



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

要闻简评

证券研究报告

2011 年 1 月 18 日

电信服务

研究部

陈昊飞

分析员，SAC 执业证书编号：

S0080208020075

chenhf@cicc.com.cn

推荐

中国联通(600050.CH/00762.HK)

500 万部手机集采预示业务运转步入良性循环

新闻：

<http://www.c114.net/news/119/a574800.html>

中国联通联合第三方销售渠道集中采购 500 万低价位的热销 WCDMA 手机，包括诺基亚 2730c、诺基亚 7230、三星 S3370、索尼爱立信 J108i、LG-T320、中兴 E850 和华为 U7520。

从本周起，用户只要入网选择 66 元以上的 3G 套餐计划，签约在网两年，并预存 800 元话费，即可免费获得上述几款手机一部。

中金点评：

本次集采拉开了联通手机补贴新政的序幕；更加坚定了我们对公司 2011 年 3000 万净增用户和净利润翻番的预期。维持“推荐”评级。

1) 套餐对用户非常有吸引力，对联通也有利可图

每部手机的集采成本约为 500 元；两年期 66 元 3G 套餐的总收入为 1500~1800 元（其中 800 元需要预存）。手机补贴约占套餐总收入的 30%，而预存话费相当于手机补贴的 1.6 倍。由此可见，该套餐对联通的现金流和利润都是正面的。目前，联通 3G 网每年的折旧约 100 亿元人民币，可容纳 1 亿普通 3G 用户；摊到每个用户身上的边际折旧费用为每年 100 元。

没有补贴，我们很难预测这 500 万用户具体多快能被发展入网。但在目前的补贴套餐下，第三方销售渠道普遍认为套餐极具吸引力，对其销售前景充满信心——在没有补贴的情况下，这些品牌机的销售价也要 700~1000 元；800 元的预存和每月 66 元的套餐看来相当划算。

资本市场依然往往是“闻补贴色变”——听说补贴大幅度增加就认为是利空，降低补贴是利好。我们认为这样的认识是孤立的看待手机补贴，没有看到它带来的好处，或“守株待兔”的认为没有补贴这些好处也早晚会上来。

我们的认识正好相反——在补贴占套餐总收入 30% - 50% 的情况下，补贴越多越好（锁定更多的收入和用户，带来更多的现金流；例如 1 亿个 iPhone 补贴需要将近 4000 亿的手机补贴费用，但能同时带来两年总共 7000 多亿的收入和立即收到 6000 亿的预存款）；没有补贴，早可以来的用户可以晚来，收入和现金流状况得不到改善，网络质量得不到及时提高，口碑又下降——一旦落入恶性循环，甚至可能被中国电信抢去先机。

作为国内唯一的 WCDMA 运营商，一旦进入正循环，联通的网络和手机优势将不断增强。一旦用户数据粘性培养起来了，自己的网络质量和服务显著提高了，联通随时可以根据当时的情况降低手机补贴的幅度。

2) 2010 年受制于手机补贴力度太小，2011 年补贴将显著加大

虽然手机补贴有助于提高利润，改善现金流，但联通 2010 年的手机补贴力度非常有限，因为以下 3 点原因：

i) 联通将手机补贴一次性计入当期费用，而将对应的所有收入分 24 个月计入。因此，手机补贴会导致当期“会计亏损”。因为国资委考核的主要指标是基于会计口径的经济增加值（EVA），联通无法不顾忌被“收入 - 费用不匹配”的会计处理所扭曲的“会计利润”，不敢采取应该采取的激进的手机补贴策略。

ii) 联通的 BOSS 和 ESS (电子销售系统) 尚未完善。手机补贴力度过大可能会导致像 CDMA 时期的漏洞。

iii) 2010 年 WCDMA 手机在质量和成本上仍还有不尽如人意的地方；许多手机厂商和第三方销售渠道仍受制于或独家绑定中国移动。

2010 年的手机补贴预算仅 30~50 亿元；而 150 万部 iPhone 的手机补贴就用了 60 亿元，联通给其它手机的补贴极为有限。因此，市场仿佛感觉 WCDMA 手机好像除 iPhone 外也没有什么优势。

我们认为，以上三点制约联通 2010 年手机补贴的因素在 2011 年都会有突破。2011 年，更多非 iPhone 智能手机的补贴套餐的推出将有助于净增用户数的快速提高。我们看到，各大手机厂商都将在 2011 年推出大量的新款 WCDMA 手机。我们即使按补贴推出 30~50 款新机、每款发展 30~50 万签约用户来计算，净增用户预计将达到 1000~2500 万。

除了“预存话费送手机”外，联通还提供更为优惠的“买手机送话费”方案；后者不需要被计入手机补贴费用。

手机补贴是业务步入良性循环的关键：通过补贴吸引用户，创造收入和现金流，从而进一步推动网络优化，提高服务质量。

3) 不用担心中国移动和中国电信的 iPhone

苹果公司不会推出 TD-SCDMA 制式的 iPhone 手机，而中国移动的 2G 网络无法负担移动数据需求的增长。

中国电信的 CDMA 版 iPhone 预计到今年年底才有望推出。即使 2012 年供货能达到 200-300 万台每年，电信版的 iPhone 也不会直接去争夺联通的 3G 用户，因为毕竟 90% 的潜在用户还在中国移动的网上。其实，我们反而期待中国电信和联通能一起帮助快速提升中国的移动数据用户渗透率并早日达到爆发的拐点。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中国联通提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED