

通信运营Ⅲ

赵军华

0755-82026822

zhaojunhua@cjis.cn

中国联通

600050

推荐

3G 战局开始，联通优势显现

中国联通是否能够在 3G 运营中改善竞争地位，对于其投资价值的判断十分关键。本文跟踪各家运营商 5.17 后 3G 运营的表现，以求对竞争形势的变化做出判断；同时，中国联通与 Apple 就 iPhone 的谈判渐进达成，此事件将对中国联通产生何种影响？本文也将对此进行尝试性研究。

投资要点：

- **中国联通的放号进度快于市场预期。**从 6 月底起，新增 44 个城市开通 3G 试商用，向用户提供 3G 服务的城市扩大到 100 个。虽然中国联通 3G 在三家运营商中放号最晚，但其用户发展在三家运营商中表现最佳，到 6 月末 3G 用户已达近 30 万户。基于此，我们认为，联通即将公布的 6 月份用户数据值得期待。
- **中国联通在终端和网络下载速度方面优势明显，这预示着市场地位改善将成为现实。**中国移动寄予厚望的 G3 上网本销售情况大幅低于预期；而中国电信则出现手机供货严重不足情况，限制了其进一步发展。而从网络下载速度来看，无论是手机、上网卡还是上网本，中国联通的 3G 网络下载速度都优于中国电信，且远远优于中国移动，这为其用户的发展提供了良好的条件。
- **后 3G 时期，价格竞争出现的概率较小，而中国联通在手机终端上的不补贴策略有利于其利润水平的改善。**中国电信、联通均对 3G 运营表达了规避价格竞争的态度，虽然仍无法排除中国移动率先挑起价格战，但预计此因素在 3G 时期将弱于 2G 运营时期。而中国联通明确表示，WCDMA 手机不需补贴，我们看好此策略。
- **在渠道策略上，中国联通明确表示“坚决走开放路线，实现真正社会化”，此策略有利于其 3G 业务的迅速普及。**运营商的竞争最终已经演变为相关技术制式的产业链竞争，而 WCDMA 产业链成熟度毋庸置疑。
- **我们看好中国联通与 Apple 的合作达成，且认为双方合作对联通而言是重大利好。**双方最终达成合作的可能性很大，且有可能在 3 季度末就会有实质性结果出现；而联通一旦引入 iPhone，将有利于其品牌形象的提升，有利于其从中国移动获取中高端客户，当前近 100 万的水货 iPhone 用户将是合作达成的直接收获利益。
- **预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31、0.43 元，维持推荐的投资评级。**由于中国联通目前处在其价值重构期，一旦借助此次重组和 3G 运营改善竞争地位，则其投资价值将发生很大的变化，因此宜于采用 DCF 估值方法。我们采用 DCF 方法得到联通每股内在价值为 9.32 元，认为公司仍具较好的投资价值。

6-12 个月目标价： 9.32 元

当前股价： 7.26 元

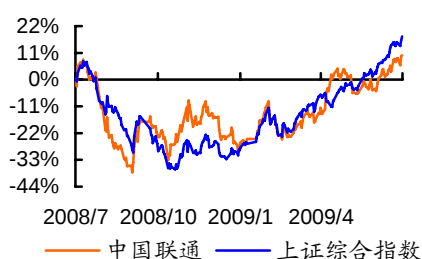
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3188.55
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1539
EPS (TTM)	0.93
每股净资产(元)	9.86
资产负债率	39.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	15.46	25.75	52.74
上证综合指数	14.30	25.73	66.05



相关报告

《中国联通-3G 即将放号，成败拭目以待》
2009-5-14

《中国联通-一季报符合预期，未来 3G 运营值得期待》2009-4-30

《中国联通-投资增加对业绩造成短期压力，但却增强中长期投资价值》2009-3-1

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	132780	135166	147718	158585
同比(%)	-1.68%	1.80%	9.29%	7.36%
归属母公司净利润(百万元)	19713	5316	6549	9047
同比(%)		-73.03%	23.20%	38.15%
ROE(%)	16.41%	7.29%	8.55%	11.25%
每股收益(元)	0.93	0.25	0.31	0.43
P/E	7.81	28.95	23.50	17.01
P/B	2.45	2.33	2.22	2.11

资料来源：中投证券研究所（此处经营收入和公司公布口径略有差异，以便于预测）

目 录

一、各运营商 3G 运营的跟踪研究	4
1. 3G 放号进度：联通放号进程提速	4
2. 3G 终端：电信、移动 3G 终端困难较多	4
3. 3G 网络速度：联通优势明显	5
4. 3G 资费-各家资费趋同，未来价格战可能性较小	5
4.1. 各家运营商 3G 上网费用比较	5
4.2. 中国联通、电信在 3G 运营中将规避价格竞争	6
5. 终端补贴-中国移动大力进行，联通刻意避免	7
6. 渠道策略-中国联通、电信强调社会化销售	8
7. 总结分析	8
7.1. 各家运营商 3G 用户数一览	8
7.2. 各运营商未来 3G 运营情况判断	8
二、联通推出 Iphone 版 3G 手机的影响分析	9
1. 联通与 Apple 谈判达成的可能性分析	9
2. AT&T 与 Apple 合作的影响分析	10
2.1. 合作背景、方式	10
2.2. AT&T 与 Apple 合作的影响分析	11
3. 中国联通与 Apple 合作的影响预判	12
三、中国联通估值研究	13

图 表 目 录

图表 1: 用户选择 3G 网络的原因.....	9
图表 2: AT&T 移动用户数与 Verizon 之比例.....	11
图表 3: AT&T 移动业务收入与 Verizon 之比例.....	11
图表 4: AT&T 与 Verizon 的移动用户离网率比较	11

表格 1: 各运营商 3G 放号计划一览	4
表格 2: 中国移动、电信 3G 终端困难较多	4
表格 3: 各家运营商 3G 网络速度比较	5
表格 4: 中国移动 TD-SCDMA 手机上网资费一览.....	5
表格 5: 中国电信 CDMA2000 手机上网资费一览.....	6
表格 6: 中国联通 WCDMA 手机上网资费一览.....	6
表格 7: 中国联通、电信表示将规避价格战.....	6
表格 8: 中国电信 3G 放号手机补贴方案（武汉电信）	7
表格 9: 中国移动 3G 放号手机补贴方案	7
表格 10: 各运营商的渠道策略	8
表格 11: 各运营商 3G 用户数一览（截至 09 年 6 月底）	8
表格 12: DCF 估值的关键假设	13
表格 13: DCF 估值结果	14

本报告主要进行两个方面的研究：首先，我们希望能够了解，从 5 月 17 日 3G 放号至今，中国联通、中国电信、中国移动等运营商在 3G 运营的表现，我们将从放号进度、终端、资费、渠道等方面进行跟踪研究；其次，中国联通与 Apple 就 iPhone 的谈判渐进达成，而一旦谈判达成，此事件将对中国联通产生何种影响？本文将对此进行研究。

一、各运营商 3G 运营的跟踪研究

1. 3G 放号进度：联通放号进程提速

表格 1：各运营商 3G 放号计划一览

3G 放号进度计划	
中国联通	从 6 月 28 日起，新增 44 个城市开通 3G 试商用，向用户提供 3G 服务的城市扩大到 100 个。9 月底前 3G 试商用城市将扩大到 284 个，年底前全国 284 个开通 3G 业务的城市将全部正式商用
中国电信	本年 4 月，3G 在全国 120 个城市正式商用
中国移动	本年 7 月份在 38 个大中城市开通 3G 正式商用，年底将覆盖 238 个城市

资料来源：中投证券研究所整理

从三家运营商的 3G 放号计划来看，到本年底，全国 200 多个城市都将实现 3G 的正式商用；而从放号进度来看，中国电信无疑最快，其在本年 4 月已经在 120 个城市正式商用。同时，我们也发现，中国联通的放号进度快于市场预期，目前已经有近 100 个城市进行 3G 试商用。

2. 3G 终端：电信、移动 3G 终端困难较多

表格 2：中国移动、电信 3G 终端困难较多

中国移动	手机	主力机型仍然缺失：明年才将推出千元以下手机，TD 手机真正的发力时间最早也将在 2010 年
	上网本	中国移动上网本销售遇冷：中国移动 G3 上网本当初要求 8 家深度定制的电脑厂商 3 个月完成 9 万台的销量，目前平均来看，每家仅完成 10%
中国电信	手机	手机供货严重不足：中国电信年初采购 100 万台 3G 终端，但截至 7 月，厂家仅供货 27 万台，产业链问题再次暴露

资料来源：中投证券研究所整理

中国移动、中国电信在 3G 终端方面遇到了较多的问题，如上表所示，被中国移动寄予厚望的 G3 上网本即使在大量补贴的情况下，销售情况仍然大幅低于预期，而 TD 手机机型缺少的问题至今仍未有明显改善。

中国电信接受 CDMA 后，虽然做出较多的改善，但产业链的问题仍未能

有效解决，手机供货不足限制了其进一步的发展。虽然我们认为，中国电信对于 CDMA 产业链的大力扶持态度将有利于问题的解决，但本质的改变则尚需时日。

相比中国电信、中国移动遇到的问题，我们再次强调之前报告中的观点，看好中国联通的 3G 终端，这将是其战胜竞争对手最锋利的武器。

3. 3G 网络速度：联通优势明显

表格 3：各家运营商 3G 网络速度比较

联通：平均下载达到 720kbps，合 90KB/s	
手机	电信：3G 天翼手机下载实测达 80KB/s 移动：TD 手机下载速率平均 40K/s 联通：平均下载达达到 150k/s 左右
上网卡	电信：平均下载速度达到 100K/s 左右 移动：平均下载速度达到 60K/s 左右 联通：实测下行速率平均 4.3M
上网本	电信：实测下行速率平均 2.3M 移动：实测下行速率平均 1.28M

资料来源：中投证券研究所整理

从上表可以发现，无论是手机、上网卡还是上网本，中国联通的 3G 网络下载速度都优于中国电信，且远远优于中国移动，这也为其用户的发展提供了良好的条件。

4. 3G 资费-各家资费趋同，未来价格战可能性较小

4.1. 各家运营商 3G 上网费用比较

表格 4：中国移动 TD-SCDMA 手机上网资费一览

套餐名称	套餐月费	月包含流量（含 T 和切换到 G 网的流量）	超出套餐部分的流量资费	每月费用封顶
标准资费	0	0		
5 元套餐	5 元	30M		
20 元套餐	20 元	150M		
50 元套餐	50 元	500M	0.01 元/K	1000 元
100 元套餐	100 元	2G		
200 元套餐	200 元	5G		

资料来源：中投证券研究所整理

表格 5: 中国电信 CDMA2000 手机上网资费一览

月基本使用费	套餐所含流量	超出部分资费标准	封顶
5 元	30M/月		
10 元	100M/月		
20 元	200M/月	0.005 元/K	500/月
50 元	1G/月		
100 元	2G/月		

资料来源：中投证券研究所整理

表格 6: 中国联通 WCDMA 手机上网资费一览

月基本使用费	套餐所含流量	超出部分资费标准
2 元	10M/月	
5 元	30M/月	
20 元	150M/月	0.01 元/K
50 元	500M/月	
100 元	2G/月	
200 元	5G/月	

资料来源：中投证券研究所整理

从上表可以发现，中国联通和中国移动手机上网资费基本趋同，而中国电信的手机上网资费相比更为低廉；但我们也注意到，中国联通在试商用期间，其资费半价收费，因此相比更具优势，也为正式商用后的资费调整留出空间。

4.2. 中国联通、电信在 3G 运营中将规避价格竞争

表格 7: 中国联通、电信表示将规避价格战

中国联通	联通 5.17 放号后，其管理层表示：“中国联通没有必要打价格战，也没有资本打价格战。”
中国电信	中电信总经理王晓初近期表示：“我们和强势公司相比没有优势，因为他们已经具有相当的规模。所以如果在价格上动脑筋可能对自己不利，结果是市场份额还没达到就先自己失败了。”

资料来源：中投证券研究所整理

由于中国联通、电信所拿到的 3G 牌照制式相比中国移动更具优势，且多年的价格竞争对利润的损耗亦被管理层所借鉴，两家公司均对 3G 运营表达了规避价格竞争的态度，我们认为虽然仍无法排除中国移动率先挑起价格战，但预计此因素在 3G 时期将弱于 2G 运营时期。

5. 终端补贴-中国移动大力进行，联通刻意避免

我们发现，中国移动、中国电信在 3G 的推广中，都采取了终端补贴的方式，而中国联通则明确表示，3G 时期将不会延续 2G 时的手机补贴策略。

表格 8：中国电信 3G 放号手机补贴方案（武汉电信）

套餐费	活动内容	预存话费到账方式	促销机型
129 元	一次性预存 2000 元话费， 赠送价值 2000 元左右手机	首到 320 元+70 元 ×24 月（次月开始）	中兴 D90+
189 元	一次性预存 3000 元话费， 赠送价值 3000 元左右手机	首到 600 元+100 元 ×24 月（次月开始）	LGKV755、华为 C7600、 LGKV500、三星 M609、 酷派 E200

资料来源：中投证券研究所整理

表格 9：中国移动 3G 放号手机补贴方案

一年捆绑方案	方案 1	方案 2	方案 3	方案 4	方案 5	方案 6	方案 7	
活动分档（元）	100	150	200	260	350	500	800	
月最低消费额（元/月）	80	120	160	208	280	400	640	
协议承诺消费金额（元）	1200	1800	2400	3210	4200	6000	9600	
普通预存/押金额度（元）	600	900	1200	1560	2100	3000	4800	
机型	补差款						赔付金	
	方案 1	方案 2	方案 3	方案 4	方案 5	方案 6	方案 7	额
酷派 6268	4230	3870	3510	3080	2430	1350	0	5148
多普达 S700	3760	3400	3040	2610	1960	880	0	4659
酷派 6168	2930	2570	2210	1780	1130	50	0	3796
三星 i688	2480	2120	1760	1330	680	0	0	3328
摩托罗拉 L800t	1260	900	540	110	0	0	0	2059
UT 斯达康 D60	1180	820	460	30	0	0	0	1996

资料来源：中投证券研究所整理

中国联通“5. 17”试商用发布会上，中国联通副总裁李刚表示，WCDMA 手机终端不需要补贴。我们看好联通此方面的策略，手机终端补贴对于公司的利润往往会产生较大损耗，而中国联通吸取在 CDMA 运营中大量终端补贴的教训，凭借 WCDMA 在手机终端上的优势，相信不补贴的策略有利于公司利润水平的提升。

6. 渠道策略-中国联通、电信强调社会化销售

从下表可以发现，三大运营商在终端的销售上，基本都表态采取社会化销售的方式，我们看好此策略，此策略有利于 3G 的普及。中国联通 WCDMA 由于手机终端种类的丰富，采取社会化的销售方式，将更加有利于用户的增长。

表格 10: 各运营商的渠道策略

中国联通	中国联通董事长常小兵已亲自给 WCDMA 终端运营定调，即“坚决走开放路线，实现真正社会化”。
中国电信	中国电信总经理王晓初明确表示：天翼终端公司主要以管理为主，不以经营为主，除了需要特殊定制的手机，CDMA 终端渠道逐步社会化，只要渠道商能铺到货的地方，中国电信不再进行铺货。
中国移动	在 2G 时代已经实行社会化销售

资料来源：中投证券研究所整理

7. 总结分析

7.1. 各家运营商 3G 用户数一览

表格 11: 各运营商 3G 用户数一览（截至 09 年 6 月底）

	手机	上网卡	上网本	备注
中国联通	15		15	5 月 17 日开始放号
中国电信	10	100	3	3 月开始放号
中国移动		103		2008 年下半年开始放号

资料来源：中投证券研究所整理（单位：万户）

从上表可发现，虽然中国移动 3G 放号最早，但其用户情况并不理想；中国电信从本年 3 月开始放号，在 3G 用户数上已经超于中国移动；同时，虽然中国联通 3G 放号最晚，但其用户增长情况在三家运营商中表现最佳，到上月末 3G 用户已经达到近 30 万户。

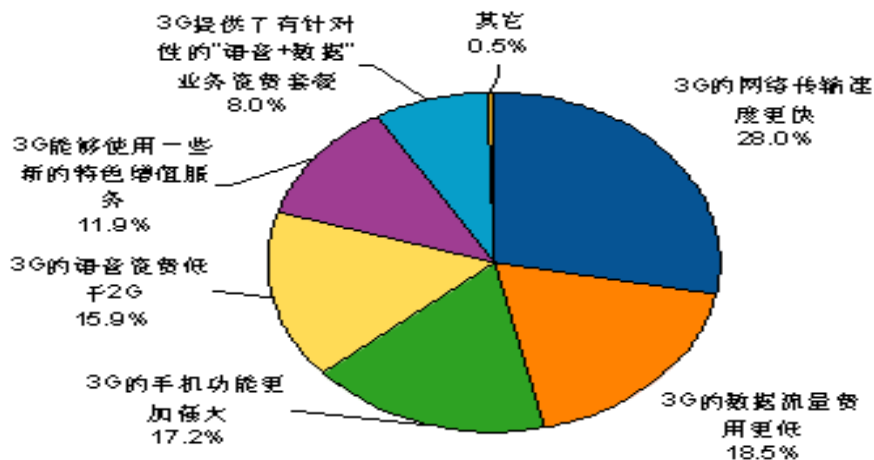
7.2. 各运营商未来 3G 运营情况判断

从下图可以发现，在用户选择 3G 的原因分析中，网络速度、数据流量资费、手机功能等成为最重要的三个原因，而网络速度则成为用户选择使用 3G 最为关键的因素。

基于我们上文对各家运营商在终端、网络、资费等方面的比较分析，可以发现，中国联通在 3G 的网络速度、手机终端功能等方面优于中国电信，且远优于中国移动。也正是基于此方面的考虑，我们看好中国联通在 3G 运营的表

现，联通取得更高市场份额的趋势正在渐进形成，建议投资者密切关注。

图表 1: 用户选择 3G 网络的原因



资料来源：易观国际

二、联通推出 Iphone 版 3G 手机的影响分析

本部分，我们共进行三个方面的研究：首先，联通与 Apple 谈判达成的可能性分析；其次，研究 AT&T 与 Apple 合作的影响，以得到借鉴；最后，研究中国联通与 Apple 合作推出 Iphone 版 3G 手机的影响。

1. 联通与 Apple 谈判达成的可能性分析

我们看好中国联通与 Apple 的合作进程，认为双方最终达成合作协议的可能性很大，这主要基于以下原因：

(1)、对于中国联通而言：

好处：与 Apple 合作的好处显而易见，中国有近百万的 Iphone 水货手机用户，合作一旦达成，意味着这部分高端用户将为中国联通所有；且 Iphone 在中高端用户的品牌影响力很大，引进 Iphone 手机将借机提升中国联通的品牌影响力，且利于联通从中国移动获取中高端客户。

弊端：与 Apple 的合作如果最终采取话费分成的方式，将减少中国联通的利润。

综合考虑：话费分成的方式对于中国移动这样的强势运营商损害更大，而对于中国联通这样的弱势运营商，首先是做大蛋糕的问题，其次才会去考虑蛋糕分配的问题，所以我们认为，联通与 Apple 合作的动力较强。

(2)、对于 Apple 而言：

首先，进入中国市场是当务之急，Apple 想要进入中国市场的决心毋庸置疑，而进入的方式则当前面临两个选择：中国联通、中国移动。考虑到 Iphone 的 3G 手机制式为 WCDMA，选择中国联通为自然之选。

其次，Apple 与中国联通抑或中国移动合作，各有利弊。固然中国移动用户数量更为庞大，但中移动也更难以接受话费分成这样的附加合作条件，与联通的合作达成可能性更大。

2. AT&T 与 Apple 合作的影响分析

2.1. 合作背景、方式

合作背景

2007 年 6 月 28 日，Apple 公司推出了集超大容量内存、音乐播放器、苹果 Macintosh 操作系统和出类拔萃的互联网功能于一身的 iPhone。并苹果公司选定了其在美国的独家移动网络提供商——AT&T。

就双方签订的合作协议来看，本次 iPhone 与 AT&T 网络的绑定是具有阶段特征的：

第一阶段，针对 2.5G 版本，从 2007 年 6 月双方签订，合作期为两年。

第二阶段，针对 3G 版本，从 2008 年 7 月 11 日苹果公司推出新款 3G 版的 iPhone 开始。但关于第二阶段的合作年限，苹果公司和 AT&T 目前都三缄其口。

合作方式

Apple 这次与 AT&T 的合作方式，采取的是独家移动网络提供商，也就是说消费者想要购买 iPhone，就必须注册加入 AT&T 的网络，并且一旦入网就不能转入别的运营商的网络。

这种提供方式在移动运营市场的合作中经常可以见到，像是英国的 O2 公司在与 Apple 合作是也采取 unlock（独权移动网络提供）得方式。当然这并非唯一的一种合作方式，像是德国的 T-mobile 公司和法国的 Orange 公司在与 Apple 合作时，都向用户提供一定程度的开放式网络接入方式。具体来说，当用户付超过一定限额的资费后，iPhone 就可灵活接入其它运营商的网络。

就这次苹果公司和 AT&T 的合作而言，其实是 iPhone 全球营销的创新策略之一，其策略核心正是“独家合作”+“话费分成”。一方面，苹果公司选择的合作伙伴，都是在该国最为强势的运营商，并且只选择与一家合作。

苹果公司选定 AT&T 作为其在美国的独家运营商是有条件的。首先，AT&T 采用“高买低卖”的补贴方式向用户销售 iPhone。AT&T 以每部 325 美元的价格，从苹果购入 iPhone。购入后为了刺激需求，采取补贴销售的方式。iPhone 8G 补贴后的售价为 199 美元，iPhone 16G 补贴后的售价为 299 美元。

其次，双方协议的核心是“话费分成”，即 iPhone 每吸引一名新入网用户，AT&T 就要向苹果支付 3 美元；而每增加一名转网用户，AT&T 支付苹果 11 美元。另外 AT&T 必须与苹果公司分享 iPhone 用户的增值服务收入，每月向苹果公司支付的分成费用为每户 20-30 美元，比例大约在 10%左右。

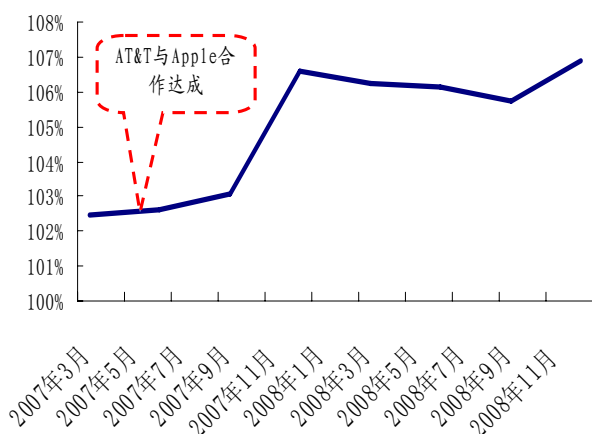
2.2. AT&T 与 Apple 合作的影响分析

用户、收入实现更快增长，离网率更低

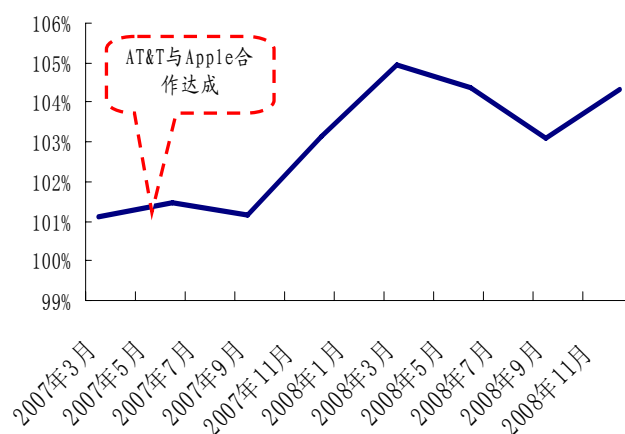
我们注意到，AT&T 与 Apple 合作后，对于其用户、收入增长以及用户离网率的下降都起到了明显的效果。

如下图所示，我们将 AT&T 与美国另外一个移动运营巨头 Verizon 进行比较，可以发现，自 2007 年 6 月底双方达成协议，AT&T 引入 iPhone 后，AT&T 的用户数与 Verizon 的比例从 2007 年四季度开始实现明显的提升，说明 AT&T 的用户增长要明显快于 Verizon；同时，两家公司收入的比例也服从此种规律，这说明 AT&T 与 Apple 合作后，对于其用户、收入增长起到了良好的效果，相比竞争对手，实现了更快的增长。

图表 2: AT&T 移动用户数与 Verizon 之比例

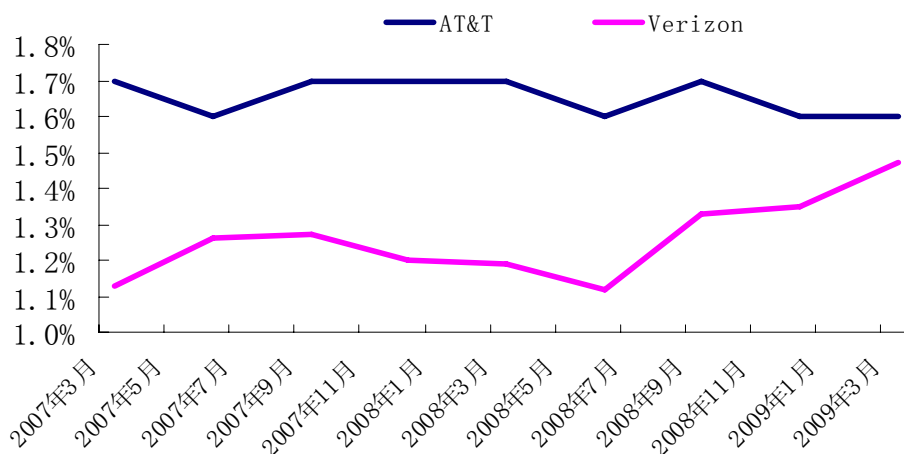


图表 3: AT&T 移动业务收入与 Verizon 之比例



资料来源：公司业绩报告

图表 4: AT&T 与 Verizon 的移动用户离网率比较



资料来源：公司业绩报告

AT&T 引入 iPhone 后，与 Verizon 相比，不仅其用户、收入实现了更快的增长，而且在用户离网率方面也起到良好作用。如上图所示，从 2007 年 2 季度引入 iPhone 后，虽然 Verizon 的用户离网率出现了攀升的情况，但 iPhone 的离网率则稳中有降。

iPhone 提升 AT&T 的品牌影响力

作为美国移动通讯市场的第一把交椅——AT&T，一直以来在最广大的范围内影响用户。但范围广并不代表其影响力也同样的深刻。特别是由于移动数据业务低程度发展，对于一些需求移动数据通讯的客户，其品牌影响力远低于 Verizon。

来源于美国国内的一份市调：“如果美国人特别是年轻人要注册移动数据业务，像是手机上网、下载游戏、聆听音乐，第一个会浮现在脑海中的运营商是谁？”60%的中年人或是商务人士会选择 Verizon，只有 25%会选择 AT&T，对于年轻人而言，这个比例更是高达 80%和 15%。显而易见，对于一些高附加值数据业务，AT&T 的品牌形象还不够深入人心。

iPhone 的推出就及时地缓解了这一问题，源于 iPhone 多样化的数据业务功能和“时尚旗舰”的形象，iPhone 的引入提升了 AT&T 的品牌影响力。iPhone 改变了用户对 AT&T 仅是传统移动业务代言人的印象。进一步使得，AT&T 不仅在美国的最广大用户中获得好评，更是吸引了包括高端商务人士和年轻时尚人士的目光。

AT&T 与 Apple 合作的潜在风险

上文已经提到，“话费分成”和“手机补贴”的分成模式会侵蚀 AT&T 的一部分收益。当然从现阶段的情况看来，即使苹果要分去一部分收入，iPhone 为 AT&T 带来的收益还是可观的，或者说还可以支撑 AT&T 进一步与苹果合作下去。

但如果 iPhone 的创新受到阻碍和用户对其兴趣流失，以及包括 Nokia 在内的厂商生产类似或更高端手机的状态持续发展，iPhone 给 AT&T 带来的收入增加能否弥补转让给苹果的收入就成了问题，也成为双方合作的潜在风险。

3. 中国联通与 Apple 合作的影响预判

我们看好中国联通与 Apple 合作的前景，一旦双方就引入 iPhone 达成协议，则将有利于中国联通的发展。虽然我们仍然无法预判双方合作的方式，但即便采取话费分成的方式，我们也认可并看好双方的合作。这主要基于以下理由：

(1)、**联通引入 iPhone 有利于其品牌形象的提升。**长期以来，中国联通在与中国移动的竞争中处于明显劣势，其品牌形象相比中国移动则差距更大。3G 发牌后，中国联通引入“沃”的全业务品牌，力图树立时尚的品牌形象，但其收效目前来看还不理想。而一旦引入 iPhone，凭借 iPhone 在年轻时尚人群的巨大影响力，联通很有可能改变其在用户心目中保守传统的品牌形象。

(2)、**联通引入 iPhone 将有利于其从中国移动获取中高端用户。**iPhone

在时尚人群中具有巨大的影响力，这部分用户一部分为有消费实力的白领人群（对应中国移动的全球通用户），一部分为未来具有消费潜力的学生人群（对应中国移动的动感地带用户），联通一旦引入 iPhone，则可能吸引以上人群使用其 3G 业务，这不仅将有利于用户增长，也有利于用户 Arpu 值的改善。现实而言，中国目前已有近 100 万的水货 iPhone 用户，这部分用户往往为中国移动的中高端用户，iPhone 的引入将直接有利于这部分用户的转网。

（3）、**联通引入 iPhone 风险将远远小于收益。**由于联通在用户数量、结构等方面都与中国移动差距甚大，虽然话费分成的方式将侵蚀中国联通的利润水平。但正如上文所说，对于中国联通这样的弱势运营商，首先是做大蛋糕的问题，其次才会涉及蛋糕分配的问题，我们认为联通引入 iPhone 风险将远远小于收益。

三、中国联通估值研究

由于中国联通目前处在其价值重构期，一旦借助此次重组和 3G 运营改善竞争地位，则其投资价值将发生很大的变化。因此，正如我们在报告《中国联通-投资增加对业绩造成短期压力，但却增强中长期投资价值》的观点，对中国联通的估值，在 2009-2010 年不应完全以 PE 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。

也正是基于以上考虑，我们认为综合考虑联通在后 3G 时期竞争地位的改善，DCF 的估值方法对于联通价值的评估将更为合适。如下文所示，我们对联通采取了 DCF 估值的方法。

表格 12: DCF 估值的关键假设

关键性假设	有关数值
第二阶段复合增长率	7%
第三阶段增长率	2%
贝塔值 (β)	1.102
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%
股权资本成本 (K_e)	8.56%
债务成本 K_d (%)	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	22.59%
WACC	7.91%

资料来源：中投证券研究所

表格 13: DCF 估值结果

公司核心评估价值	356,831.39
其中：显性价值	-26,757.60
其中：半显性价值	113,369.72
其中：永续增长价值	270,219.27
加：公司非核心评估价值	9,487.65
公司评估总价值	366,319.04
减：债务价值	29,993.82
减：少数股东权益	138,679.01
公司内在评估价值	197,646.21
估值日总股本(百万股)	21,196.60
每股内在价值(元)	9.32

资料来源：中投证券研究所

从 DCF 的估值结果我们发现，公司当前的每股内在价值为 9.32 元，结合当前的股价，我们认为公司具有良好的投资价值。

附：财务预测表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
收入					
移动语音及增值	55605	56727	61022	71431	78935
其他业务—移动	1091	1119	1000	1000	1000
固网语音	47027	39391	31783	27352	24156
宽带接入	14273	18114	23186	28982	34779
网间结算净收入	2548	2347	2159	1987	1828
固网增值	6758	6591	6261	5948	5651
信息通信技术服务净收入	495	663	928	1207	1569
其他互联网相关服务及管理型数据收入	1835	1673	1506	1355	1220
网元出租收入	3741	4597	5516	6344	6978
广告及媒体服务收入	380	697	1115	1561	2030
其他	1289	861	689	551	441
成本费用					
折旧及摊销	47369	47678	50737	55647	52439
销售费用	15746	15836	17894	20237	21921
管理费用及其他	12599	13631	13631	13631	14040
网络营运及支撑成本	16022	16577	16909	17247	17592
人工成本	17540	18902	17390	17390	18781
财务费用	3231	2411	744	1000	1500
固定资产减值-小灵通资产减值	0	11837	0	0	0
其他利润项目					
利息收入	285	239	428	428	214
净其他收入	4990	1994	1994	1994	1994
持续经营业务盈利					
税前利润	27241	8141	20283	24988	34521
所得税	7083	1801	4462	5497	7595
所得税率	26.00%	22.12%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	20158	6340	15821	19491	26926
考虑终止经营业务盈利					
终止经营业务盈利	654	1438	0	0	0
出售终止经营业务之盈利	626	26135	0	0	0
净利润	21438	33913	15821	19491	26926
红筹股份数量（百万）		23715	23715	23715	23715
红筹股 EPS		1.43	0.67	0.82	1.14
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		19713	5316	6549	9047
A 股股份数量		21197	21197	21197	21197
A 股 EPS		0.93	0.25	0.31	0.43

资料来源：中投证券研究所，公司报表，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、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

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