

深度报告

信息技术

通信

中国联通(600050)

推荐

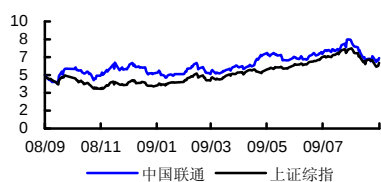
目标价: 9.00 元 昨收盘: 6.42 元 (维持评级)

2009年9月4日

本报告的独到之处

- 更新联通分析(潜力、业务、资费、IPHONE)
- 更新联通 3G 用户数、ARPU、收入、成本、盈利预测及依据

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	21,196.60/21,196.60
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	136,082.15/136,082.15
上证综指/深圳成指	2,845.02/11,404.05
12 个月最高/最低(元)	8.14/4.09

财务数据

净资产(百万元)	70,157.59
每股净资产(元)	3.31
市净率	1.94
资产负债率	41.85%
息率	1.05%

相关研究报告:

《中国联通中报点评: 固网拖累业绩, 但略好于市场悲观预期》——2009-8-30

《中国联通: 用户低增长临近尾声》——2009-8-21

《中国联通: IPHONE 将撬动“网络外部性”, 逢低吸纳》——2009-8-13

分析师: 严平

电话: 021-68865025

E-mail: yanping@guosen.com.cn

分析师: 程锋

电话: 021-68864599

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明:

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, 特此声明。

深度跟踪

四季度 3G 用户数将阶段性推高股价

●IPHONE 确定、中报公布, 我们更新了 3G 用户、ARPU、盈利预测

更新后联通 09、10、11 年: 3G 用户 300、1500、3000 万; 3GARPU 值 180、176、159 元; 3G 收入 10、190、430 亿; A 股 EPS0.20、0.27、0.45 元。

●行业收入增速企稳回升, 联通追赶空间可观

近期行业收入增速逐步企稳回升(最新公布的 1-7 月累计增速已回升至 2.7%)。随着信息化需求的发展, 行业未来长期增长潜力应大于年均 6%。2G 时代造就了年度盈利 1100 亿的中国移动, 目前联通利润仅为移动的 1/10。3G 时代联通若能把握住机遇, 获得较高的收入增长(比如 300-600 亿的收入增量), 利润及股价的潜在向上弹性很大(大于 100%)。

●IPHONE、3G 资费、3G 业务均已做好准备

联通将于四季度销售 IPHONE。我们预计 500 万台 IPHONE(09 年+10 年)将新增收入 72-120 亿/年, 并能真正启动 WCDMA 市场。新公布的 3G 手机、3G 上网卡资费方案设计优异, 与现有 2G 形成了“差异化”, 为正式商用后吸引用户批量进入做好了准备。目前联通 3G 应用已初具规模, 未来 3G 应用市场将现“长尾效应”, 长期持续增长潜力巨大。

●投资建议: 波段操作, 直至度过季度盈利拐点, 维持“推荐”评级

W 正式商用及 IPHONE 推出可能在 09Q4 使联通 3G 用户数快速增长(我们预计 10、11、12 月分别为 60、80、100 万户)。这样的 3G 用户数据可能提升市场信心, 阶段性推高股价。但季度盈利不容乐观, 3G 初期(09Q4-10Q1)收入尚不能覆盖折旧增量。未来半年除了三季报, 将是较长的业绩真空期, 建议波段操作。直至度过季度盈利低点后, 联通将摆脱“振荡”走势, 趋势性走强。

●投资风险

IPHONE 用户超预期增长是主要的上行风险。用户发展缓慢、用户补贴上升是主要的下行风险。须关注管理层对于用户补贴的措施、发展用户的激进程度。

盈利预测和财务指标

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	152,764	152,973	173,058	199,246	226,467
(+/-%)	52.1%	0.1%	13.1%	15.1%	13.7%
净利润(百万元)	19741	4256	5808	9503	11826
(+/-%)	250.5%	-78.4%	36.5%	63.6%	24.4%
每股收益(元)	0.93	0.20	0.27	0.45	0.56
EBIT Margin	14.9%	11.0%	13.7%	19.0%	20.8%
净资产收益率(ROE)	28.1%	5.9%	7.7%	11.8%	13.7%
市盈率(PE)	6.9	32.0	23.4	14.3	11.5
EV/EBITDA	3.9	4.9	4.6	4.0	3.6
市净率(PB)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

目录

投资建议：波段操作，直至度过季度盈利拐点.....	4
09Q1-Q3 联通震荡走势的四个主要驱动因素	5
行业收入增速企稳回升，联通追赶空间可观	5
行业增速企稳回升，长期持续增长潜力高于 6%	5
行业成本刚性特征明显，收入增速决定利润增长空间	6
联通业绩追赶空间可观，决定股价潜在上涨空间	6
IPHONE、3G 资费、3G 业务均已做好准备	7
IPHONE：“网络外部性”翘动 WCDMA 市场	7
3G 资费：大规模发展用户前的最新资费标准设计优秀	8
3G 应用：初具规模，未来将现长尾效应	9
联通 3G 用户数、ARPU、收入成本预测更新	10
联通 3G 用户数预测：09 年 300 万、10 年 1500 万	10
联通 3G 用户 ARPU 预测：10 年 176 元	10
联通 3G 收入成本预测：10 年 Q2 或 Q3 度过盈亏拐点	10
盈利预测更新	11
09、10、11 年 A 股盈利预测：EPS 0.20、0.27、0.45	11
投资风险	12
WCDMA 用户超预期增长是主要的上行风险	12
WCDMA 用户发展缓慢、用户补贴上升是主要的下行风险	13
附表 1：财务预测与估值	14
国信证券投资评级	15
免责声明	15

图目录

图 1: 09Q1-Q3 中国联通震荡走势适合波段操作	5
图 2: 09H1 行业整体收入增速逐步企稳回升	6
图 3: 行业未来长期增长潜力高于 6%	6
图 4: 中国移动收入快速增长, 利润增速高于收入增速	6
图 5: 中国电信收入快速下滑, 利润增速低于收入增速	6
图 6: 2008 年中国联通利润仅为中国移动八分之一	7
图 7: 日本WCDMA份额迅速提升, 行业格局迈向均衡	7
图 8: 联通本次将同时引进IPHONE 3G和 3GS版	8
图 9: IPHONE将显著撬动数据业务需求	8
图 10: 目前 6 大 3G应用初具规模	9
图 11: 未来 3G应用市场将现“长尾效应”	9

表目录

表 1: 通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级	4
表 2: 中国联通追赶及成长空间很大	7
表 3: 500 万IPHONE将为联通带来 72-120 亿元新增收入	8
表 4: 我们认为新资费套餐设计优异, 为正式商用后吸引用户批量进入做好了准备	9
表 5: 上网卡新增 80 元套餐, 降低了进入门槛	9
表 6: 09、10、11 年联通 3G用户数预测明细	10
表 7: 09、10、11 年联通 3G用户 ARPU预测明细	10
表 8: 09、10 年联通 3G业务收入、收入净增量预测明细	11
表 9: 2010 年折旧增量的简单估算	11
表 10: 09H1 销售费用仅增长 7 亿元, 总量及增量占比有限	11
表 11: 中国联通最新盈利预测更新	12

投资建议：波段操作，直至度过季度盈利拐点

3G 用户数将在 09Q4 推高股价。WCDMA 正式商用及 IPHONE 推出可能在 09Q4 使联通 3G 用户数快速增长（我们预计 10、11、12 月分别为 60、80、100 万户）。这样的 3G 用户数据可能提升市场信心，阶段性推高股价。

但季度盈利不容乐观。但从盈利的角度 09H2 则不容乐观，预计压力主要来自于折旧的计入。管理层指引 09H2 折旧将上升 6-10 亿，09 年折旧与 08 年基本持平，我们预计 09Q4 起折旧将增加 10-15 亿/季度，3G 初期（09Q4-10Q1）3G 收入尚不能覆盖折旧增量。

投资建议：波段操作，直至度过季度盈利拐点。09Q4-10Q1 除了三季报（三季报预计将不会低于市场预期），将会是较长的业绩真空期（5 个月左右）。在 3G 新增用户数正面刺激，短期业绩潜在压制的情况下建议：波段操作。直至度过季度盈利低点后，联通可能摆脱“振荡”走势，趋势性走强。

我们更新了最新联通 3G 用户数、ARPU 值、收入、盈利预测。更新后联通 09、10、11 年：3G 用户为 300、1500、3000 万；ARPU 值为 180、176、159 元；3G 收入为 10、190、430 亿；A 股 EPS 为 0.20、0.27、0.45 元。我们维持“推荐”的投资评级。

表1：通信行业国内重点公司盈利预测及投资评级

公司	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		PS	PEG	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	08A			
中国联通-A	6.42	1360.82	0.93	0.20	0.27	6.9	32.0	23.4	1.9	2.6	NA	NA	推荐
中兴通讯	35.20	644.63	0.95	1.32	1.82	36.9	26.7	19.3	4.4	1.4	1.0	1.0	谨慎推荐
武汉凡谷	15.94	88.61	0.59	0.71	0.88	26.9	22.5	18.0	4.7	6.1	1.2	1.2	谨慎推荐
烽火通信	20.78	85.20	0.43	0.58	0.70	48.3	35.8	29.7	3.5	2.4	1.8	1.8	谨慎推荐
中天科技	19.24	61.72	0.54	0.88	1.08	35.6	21.9	17.8	4.3	2.0	0.9	0.9	谨慎推荐
国脉科技	13.65	36.45	0.29	0.42	0.56	47.1	32.5	24.4	7.7	6.8	1.2	1.2	谨慎推荐
亨通光电	21.32	35.42	0.54	0.99	1.29	39.5	21.5	16.5	3.0	2.4	0.7	0.7	谨慎推荐
拓维信息	28.08	31.40	0.83	1.03	1.35	33.8	27.3	20.8	5.5	12.0	1.2	1.2	谨慎推荐
中创信测	14.19	19.39	0.42	0.56	0.70	33.8	25.3	20.3	5.2	6.7	1.2	1.2	谨慎推荐
三维通信	17.90	21.48	0.47	0.66	0.85	38.1	27.1	21.1	5.7	4.7	1.1	1.1	谨慎推荐
新海宜	10.49	22.46	0.17	0.32	0.48	62.9	32.8	21.9	5.9	7.3	0.9	0.9	谨慎推荐
北纬通信	24.55	18.56	0.46	0.60	0.75	53.4	40.9	32.7	5.0	12.4	1.9	1.9	谨慎推荐
设备商平均						41.5	28.6	22.0	5.0	5.8	1.2		
中国联通-H	10.44	2484.72	1.66	0.67	0.90	6.3	15.6	11.6	1.3	1.3	NA	NA	推荐
中国移动-H	75.10	15042.53	5.63	6.50	6.35	13.3	11.6	11.8	3.5	3.2	2.2	2.2	中性
中国电信-H	3.97	3211.73	0.27	0.21	0.23	14.7	18.9	17.3	1.3	1.5	NA	NA	谨慎推荐
运营商平均						11.4	15.3	13.6	2.0	2.0	NA		

资料来源：WIND，国信证券经济研究所。收盘价为 2009 年 9 月 3 日，PEG 根据 09、10 两年复合增长率计算，港股运营商指标均为港币

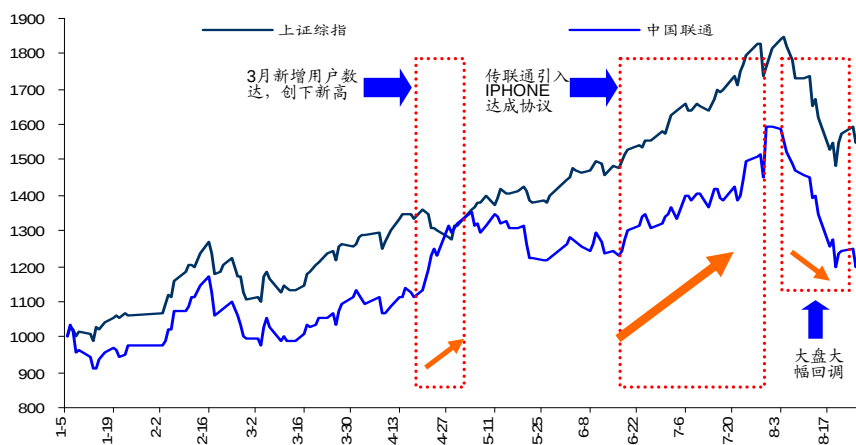
09Q1-Q3 联通震荡走势的四个主要驱动因素

09Q1-Q3 联通股价震荡向上，继而在 8 月随市场大幅回调。我们认为驱动股价震荡的四个主要因素为：

- **当月 2G 新增用户数。**4 月 20 号披露 3 月新增用户数创新高，股价上涨 19%；
- **IPHONE。**6-7 月市场传言 IPHONE 入华敲定，股价上涨 30%；
- **季度盈利。**5 月因季报业绩欠佳，股价持续盘整，表现低迷；
- **大盘。**年初随大盘稳步上行，8 月随大盘大幅下跌。

09Q1-Q3 联通股价下限为 5.0 元左右，对应 PB1.5X 和 09PE25X，股价上限 8.0 元左右，对应 PB2.4X 和 09PE40X。

图 1：09Q1-Q3 中国联通震荡走势适合波段操作



资料来源：国信证券经济研究所

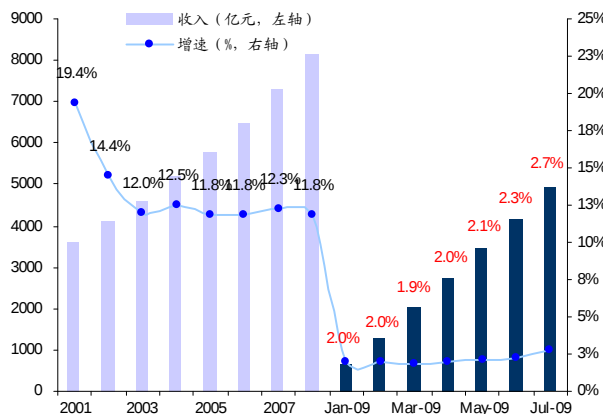
行业收入增速企稳回升，联通追赶空间可观

行业增速企稳回升，长期持续增长潜力高于 6%

08 年下半年以来，受经济放缓影响，新增用户数、长途通话时长等运营指标明显下滑，通信行业收入增速大幅回落至 2% 左右。但二季度以来，收入增速逐步企稳回升（1-7 月行业累计收入增速已经回升至 2.7%），下半年有望随经济复苏重回增势，预计全年增速为 5%。

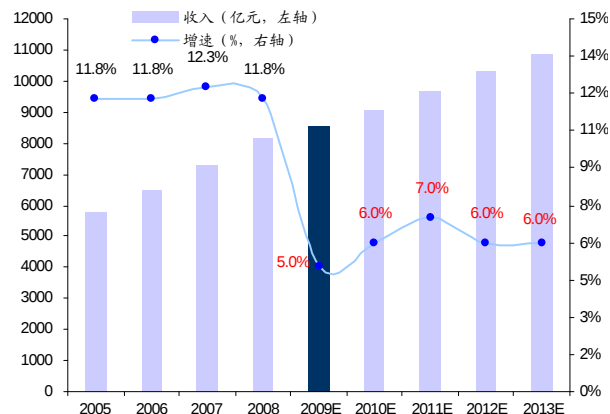
随着 3G 业务启动、宽带业务普及，数据和增值服务在行业收入中的比重有望稳步提升，逐步取代语音服务成为新的收入增长引擎。行业未来数年有望实现 6% 以上的收入增速。

图 2: 09H1 行业整体收入增速逐步企稳回升



资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 行业未来长期增长潜力高于 6%

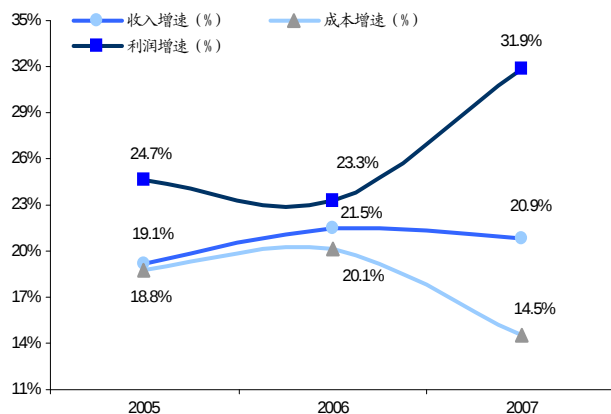


资料来源: 国信证券经济研究所

行业成本刚性特征明显，收入增速决定利润增长空间

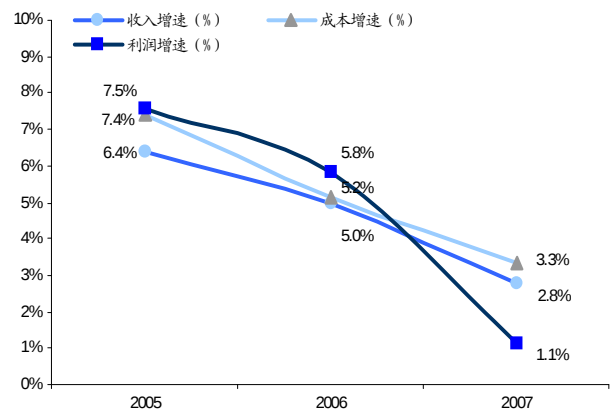
运营行业具有成本刚性特征，决定其收入增长将带动利润更快增长。运营商收入来自于提供语音及增值服务，其成本（主要是人力、设备折旧、销售与管理费用）则相对刚性。当收入增长良好时，成本增速低于收入增速，净利润率显著提升。

图 4: 中国移动收入快速增长，利润增速高于收入增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 中国电信收入快速下滑，利润增速低于收入增速

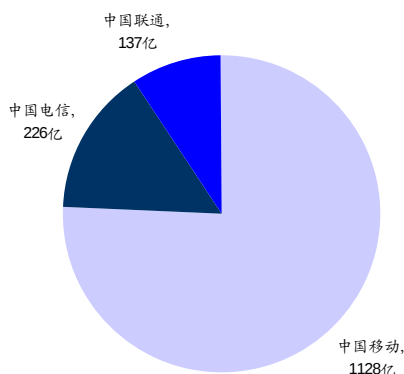


资料来源: 国信证券经济研究所

联通业绩追赶空间可观，决定股价潜在上涨空间

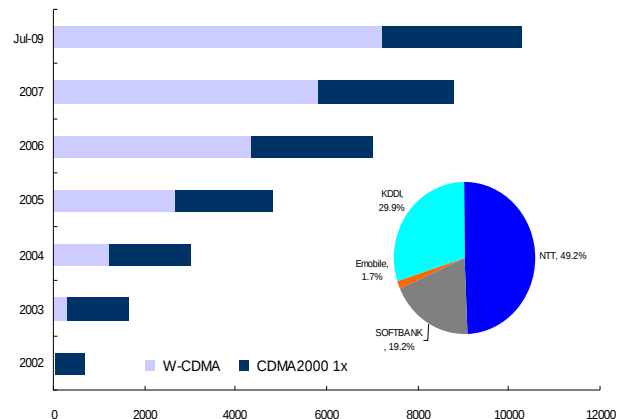
2G 时代造就了年度盈利 1100 亿的中国移动，2008 年联通利润仅为移动的 1/8。3G 时代中国联通在平衡竞争格局、增值国有资产的国家导向下，若能把握住 WCDMA 的机遇，获得较高的收入增长（比如 300-600 亿的收入增量），利润及股价向上弹性很大。

图 6: 2008 年中国联通利润仅为中国移动八分之一



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 日本 WCDMA 份额迅速提升, 行业格局迈向均衡



资料来源: 国信证券经济研究所

我们对之进行简单测算: 假设联通利润分别达到移动 08 年利润的 20%、30% 和 40%, 在给予其 PE22X-24X 时, 其市值将分别达到 4972-10848 亿, 股价分别达到 7.74-16.89 元。

表2: 中国联通追赶及成长空间很大

联通净利润占中国移动 2008 年净利润比重	20.0%	30.0%	40.0%
联通净利润 (亿元)	226	339	452
A 股 PE (倍)			
20	4520	6780	9040
22	4972	7458	9944
24	5424	8136	10848
26	5876	8814	11752
联通净利润占中国移动 2008 年净利润比重	20.0%	30.0%	40.0%
联通净利润 (亿元)	226	339	452
A 股 PE (倍)			
20	7.04	10.55	14.07
22	7.74	11.61	15.48
24	8.44	12.66	16.89
26	9.15	13.72	18.29

资料来源: 国信证券经济研究所

IPHONE、3G 资费、3G 业务均已做好准备

IPHONE: “网络外部性”翹动 WCDMA 市场

联通将于四季度销售 IPHONE。此次联通成功引入 IPHONE 所付代价小于预期: 同 Apple 未有分成条款; 同时引进 3G 和 3GS 版; 采购价格具备竞争力。

联通引入 IPHONE 意义一: 500 万台 IPHONE 将新增收入 72 - 120 亿/年, 贡献 4.7% - 7.9% 的收入增长。我们假设每台 IPHONE 用户 ARPU 为 150 - 200 元, 不低于 80% 的 IPHONE 用户来自新增用户, 500 万 IPHONE 用户将新增收入 72 - 120 亿/年。

表3: 500万IPHONE将为联通带来72-120亿元新增收入

ARPU	500 万 IPHONE 用户中新增用户比例				
	80 %	85 %	90 %	95 %	100 %
100 元/月	48.0	51.0	54.0	57.0	60.0
150 元/月	72.0	76.5	81.0	85.5	90.0
200 元/月	96.0	102.0	108.0	114.0	120.0
250 元/月	120.0	127.5	135.0	142.5	150.0

资料来源: 国信证券经济研究所

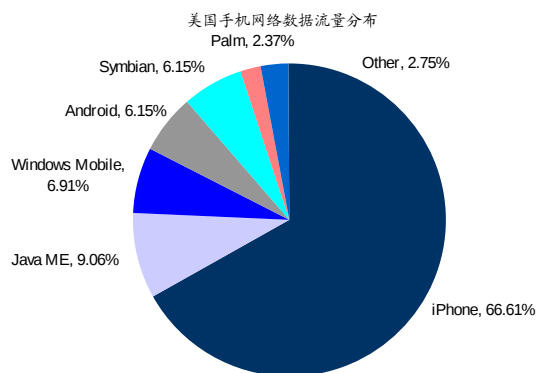
联通引入 IPHONE 意义二: 撬动“网络外部性”, 真正启动 WCDMA 市场。“网络外部性”是指连接到一个网络的价值, 取决于已经连接到该网络的其他人的数量。通俗的说就是用户人数越多, 每个用户得到的效用就越高, 网络中个人的价值与网络中其他人的数量成正比。首批 IPHONE 用户有望进一步吸引其他“非 IPHONE”用户入网, 诸多 3G 应用将能借之初步普及, 进而真正启动 WCDMA 市场。

图 8: 联通本次将同时引进 IPHONE 3G 和 3GS 版



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9: IPHONE 将显著撬动数据业务需求



资料来源: 国信证券经济研究所

3G 资费: 大规模发展用户前的最新资费标准设计优秀

联通近期明确了正式商用后 3G 手机、3G 上网卡资费方案。在 3G 上网卡新增了 80 元 (1G 流量); 在 3G 手机新增了 98 元、126、156 套餐。我们认为新的资费套餐设计优异, 与现有 2G 形成了“差异化”, 为正式商用后吸引用户批量进入做好了准备。其亮点有三:

- 一是增加了 98、126 和 156 元三档手机月费套餐及 80 元上网卡套餐, 用户门槛降低, 有助吸引更多用户入网;
- 二是取消了接听费用、长途费用、漫游费用, 且超出套餐部分资费低至 0.12 元/分钟, 外界对联通资费过高的疑虑将逐步打消, 后续降价压力明显降低;
- 三是套餐设计分为多档, 最低资费 98 元/月, 且不含短信费用, 有助锁定最低消费水平, 将显著改善联通目前较低的 ARPU 水平。

表 4: 我们认为新资费套餐设计优异, 为正式商用后吸引用户批量进入做好了准备

档位/月费	包国内拨打分钟数	包国内流量	包 M 个数	包 T 个数	包国内可视电话拨打分钟数	接听免费范围	超出部分国内语音拨打	超出流量	赠送增值业务	其他
98	240	300MB	12	20	10					
126	320	400MB	20	20	15					
156	420	500MB	20	40	20					
186	510	650MB	20	40	20	全国(不含可视电话)	0.12 元/分钟	0.0003 元 /KB (相当于 0.3 元/MB)	手机报手机邮箱、来电显示	执行标准收费
226	700	750MB	30	40	25					
286	900	950MB	40	50	30					
386	1250	1.3G	50	50	50					
586	1950	2G	60	100	100					
886	3000	3G	90	120	180					

资料来源: 第一财经日报, 国信证券经济研究所

表 5: 上网卡新增 80 元套餐, 降低了进入门槛

套餐月费	包含国内流量	超出后资费	地区漫游	自动升级	资费上限	流量上限
80 元/月	1GB					
150 元/月	3GB	0.1 元/MB	上网费不区分本地、漫游, 在国内(不含港澳台地区)任何 3G 网络覆盖地区上网一个价	选择套餐的前提下执行套餐自动升级模式	无论选用标准资费或套餐, 上网费 800 元封顶	为体现资源公平使用原则, 超过 30G 流量后自动关闭上网功能, 次月自动恢复
200 元/月	5GB					
300 元/月	10GB					

资料来源: 第一财经日报, 国信证券经济研究所

3G 应用: 初具规模, 未来将现长尾效应

联通 3G 确立了六大应用形式, 目前已初具规模。分别为: 手机上网、无线上网卡、手机电视、手机音乐、可视电话、手机 116114。

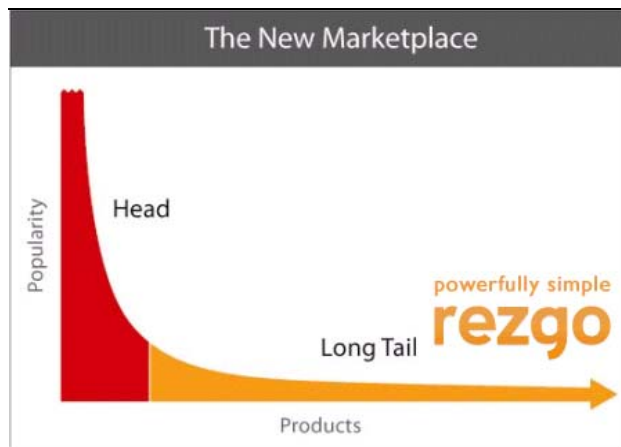
与 2G 时代“杀手级应用”(短信、彩铃)不同, 未来 3G 应用市场将现“长尾效应”, 长期持续增长潜力巨大。我们认为对 3G 业务缺乏杀手级应用的质疑并不成立: 3G 将使得手机成为开放的移动互联网平台, 开发者和消费者互动性的增强, 将使得受众小, 种类多的产品或服务由于总量巨大, 累积总收益或超过主流产品。

图 10: 目前 6 大 3G 应用初具规模



资料来源: 国信证券经济研究所

图 11: 未来 3G 应用市场将现“长尾效应”



资料来源: 国信证券经济研究所

联通 3G 用户数、ARPU、收入成本预测更新

联通 3G 用户数预测：09 年 300 万、10 年 1500 万

预测依据 1: 09、10、11 年全国真正 3G 用户（剔除虚增用户）由目前中高端用户转化而来。目前全国 150 元以上 ARPU 的用户群在 7000 万左右，我们假设这一群体 10、11 年增长 5%（3G 到来支出上升），假设 09、10、11 年 3G 转换率为 6%、35%、70%。

预测依据 2: 联通因其网络、终端优势占领这一群体过半市场份额。其 09、10、11 年 3G 市场占有率分别为 70.2%、58.1%、56.3%，用户数分别达到 295、1495、3042 万户。

预测依据 3: 联通 3G 用户中 IPHONE 用户占 1/3，非 IPHONE 用户占 2/3。也即 IPHONE 用户在 09、10、11 年分别为 97、493、1004 万户。

表 6: 09、10、11 年联通 3G 用户数预测明细

单位: 万户	2009	2010	2011	10VS09	11VS10
全国 3G 潜在用户数量 (ARPU150 元以上)	7000	7350	7718	5.0%	5.0%
当年底真正 3G 用户数量 (剔除虚增用户)	420	2573	5402	512.5%	110.0%
当年底真正 3G 用户转换率	6.0%	35.0%	70.0%	29.0%	35.0%
联通 3G 市场占有率	70.2%	58.1%	56.3%	-12.1%	-1.8%
当年底联通 3G 用户	295	1495	3042	406.8%	103.5%
其中: IPHONE 用户	97	493	1004	406.8%	103.5%
非 IPHONE 用户	198	1002	2038	406.8%	103.5%

资料来源: 国信证券经济研究所

联通 3G 用户 ARPU 预测：10 年 176 元

关键假设 1: IPHONE 用户为 216 元 (186+30)。预计 IPHONE 用户套餐最低为 186 元/月，外加短信及其他支出 30 元/月。

关键假设 2: 非 IPHONE 用户为 156 元 (126+30)。假设非 IPHONE 用户使用资费相对较低的 126 元套餐，外加短信及其他支出 30 元/月。

关键假设 3: IPHONE 用户占 1/3，非 IPHONE 用户占 2/3。

表 7: 09、10、11 年联通 3G 用户 ARPU 预测明细

单位: 元	2009E	2010E	2011E	10VS09	11VS10
IPHONE 用户 ARPU 值		216			
非 IPHONE 用户 ARPU 值		156			
3G 用户 ARPU 值	180	176	159	-2.3%	-10.0%
IPHONE 用户占比		33%			
非 IPHONE 用户占比		67%			

资料来源: 国信证券经济研究所

联通 3G 收入成本预测：10 年 Q2 或 Q3 度过盈亏拐点

按照前述的 3G 用户及 ARPU 值预测，并将来自联通自身的用户转换收入扣除。预计 09、10 年联通将实现 3G 收入 9.6 亿、189 亿，其中收入净增量为 8.1 亿、170 亿。

表 8: 09、10 年联通 3G 业务收入、收入净增量预测明细

	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10
当月底 3G 累计用户 (万户)	35.0	55.0	115.0	195.0	295.0	395.0	495.0	595.0	695.0	795.0	895.0	995.0	1095.0	1195.0	1295.0	1395.0	1495.0
当月 3G 新增用户 (万户)		20.0	60.0	80.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
当月 3G 收入 (亿元)	0.4	0.5	1.5	2.8	4.4	6.2	7.8	9.6	11.3	13.1	14.9	16.6	18.4	20.1	21.9	23.6	25.4
年度 3G 收入 (亿元)	9.6																
季度 3G 收入 (亿元)	0.9																
3G 来自联通原有用户比例	25.0%																
年度需抵消部分 (亿元)	1.5																
季度需抵消部分 (亿元)	0.2																
年度收入增量 (亿元)	8.1																
季度收入增量 (亿元)	0.7																
年度 ARPU (元)	180.0																

资料来源: 国信证券经济研究所

折旧预测: 管理层指引 09 年折旧与 08 年基本持平 (09H1 下降 7 亿, 预计 09H2 上升 6-10 亿), 预计 09 年折旧为 484 亿元。09 年固定资产投资为 1100 亿元, 折旧增量约为 400-500 亿元, 按照 8-10 年的折旧年限计算, 10 年折旧将增加 10-15 亿/季度, 折合 40-60 亿/年。

表 9: 2010 年折旧增量的简单估算

2009H1 折旧 (亿元)	235	2009 年固定资产投资 (亿元)	1100	折旧年限 (年)	8-10
预计 2009 年年度折旧 (亿元)	484	其中: 不对折旧产生增量的投资 (亿元)	500	2010 年年度折旧增量	40-60
2009H1 固定资产净额 (亿元)	2409	对折旧产生增量的投资 (亿元)	400-500	2010 年季度折旧增量	10-15

资料来源: 国信证券经济研究所

销售费用和手机补贴预测: 09H1 公司销售费用增加 7 亿元, 其中广告增加 3 亿元, 支出增量对比未来的收入增量而言占比很小。关于手机补贴: 预计公司目前将只对 IPHONE 用户进行补贴 (我们预计 800 元/户/年), 手机补贴总量有限。

表 10: 09H1 销售费用仅增长 7 亿元, 总量及增量占比有限

单位 (亿元)	1H2009	1H2008	1H09VS1H08	1H09 结构
代办手续费	59.0	54.5	8.2%	61.2%
广告及业务宣传费等	16.8	14.1	19.1%	17.4%
用户保有成本及客服成本	6.3	5.6	13.2%	6.6%
固网业务客户接入成本	11.8	10.5	12.5%	12.3%
固网业务用户获取成本	2.4	4.4	-45.0%	2.5%
合计	96.3	89.1	8.1%	100.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

综合以上分析, 预计 10 年 Q2 或 Q3 前后 3G 业务净增收入将超过折旧+补贴+广告支出, 度过盈亏拐点。

盈利预测更新

09、10、11 年 A 股盈利预测: EPS0.20、0.27、0.45

我们预计中国联通 2009、2010 和 2011 年分别实现主营业务收入 1529.8、1730.6、和 1992.5 亿元, 同比分别增长 0.1%、13.1%、15.1%。净利润分别为 126.7、172.9、282.7 亿元, 对应 A 股 EPS 分别为 0.201、0.274 和 0.448 元。

(1) 3G 业务带动总收入增长。我们预计联通 2G 业务将能实现 5% 左右增速；3G 业务 10 年增加 200 亿、11 年增加 250 亿收入；宽带业务在 09、10、11 年分别实现 31.3%、20.8%、17.3% 的增速；固话业务在 09、10、11 年分别衰退 10.1%、8.1%、8.3%。

(2) 成本刚性推动盈利边际递增。预计由于 3G 的大规模推广，09、10 年销售和管理费用率有所提升，11 年小幅下降，三年费用率的变化幅度分别为 0.6%、0.1%、-0.8%。由成本刚性带来的净利润增幅为 10 年 46 亿、11 年 110 亿。

表 11: 中国联通最新盈利预测更新

单位: 亿元	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	09VS08	10VS09	11VS10
主营业务收入	1527.6	784.9	1529.8	1730.6	1992.5	0.1%	13.1%	15.1%
2G 业务	696.1	250.7	742.6	779.4	821.7	5.6%	5.0%	5.4%
3G 业务	NA	-	9.6	188.8	430.7	NA	1864.4%	128.1%
宽带业务	186.7	120.9	245.2	296.3	347.6	31.3%	20.8%	17.3%
固话业务	457.4	251.2	411.2	378.0	346.6	-10.1%	-8.1%	-8.3%
主营业务成本	1005.8	503.4	1103.5	1184.9	1315.2	9.4%	7.4%	11.0%
毛利率 (%)	34.2%	35.9%	27.9%	31.5%	34.0%	-6.1%	3.7%	2.5%
营业税金及附加	41.6	22.1	41.8	47.2	54.4	0.3%	13.1%	15.1%
费用率 (%)	20.0%	20.9%	20.5%	20.6%	19.8%	0.6%	0.1%	-0.8%
销售费用	170.8	96.3	180.5	200.7	219.2	5.7%	11.2%	9.2%
销售费用率 (%)	11.2%	12.3%	11.8%	11.6%	11.0%	0.6%	-0.2%	-0.6%
管理费用	112.3	64.5	122.4	135.0	147.4	9.0%	10.3%	9.2%
管理费用率 (%)	7.4%	8.2%	8.0%	7.8%	7.4%	0.6%	-0.2%	-0.4%
财务费用	21.7	3.1	10.9	21.3	27.9	-49.8%	95.8%	30.8%
财务费用率 (%)	1.4%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%	-0.7%	0.5%	0.2%
资产减值损失	151.9	13.0	15.0	15.0	10.0	-90.1%	0.0%	-33.3%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA
营业外收支	20.7	3.2	21.0	23.5	25.0	1.5%	11.9%	6.4%
利润总额	74.8	85.8	164.0	223.8	366.3	119.2%	36.5%	63.6%
税前利润率 (%)	4.9%	10.9%	10.7%	12.9%	18.4%	5.8%	2.2%	5.4%
所得税	17.0	20.6	37.3	50.9	83.3	119.3%	36.5%	63.6%
有效税率 (%)	22.7%	24.0%	22.8%	22.8%	22.8%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	337.3	65.1	126.7	172.9	282.9	-62.4%	36.5%	63.6%
归属于母公司净利润	197.4	21.9	42.6	58.1	95.0	-78.4%	36.5%	63.6%
少数股东损益	139.9	43.3	84.2	114.8	187.9	-39.8%	36.5%	63.6%
净利润率 (%)	22.1%	8.3%	8.3%	10.0%	14.2%	-13.8%	1.7%	4.2%
每股收益 (元)	0.931	0.103	0.201	0.274	0.448	NA	NA	NA

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

WCDMA 用户超预期增长是主要的上行风险

若 IPHONE 推出后, 用户购买的踊跃程度超过我们现有预期, 将使得 WCDMA 用户超预期增长, 季度盈利拐点来得更早、更明确。这样我们的投资建议“波段操作”可能面临上行风险, 股价的趋势性走强早于我们现在的预期。

WCDMA 用户发展缓慢、用户补贴上升是主要的下行风险

若 IPHONE 推出后,用户购买的踊跃程度低于我们现有预期,将使得 WCDMA 用户增长慢于预期,季度盈利拐点来得晚且不明确。这样我们的投资建议可能面临下行风险。管理层对于用户补贴的措施、发展用户的激进程度,也是需要观察的重点(会不会将当期的新增收入利润用于更加激进的发展更多用户,从而延缓盈利的增长进程与增长幅度)。当然,行业竞争的激烈程度也是重要关注因素。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	9488	9178	10383	11955	营业收入	152764	152973	173058	199246
应收款项	24009	12573	14224	16376	营业成本	96191	100874	110352	118488
存货净额	1171	1295	1396	1494	营业税金及附加	4164	4176	4724	5439
其他流动资产	1493	1530	1731	1992	销售费用	17079	18051	20075	21917
流动资产合计	36160	24576	27734	31818	管理费用	12558	12980	14241	15486
固定资产	281933	339560	379710	411013	财务费用	2169	1089	2133	2791
无形资产及其他	18550	17808	17066	16324	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	10394	10394	10394	10394	资产减值及公允价值变动	(15191)	(1500)	(1500)	(1000)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	347037	392338	434904	469549	营业利润	5413	14303	20033	34125
短期借款及交易性金融负债	11997	45797	70757	83855	营业外净收支	2069	2100	2350	2500
应付款项	62790	64734	69800	74695	利润总额	7482	16403	22383	36625
其他流动负债	50252	53615	58360	62892	所得税费用	1702	3732	5092	8332
流动负债合计	125038	164146	198917	221442	少数股东损益	13986	8415	11483	18790
长期借款及应付债券	7997	8497	8997	9497	归属于母公司净利润	19741	4256	5808	9503
其他长期负债	5005	5505	6005	6505					
长期负债合计	13003	14003	15003	16003					
负债合计	138041	178148	213919	237444					
少数股东权益	138679	141531	145422	151790					
股东权益	70318	72658	75562	80314					
负债和股东权益总计	347037	392338	434904	469549					

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	19741	4256	5808	9503
资产减值准备	13301	2893	1966	1929
折旧摊销	47687	46722	52126	56510
公允价值变动损失	15191	1500	1500	1000
财务费用	2169	1089	2133	2791
营运资本变动	62268	21976	10324	9343
其它	(5811)	(2041)	1925	4439
经营活动现金流	152377	77306	73649	82725
资本开支	(212007)	(110000)	(95000)	(90000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(212007)	(110000)	(95000)	(90000)
权益性融资	450	0	0	0
负债净变化	(664)	500	500	500
支付股利、利息	(9170)	(1915)	(2904)	(4752)
其它融资现金流	81002	33800	24960	13098
融资活动现金流	61786	32385	22556	8847
现金净变动	2156	(309)	1205	1571
货币资金的期初余额	7332	9488	9178	10383
货币资金的期末余额	9488	9178	10383	11955
企业自由现金流	(84458)	(28253)	(14268)	5144
权益自由现金流	(4120)	5206	9544	16586

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.93	0.20	0.27	0.45
每股红利	0.43	0.09	0.14	0.22
每股净资产	3.32	3.43	3.56	3.79
ROIC	11%	5%	7%	10%
ROE	28%	6%	8%	12%
毛利率	37%	34%	36%	41%
EBIT Margin	15%	11%	14%	19%
EBITDA Margin	46%	42%	44%	47%
收入增长	52%	0%	13%	15%
净利润增长率	250%	-78%	36%	64%
资产负债率	80%	81%	83%	83%
息率	6.7%	1.4%	2.1%	3.5%
P/E	6.9	32.0	23.4	14.3
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	3.9	4.9	4.6	4.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				