

通信运营Ⅲ

赵军华

010-66276915

zhaojunhua@cjis.cn

中国联通

600050

推荐

正式商用在即，4 季度的 3G 用户发展可坚定看好

我们在 8 月底出具报告，认为联通 10 月份后 3G 用户爆发性增长是大概率事件，并基于此建议投资者坚定买入，在此期间联通股价跑赢大盘指数近 12 个百分点。联通 3G 正式商用在即，公司未来的股价表现，与其 3G 运营的表现息息相关。本文旨在对公司近期的运营策略进行跟踪，从而为投资提供参考。

投资要点：

- 公司 8 月份用户增长趋向良好，可能兆示着增长拐点已经临近。公司 8 月净增用户 81 万户，相比 7 月份环比增长 18.7%，且其净增用户市场份额也从 7 月份的 8.85% 提升至 9.91%。这些变化虽仍难言实质性的改变，但可能兆示着用户增长的趋向转好，值得特别关注。
- 公司计划对 3G 资费进行调整，以更为贴近市场，变化后的套餐已具备较强吸引力。公司对 3G 的套餐资费进行了调整，不仅设置了 96 元、126 元等偏低的套餐，同时，套餐内所包的上网流量也进行了大幅调高，对用户的吸引力明显增强。
- 公司计划对手机补贴、手机销售渠道等策略进行调整，这些调整为公司 3G 运营的成功添加了筹码。公司对 3G 手机补贴的策略已经发生微妙变化，在 3G 正式商用后，联通很可能对 3G 套餐用户进行手机补贴；但也可以确定，此次补贴将吸取在 CDMA 用户发展时的教训，兼顾发展和效益。同时，公司确定了 WCDMA 终端运营的整体思路，即“公开、公平、开放”的原则，完全采用市场化的销售体制。
- 近期的市场调研结果显示，全行业的 3G 用户大规模发展即将启动，且联通 3G 相比中国电信具有更为明显的吸引力。在所调查的用户中，已经使用或者正在考虑使用 3G 的用户达到近 80%，表明了 3G 市场的大规模启动一触即发。13% 的用户认为 CDMA 的手机可挑选范围大，而 25% 的用户认为 WCDMA 的手机可挑选范围大；27% 的用户愿意为了中国电信的 3G 服务而换号，而 47% 的用户则愿意为了中国联通的 3G 服务而换号。这一切都显示出联通 3G 的优势十分明显。
- 对于本年 4 季度而言，看好诺基亚和苹果等同于看好中国联通的 3G 用户增长。诺基亚、苹果等手机厂商将是中国联通 3G 发展的忠诚盟友，由于这些厂商最早明年才可能推出 TD 手机，本年底大力支持 WCDMA 手机的销售几乎是其唯一选择，而且为了和三星、LG 等韩系厂商竞争，诺基亚等手机厂商支持联通可能不遗余力。
- 预测公司 09-2011 年 EPS 分别为 0.22 元、0.29、0.42 元，基于对公司未来前景的良好预期，我们维持对公司的推荐评级，维持 12 月的目标价 9.32 元不变。

6-12 个月目标价： 9.32 元

当前股价： 6.90 元

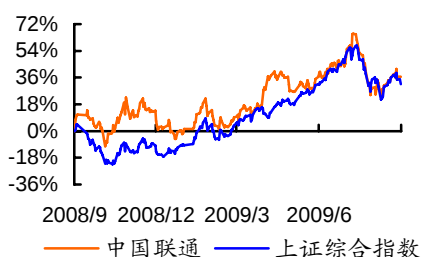
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2842.72
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1463
EPS (TTM)	
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	8.66	1.72	29.04
上证综合指数	-3.99	-1.73	22.24



相关报告

《中国联通-中报业绩略超市场预期，当前股价建议坚定介入》2009-8-31

《中国联通-公司内部融合难度超出预期，但未来前景仍值得积极看好》2009-8-27

《中国联通-处于价值提升拐点，攻守兼备的良好品种》2009-7-31

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	132780	132191.9701	145343.4447	157559.4134
同比(%)	-1.68%	-0.44%	9.95%	8.40%
归属母公司净利润(百万元)	19713	4694	6071	8922
同比(%)		-76.19%	29.34%	46.97%
ROE(%)	16.41%	7.29%	8.55%	11.25%
每股收益(元)	0.93	0.22	0.29	0.42
P/E	7.11	30.05	22.79	15.74
P/B	2.23	2.12	2.02	1.92

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）

一、公司 8 月份用户增长出现转好迹象

从中国联通、移动、电信等运营商 8 月份的移动用户增长来看，中国联通当月净增用户 81 万户，虽然仍处较低水平，但相比 7 月份环比增长 18.7%，且其净增用户市场份额也从 7 月份的 8.85% 提升至 9.91%。这些变化虽然仍难言是实质性的改变，但可能兆示着用户增长的趋向转好，值得特别关注。

表格 1: 各运营商 2009 年各月净增用户变化

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
中国移动								
净增用户	667	675	649.3	582	512	502	455	526
净增市场份额	78.19%	66.90%	61.54%	65.93%	63.98%	60.83%	59.26%	64.56%
中国联通								
净增用户	84	164	184.8	114	68	86	68	81
净增市场份额	9.85%	16.25%	17.51%	12.90%	8.53%	10.45%	8.85%	9.91%
中国电信								
净增用户	102	170	221	187	220	237	245	208
净增市场份额	11.96%	16.85%	20.95%	21.17%	27.50%	28.72%	31.89%	25.53%

资料来源：工业及信息化部（单位：万户）

二、公司对 3G 策略进行调整以更贴近市场

联通近期在 3G 的资费、终端等方面都进行了一定的调整，我们认为，这些调整反映了公司在试商用期间对 3G 运营的经验总结，调整后的策略更为贴近市场，也更加有利于公司在未来的 3G 竞争中胜出。

1. 资费策略调整

表格 2: 联通试商用期间 3G 套餐资费

套餐月费（元）	包国内语音通话 拨打分钟数	包国内流量	包国内可视电话 拨打分钟数
186	510	60MB	20
226	660	60MB	25
286	890	100MB	30
386	1200	150MB	50
586	2100	500MB	135
886	3500	2GB	180
1686	7000	5GB	300

资料来源：中国联通公司网站

表格 3: 联通正式商用后 3G 套餐资费

套餐月费 (元)	包国内语音通话 拨打分钟数	包国内流量	包国内可视电话 拨打分钟数
96	240	300MB	10
126	320	400MB	15
156	420	500MB	20
186	510	650MB	20
226	700	750MB	25
286	900	950MB	30
386	1250	1.3G	50
586	1950	2G	100

资料来源: 中投证券研究所整理 (注: 为网上搜集资料, 正式公布后可能有所调整)

如上表所示, 我们发现, 针对部分消费者认为试商用期间 3G 资费偏高的意见, 联通对 3G 的资费进行了调整, 不仅设置了 96 元、126 元等偏低的套餐, 同时, 套餐内所包的上网流量也进行了大幅调高。例如, 试商用期间的 186 元套餐仅包国内流量 60MB, 但正式商用后的套餐则调高到 650MB。

同时, 在联通 3G 正式商用的资费中, 将彻底实现接听免费、长市漫一费制 (没有长途费用、没有漫游费用), 包月超出部分 0.15 元/分钟的资费, 这种简捷的计费方式以及更为低廉的资费, 相信会对 3G 用户的入网起到良好吸引作用。

2. 手机终端策略调整

3G 手机将向入网选套餐用户进行补贴

事件: 在通信展期间举办的“总裁在线”节目上, 中国联通集团副总经理李刚称“联通对 3G 终端的不补贴政策并没有改变, 但并不意味着不会对今后的 3G 用户进行补贴, 只是补贴将主要用在 3G 业务的资费套餐上, 而具体的补贴额度, 还要根据与合作伙伴的协商情况, 在本月 28 日联通 3G 正式商用发布会时再对外公布”。

我们认为, 联通对 3G 手机补贴的策略已经发生了微妙的变化, 从当前的情况来看, 在 3G 正式商用后, 联通很可能对 3G 套餐用户进行手机补贴; 但也可以确定, 此次补贴将吸取在 CDMA 用户发展时的教训, 兼顾发展和效益。

我们对联通的手机补贴策略持看好的态度, 手机补贴必将对 3G 用户的入网起到明显的拉动作用; 而如果控制良好, 在补贴成本和用户入网收益之间平衡良好, 恰当的补贴也能够通过中高端用户的入网提升公司的利润水平。

联通 WCDMA 手机将完全采用社会化销售体制

事件: 据传, 中国联通确定了 WCDMA 终端运营的整体思路, 即“公开、公平、开放”的原则, 完全采用完全市场化的销售体制, 联通所有分公司不采购终端, 所有的 WCDMA 手机都由中邮普泰、天音、佳立、爱施德、华盛等国代商向联通自有营业厅及所有社会渠道开展销售, 并给予统一的渠道、资费及

促销政策。公式，联通还宣布开放自备机入网的政策，即 WCDMA 手机不用与 3G 资费捆绑，用户可像 2G 时代那样自己买手机，随时入网，这样对用户来说非常方便。

我们看好联通社会化的手机渠道策略，WCDMA 手机的最大优势是更为丰富的型号种类和更为强大的产业价值链，也只有全面社会化的策略，才能够充分发挥其优势。

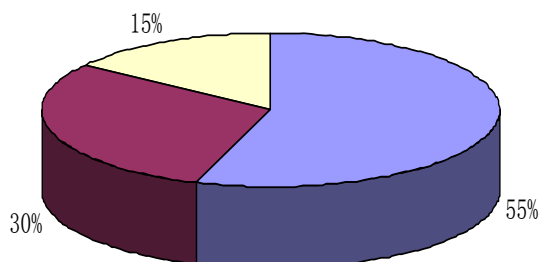
三、从 3G 市场调查结果预判公司未来前景

通过对用户使用 3G 的市场调查结果进行分析，我们发现如下主要结论：首先，在所调查的用户中，已经使用或者正在考虑使用 3G 的用户达到近 80%，表明了 3G 市场的即将规模启动；其次，40%以上的用户表示愿意为了使用联通业务而换号，表明了联通对中国移动中高端用户的吸引力确实存在。

1. 3G 市场即将规模启动

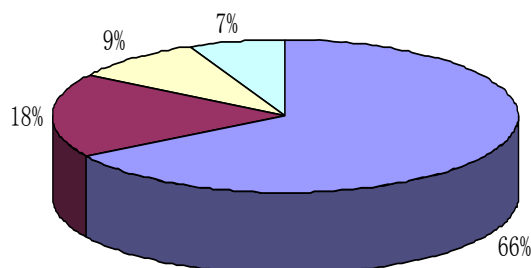
图表 1：你对 3G 服务是否感兴趣

■ 我还在考虑中
■ 我目前没有使用 3G 服务的打算
■ 我已经开始使用 3G 手机或上网卡



图表 2：你近期是否打算更换 3G 手机

■ 还在观望中
■ 已经在使用
■ 不准备更换
■ 不了解



资料来源：新浪网对用户使用 3G 调查（截至 9 月 22 日，共 21 万用户参与调查）

如上图所示，在“你对 3G 服务是否感兴趣？”的调查中，仅有 15% 的参与用户选择了目前不会使用 3G 服务，而近 30% 的用户选择了已经在使用，55% 的用户表示仍在考虑中，这部分用户是未来 3G 的潜在用户。

在“你近期是否打算更换 3G 手机”的调查中，近 66% 的用户选择了还在观望中，近 18% 的用户表明已经在使用，仅 9% 的用户明确表示不会更换。

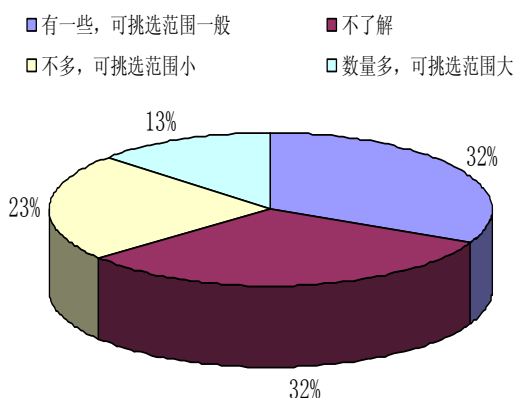
我们认为，以上数据表明越来越多的用户对 3G 开始感兴趣，用户规模使用 3G 已经具备了良好的氛围。虽然更多的用户表明仍在考虑和观望，但如果运营商能够通过更为低廉的资费和更为丰富的手机选择进行吸引，这部分用户选择使用 3G 很可能一触即发。

2. 中国联通相比电信对 3G 潜在用户更具吸引力

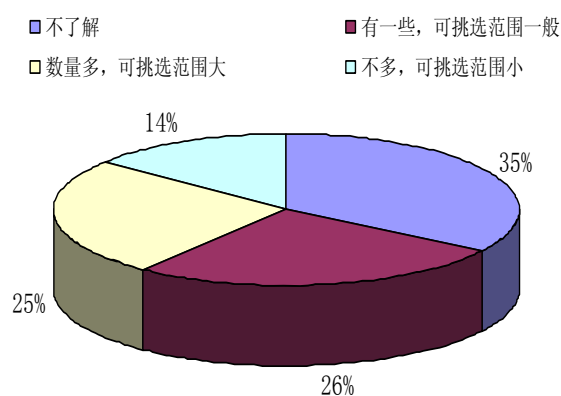
对于 3G 后的竞争格局，首先可以明确的是，中国移动的用户份额必然会出现下降，部分中高端用户流失到中国联通抑或中国电信难以避免；但接下来的一个关键问题是，中国联通与中国电信，哪个运营商能够得到更大的份额？

我们从用户 3G 调查中发现，用户在 3G 入网上，已经显现出对中国联通的偏好，这可能兆示着联通是 3G 运营后最大受益的运营商。

图表 3: 你觉得 CDMA 手机的数量挑选空间如何

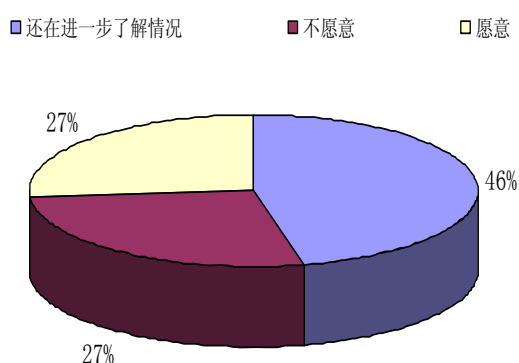


图表 4: 你觉得 WCDMA 手机的数量挑选空间如何

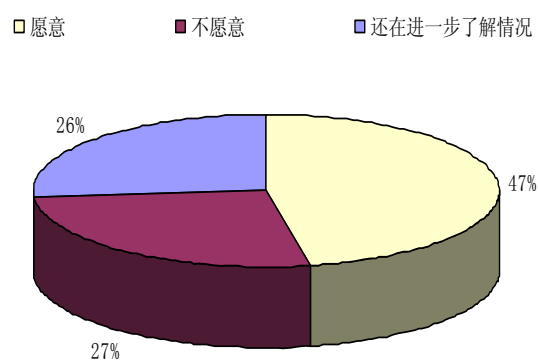


资料来源: 新浪网对用户 3G 调查 (截至 9 月 22 日, 共 21 万用户参与调查)

图表 5: 你是否愿意为使用中国电信 3G 服务而换号



图表 6: 你是否愿意为了使用中国联通 3G 服务而换号



资料来源: 新浪网对用户 3G 调查 (截至 9 月 22 日, 共 21 万用户参与调查)

如上图所示, 对于“手机的数量挑选空间”, 13%的用户认为 CDMA 的手机可挑选范围大, 而 25%的用户认为 WCDMA 的手机可挑选范围大, 显示了 WCDMA 手机的优势。

对于用户是否会愿意为了中国电信或者中国联通的 3G 服务而换号，27% 的用户愿意为了中国电信的 3G 服务而换号；47% 的用户则愿意为了中国联通的 3G 服务而换号。

以上市场调查结果，清楚地表明，中国联通的 3G 服务对于用户具有更为强大的吸引力，3G 正式商用之前，联通的优势已经显示无疑。

四、看好诺基亚和苹果等同于看好公司本年 4 季度的 3G 用户增长

我们重申之前报告的观点，对于本年 4 季度而言，诺基亚、苹果等手机厂商将是中国联通 3G 发展的忠诚盟友，从其自身需求和利益出发，大力支持 WCDMA 手机的销售几乎是唯一选择，这意味着中国联通的 3G 用户增长具有坚实的产业链基础。

1. 诺基亚、苹果、索爱等将更加重视中国市场

表格 4: 诺基亚、索爱等手机厂商业绩表现

	2008H1	2009H1
诺基亚		
销售收入	25811	19186
增长率		-25.67%
净利润	2325	502
增长率		-78.41%
索尼爱立信		
销售收入	5522	3419
增长率		-38.08%
净利润	139	-505
增长率		-463.31%

资料来源: Reuters Knowledge (单位: 百万欧元)

如上表所示，诺基亚、索尼爱立信等手机厂商在本年的业绩出现了较大幅度的下滑，诺基亚利润上半年同比下滑 78%；而索尼爱立信则出现亏损。

在业绩大幅下滑的背景下，对诺基亚、索爱等手机厂商而言，快速增长的中国 3G 市场将显得更为重要，预计这些厂商也将投入更多的资源去获取在中国市场的成功。

另一方面，中国的 3G 手机市场从 2009 年才开始真正启动，这将是一场新的竞争游戏；面对三星、LG 等韩系厂商的强烈攻势，诺基亚、索爱等厂商不得不认真面对，更不允许在竞争初期就处于劣势，这意味着本年 4 季度的竞争成败至关重要。

2. 诺基亚等厂商本年 4 季度发展 WCDMA 手机几乎是唯一选择

表格 5: 三种 3G 制式的终端款式数量

	WCDMA	CDMA2000	TD-SCDMA
诺基亚	64	5	0
三星	107	32	6
索尼爱立信	45	1	0
摩托罗拉	33	11	1
LG	48	9	4
苹果	2	0	0
夏普	40	3	0
多普达	17	1	1

资料来源：新浪手机选机中心（截至时间：2009 年 8 月 25 日）

如上表所示，诺基亚、索尼爱立信、苹果等厂商当前都没有 TD-SCDMA 的手机，且预期这种情况在本年 4 季度都不会改变；而反观三星、LG 等韩系厂商，其在 TD 手机的研发和销售上，已经领先一步。同时，也可以发现，诺基亚等厂商在 CDMA2000 的手机种类也很少，其 3G 机型主要集中于 WCDMA 手机。

以上情况意味着一个明显的结论：对于诺基亚、索尼爱立信、苹果等手机厂商而言，在本年 4 季度只能依靠 WCDMA 去博取 3G 手机的市场份额；而上文也已经分析，诺基亚等厂商对于中国市场将更为倚重。结合这两个判断，我们可以得到结论：本年 4 季度，对于诺基亚等欧美手机厂商，发展 WCDMA 手机几乎为其唯一选择，这必将为联通的 3G 用户发展贡献力量。

附：财务预测表

收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
移动语音及增值	55605	56727	58048	69056	77909
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	17294	19687	21371
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	17909	23164	34045
所得税	7083	1801	3940	5096	7490
所得税率	26.00%	22.12%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	20158	6340	13969	18068	26555
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	13969	18068	26555
红筹股份数量（百万）		23715	23715	23715	23715
红筹股 EPS		1.43	0.59	0.76	1.12
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	4694	6071	8922
A 股股份数量		21197	21197	21197	21197
A 股 EPS		0.93	0.22	0.29	0.42

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