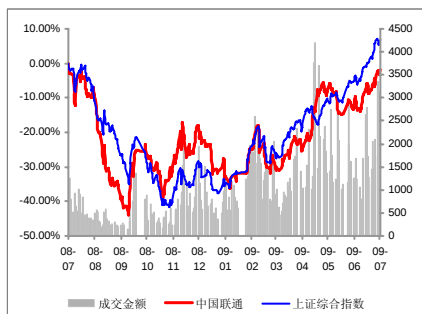


2009 年 7 月 9 日

中国联通 (600050)

强烈推荐
合理价格: 12-19 元
最近 52 周走势:

相关研究报告:

《新博弈, 新逻辑, 新价值》09/4/27
 《论自主创新与非对称管制的关系》09/04/20
 《中国通信运营投资策略分析“三国演义”下的新规则和新投资逻辑》09/4/27

联系人:

吴汇川 熊云彩

电话:

0510-82833507

021-58766036-203

Email:

wuhc@glsc.com.cn

xiongye@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

事件:

根据新浪网讯, 中国联通董事长常小兵在广西视察期间, 指示 3G 营销须与 2G 有所区隔, 要将数据业务和具有手机上网需求的人群作为目标客户, 同时要求大胆探索建立适应 3G 发展的新体制新机制。原文请见: <http://tech.sina.com.cn/t/3g/2009-07-09/00493247077.shtml>

简评:

- 以上信息证实了我们在 4 月报告及 5-6 月的路演中的一个观点: 中国联通和中国移动的资费结构及其它细节论证了中国联通必然以手机上网用户作为其 3G 业务的目标对象。本文将再作详细分析。
- 虽然, 5 月中国联通的新增用户数环比出现了显著的下降, 扩大了与中国电信和中国移动的相对差距, 这迫使中国联通加快 3G 放号的速度。但总得来看, “小不忍则乱大谋”, 中国联通必然继续执行“谋定而后动”的战略: 在网络覆盖没有完善、优化之前, 不会进行大规模的放号推广。
- 市场的任何一次回调都是长线吸纳的机会, 除非 (从微观到宏观): 一, 联通营销策略发生变化, 产品推广从手机转向上网本或上网卡; 二, 移动 TD 产品或技术演进取得突破性进展 (如 TD-SCDMA HSUPA 进入产业化阶段), 终端成熟并规模化; 三, FTTX 迅速推进, 出现新的、可商业化的互联网业务模式; 四, A/H 溢 (折) 价理论及模型无效。
- 维持“强烈推荐”评级, 目标价 (长期): 12-19 元。

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	100,467.61	152,764.26	160,936.53	181,471.83	206,116.46
主营收入增长率	4.1%	-0.8%	5.3%	12.8%	13.6%
净利润	9,319.40	19,741.41	4,891.08	7,353.95	10,773.45
每股收益 (元)	0.27	0.93	0.23	0.35	0.51
净资产收益率	10.4%	28.1%	6.5%	8.9%	11.5%
总资产收益率	5.0%	5.7%	1.3%	1.6%	2.1%
市盈率 (倍)	26.9	7.7	31.2	20.5	14.1

手机上网，3G 存在的理由，联通优势明显

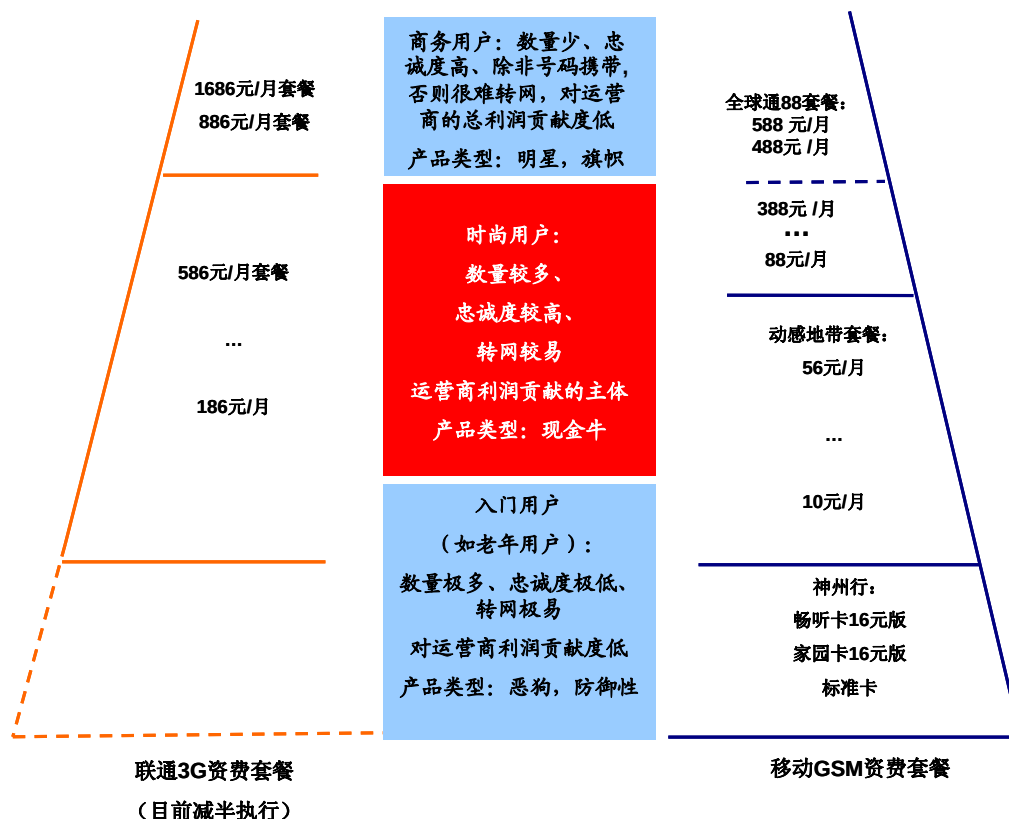
手机上网用户是 3G 的真实需求来源，是 3G 存在的理由。这是因为，从语音角度，3G 对 2G 而言并无竞争力；从带宽角度，3G 也比不过固定宽带，3G 唯一的优势，就是移动性，即高速移动状态下的宽带接入的特性。因此手机上网用户是 3G 存在的理由。对此，AT&T 移动是最佳注脚，第一季度营收增长 9.6%，较美国全行业水平高出 6.6 个百分点，正是归因于手机上网用户特别是 IPHONE 用户的贡献。

（关于 IPHONE 对 AT&T 移动的贡献，AT&T 移动的 CEO 及咨询公司的行业分析师对此均作出了明确且清晰解释，相关信息来源参见：
（<http://tech.sina.com.cn/t/2009-06-28/11143217409.shtml>）

三大运营商中，中国联通在手机上网用户方面最具有优势。无论从技术标准、商业化程度、终端的丰富程度、频谱资源来看，目前，中国联通在手机上网用户面前最具有优势。

中国联通的 3G 资费的试行版完全体现了其战略意图：专攻手机用户，我们认为，这一战略意图执行成功的概率极大。中国互联网用户的结构揭示了年轻人是互联网用户的主体，这恰恰也与手机的时尚用户——低资费的全球通用户和多数的动感地带用户构成了重叠。而目前中国联通 3G 资费的试行版意图吸引的对象恰恰就是这一群体。这一群体的特点是：用户多、忠诚度比较高，是运营商利润贡献的主体，因此它们是运营商的必争之地，当前的三家运营商，只有中国联通有能力从 3G 运营层面吸引该部分用户。因此，无论从主观意图还是客观条件，中国联通这一战略意图执行成功的概率极大。

图：中国联通 3G 资费/用户 vs 中国移动 2G 资费/用户



来源：国联证券研究所

谋定而后动，中国联通决不会因小失大

战术服从战略，谋定而后动，后发制人，是中国联通的战略。我们认为，虽然，5月新增用户数的减少对联通造成了压力，但是CDMA的惨痛教训决定了“谋定而后动”是其雷打不动的战略：在网络建设完善和优化之前，中国联通不会在全球范围内进行推广。长远来看，从年龄结构上，中国第一批3G用户特别是手机上网用户之于中国联通如同十年前的“一卡通”对于招商银行，具有战略意义，牢牢锁定这批用户，将是中国联通的长远发展的基础——其忠诚度对于中国联通具有重要意义。我们认为，中国联通对此有着清醒的认识，绝对不会小不忍而乱大谋，过早过快地规模推广其3G业务。

维持“强烈推荐”的评级，目标价（长期）12-19 元

维持“强烈推荐”评级，目标价（长期）12-19 元。市场的任何一次回调都将是长线吸纳的机会，除非（从微观到宏观）：

- 一，联通营销策略发生变化，产品推广从手机转向上网本或上网卡，这意味着手机上网推广的策略执行受阻或失败；
- 二，移动 TD 产品或技术演进取得突破性进展(如 TD-SCDMA HSUPA 进入产业化阶段)，终端成熟并规模化，这意味着联通的遇到了中国移动正面竞争；
- 三，FTTX 迅速推进，出现新的、可商业化的互联网业务模式，这意味着手机上网内容跟不上固网宽带，导致用户兴趣下降最终用户增长放缓；
- 四，中国移动或中国电信回归，这将降低了中国联通在资产配置上的稀缺性；
- 五，A/H 溢（折）价理论及模型失效，这将导致 A 股波动空间的收窄，限制其涨幅。

利润表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	100,467.61	152,764.26	160,936.53	181,471.83	206,116.46
主营利润	366,207.13	56,573.66	58,229.89	71,976.92	89,454.42
销售费用	(618,241.05)	(17,078.77)	(19,266.12)	(21,248.26)	(23,509.56)
管理费用	(5,786.62)	(12,558.26)	(12,822.92)	(13,525.64)	(14,268.39)
财务费用	214.32	(2,169.29)	(2,349.24)	(3,076.70)	(3,310.54)
营业利润	10,348.28	5,412.78	19,409.05	29,182.33	42,751.79
营业外收支差额	2,807.19	2,069.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	13,155.47	7,482.25	19,409.05	29,182.33	42,751.79
所得税	(3,836.06)	(1,701.84)	(4,852.26)	(7,295.58)	(10,687.95)
净利润	9,319.40	19,741.41	4,891.08	7,353.95	10,773.45
每股收益 (元)	0.27	0.93	0.23	0.35	0.51

资产负债表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	7,331.51	9,487.51	8,538.76	8,965.70	9,413.98
应收账款	3,273.21	9,312.93	11,091.81	11,785.06	13,795.58
存货	2,528.36	1,170.71	2,087.19	1,872.11	2,399.74
其他	3,703.05	16,189.06	16,998.51	19,548.29	20,525.70
流动资产合计	16,836.15	36,160.20	38,716.27	42,171.16	46,135.00
固定资产	99,443.15	241,181.80	277,359.07	332,830.88	382,755.51
其他	28,229.93	69,695.47	73,180.25	80,498.27	84,523.19
非流动资产合计	127,673.08	310,877.27	350,539.31	413,329.15	467,278.70
资产总计	144,509.23	347,037.47	389,255.58	455,500.31	513,413.70
短期借款	2,192.83	10,780.00	33,588.60	62,475.53	70,056.77
应付账款	27,488.78	61,750.47	55,045.72	67,712.07	73,703.22
其他	19,736.89	52,507.90	63,514.97	66,997.31	78,720.72
流动负债合计	49,418.50	125,038.37	152,149.29	197,184.92	222,480.71
长期借款	1,660.92	997.31	947.45	900.07	855.07
其他	492.35	12,005.21	12,605.47	11,975.19	12,573.95
非流动负债合计	2,153.27	13,002.52	13,552.91	12,875.27	13,429.02
负债合计	51,571.77	138,040.89	165,702.21	210,060.19	235,909.73
归属母公司权益	54,424.09	70,317.58	75,208.66	82,562.61	93,336.06
其他	38,513.36	138,679.01	148,344.71	162,877.52	184,167.91
所有者权益合计	92,937.45	208,996.59	223,553.37	245,440.12	277,503.97

估值表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	4.1%	-0.8%	5.3%	12.8%	13.6%
主营利润增长率	4.3%	-5.7%	2.9%	23.6%	24.3%
营业利润增长率	67.6%	-75.1%	258.6%	50.4%	46.5%
净利润增长率	176.9%	63.6%	-56.8%	50.4%	46.5%
主营利润率	36.5%	37.0%	36.2%	39.7%	43.4%
营业利润率	10.3%	3.5%	12.1%	16.1%	20.7%
净利润率	9.3%	22.1%	9.0%	12.1%	15.6%
净资产收益率	10.4%	28.1%	6.5%	8.9%	11.5%
总资产收益率	5.0%	5.7%	1.3%	1.6%	2.1%
市盈率 (倍)	26.9	6.8	27.3	18.1	12.4
市净率 (倍)	2.8	2.2	2.0	1.8	1.6

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。