

明年新发展用户将有望超 3000 万

研究结论：

- 工信部要求明年 3G 用户发展超过 1 亿，联通将三分天下取其一。2010 年 4 月 8 日，工信部牵头的八部委联合印发《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》，对我国 3G 业务发展制定了近期目标，其中就包括 2011 年 **3G 用户达到 1.5 亿户**，考虑到今年累计用户数约 5000 万，明年新增用户将超过 1 亿。我们预计，在中国的 3G 市场上，联通将改变弱势运营商的地位，取得 3G 用户市场份额的三分之一强，则明年联通发展 3G 用户数将有望达到 3000 万以上。
- 从中国通信市场的结构特性看，实现这一目标是可能的。从今年的发展趋势看，市场或许会怀疑这一场景能否实现？我们认为，若联通维持现在关注 ARPU 值为 100 元以上的高端用户的策略，其客户发展速度将较为有限，若其关注 ARPU 值为 50-100 元的新市场，则将有可能达成这一目标。这一细分市场的用户数约为 2 亿，其中 1.75 亿在移动和电信手中，若联通能从其他两大运营商中夺取 20% 的用户，则将有可能完成工信部提出的目标，以 ARPU 值平均 75 元一人计算，将新增收入 315 亿元。
- 在此新发展策略下，联通 3G 业务将在 2011 年盈利。我们认为，根据目前运营商的竞争态势，留给联通的时间窗口将不会太长，2012 年，中移动将开始 TD-LTE 的大规模布网，虽然离正式商用尚有距离，但将影响部分用户的换机决策。因此，我们预计，联通明年将继续把主要精力放在发展 3G 用户数上。我们认为，在当前的竞争态势下，联通可能必须维持积极的终端补贴政策。根据我们的测算，联通新增加的用户数将大大增强公司的收入水平，弥补较高的补贴水平，使得公司迎来业绩上的拐点。
- 投资建议：我们认为，若联通明年发展 3000 万用户数，相当于月均 250 万，这将大大超出市场预期。加上公司迎来业绩上的拐点，市场将会认可联通的投资价值。预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.08 元、0.17 元和 0.35 元。我们给予公司 2010 年 2.4 倍 PB 估值，目标价 8.18 元，维持公司的“买入”评级。
- 风险因素：大盘系统性风险；3G 业务发展低于预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

张杰伟

通信行业分析师

18601712550

zhangjiawei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110080004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 11 月 24 日) 5.08

目标价格 8.18

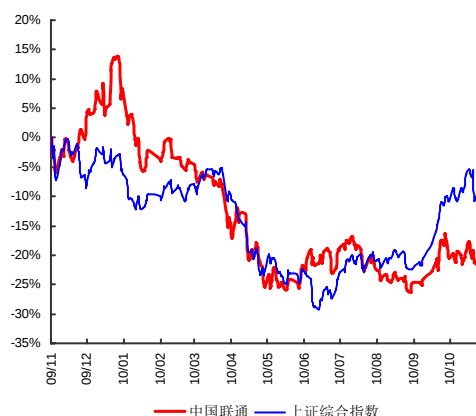
总股本 (万股) 2119659.64

国家/地区 中国

行业 通信

报告日期 2010 年 11 月 25 日

股价表现



财务预测

(百万)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158,369	165,344	186,449	213,420
利润总额	12,181	6,771	14,319	28,624
净利润	9,374	5,213	11,026	22,040
EBITDA	59,499	56,198	66,562	83,047
EPS (元)	0.15	0.08	0.17	0.35
每股经营现金	2.80	2.96	1.72	2.26
每股净资产	3.35	3.41	3.55	3.83
净资产收益率	4.4%	2.4%	4.9%	9.1%
P/E (X)	35.61	63.95	30.24	15.13
P/B (X)	1.57	1.54	1.48	1.37

相关研究报告

3G 用户单月净增 110 万！	2010.11.22
市值增长空间巨大，终端优势将使得用户数	2010.10.14
预付套餐重拳出击“流动客户”市场	2010.07.22
联通 3G 业务何时盈利？	2010.07.22

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

明年联通 3G 用户数发展将有望超 3000 万

市场依然关注明年联通的用户数，我们预测，根据工信部的要求，及联通自身的 3G 发展趋势，联通明年 3G 用户数将大幅度提升，年净增加用户数将有望超过 3000 万。

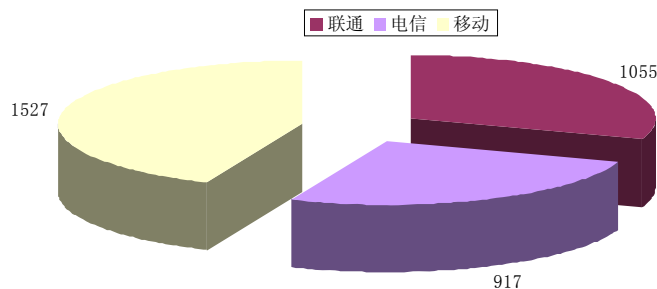
这一用户数将如何达成？我们认为，若联通维持现在关注 ARPU 值为 100 元以上的高端用户的策略，用户数的提升较为有限，若其关注 ARPU 值为 50-100 元的新市场，则将有可能达成这一目标。这一细分市场的用户数约为 2 亿，其中 1.75 亿在移动和电信手中，若联通能从其他两大运营商中夺取 20% 的用户，则将有可能完成工信部提出的目标。

工信部：要求明年 3G 用户发展超过 1 亿

2010 年 4 月 8 日，八部委（工业和信息化部、国家发展改革委、科技部、财政部、国土资源部、环境保护部、住房和城乡建设部、国家税务总局）联合印发《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》，对我国 3G 业务发展制定了近期目标，即到 2011 年，3G 网络覆盖全国所有地级以上城市及大部分县城、乡镇、主要高速公路和风景区等，3G 建设总投资 4000 亿元，3G 基站超过 40 万个，**3G 用户达到 1.5 亿户**。

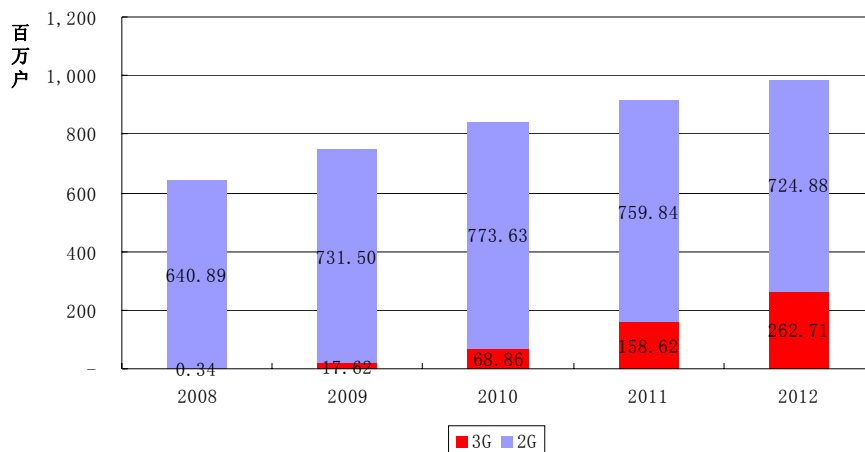
截止到 2010 年 9 月，目前我国 3G 用户数已经达到 3499 万户。若今年全年 3G 用户数达到 5000 万，则明年 3G 用户数则需新增 1 亿。我们预计，在中国的 3G 市场上，联通将改变弱势运营商的形象，一举成为了能够与移动与电信争短长的优势运营商。因此，联通取得 3G 用户市场份额的三分之一强是大概率事件，则明年联通发展 3G 用户数将有望达到 3000 万。

图 1：截止到 2010 年 9 月，我国 3G 用户数达到 3499 万户



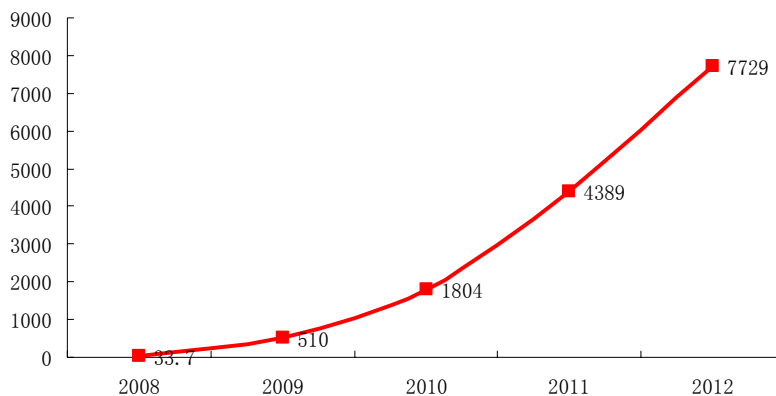
资料来源：工信部，各公司公告，东方证券研究所

工信部通信信息研究所在 2009 年预测，2009 年 2G 与 3G 用户分别增长 9061 和 1728 万户。随着 2G 用户不断向 3G 升级，2009-2012 年分别年均增长 2100 万和 6559 万，3G 新增为 2G 新增的 3 倍多。

图 2：我国未来 3 年移动用户数预测


资料来源：工信部通信信息研究所，东方证券研究所

此外，根据工信部的预测数据显示，中移动 TD 用户数在 10-12 年末将分别达到 1804 万户、4389 万户和 7729 万户，鉴于联通的技术产业链优势，以及开展的营销补贴，我们预计联通的 3G 用户数与移动的将大体相当。

图 3：中移动未来 3 年移动用户数预测


资料来源：工信部，东方证券研究所

联通：进入 ARPU 值 50-100 元细分市场

我们认为，联通在 3G 业务发展之初，针对网络容量及服务质量的考虑，对用户进行适当的价格歧视，优先发展 ARPU 值较高（100 元以上）的用户，其发展策略较为成功，从其他运营商手上夺去了相当多高质量的用户。据媒体披露，为了使用 iPhone4，从中国移动“叛逃”到中国联通的比

例是 73%, 其中约有 35%~38% 的用户, 计划在 6 个月之内保持双网双号的状态。用户办理 iPhone4 入网业务时, 需要提供联络号码, 其中 80% 以上的联络号码属于竞争对手的。

我们认为, 联通下一步的工作重心, 将从攫取“高”端用户向开拓“中高”端用户倾斜, 把工作重心放在开拓 ARPU 值为 50 元-100 元的细分市场上, 在把 ARPU 值维持在较高水平的基础上, 加速用户数的推进。

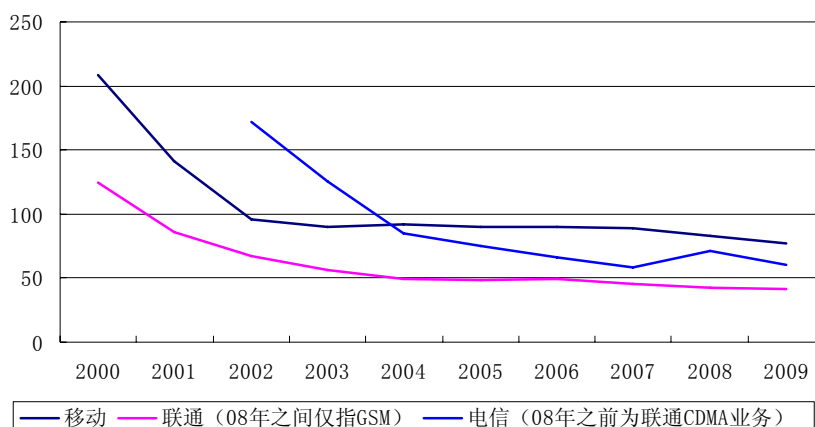
根据测算, 三家运营商中 ARPU 值在 50-100 元左右的用户在 2 亿户左右(测算见下表), 电信和移动合计有 1.75 亿户, 若联通能在这 1.75 亿户中发展 20% 的 W 网用户, 就是 3500 万户, 以 ARPU 值平均 75 元一人计算, 新增收入 315 亿元。

表 1: 三大运营商高端、中高端用户测算

	联通	电信	移动	合计
总用户数(截止到 2010 年 10 月)	16380.1	8551	57501.6	
100 元以上占比	7%	6%	17.50%	
50-100 元	15%	20%	27.50%	
100 元以上(万户)	1146.607	513.06	10062.78	11722.447
50-100 元(万户)	2457.015	1710.2	15812.94	19980.155
主要假设: 中移动 ARPU 值显著高于其他两大运营商, 表明其高端和中高端用户较多, 预计 100 元以上为 15%-20%, 50-100 元为 25%-30%, 以区间中值估计 运营商整合前, 联通 CDMA 用户 ARPU 值要高于 GSM, 因此, 电信的中高端用户占比要相对联通要高一些, 而联通之前的 3G 高端策略实施, 使得其 100 元以上的用户数占比要高于电信				

资料来源: 运营商财报, 东方证券研究所

图 4: 三大运营商历史 ARPU 值情况



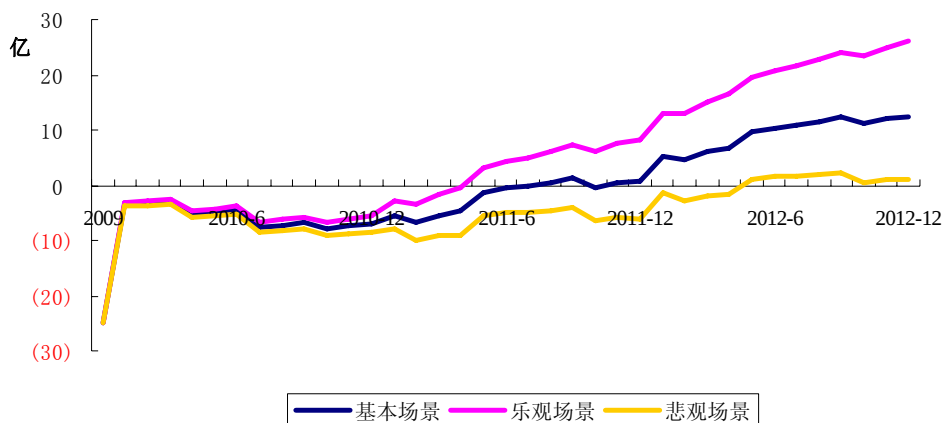
资料来源: 运营商财报, 东方证券研究所

联通 3G 业务将在 2011 年盈利

东方证券通信团队于 2010 年 7 月 21 日推出深度报告《联通 3G 业务何时盈利？》，通过建模详细计算了联通的 3G 业务盈亏平衡时间节点。通过与联通 2010 年半年报及三季报的对比，我们发现我们的预测与实际情况基本吻合，如联通半年报新增折旧 28 亿，三季报新增折旧 50 亿（主要为 3G 新增资本开支所致），因此，其测算结果也应当是可信的。我们根据模型，更新了近几个月来的最新业务数据，并针对业务假设进行了微调，发现联通依然将在 2011 年迎来 3G 业务的业绩拐点。

我们认为，根据目前运营商的竞争态势，留给联通的时间窗口将不会太长，2012 年，中移动将开始 TD-LTE 的大规模布网，虽然离正式商用尚有距离，但将影响部分用户的换机决策。因此，我们预计，联通明年将继续把主要精力放在发展 3G 用户数上，为了达成这一目标，联通将维持积极的终端补贴政策。但是，根据我们的测算，联通新增加的用户数将大大增强公司的收入水平，弥补较高的补贴水平，使得公司迎来业绩上的拐点。

图 5：联通 3G 业务单月盈利情况



资料来源：东方证券研究所

表 2：联通 3G 业务模型主要假设（2010/11/24 更新）

假设（单位：万元、万户）	乐观	基本	悲观	备注
——2009 年累计 3G 用户	274	274	274	2010 年用户数为实际值 2011 年用户数见上文论述
2010 年新增 3G 用户	1,131	1,131	1,131	
——2010 年累计 3G 用户	1,616	1,406	1,195	
2011 年新增 3G 用户	3,697	3,214	2,732	
——2011 年累计 3G 用户	5,313	4,620	3,927	
2012 年新增 3G 用户	5,055	4,396	3,737	
——2012 年累计 3G 用户	10,368	9,016	7,664	

ARPU 值递减率	12%	15%	18%	3G 业务平均每年 ARPU 值下降 15%，假设按月指数级下降
2010 年资本支出	2,000,000	2,300,000	2,500,000	09 年年报披露，09 年 3G 的投资支出为 364 亿，同时披露，10 年约为 230 亿。我们预计 2011 年将会进一步缩小，估计为 200 亿
2011 年资本支出	1,800,000	2,000,000	2,300,000	
2012 年资本支出	1,500,000	1,700,000	2,000,000	
其他营业成本率	34.5%	34.5%	34.5%	根据公司报表
营业税金及附加率	2.56%	2.56%	2.56%	根据公司报表
2010 年手机补贴	500,000.00	500,000.00	500,000.00	手机补贴，2010 年前三季度为 35 亿，第三季度为 18 亿，预计第四季度继续补贴，全年为 50 亿 2011 年，新增用户数 3200 万， $3200/65\%*7.5\%=370$ 万终端捆绑用户，以平均每用户补贴 2200 元计算，共需补贴约 80 亿
2011 年手机补贴	680,000.00	800,000.00	920,000.00	
2012 年手机补贴	510,000.00	600,000.00	690,000.00	
销售费用率	12.50%	13.20%	14.00%	根据公司报表
管理费用率	6.00%	6.00%	6.00%	根据公司报表

资料来源：东方证券研究所

盈利预测

我们认为，若联通明年发展 3000 万用户数，相当于月均 250 万，超出市场预期，加上公司迎来业绩上的拐点，市场将会认可联通的投资价值。我们预计，联通 2010-2012 年的 EPS 为 0.08 元、0.17 元和 0.35 元。根据沪深 300 成分股中可以公司的估值情形，我们给予公司 2010 年 2.4 倍 PB 估值，目标价 8.18 元，维持公司的“买入”评级。

风险因素：大盘系统性风险，3G 业务发展低于预期

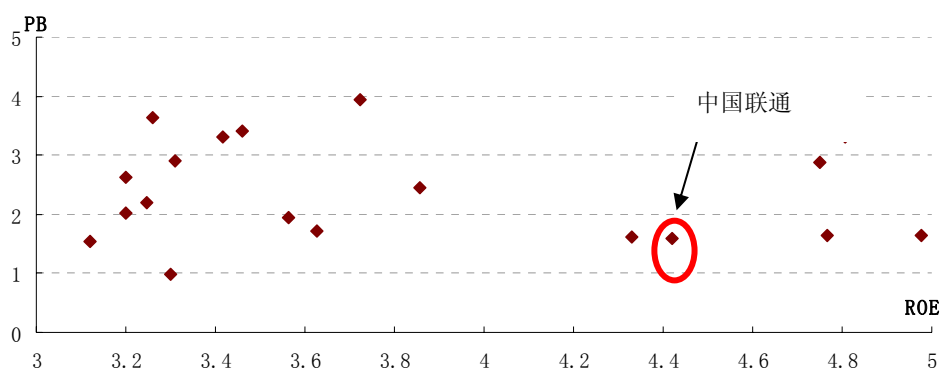
表 3：沪深 300 成分股中 ROE 与联通可比公司的 PB 情况

代码	名称	ROE	PB
600282	南钢股份	3.1186	1.5404
000059	辽通化工	3.2	2.0317
600428	中远航运	3.2008	2.6171
600307	酒钢宏兴	3.2471	2.1868
600058	五矿发展	3.2589	3.6338
000709	河北钢铁	3.2995	0.9802
600674	川投能源	3.309	2.9046
600601	方正科技	3.4153	3.3203
000768	西飞国际	3.4594	3.4122
600811	东方集团	3.5636	1.9346
601872	招商轮船	3.6283	1.706

600220	江苏阳光	3.7236	3.9458
000825	太钢不锈	4.3313	1.6271
600050	中国联通	4.4193	1.593
000046	泛海建设	4.75	2.8911
000959	首钢股份	4.7671	1.6324
600108	亚盛集团	4.8061	3.433
600100	同方股份	4.8081	3.3203
600026	中海发展	4.9769	1.6495
	平均	3.856995	2.439995

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：沪深 300 成分股中 ROE 与联通可比公司的 PB 情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8828	9094	10255	11738	营业收入	158369	165344	186449	213420
交易性金融资产	0	600	1100	1600	营业成本	105654	116106	127243	139435
应收账款	16538	17679	20434	24246	毛利	52715	49237	59206	73985
存货	2412	2657	2908	3181	%营业收入	33.3%	29.8%	31.8%	34.7%
预付账款	1853	2041	2234	2444	营业税金及附加	4487	4685	5283	6047
其他流动资产	1066	1164	1221	1227	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	30723	39849	45611	52972	销售费用	20957	23549	23552	21342
可供出售金融资产	7977	7977	7977	7977	%营业收入	13.2%	14.2%	12.6%	10.0%
持有至到期投资	5000	5000	5000	5000	管理费用	14048	14667	16539	18931
长期股权投资	15	15	15	15	%营业收入	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	944	1458	1058	858
固定资产合计	730237	714036	694738	673285	%营业收入	0.6%	0.9%	0.6%	0.4%
无形资产	19645	18663	17730	16843	资产减值损失	2376	-225	66	-207
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	1239	600	500	500
递延所得税资产	4081	0	15	0	投资收益	212	200	200	200
其他非流动资产	-378445	-378445	-378445	-378445	营业利润	11356	5904	13409	27714
资产总计	419232	407095	392641	377647	%营业收入	7.2%	3.6%	7.2%	13.0%
短期贷款	63997	34832	32983	20790	营业外收支	825	867	910	910
应付款项	101948	112282	85199	56638	利润总额	12181	6771	14319	28624
预收账款	21136	22067	24883	28483	%营业收入	7.7%	4.1%	7.7%	13.4%
应付职工薪酬	3598	3963	4338	4744	所得税费用	2807	1557	3293	6583
应交税费	912	780	1072	1579	净利润	9374	5213	11026	22040
其他流动负债	8021	8815	9546	10230	归属于母公司所有者	3137.0	1746.7	3694.1	7384.4
流动负债合计	199612	182739	158021	122464	的净利润				
长期借款	759	759	759	759	少数股东损益	6237	3467	7332	14656
应付债券	7000	7000	7000	7000	EPS（元/股）	0.15	0.08	0.17	0.35
递延所得税负债	266	138	115	115	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2749	2749	2749	2749		2009A	2010E	2011E	2012E
负债合计	210387	193386	168644	133087	经营活动现金流净额	59309	62691	36471	47946
归属于母公司所有者	70984	72381	75337	81244	取得投资收益收回现金	272	200	200	200
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137862	141328	148660	163316	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	208845	213709	223997	244560	固定资产投资	-80929	-31653	-31864	-32134
负债及股东权益	419232	407095	392641	377647	其他	-9321	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-90250	-31453	-31664	-31934
EPS	0.148	0.082	0.174	0.348	债券融资	0	0	0	0
BVPS	3.35	3.41	3.55	3.83	股权融资	0	0	0	0
PE	35.61	63.95	30.24	15.13	银行贷款增加（减少）	43833	-29164	-1849	-12193
PEG	1.08	1.94	0.92	0.46	筹资成本	6505	-1808	-1797	-2335
PB	1.57	1.54	1.48	1.37	其他	-21812	0	0	0
EV/EBITDA	2.94	2.58	2.14	1.55	筹资活动现金流净额	28526	-30972	-3646	-14528
ROE	4.4%	2.4%	4.9%	9.1%	现金净流量	-2415	266	1161	1483

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn