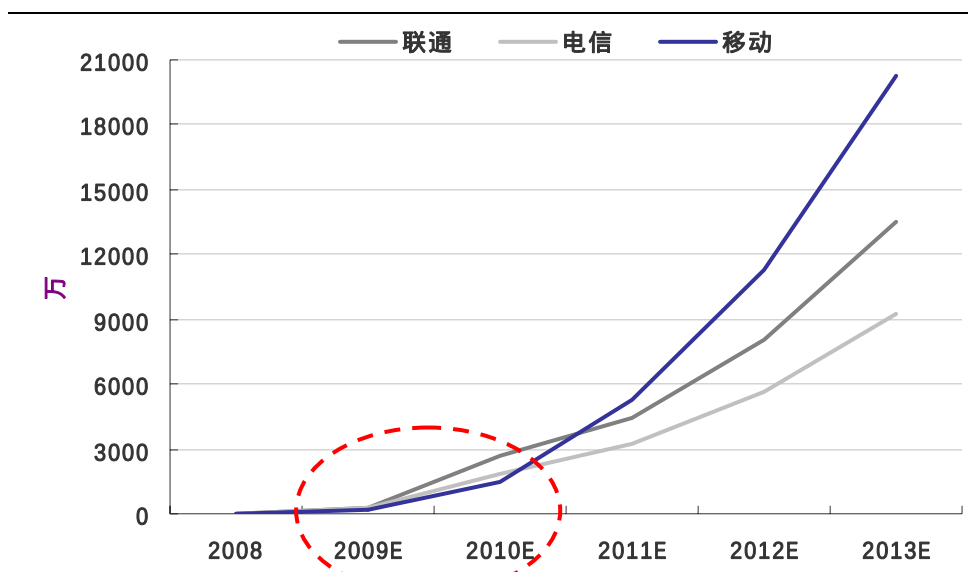
如果我们先不考虑中国电信的CDMA2000网络,那么WCDMA放号以后,用户就只有两种选择,要么不用3G,要么选择WCDMA;几乎不会有人既用3G又选择TD的手机,这已经被移动3G放号后的事实所证明。也许80%的中高端用户在未来两年不会用3G,但我们假设另外的20%中高端用户在未来两年会用3G应该是合理的。

因此我们坚信,WCDMA相对TD-SCDMA在手机终端上的优势将帮助联通从移动抢到很多中高端用户。这已经不是联通和移动这两个运营商品牌之争,而是WCDMA和TD-SCDMA这两种3G制式之间的竞争。

虽然3G应用的推广和用户的增长会有一个过程,联通因抢到中高端用户而带来的ARPU值和收入上升也许要到2010年才会明显显示出来;但我们认为,由于联通WCDMA在5月17日的放号将引燃中国消费者巨大的3G需求,所以WCDMA在手机终端上的优势对3G用户的吸引在今年下半年就会充分显示出来。下半年通过观察联通3G用户数和新增用户数的增长,我们就会明确地看到联通从移动抢到中高端用户的趋势。

另外还有一点需要补充:虽然在理论上三种3G制式的最大网络下载速度是差不多的;但就现在已经能够实现的最大下载速度而言,WCDMA高达14.4兆,CDMA2000为3.1兆,TD-SCDMA为2.8兆。WCDMA遥遥领先。

图 5 三大运营商 3G 用户数量增长预测



数据来源：安信证券研究中心

3.2. 携号转网政策延缓推出的影响

电信重组之初，市场预期今年底、明年初会出台携号转网政策。那时政府提出的3个目标“形成相对均衡的电信竞争格局、增强自主创新能力和提升电信企业的竞争能力”在很大程度上是并重的，同时也是相互矛盾的，需要政府在中间不断平衡。但后来政府的态度变得越来越明确，那就是发展自主知识产权的TD-SCDMA已经成了重中之重，只许成功、不许失败。因此我们认为，在TD手机终端产业链成熟之前携号转网政策不太可能推出。

在没有携号转网政策配合的情形下，移动的高端商务用户由于转网成本太高，转网的难度较大。不过，日本 NTT DoCoMo 公司的经验表明，喜欢时尚消费资讯的年轻人是 3G 数据业务的消费主力；而且相比商务人士而言，时尚娱乐型用户对手机终端的款式、功能等尤为关注。因此我们认为，移动的时尚娱乐型用户因为年轻，喜欢新生事物、对运营商的忠诚度低、而且换号比较频繁，他们会成为因 3G 而转网的主力；这些移动市场现在的中端客户、未来的高端客户，将成为联通争夺的重点。

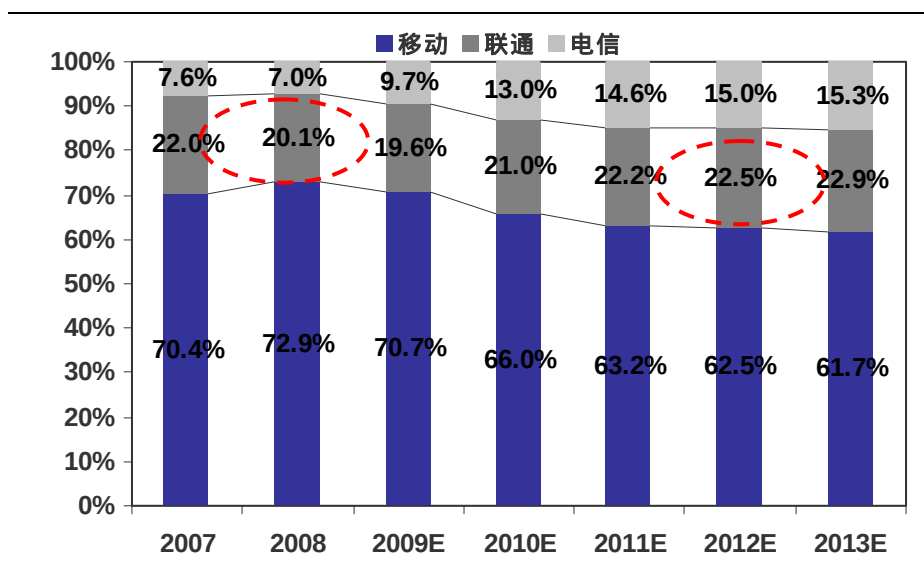
3.3. iphone 锦上添花

市场一直很关注联通跟苹果谈判引进 iphone 的进展情况。据我们了解的情况看，合作成功的可能性很大。基于 iphone 在中国移动市场很多高端用户心目中的不二地位，联通引进 iphone 后，一方面可以吸引不少移动的高端用户转网，另一方面更可以大大提升联通的品牌形象。

4. 收入将出现爆发式增长

如果仅仅是看用户数量的增长，到 2012 年，联通移动用户数量在移动市场上的占比只是从 20.1%上升到了 22.5%，变化并不大。

图 6 移动用户数量竞争格局

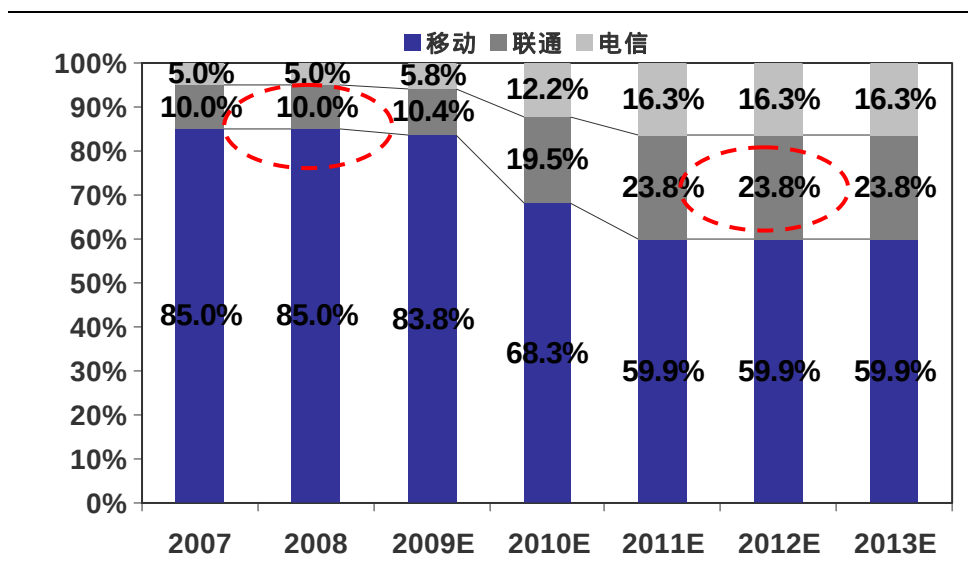


数据来源：安信证券研究中心

但是，联通头 3 年从移动抢夺到的时尚娱乐型 3G 用户大都是移动市场的中高端用户。我们知道，在移动通信市场同样存在着 20:80 法则，即 20% 的用户创造了近 80% 的收入。目前中移动占据了市场上约 85% 的中高端用户。未来随着联通中高端用户数量的急剧上升，联通的收入也将迅速上升。即便不考虑 3G 带来的移动增值业务收入的增长，光是这些转网用户带来的移动语音收入的增长就已经很可观了。

我们的模型显示，到 2012 年，联通的中高端用户在移动市场的占比将从 10% 上升到 23.8%。

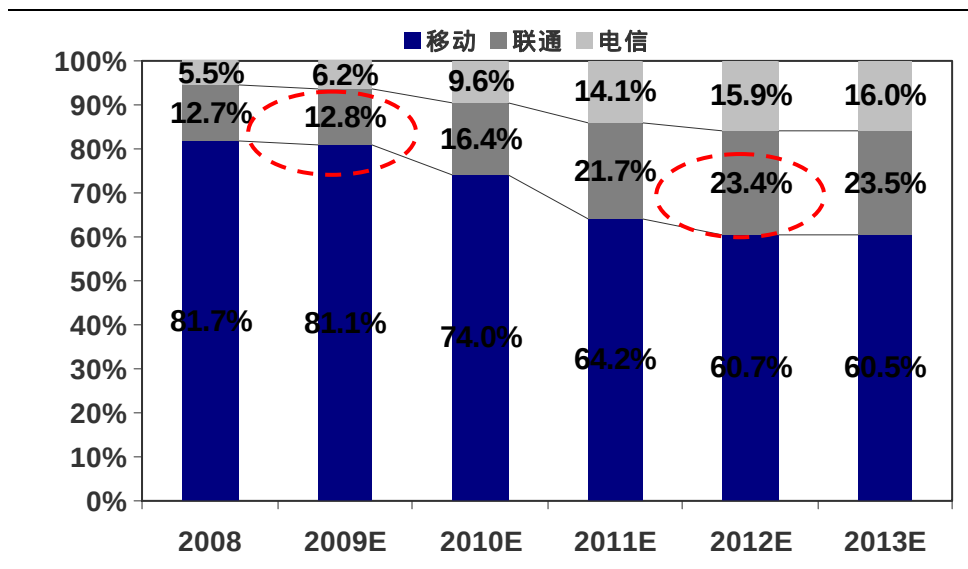
图 7 三大运营商对中高端用户的争夺



数据来源：安信证券研究中心

这使得联通移动收入的市场占比也将从 2008 年的 12.8% 上升到 2012 年的 23.5%。

图 8 三大运营商移动收入占比



数据来源：安信证券研究中心

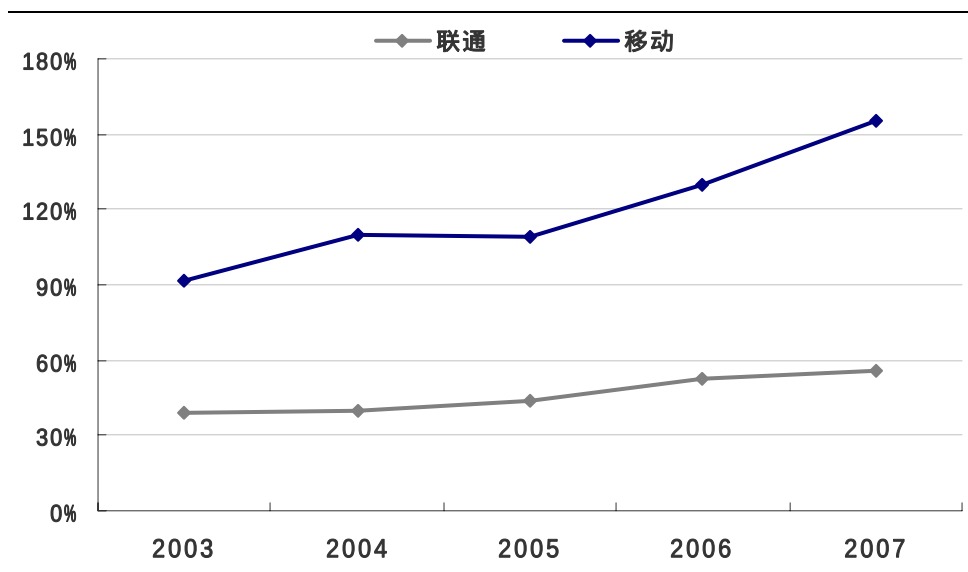
可见，用户结构的改变给联通收入带来的影响将远超过市场普遍预期到的联通移动用户数量的增长。联通的收入将出现爆发式增长。

5. 折旧费用率将大幅下降

5.1. 出人意料的反差

我们在研究中发现，联通的固定资产产生收入的效率远远低于移动。以 2007 年为例，联通的 GSM 收入跟相应固定资产的比率只有 56%，而移动 GSM 收入跟固定资产的比率却高达 155%，二者相差竟然将近 3 倍。而网通和电信的这一比率是 50%：56%，差异在一个合理的范围内。

图 9 中国联通和中国移动的固定资产产生收入的效率对比

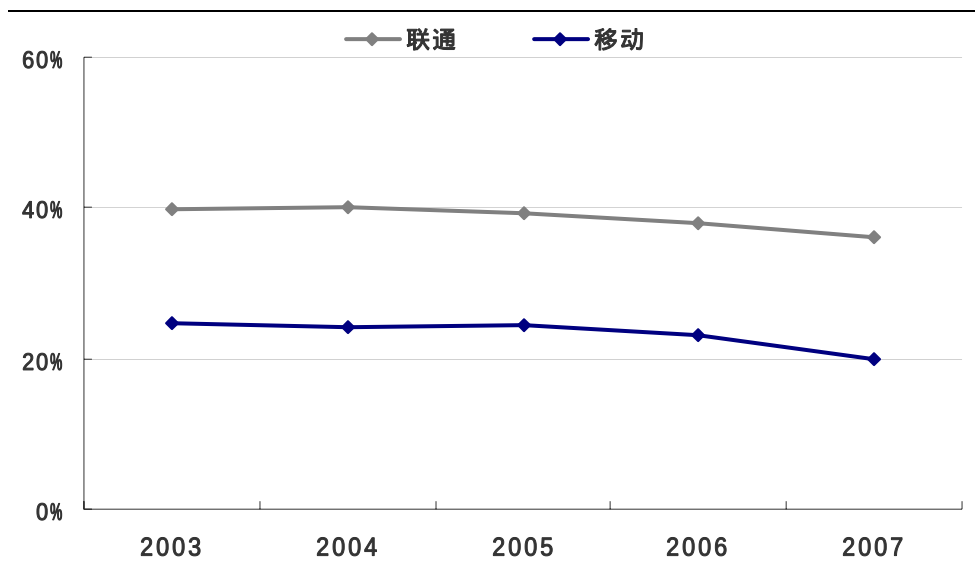


数据来源：公司年报、安信证券研究中心

很显然，这造成了联通的折旧费用率（折旧/收入）远高于移动，虽然移动的折旧率还比联通高。比如 2007 年，联通 GSM 的折旧费用率是 36%，移动的折旧费用率是 20%，

相差 16 个百分点。

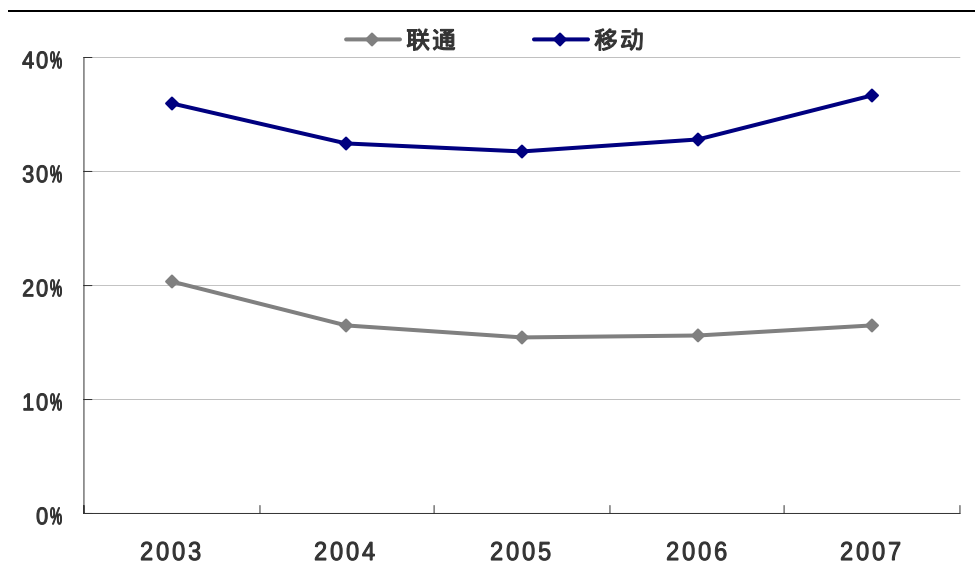
图 10 中国联通和中国移动折旧费用率对比



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

这最终在很大程度上造成联通的经营利润率远低于移动。以 2007 年为例，联通 GSM 的经营利润率为 16%，移动的经营利润率却高达 37%。

图 11 中国联通和中国移动经营利润率对比



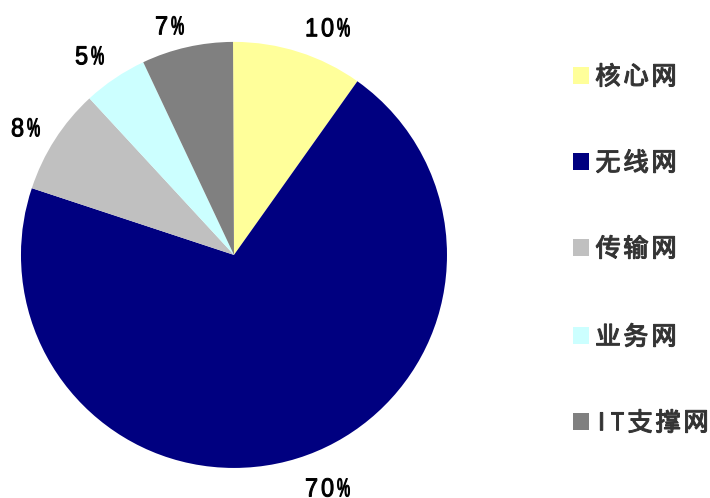
数据来源：公司年报、安信证券研究中心

我们知道，联通和移动投资的通信设备都是相同的。那么，同样的固定资产产生收入的效率怎么会相差那么大呢？

5.2. 原因分析

我们先来看一下 GSM 网络的成本构成。GSM 网络建设投资主要由核心网、无线网、传输网、业务网和 IT 支撑网五部分组成。其中，无线接入网（包括无线网和传输网）投资所占比例最高，一般来说会超出总投资的 75%。

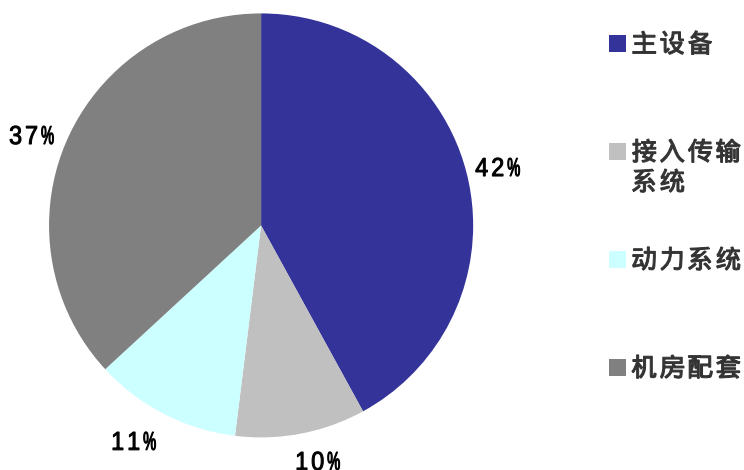
图 12 GSM 网络建设总投资结构图



数据来源：《移动通信》2006 年 04 期“3G 网络建设投资的分析研究”、安信证券研究中心

而无线接入网的总投资又可以划分为主设备（基站控制器、基站设备）、接入传输系统（传输设备和线路）、机房配套（机房、塔桅等）和动力系统（电源模块、蓄电池等）四大部分。其中，基站的基础设施基本占到总投资的 50% 左右。

图 13 无线接入网投资结构图



数据来源：《移动通信》2006 年 04 期“3G 网络建设投资的分析研究”、安信证券研究中心

也就是说，GSM 网络建设总投资的 35% 以上（75% 乘以 50%）都是基础设施。基础设施属于不变成本，跟话务量和用户数之间没有直接关系。

同理，业务网（智能网、短信中心、其他业务引擎及业务管理平台等）和 IT 支撑网（计费、营帐、客服和网管等）这两项占总投资 17% 的投资基本上也可看作不变成本，跟业务量和用户数量的关系也不大。这么一来，GSM 网络总投资的 50% 以上（35%+17%）都是不变成本。

可见，在移动通信行业的固定资产投资中，不变成本占了很大的比例；这使得移动通信行业的规模效应非常明显。由于联通用户的 ARPU 值远低于移动的用户，用户数量

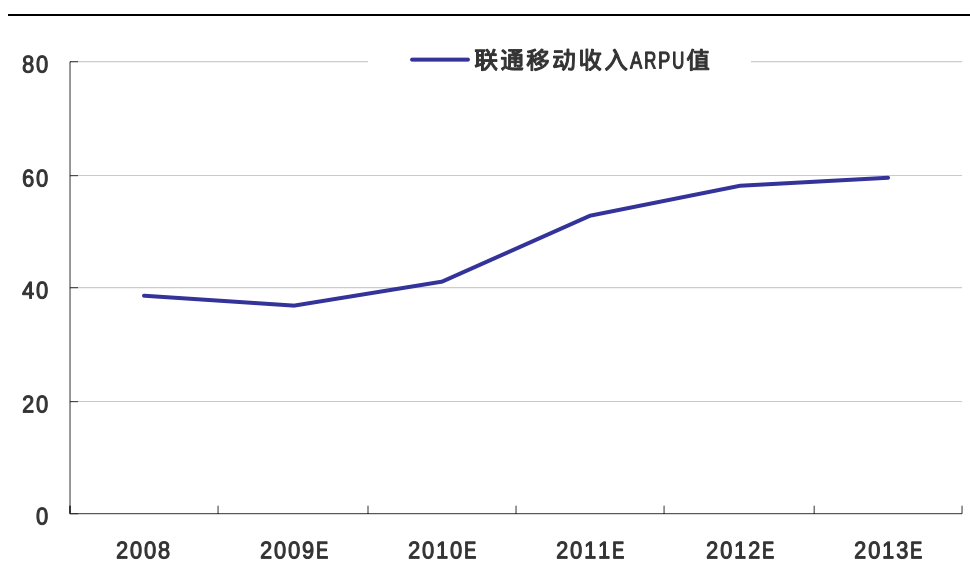
也远少于移动，所以相同的基础设施对应的业务量和收入就少，单位业务或单个用户摊销的不变成本就多；这就造成联通的折旧费用率远高于移动。

另一方面，通信设备的价格跟容纳的用户数量或传输速率并不是呈线性关系。比如光纤通信，40G 的价格并不是 10G 价格的 4 倍，而只是 10G 价格的 2.5 倍。所以，虽然移动的用户数和业务量远大于联通，需要投资更多的设备，但二者投资的差异远小于用户数和业务量的差异。这也可以看作另一种形式上的规模效应。

5.3. 未来变化趋势

随着联通中高端用户的急剧增加，联通用户的 ARPU 值将大幅上升。

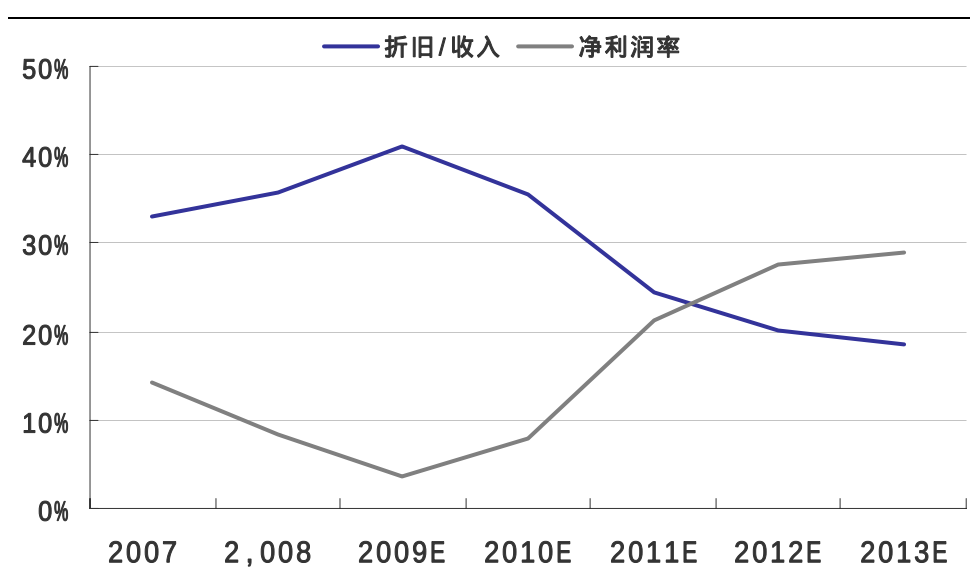
图 14 联通移动收入 ARPU 值预测（元/月）



数据来源：安信证券研究中心

ARPU 值的大幅提高，将摊低固定资产中的不变成本；联通的折旧费用率将大幅下降，利润率也会大幅上升。不过在 2009 年，由于联通对 3G 的投资很大，折旧费用率会不降反升。

图 15 联通 GSM 业务折旧费用率和利润率的变化趋势



数据来源：安信证券研究中心

6. 投资风险

市场对于联通的担心，归结起来主要有以下两方面。

6.1. 过度的价格竞争造成两败俱伤

在 3G 上处于劣势的中国移动会采取什么样的策略来阻止联通从它那里抢走中高端用户呢？无疑，价格战会是中国移动的首选。

由于中国电信资费的价格弹性已经很低，电信资费的进一步下降会造成运营商收入增长的降低。假如竞争不是直接降价，而是通过增加销售费用的形式，那又会造成利润率的下降。

当然国资委出于国有资产保值增值的目的，会采取行政考核等手段来防止过度的竞争，但也很难改变竞争加剧这一趋势。不过，我们相信，价格竞争不会从根本上改变 3G 暴发式增长这一趋势，自然也就不会改变联通从移动抢到中高端用户这一趋势。

6.2. 对联通经营管理能力的担忧

市场普遍担心联通的决策和执行能力，怕它拿了一手好牌却打不好。确实，联通是否能充分发挥它在手机终端上的两年优势，在很大程度上取决于它能否成功推出丰富多彩的 3G 应用，因为 3G 应用的丰富性和对用户吸引力的大小将决定 3G 发展的速度。

由于 TD 手机终端的制约，中移动初期会把数据卡业务和上网本作为主要的推广产品；在 TD 手机终端的产业链完善之前，中移动不会大力推广基于手机的 3G 应用，否则就是替他人做嫁衣裳。而联通恰恰相反，它只有推出丰富多彩的 3G 应用，才可能利用它在 3G 终端上的优势来吸引并抢夺中移动的客户。

虽然联通在去年电信重组方案出台之后，一方面忙于合并网通后的整合，另一方面拿了好牌想低调一点，一直没有太大动作；但从今年初 3G 牌照正式发放以来，无论是 WCDMA 网络的建设速度，新近推出的全新的公司形象广告，还是后发制人和分步走的市场策略都表现出联通希望在 3G 上打个翻身仗的信心和决心，也让我们更加认可联通的经营策略和执行能力。

7. 盈利预测和估值

7.1. 盈利预测

我们对联通 EPS 的预测是 10 年 0.37 元，11 年 0.76 元，远远高于市场平均水平。但这并不是因为我们的假设太过乐观，而是因为我们分析联通的逻辑不同于市场。

表 1 联通利润表

人民币（百万）	2,007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
GSM 移动语音业务收入	42,077	41,656	44,663	56,714	72,673	76,168
GSM 移动数据业务收入	13,528	15,963	21,042	32,658	56,084	74,537
固话语音业务收入	41,936	36,904	31,922	28,730	27,868	27,310
固话宽带业务收入	13,835	17,709	20,896	25,285	29,583	33,133
其它业务收入	39,550	42,655	43,910	46,104	48,483	48,292
总收入	150,926	154,887	162,433	189,489	234,690	259,440
折旧及摊销	-47,550	-49,753	-56,830	-62,348	-61,743	-60,561
网络、运营及支撑成本	-22,146	-23,009	-21,464	-22,929	-26,269	-25,835
雇员薪酬及福利开支	-17,539	-17,806	-18,082	-19,261	-21,717	-23,574
销售、一般及行政管理费用	-32,453	-33,233	-38,976	-49,552	-56,739	-59,900
其它经营费用	-4,492	-3,738	-2,944	-2,970	-3,044	-3,107

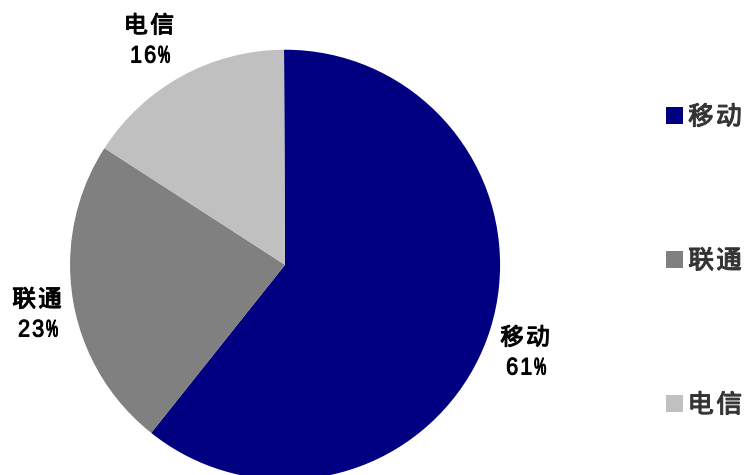
其它收益	4,137	1,289	1,272	1,285	1,322	1,353
经营利润	30,882	28,637	25,411	33,715	66,501	87,816
利息收入	284	346	366	434	547	608
财务收益 / 费用	-3,285	-3,389	-3,336	-3,353	-3,422	-3,489
可换股债券衍生工具部分公允价值变动	-569	0	0	0	0	0
固定资产重估减值	0	0	0	0	0	0
税前利润	27,313	25,594	22,440	30,796	63,625	84,935
所得税	-6,880	-6,399	-5,610	-7,699	-15,906	-21,234
已终止经营业务的盈利	624	0	0	0	0	0
净利润	21,057	19,196	16,830	23,097	47,719	63,701
EPS	0.89	0.81	0.71	0.97	2.01	2.68
A 股 EPS	0.33	0.30	0.27	0.37	0.76	1.01

数据来源：安信证券研究中心

7.2. 我们的假设是否合理

为了判断我们前面的假设是否合理，可以看一下我们的假设推出的结果是否合理。

图 16 2012年移动通信收入市场占比



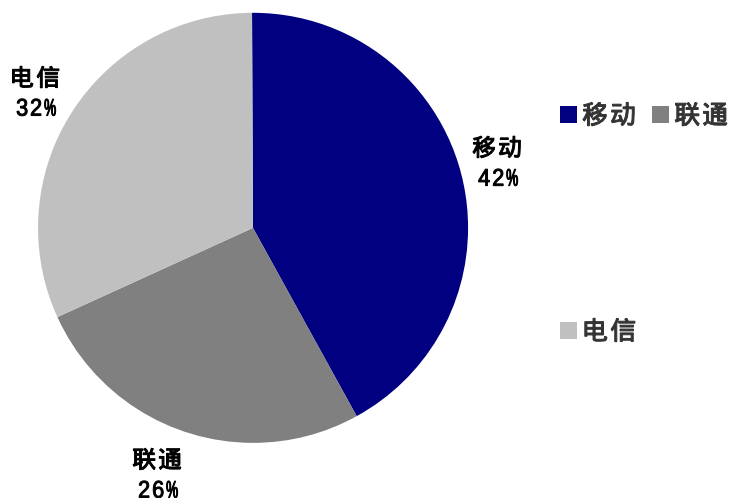
数据来源：安信证券研究中心

中移动在当前移动通信市场的收入占比高达 80%，竞争严重失衡。如果中移动在未来移动市场的收入占比低于 50%，是有悖于政府希望把中移动培养成具有核心竞争力的世界一流电信企业这一意愿的；但如果中移动在未来移动市场的收入占比高于 60%，竞争仍会失衡。所以我认为，到 2012 年中移动在移动市场的收入占比降到 60%是一个相对合理的结果。

而要达到这样的格局，联通就必须从移动抢到部分中高端用户。

下图是我们推出的加入固网收入之后的竞争格局。

图 17 2012年整个电信服务收入市场占比



数据来源：安信证券研究中心

7.3. 公司估值

虽然联通的盈利 09 年会因为 3G 投资和销售费用上升而有小幅下降，而且因抢到中高端用户而带来的 ARPU 值和收入上升也要到 2010 年才会明显显示出来；但这并不意味着我们要到两年后才能确定联通的长期价值。

我们认为，WCDMA 在手机终端上的优势对 3G 用户的吸引在今年下半年就会充分显示出来。下半年通过观察联通 3G 用户数和新增用户数的增长，就会明确看到联通从移动抢到中高端用户的趋势。一旦这一趋势确定了，联通潜在的长期价值也就确定了。

我们维持公司 6 个月目标价为 11.06 元，虽然目标价下联通 09 年的动态市盈率高达 41 倍，但从 2010 年开始，由于收入和利润的快速增长（2010-2012 年 3 年的复合增长率达到 55%），市盈率将迅速下降到 2012 年的 11 倍。

表 2 联通相对估值在未来的变化情况

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
A 股 EPS	0.33	0.30	0.27	0.37	0.76	1.01
P/E（目标价）	33	36	41	30	15	11
P/B（目标价）	3.4	3.1	2.9	2.6	2.2	1.9
P/E（现价）	17	19	21	15	7	6
P/B（现价）	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1

数据来源：安信证券研究中心

我们维持公司“买入-B”的投资评级，并重申现在仍是买入联通的好时机。

表 3 各国电信公司估值比较

公司	股票代码	市值	今年变化率	PE	PB
CHINA MOBILE	941 HK	195,629	-2.8%	11.8	3.0
AT&T INC	T US	149,985	-10.7%	9.0	1.6
VODAFONE GROUP	VOD LN	94,463	-13.3%	11.6	0.8
TELEFONICA	TEF SM	93,215	-5.0%	9.2	4.1
VERIZON COMMUNIC	VZ US	90,018	-6.5%	12.5	2.2

NIPPON TELEGRAPH	9432 JP	60,183	-19.4%	6.1	0.7
NTT DOCOMO INC	9437 JP	60,880	-22.6%	9.9	1.3
FRANCE TELECOM	FTE FP	57,053	-17.0%	10.5	1.5
DEUTSCHE TELEKOM	DTE GR	55,059	-10.8%	28.2	1.0
AMERICA MOVIL-L	AMXL MM	51,248	-4.7%	11.5	4.7
CHINA TELECOM-H	728 HK	37,175	23.2%	10.1	1.2
TELSTRA CORP	TLS AU	29,471	-14.4%	11.0	3.6
SINGAP TELECOMM	ST SP	27,741	2.4%	11.4	2.2
BHARTI AIRTEL LT	BHARTI IN	26,456	-3.4%	20.5	6.1
CHINA UNICOM H	762 HK	26,128	-8.4%	10.4	0.9
TELECOM ITALIA S	TIT IM	24,476	-9.2%	9.4	0.8
SAUDI TELECOM CO	STC AB	23,572	-10.0%	8.0	2.3
MTN GROUP LTD	MTN SJ	22,089	-0.7%	12.9	2.6
KDDI CORP	9433 JP	21,149	-26.8%	9.3	1.1
KPN (KONIN) NV	KPN NA	20,839	-11.0%	12.0	4.2
平均		57,300	-8.0%	11.2	2.1

数据来源：彭博资讯、安信证券研究中心

8. 联通价值发现之旅才刚刚开始

我们坚信我们对联通的分析逻辑，也相信我们对市场的感觉。联通近期的行情并不是一段交易性行情，而只是联通的价值刚刚被市场部分发现，现在还只是一个底部；随着联通“沃”品牌推广的发力，WCDMA 试商用的启动，丰富多彩的 3G 业务的推出，市场会逐渐认可联通的经营策略和执行能力，会有越来越多的投资者将发现联通的潜在价值。当然我们也不否认这中间存在一些资金的投机行为，但我们认为那只会加速联通的价格向价值回归的进程；最终必将是价值投资理念的成功，我们也将继续为此不懈努力。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-6-2		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	162,433	189,489	234,690	成长性					
减: 营业成本	61,478	96,191	91,644	99,150	105,315	营业收入增长率	4.1%	52.1%	6.3%	16.7%	23.9%
营业税费	2,369	4,164	4,061	4,737	5,867	营业利润增长率	67.6%	-47.7%	369.5%	32.7%	97.2%
销售费用	18,241	17,079	21,437	29,731	28,369	净利润增长率	166.4%	250.5%	-67.9%	37.2%	106.6%
管理费用	5,787	12,558	17,539	19,821	28,369	EBITDA 增长率	10.6%	69.8%	77.4%	22.4%	34.2%
财务费用	-214	2,169	2,342	2,335	269	EBIT 增长率	41.3%	-25.2%	266.0%	29.9%	85.2%
资产减值损失	1,890	15,191	0	0	0	NOPLAT 增长率	108.7%	294.3%	-48.2%	33.7%	92.9%
加: 公允价值变动收益	-569	0	0	0	0	投资资本增长率	7.9%	153.8%	52.8%	7.0%	-10.5%
投资和汇兑收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	23.0%	124.9%	8.7%	9.4%	17.8%
营业利润	10,348	5,413	25,411	33,715	66,501	利润率					
加: 营业外净收支	2,807	2,069	-2,971	-2,919	-2,875	毛利率	38.8%	37.0%	43.6%	47.7%	55.1%
利润总额	13,155	7,482	22,440	30,796	63,625	营业利润率	10.3%	3.5%	15.6%	17.8%	28.3%
减: 所得税	3,836	1,702	5,610	7,699	15,906	净利率	5.6%	12.9%	3.9%	4.6%	7.7%
净利润	5,633	19,741	6,345	8,707	17,990	EBITDA/营业收入	31.6%	35.3%	58.9%	61.8%	67.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.1%	5.0%	17.1%	19.0%	28.5%
货币资金	7,332	9,488	13,125	15,291	18,800	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	352	401	579	525	386
应收帐款	5,394	23,964	3,649	43,193	53,497	流动营业资本周转天数	-138	-146	-105	16	42
应收票据	72	45	1,068	1,246	1,543	流动资产周转天数	67	62	98	141	161
预付帐款	993	1,488	1,579	1,679	1,784	应收帐款周转天数	21	17	13	42	71
存货	2,528	1,171	32,640	35,314	37,509	存货周转天数	9	5	37	65	56
其他流动资产	518	6	6	6	6	总资产周转天数	513	579	819	776	634
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	290	351	598	641	507
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	0	0	20	20	20	ROE	10.0%	16.1%	7.4%	9.3%	16.3%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	6.4%	9.7%	4.3%	5.4%	11.9%
固定资产	99,443	241,182	281,608	271,558	232,143	ROIC	11.7%	42.7%	8.7%	7.6%	13.7%
在建工程	13,393	35,738	35,738	35,738	35,738	费用率					
无形资产	7,078	18,550	17,314	16,159	15,082	销售费用率	18.2%	11.2%	13.2%	15.7%	12.1%
其他非流动资产	7,759	15,407	5,020	5,020	5,020	管理费用率	5.8%	8.2%	10.8%	10.5%	12.1%
资产总额	144,509	347,037	391,767	425,224	401,142	财务费用率	-0.2%	1.4%	1.4%	1.2%	0.1%
短期债务	0	10,780	98,070	99,525	18,585	三费/营业收入	23.7%	20.8%	25.4%	27.4%	24.3%
应付帐款	32,810	70,735	27,619	29,881	31,739	偿债能力					
应付票据	834	1,040	251	272	289	资产负债率	35.7%	39.8%	42.0%	41.6%	27.1%
其他流动负债	13,553	30,732	21,798	28,998	37,916	负债权益比	55.5%	66.0%	72.5%	71.1%	37.1%
长期借款	1,661	997	997	997	997	流动比率	0.34	0.29	0.33	0.57	1.10
其他非流动负债	492	12,005	4,983	4,983	4,983	速动比率	0.29	0.28	0.12	0.36	0.74
负债总额	51,572	138,041	164,622	176,724	108,521	利息保障倍数	-47.28	3.50	11.85	15.44	248.19
少数股东权益	38,513	138,679	149,164	163,554	193,282	分红指标					
股本	21,197	21,197	23,764	23,764	23,764	DPS(元)	-	-	0.05	0.07	0.15
留存收益	33,227	49,140	54,216	61,182	75,574	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	92,937	208,997	227,145	248,500	292,621	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.1%	2.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	9,319	5,780	6,345	8,707	17,990	EPS(元)	0.27	0.93	0.27	0.37	0.76
加: 折旧和摊销	26,145	49,264	67,961	81,149	90,497	BVPS(元)	4.38	9.86	9.56	10.46	12.31
资产减值准备	1,890	15,191	0	0	0	PE(X)	24.6	7.0	24.5	17.9	8.7
公允价值变动损失	569	0	0	0	0	PB(X)	1.5	0.7	0.7	0.6	0.5
财务费用	797	-382	1,974	2,342	2,335	P/FCF	-9.1	-1.5	-5.7	-12.3	-5.9
投资收益	0	0	0	0	0	P/S	1.4	0.9	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	3,687	13,986	10,485	14,389	29,729	EV/EBITDA	5.3	5.2	4.2	3.6	2.3
营运资金的变动	-11,850	4,047	-54,325	-31,848	-165	CAGR(%)	35.3%	12.3%	55.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	32,630	59,430	32,809	74,733	138,320	PEG	0.7	0.6	0.4	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-24,778	-24,755	-110,020	-69,844	-49,607	ROIC/WACC	1.6	5.8	1.2	1.0	1.9
融资活动产生现金流量	-13,418	-38,063	78,050	-2,622	-84,807	REP	1.3	0.2	1.1	1.2	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034