

中国联通：必然之殇到自由之路

— “三层用户模型” 重估联通的市场价值

报告关键点：

- 3G的到来让中国联通可以与电信、移动“平起坐”，直接的结果就是其有了获取中高端用户的能力，正在与移动“均富贵”；
- 我们引入了用户市值分析法，辅以“三层用户模型”评估，结论是，联通的聚焦中高端用户的能力与趋势被显著低估了。

报告摘要：

- 历史之痛：数次变革，摆脱不了“中低端”的必然之殇**
 - 整合之痛：频次过高，对于企业贯彻一脉相承的战略的挑战是巨大的；
 - 网络之痛：CDMA始战未果，中高端形象难于树立；
 - 客户之痛：中低端用户居多，用户大进大出何以走出困境；
 - 目前，联通的组织稳定，网络成熟，中高端用户的争夺形成趋势，这三种积极的变化将会影响深远。
- 今日之梦：三分天下，铸就移动互联网大潮下的自由之路**
 - 由于中国联通目前处在净利率较低的历史时期，未来净利润将处在正向弹性较大的波动区间，因此，我们不完全主张用市盈率来评估企业价值。取而代之的是，用市销率（P/S，即市值/销售收入）来观察更为有意义。用市值/当期用户规模，其经济含义就是“每用户的市场价值”。
 - “三层用户模型”显示：在中国，40%的中、高端用户贡献了68%的收入。而中国联通的获取中高端的趋势已经形成。
- 未来之盼：平台为纲，开放为常，人才为本，机制为要。**
 - 对于电信运营全行业来说，大的趋势是：需要经历相当的时间去探索和思考未来的路。在找到答案之前，行业引力不会显著提升，而在此过程中，努力创新、接受改变的企业将会有一席之地；
 - 平台、开放心态、人才、机制是在移动互联网格局下取得成功的四要素。
- 投资建议：**
 - 我们以“三层用户模型”的中观预期为前提（2011年-2013年3G用户净增2,300万、3,300万、4,500万），重估市值为结果，最终以模型的A股参考价格作为中国联通的目标价。即，6个月目标价6.59元，维持买入-A的投资评级。
- 风险提示：**
 - 短期iphone5进入市场的预期消化风险；
 - 中期能否构建移动互联网的核心优势而淡化W网络优势与IPHONE排他效应。

财务和估值数据摘要

(亿元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,583.7	1,761.7	2,031.2	2,361.4	2,730.2
Growth(%)	3.7%	11.2%	15.3%	16.3%	15.6%
净利润	31.4	12.3	26.9	41.6	68.5
Growth(%)	-84.1%	-60.9%	119.0%	54.6%	64.9%
毛利率(%)	33.3%	29.8%	30.8%	31.8%	34.0%
净利润率(%)	2.0%	0.7%	1.3%	1.8%	2.5%
每股收益(元)	0.15	0.06	0.13	0.20	0.32
每股净资产(元)	3.35	3.34	3.47	3.67	3.99
市盈率	34.1	87.2	39.8	25.8	15.6
市净率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
净资产收益率(%)	4.5%	1.8%	3.7%	5.4%	8.2%
ROIC(%)	4.6%	2.0%	3.8%	5.6%	10.3%
EV/EBITDA	5.9	5.0	4.1	2.7	1.6
股息收益率	1.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

6.59 元

期限： 6 个月 上次预测： 6.80 元

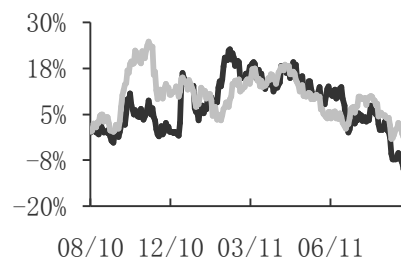
现价（2011 年 08 月 29 日）： 4.90 元

报告日期：

2011-08-29

总市值(百万元)	96,656.48
流通市值(百万元)	96,656.48
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12 个月最低/最高	4.43/6.37 元
十大流通股东(%)	65.42%
股东户数	851,848

12 个月股价表现



— 中国联通 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.24)	(10.32)	(8.36)
绝对收益	(11.57)	(16.35)	(9.52)

 侯利
 021-68763972
 执业证书编号

 高级行业分析师
 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

报告联系人

王学恒

 010-66581621
 wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

- 中国联通：借力社会渠道是关键
2010-11-23
- 中国联通：移动的困境和联通的机会
2010-11-01
- 中国联通：LTE 之前真空期的受益者
2010-10-25

目录

1. 历史之痛：数次变革，摆脱不了“中低端”的必然之殇	4
1.1. “三座大山”的历史，整合之痛，网络之痛，客户之痛	4
1.1.1. 整合之痛：频次过高，对于企业贯彻一脉相承的战略的挑战是巨大的	4
1.1.2. 网络之痛：CDMA 始战未果，中高端形象难于树立	5
1.1.3. 客户之痛：中低端用户居多，用户大进大出何以走出困境	6
1.2. 从外部环境来看，3G 与移动互联网赋予中国联通前所未有的机遇	7
2. 今日之梦：三分天下，铸就移动互联网大潮下的自由之路	8
2.1. “三分天下”的企业战略与用户市值逻辑	8
2.1.1. 寻找客观合理的估值方法	8
2.1.2. 基于“三分天下有其一”企业战略下的用户市值逻辑	8
3. 未来之盼：平台为纲，开放为常，人才为本，机制为要。	19
3.1. 下个十年，产业将归于新的、更大范畴的融合	19
3.2. 电信运营企业的未来是光明的还是黯淡的？	21
3.3. 我们期待有一种力量能够让电信运营商破茧而出，昂首面对巨大的互联网的机遇与挑战。	22
3.3.1. 平台为纲	23
3.3.2. 开放为常	24
3.3.3. 人才为本	25
3.3.4. 机制为要	26
4. 投资建议：用户结构的变化注定带来企业价值的不断重估	26
4.1. 投资建议	26
4.2. 风险提示	26
4.2.1. 短期 iphone5 进入市场的预期消化风险	26
4.2.2. 中期能否构建移动互联网的核心优势	27

图目录

图 1: 近一年, 中国联通月净增 3G 用户从 101 万增长至 187.4 万	4
图 2: 中国移动 G 网, 中国联通 G 网, 中国联通 CDMA 网 ARPU 对比	7
图 3: 中国联通的市销率方法估值的逻辑	9
图 4: “三层用户模型”中, 用户数分布 VS 用户收入贡献分布	10
图 5: 三大运营商用户结构现在与未来的对比	11
图 6: 两大固网运营商的固网业务收入预测 (单位, 百万元)	12
图 7: 日本自 3G 开通以来, 3G 用户增长及渗透率 (单位, 万户)	14
图 8: 移动数据业务和固定数据业务是全球电信业收入增长的主要动力	19
图 9: 传统电信之外的新业务领域也是增长的重要驱动力	19
图 10: 实体经济的数字化推动电信行业增长	20
图 11: Docomo 的非语音收入逐年递增	22
图 12: 德国电信 ICT 业务在医疗领域的渗透	22

表目录

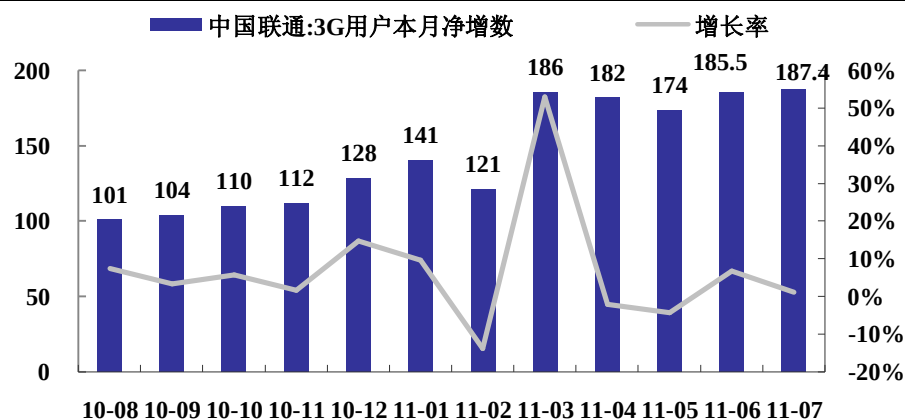
表 1: 中国联通与中国网通整合、并购、重组经历	5
表 2: “三层用户模型”的内在逻辑	9
表 3: 在重组前后, 电信、网通的市销率大约在 1.75 左右	11
表 4: 近 20 个月三大运营商平均市值	12
表 5: 三层用户模型中, 每用户市场价值计算	13
表 6: 2011 年-2013 年中国人口增长预测	13
表 7: 2011 年-2013 年中国手机用户发展预测	13
表 8: 2011 年-2013 年中国手机用户发展预测	14
表 9: 2011 年-2013 年三大运营商 2G、3G 用户数据预测, 单位万户表	14
表 10: 2011 年-2013 年中国联通的 2G 用户按照“三层用户模型”分解预测	15
表 11: 2011 年-2013 年中国联通的 3G 用户按照“三层用户模型”分解预测	15
表 12: 2011 年-2013 年中国联通的 2G+3G 用户按照“三层用户模型”分解预测	15
表 13: 2009-2013 年, 中国联通的移动网络价值评估	16
表 14: 2009-2013 年, 中国联通的市场价值评估	16
表 15: 2009-2013 年, 中国联通的市场价值评估	16
表 16: 乐观、中观、悲观预期中的中国联通 3G 净增假设	16
表 17: 乐观、中观、悲观预期下的 A 股、港股的参考价格	16
表 18: 考虑到 A 股对于港股存在溢价的 A 股参考价格	18
表 19: 中观预期下, 假定联通 3G 用户均为低端用户的参考价格	18
表 20: 悲观预期中的 3G 市场份额	18
表 21: 融合的范畴和说明	20
表 22: Orange 的 M2M (Machine-to-Machine) 服务	22
表 23: 英国电信 ICT 典型案例	22
表 24: 封闭-开放-再封闭-再开放的轮回	24

1. 历史之痛：数次变革，摆脱不了“中低端”的必然之殇

1.1. “三座大山”的历史，整合之痛，网络之痛，客户之痛

中国联通 2010、2011 年的发展，谈不上多么光鲜靓丽，但却实实在在。从年初到现在，3G 用户增长稳健，已经形成了良好的趋势。

图 1：近一年，中国联通月净增 3G 用户从 101 万增长至 187.4 万



资料来源：运营商月报，安信证券研究中心

我们认为，在用户增长的背后，二季度利润水平也迎来了拐点，如此趋势，三季度、四季度将会实现利润的双提升（开源与节流）。

在取得相当成绩的同时，股价依旧处在一个历史上较低的水平。我们认为，大体和两个方面有关：第一，市场对中国联通的预期较高，这里诸如年初预期的 11 年超过 2500 万的 3G 净增用户，或者全年大约 0.15 元以上的每股收益，而逐月的信息披露尚未完全对接此前的这些预期；第二，客观的说，今年市场行情偏弱，作为通信行业市值最大的公司，联通的上涨需要辅以相当的资本追捧。

如果我们能够回到简单朴素的逻辑来看，就会意识到两个核心线索：第一，联通的基本面正在发生相当积极的变化；第二，这样的变化，对于联通这家有着沉重的历史包袱的公司，是不容易的。换句话说，我们越是深刻理解联通的过去，就会对其未来的信心更足。

为什么呢？接下来，我们将重点回顾一下多年来压在联通头上的“三座大山”，那是一段艰难的历史。

1.1.1. 整合之痛：频次过高，对于企业贯彻一脉相承的战略的挑战是巨大的

从 94、95 年前后的邮政、电信分家，到 00、01 年的电信、移动分家，到 08 年的三大运营商重组，中国运营商基本经历了三轮“大手术”，同时，期间又发生了多次的小调整，而中国联通，则是经历大、小调整最多的运营商。

中国联通是由原中国网通和原中国联通在 2008 年合并而来。其发展历史见下表：

表 1：中国联通与中国网通整合、并购、重组经历

中国联通	中国网通
1994 年 7 月 19 日，电子部联合铁道部、电力部以及广电部成立了中国联合通信有限公司，它是中国联通的前身，但主要还是经营寻呼业务。 1999 年 12 月，国务院批复中国联合通信有限公司重组方案。原中国邮电电信总局分离出来的国信寻呼有限责任公司成建制划入联通公司。 2000 年 6 月，中国联通在纽约、香港成功上市，筹集资金 56.5 亿美元。 2002 年 10 月，中国联通 A 股在上海证券交易所挂牌上市，募集资金 115 亿元。 2006 年 6 月，中国联合通信有限公司分别在香、港、纽、约成功上市。 2008 年 5 月，中国联通分拆双网，其中 CDMA 网络并入中国电信，从 2008 年 10 月 01 日正式开始分拆，133 和 153 号段正式并入中国电信，联通停止 CDMA 业务，CDMA 网络正式移交中国电信运营，保留 GSM 网络。	1999 年 4 月，中国网络通信有限公司成立。 2001 年 11 月，中国电信北方部分和中国网络通信控股有限公司、吉通通信有限责任公司重组为中国网络通信集团公司。 2003 年 6 月，中国网通集团按照实收资本 1: 1 的比例收购吉通公司 48190 万元的国有股权，并将其资产、业务和人员与中国网通集团的属地通信企业合并。 2003 年 9 月，中国网络通信集团公司宣布组建“中国网通南方通信股份有限公司”和“中国网通国际通信股份有限公司”。 2003 年 11 月，中国网通集团国际通信有限公司在北京挂牌成立。 2004 年 1 月，网通北方公司成立，1 月 15 日，网通南方挂牌，网通重组加速。
2008 年 10 月，原中国联通 CDMA 的经营主体正式变更为中国电信。 2008 年 10 月，中国联通、中国网通红筹公司正式合并。 2009 年 01 月，中国联合通信有限公司与中国网络通信集团公司重组合并，新公司名称为中国联合网络通信集团有限公司。 2009 年 01 月，工业和信息化部为中国移动、中国电信和中国联通发放 3 张第三代移动通信(3G)牌照，标志着我国正式进入 3G 时代。	

资料来源：运营商月报，安信证券研究中心

15 年里，联通、网通经历了多次整合，这对于一个企业来说，有着三个方面的深远的影响：

第一，整合频次过高，对于企业贯彻一脉相承的战略的挑战是巨大的。对于老中国联通来说，从社会化招聘、再融资、再扩大、再剥离，经历了融资难、市场难、经验不足等多方面困难，对于中国网通来说，从网通、电信、吉通合并、合并联通，也经历了多次架构调整，中间需要经常适应调整带来的短暂战略、策略、人员的变动；

第二，多元化而非一元化的企业文化对经营和管理的挑战是巨大的。中国电信、中国移动严格意义上说就是一元文化，即传统的运营商文化。中国联通是历经联通、网通、电信、吉通整合而来的，多元人才带来了企业独特的文化。在文化融合的初期，由于没有固定的标杆和标准，文化冲突，人员背景的不同，带来对经营、管理的阶段性冲击是必然的，甚至在某冲程度上讲，这种影响是深远的，还将持续很长时间；

第三，企业品牌难于实现连续性，对市场经营、公众形象提升的挑战是巨大的。“中国网，宽天下”类似的前期品牌投入随着“网通”品牌的消失，未能在消费者心中留下持久的印象，对比中国电信，中国移动而言，这种劣势巨大但无法用数字来衡量。

1.1.2. 网络之痛：CDMA 始战未果，中高端形象难于树立

2002 年 1 月 8 日，国务院授权联通独家建设、经营和管理的 CDMA 网络开通了。CDMA 网络具有辐射低、抗干扰能力强、保密性强、上网速率快等特点，所以中国联通在一开始，就将 CDMA 定位在高端市场，贯彻“大建设、大运维、大营销、大产出”

的强势经营理念，希望以优质优价的营销手段发展高质量的用户。

但自中国联通 CDMA 业务正式对外宣传和放号到 2008 年 9 月 30 日正式移交中国电信，CDMA 业务在原联通整整经营了 7 年，但是，联通最终没有摆脱 CDMA 亏损，到移交电信时全国用户仅为 4300 万。

对于中国联通在 CDMA 上的这段历史，没有太多的争议，结论是，联通的 CDMA 战略没有成功，究其原因，有如下一些值得深思的事宜：

第一，CDMA 和 GSM 双网共存，耗费了联通过多的资源，运营效率低，无法体现规模优势。当时，世界上还没有成功运营两个移动网络的公司的先例，况且联通当时仅仅成立七年。投入两张网络，需要巨大的投资，更多的维护力量，更艰巨的产业链整合任务。

第二，对于 CDMA 终端的产业链劣势理解的并不充分。由于 CDMA 终端机型较少，国内外厂商对 CDMA 市场前景的把握不定，对手机的规模生产犹豫不决；厂家基本上不做渠道推广，均是争取由联通定购统销；零售商销售 C 网缺乏热情，因为 CDMA 手机单机利润比水货机、贴牌机低，销售总量比 G 网品牌机少。这样，造成了最终的结局是 CDMA 手机数量少、价格高、质量差，用户听不到、看不到、难买着。

第三，CDMA 客户群定位高端，但体验上未能有高端感受，投入巨大而未能坚持，最后成为“高高低低”。

联通在推出 CDMA 前，请了美国的迈肯锡策划 CDMA 营销措施，以 CDMA 语音清晰、网络覆盖好和绿色环保等优势，彰显 CDMA 客户的尊贵，定位 CDMA 为发展高端客户为主。

后来，坚持了一年多的高端路线于 2003 年 5 月停掉后，月租下降，网内也实施单向收费，又开始销售低端手机，走低端路线，但真正的低端用户是既买不起 CDMA 手机，也负担不起高额的话费。CDMA 目标客户就这样左右摇晃着，高端的客户没显示出其尊贵，低端客户没享受到实惠，以至于用户越来越少。

当然，除此之外，中国联通还有些操作上的问题，但与以上三大问题比起来，均有些细枝末节了。

1.1.3. 客户之痛：中低端用户居多，用户大进大出何以走出困境

五、六年前，一个联通的号码，一般意义上不如移动号码 139 更显尊贵与身份。这是一种草根层面的感觉，而且你的身边大多数普通人都会有的感觉。大家不会将“信号好，服务好”与中国联通等同来看，在很多省份，联通的份额和移动的差距越来越大。

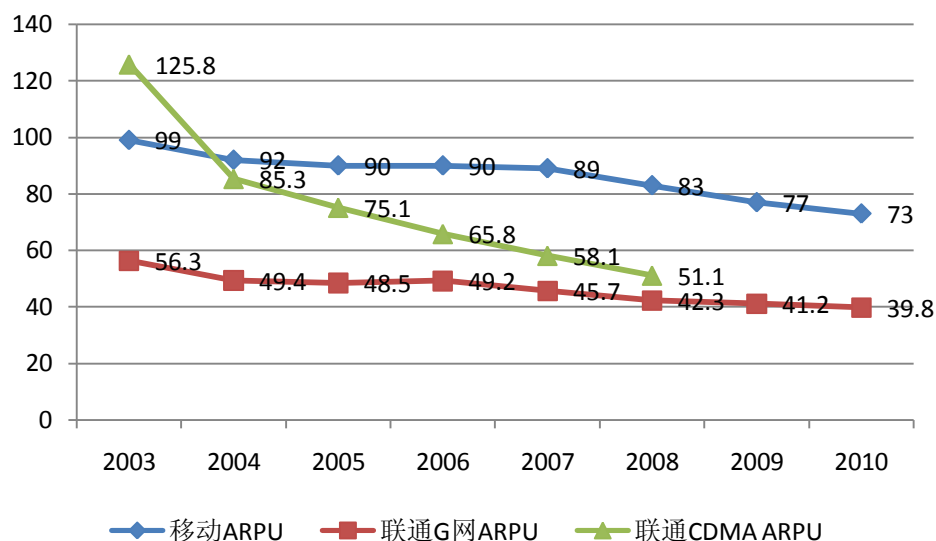
一般来说，20%的用户创造 80%的收益。因此，定位中高端是大多公司的理想市场定位。

不幸的是，在历史上，我们清晰的看到，中国联通的中高端路线并不成功，客户大多集中在中低端。从下图可以看到，中国联通的 CDMA 网络，初期定位中高端，但由于后来市场策略变化，导致客户质量下降，ARPU 值迅速由最初的 125.8 元下降到 2008 年的 51.1 元。

中国联通的 GSM 网络，自 2004 年开始就维持在 50 元以下，一致延续到今天。

同比中国移动的 ARPU 值，多年来一直在 70、80 元的水平。考虑到中国移动今天有 6 亿用户，其神州行、动感地带用户量巨大，而 ARPU 值还能够维持在 70 多元的水平，我们会清醒的认识到这是一个极具盈利能力的企业。

图 2: 中国移动 G 网, 中国联通 G 网, 中国联通 CDMA 网 ARPU 对比



资料来源: 运营商年报, 安信证券研究中心

一般意义认为, ARPU 值低, 相应的收入贡献也较低, 这只是一方面。从另一方面来说, ARPU 值低的用户忠诚度不高, 长期来看, 付出的营销成本也较高。举例来说, 中国移动与中国联通的中低端用户, 大进大出现象非常明显, 尽管我们没有确切的分项数字计算中低端用户的离网率, 但我们估计这个数字不会低于 60%-70%, 即: 每年新发展 100 个用户, 离开 70 个用户。这 70 个用户有的是换号再入网, 也有到竞争对手的网络里。(很多人会对惊诧于如此之高的离网率。事实上, 这是由于渠道商为了发展用户, 多发展用户就能够得到更多的佣金收入)。

1.2. 从外部环境来看, 3G 与移动互联网赋予中国联通前所未有的机遇

回望历史, 整合之痛、网络之痛、客户之痛这三座大山, 在 2008 年运营商重组, 3G 牌照颁发后起到了重大的变化。

首先是整合, 中国联通与网通整合之后, 团队已经磨合了两年多, 组织架构, 省、地市公司关键负责人已经趋于稳定;

其次是网络, 甩开了 CDMA 的中国联通, 迎来的是世界上最好的 3G 网络, 这种好体现在速度快与产业链配套齐全;

再次是客户, 中国联通借力 iPhone, 完全摆脱了“中低端”品牌形象, 高端用户人手一台 iPhone 俯拾皆是, 除了 iPhone, 3G 用户的 ARPU 值维持在 120 元左右, 为联通在未来利润增长奠定了坚实的基础。

至此, 我们认为, 从大趋势上, 联通内生与外在环境都发生了积极的变化, 而这种变化终将体现在未来的收入、利润上。

问题是: 今天的中国联通, 如何估值? 在 3G 用户增长的早期, 补贴较重, 利润较难在当年出来; 但持续的用户增长难道没有价值么? 或者说 3G 用户的快速增长和企业价值存在怎样的内在关联呢? 我们下章将会对此问题进行阐述。

2. 今日之梦：三分天下，铸就移动互联网大潮下的自由之路

2.1. “三分天下”的企业战略与用户市值逻辑

2011-2013 年，是联通公司发展极为宝贵和事关企业成败的战略发展机遇期。能否抓住“三年发展战略机遇期”，实现“三分天下有其一”的目标，是关系到联通公司未来发展成败的关键。

中国联通目前正处在高速发展期，这种发展体现了几个特征：用户的快速增长，收入的快速增长，但由于大量的手机补贴支出，并不能立刻实现利润的快速增长。就目前而言，所有的人都对中国联通的 3G 净增用户指标最感兴趣，但是，**3G 净增用户到底和中国联通的市场价值有什么关系？如何利用 3G 用户增长趋势与幅度来指导投资？**

2.1.1. 寻找客观合理的估值方法

由于中国联通目前处在净利率较低的历史时期，未来净利润将处在正向弹性较大的波动区间，因此，**我们不完全主张用市盈率来评估企业价值。取而代之的是，用市销率（P/S，即市值/销售收入）来观察更为有意义。**

市销率分析有一些好处：

- 1、PS 法不需要预估费用，可以尽量避免误差。联通作为电信运营商，其利润率太低，费用率太高，费用细项受多种因素影响，对费用预估很容易出现较大偏差；
- 2、PS 法不受会计摊销方法影响，不会因为人为利润确定原则而影响股价变动；
- 3、PS 法建立市值与 3G 规模的直接关系，收入与市值建立关系更为直观的把 3G 用户规模与联通移动网市值挂钩，清晰体现联通的核心价值点。

我们想强调的是第三点。对于运营企业（电信运营商、互联网企业等）来说，客户是根本，因此，**用市值/当期用户规模，其经济含义就是“每用户的市场价值”**。审视“每用户市场价值”的作用在于：每用户的市场价值可以进一步拆分，比如按照用户结构拆分，高端用户与低端用户的市场价值应该有差别，从这个视角上，判断高、低端用户的变化趋势则能够得到更加精细的评估。

市销率分析也有一些问题，比较典型的问题之一就是，市值的影响因素相当复杂，比如市场情绪、板块喜好、货币流动性等等。但是，从中长期的角度来说，过去某一个长周期的市值均值，基本可以代表公司客观的市场价值。

2.1.2. 基于“三分天下有其一”企业战略下的用户市值逻辑

2.1.2.1. 用户市值模型的构建思路

本节，我们将建立一个用户市值模型。该模型目标是解决两个问题：

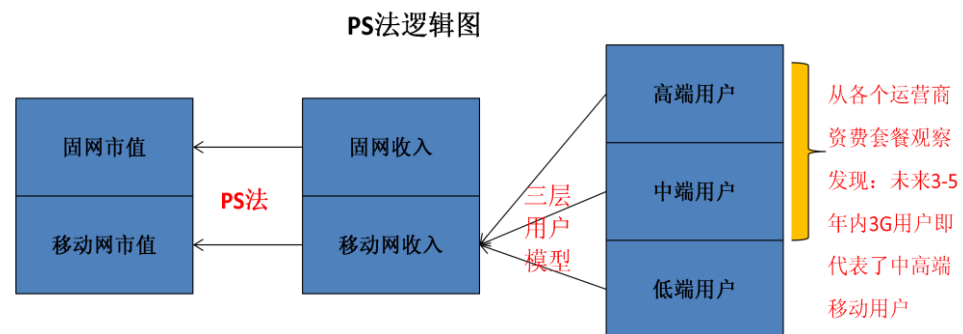
- 1、横向来看，将联通市值和其他运营商做一比较，判断每用户价值差距，看是高估、低估水平；
- 2、纵向来看，将联通市值拆组成固网市值、移动网市值，在移动网市值中，进一步拆解成 2G 与 3G 部分，最终得到 3G 用户增长趋势（或份额）与市值的内在关系。

我们的思路如下：

- 1、中国联通的市值包含固定网络市值和移动网络市值。固网市值可根据历史上的固网市值估值比较、其他国家和地区的估值作为参考，移动网市值折合到每用户价值上；
- 2、移动网市值的计算不是简单拆解，我们提出了“三层用户模型”。对中、高、低端用户的价值分别估算，我们在下节中将会着重讨论该模型的意义。
- 3、通过对 2G、3G 用户增长以及收入增长预测中国联通未来的发展趋势，计算

目前合理市值以及未来的市值走向。

图 3：中国联通的市销率方法估值的逻辑



资料来源：安信证券研究中心

2.1.2.2. 三层用户模型

在上一章，我们提到了联通的“客户之痛”，ARPU 值多年维持低位。3G 对于中国联通意味着什么？很多人提到是网络改善，体验更优，形象提升，增值业务拉动...我们认为这些都不完全一针见血，而最直接的结论应该是，“**3G 的引入颠覆了中国移动一家独霸中高端用户的市场格局，联通借机彻底改变中低端用户为主的客户结构。**”

理解这个问题，首先需要认识什么叫中高端？中国的手机用户大约可以分成三档，50 元 ARPU 以下的是低端用户，50-100 元 ARPU 的是中端用户，100 元以上为高端用户。对于联通来讲，由于 3G 用户天然定位在中高端，其套餐 66 元档、96 元档、126 元档、186 元档、226 元档等的收入都落在 50 元以上，因此，**对于中国联通而言，3G 用户=中高端用户**。3G 用户对于中国联通而言，就是梦寐以求的高 ARPU 值用户，而 3G 用户的增长趋势则构成了对未来收入、利润增速的主要观察基础。

其次，中高端用户很重要吗？他们对某家运营商的战略意义体现在哪里呢？我们经过观察，调研，提炼出简易的、有代表性的“**三层用户模型**”。三层用户模型就是将中国现存的手机用户分成三档，划分依据是消费能力，划分方式如下：

高端用户：100 元 ARPU 以上的（每月话费收入）；

中端用户：50 元到 100 元 ARPU 之间的；

低端用户：50 元 ARPU 之下的。

截至 2011 年 6 月的数据显示，国内共有 9.04 亿手机用户，我们估计（并无公开数据），100 元 ARPU 值以上的高端用户数量约为 1.1 亿；50 元到 100 元的中端用户数量约为 2.3 亿，50 元以下的低端用户数量约为 5.6 亿。

其次，由于 100 元 ARPU 值以上的平均消费额度大约在 150-200 元之间，50-100 元 ARPU 值用户平均消费额度大约在 70-80 元，50 元 ARPU 值以下用户平均消费额度大约在 25-35 元，由此，我们得到用户分层表格：

表 2：“三层用户模型”的内在逻辑

用户分层	ARPU	用户规模（亿）		用户收入（亿元/月）		用户收入（亿元/年）			比重
		用户规模	比重	下限	上限	下限	上限	均值	
100 元以上	150-200 元	1.1	12%	165	220	1980	2640	2310	36%
50-100 元	70-80 元	2.3	26%	161	184	1932	2208	2070	32%
50 元以下	25-35 元	5.6	62%	140	196	1680	2352	2016	32%
合计	52-64 元	9.0	100%	466	600	5592	7200	6396	100%

资料来源：运营商月报，安信证券研究中心

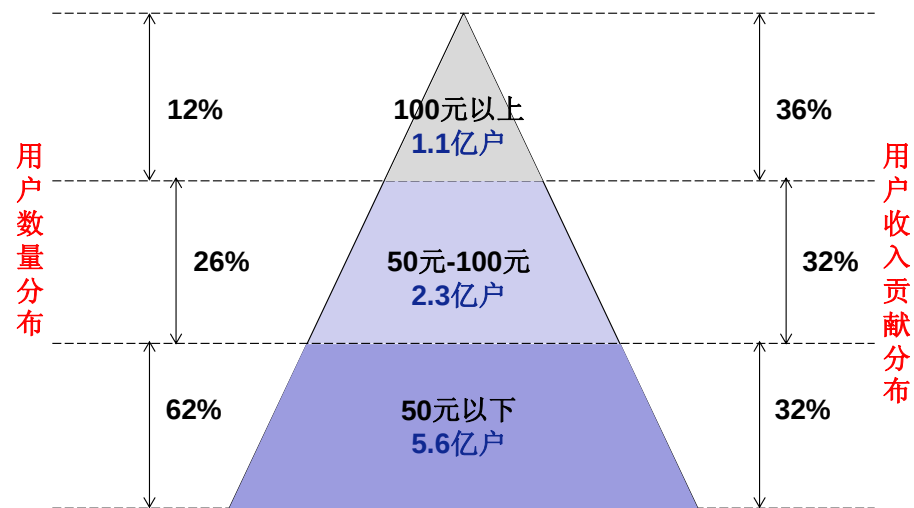
表中，我们对用户收入的下限和上限分别在 ARPU 区间下浮、上浮了 10%，目的是为了找到更加极限的情形。这样测算下来，得到 9 亿用户月收入、年收入的下限

和上限。

我们将均值 6396 亿元做了个验证，去年中国移动的收入为 4852 亿元，联通的手机收入为 895 亿元，电信的手机收入为 540 亿元，三者之和是 6287 亿元，考虑到今年尚有 5-10% 的增长，因此上述数据基本如实反应了实际情况。

为了进一步说明问题，我们绘制了如下图表：

图 4：“三层用户模型”中，用户数分布 VS 用户收入贡献分布



资料来源：各运营商年报，安信证券研究中心

我们注意到，高端用户数量占比约为 12%，中端用户数量占比约为 26%，低端用户数量占比约为 62%，但是他们的收入贡献大约为 36%：32%：32%（大约为 1：1：1）。换句话说：

12% 的高端用户贡献了 36% 的收入；

40% 的中、高端用户贡献了 68% 的收入；

这只是一个静态观察。

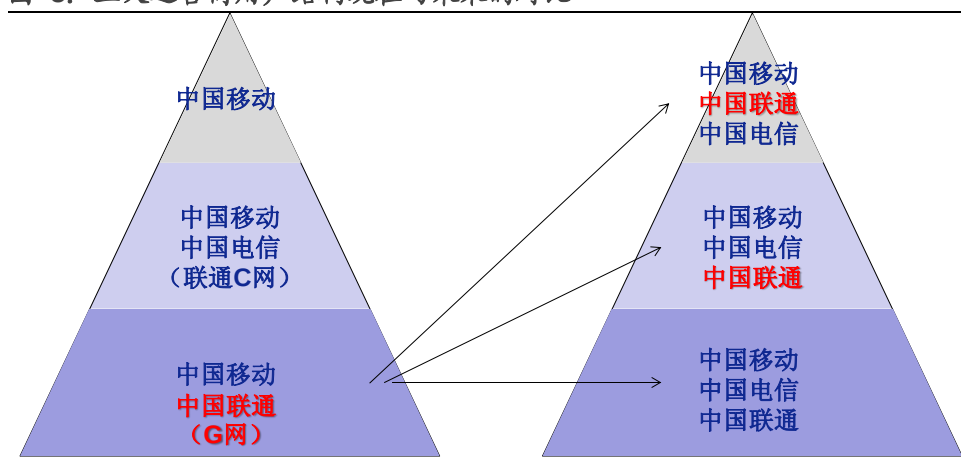
动态来看，如前文所述，由于低端用户的特点是“大进大出”，忠诚度比较低，因此需要持续不断的投入代理佣金用于“洗卡”（即代理商“洗”进来，“洗”出去，谋求运营商的发展佣金返点）。因此，从用户维系与发展的角度看，62% 的低端用户贡献了 32% 的收入但贡献利润应该小于 32% 的水平。

由此，我们可以认同的一点就是，中、高端用户对于运营商的价值非常重要，对运营商的稳定和发展起到决定性作用。未来，谁拥有了中高端用户，谁将掌握主动权。

反观，历史上，三大运营商经过多年发展，在 2008 年运营商重组之前，格局基本呈现一边倒的局面，即：中国移动雄踞着中高端，中国联通勉强发展了 CDMA 用户，基本处于中端的范畴，联通的 GSM 用户被定为到低端。2008 年重组以后，电信运营商重组后，中国移动的用户结构未发生变化，中国电信继承了 4000 万的 CDMA 网络用户，而中国联通则继承了 1.5 亿的 GSM 低端用户。

由于 3G 牌照的颁发，中国联通获得了两个受益：网络和终端。网络优势是因为爱立信、华为、中兴、诺西等全球主流厂家都支持 WCDMA 网络，因此从成本、部署时间、网络成熟度上都有优势，联通迅速通过两年的时间实现了全国绝大部分城市、县城的 3G 覆盖。终端优势则是全球 75% 以上的终端均属于该制式，而且 iPhone 的引入提升了公司的形象。从 2009 年开始，联通借助 WCDMA 开始向高端、中端市场进入，或者说，到目前为止，获取的 3G 用户数量，大约为 2500 万左右，就是两年来的斐然成果。

图 5: 三大运营商用户结构现在与未来的对比



资料来源：安信证券研究中心

我们认为，国内的手机用户还会增长，但是中、高端大约 3.4 亿用户的数量基本稳定。因此，3G 带给中国运营商首要的是，平均了用户结构，帮助联通、电信均了（中国移动）的贫富。

相信，我们已将定性的逻辑表达清楚，接下来，我们将根据此三层模型，对中国联通的企业价值进行重新评估。

2.1.2.3. 对于中国联通的再估值

本节，我们将分别解决固定网络和移动网络市值的估算。

1、固定网络市值评估。

中国电信、中国联通的固网业务包含固话和宽带两个部分，他们到底应该值多少钱？

表 3：在重组前后，电信、网通的市销率大约在 1.75 左右

	2007 年固网收入	2008 年 6 月底市值	PS
中国电信	1787	3,016.90	1.69
中国网通	804	1,509.68	1.88
均值	2591	4,526.58	1.75

资料来源：运营商年报，安信证券研究中心

在 08 年重组之前，中国电信与中国网通的市销率大约为 1.75，其中网通 1.88，电信为 1.69。考虑这个因素主要是由于，世界上单纯的固网运营商比较少（一般都是全业务运营商），因此每一个样本都“弥足珍贵”。

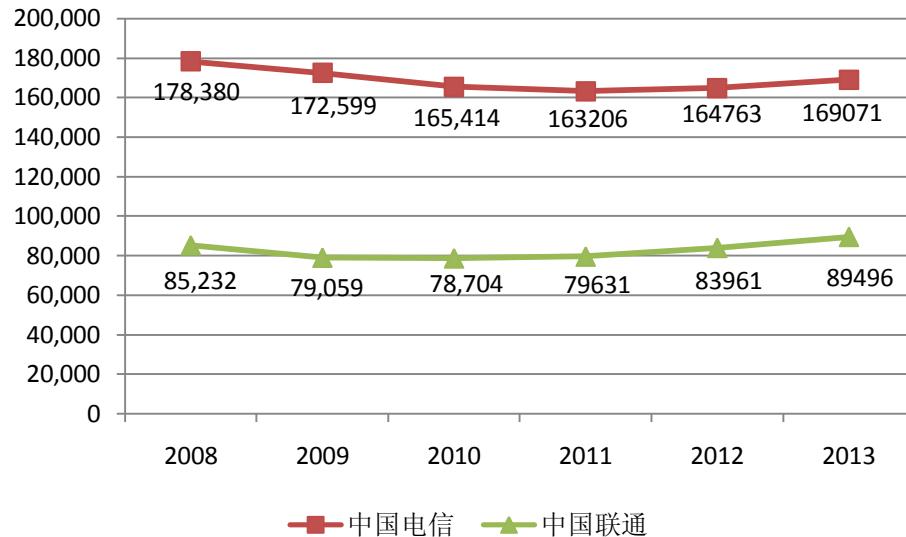
在那段时间，中国的语音业务已经开始下滑明显，宽带业务增长显著但尚不如语音业务占比高。从收入的角度看，两个运营商的固网、移动网收入在 08-10 年都出现了一定程度的下滑。如果可以解释为什么市销率依旧有平均 1.75 的水平？我们认为主要是因为 1）语音业务的折旧基本结束，所以是一个“现金牛”型的业务。2）宽带业务增长显著。

放眼全球，类似的海外固网运营商比较有代表性的是英国电信。在目前，其市销率为 0.7。造成固网的市销率差异较大的原因主要有两点：第一，英国电信多年以来增长较为缓慢，也偶有停滞，而中国电信、中国联通（前网通）的宽带增长依然较快。从这个意义上，中国的运营商增长能力更强；第二，A 股平均市盈率为 23.7 倍，道琼斯平均市盈率为 15 倍。也就是说，对比大盘来看，美国股市对于中国股市有一定幅度的折价。

基于以上两点因素，我们机械的核算，发达经济体的固网运营商市销率折合到今天的 A 股大约为 1.1。

按照我们对与两大运营商业务的理解，我们对未来两个运营商收入预测如下图。总体来看，中国联通的固网收入增长率将在 2011 年“转正”，随后每年稳定增长，即宽带收入的增长速度高于固话收入的下滑速度。中国电信固网收入增长率预计将在 2012 年“转正”，原因是电信的固话基础较大，且宽带收入增长速度也略小于中国联通。

图 6: 两大固网运营商的固网业务收入预测 (单位, 百万元)



资料来源: 运营商财报, 安信证券研究中心

那么，基于此收入估算，我们在资本市场上究竟可以给固网业务多少市值呢？我们认为中国的固网运营商宽带增长至少还有 3 年的快速增长期，固话业务今年拆机小灵通结束后，下滑将进一步趋缓，且将呈现稳固的现金流，因此，其业务的增长能力和创收能力都强于英国运营商；同时，我们也认为，电信、网通的宽带收入增速略低于 2007、2008 年的水平。因此，我们认为市销率 PS 应当在 1.1-1.75 之间的水平为宜。我们最终取值为 1.3，除了结合以上两方面考虑之外，也考虑了结合移动市值分配的合理性（例如，我们假若将固网市销率取到 1.75，得到的结论就是中国电信的移动网价值为近似为零，这显然有悖于常理）。

表 4: 近 20 个月三大运营商平均市值

单位 (亿元)	总市值	固网市值	移动网市值
移动	13088.6	0	13088.6
电信	2853.7	2150.4	703.3
联通	2372.7	1023.2	1349.5
总体移动用户市场价值	18314.9	3173.5	15141.4

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

我们之所以取了 20 个月三大运营商的平均市值而非取某一时点的市值，主要是尽量排除短期市场的波动干扰，以指导我们得到相对稳定的每用户市场价值。

2、移动网络市值评估。

现在，我们终于迎来最为关键的计算步骤了。之前做的种种假设和推演，其最终的目的就是观察，移动用户结构发生了剧变之后，中国联通未来的市场价值究竟几何？如果今年能够达到 2500 万 3G 净增，其市场价值如何？如果今年只做到 2300 万或是 2100 万，其市场价值如何？本节内，我们将试图得到所有的答案。期间，计算方法未免琐碎，我们也将试图将其尽可能简单的表述出来。

1) 每用户市场价值。

结合“表 4”，我们得到了中国三大运营商的移动网络价值是 1.5 万亿元。如果简单将 1.5 万亿除以 9 亿手机用户（截至 2011 年 6 月），我们能够简单得到每用户的市场价值为 1667 元。但这不具有指导意义，因为如前所述，3G 的引入彻底的改变了三

大运营商的用户结构。

故，我们引入“表 2”推演的三层用户模型结论，“表 2”准确的反映出高、中、低端三层用户的单位用户收入贡献是不同的。我们按照高、中、低三层用户每年的收入贡献不同，可以将 1.5 亿市值按照此比例分布在三层用户中，再除以每层的用户总量，即高端用户 1.1 亿，中端用户 2.2 亿，低端用户 5.6 亿，最终，得到每用户市场价值，见表 5。

表 5：三层用户模型中，每用户市场价值计算

用户分层	ARPU	用户规模 亿户	用户收入（亿元/年）			市值分 解	每用户 市值，元
			下限	上限	均值		
100 元以上	150-200 元	1.1	1980	2640	2310	5468.5	4971
50-100 元	70-80 元	2.3	1932	2208	2070	4900.4	2131
50 元以下	25-35 元	5.6	1680	2352	2016	4772.5	852
合计		9.0	5592	7200	6396	15141.4	

资料来源：安信证券研究中心

每用户市场价值（高端 4971 元、中端 2131 元、低端 852 元）将是我们递推的一个重要前提。

接下来，我们将要试着回答的三个主要问题是：

A) 未来，中国联通将会有多少手机用户？

B) 这些用户有多少将落在高端、中端、低端？

C) 3G 用户和高端、中端、低端是有怎样的关系？

当我们成功的回答完毕这三个问题之后，我们就能够得到所有结论了，当然，其中包含的一个重要结论就是，3G 用户的净增对应中国联通的市场价值是几何？

2) 核心发展数据预测

根据国家统计局以往的数据，中国人口在 2010 年达到 13.4 亿，我们预测未来三年人口增速将微幅下滑。

表 6：2011 年-2013 年中国人口增长预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国人口 人数，万	129,988.0	130,756.0	131,448.0	132,129.0	132,802.0	133,466.0	134,120.0	134,763.8	135,397.2	136,020.0
增长率		0.59%	0.53%	0.52%	0.51%	0.50%	0.49%	0.48%	0.47%	0.46%

资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

我们预测，2011 年将会是中国手机有史以来净增量最大的一年，预计全年手机用户净增在 1.22 亿部。2012-2013 年，净增量也会维系在 1 亿以上，到 2013 年，预计中国手机普及率将达到 87%，达到发达国家 08、09 年的水平。

表 7：2011 年-2013 年中国手机用户发展预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国手机用户	31636.9	37444.4	44359.8	53183	61852.5	72596	84196.3	96,399.9	107,439.2	118,337.4
净增量		5807.5	6915.4	8823.2	8669.5	10743.5	11600.3	12,203.6	11,039.3	10,898.2
手机普及率	24.34%	28.64%	33.75%	40.25%	46.57%	54.39%	62.78%	71.53%	79.35%	87.00%

资料来源：工信部，安信证券研究中心

基于 2011-2013 年的用户增长总体预测，我们分拆到了各个运营商。

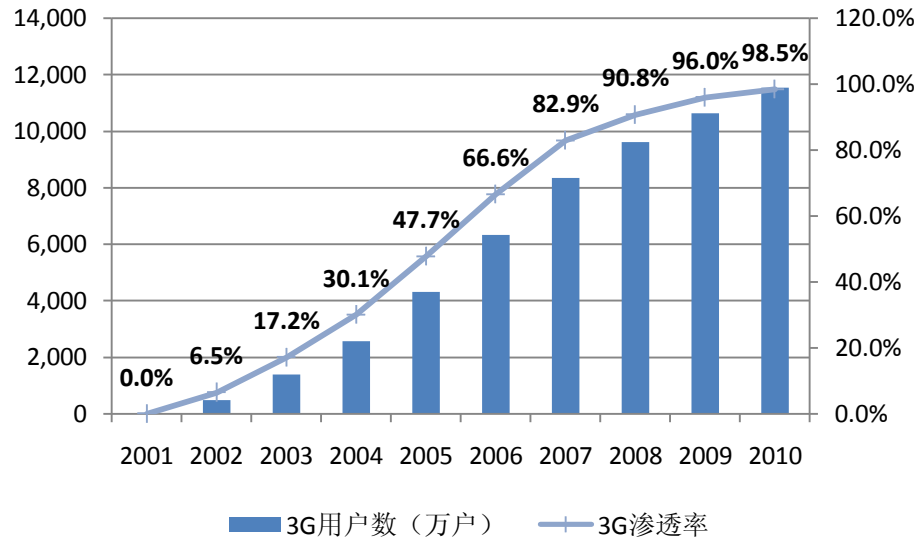
我们的分拆充分考虑到各运营商的能力，发展 3G 的意愿，也结合了日本 3G 增长的历史经验。

在日本，3G 在 2001 年 3 月试商用，由于带宽增长显著，加上截至 2004 年，三大运营商的 3G 网络覆盖率基本达到 99%（其中 KDDI 采用的 CDMA2000 制式，率

先在 2002 年底就达到了 90% 的网络覆盖率)。

良好的用户体验, 加上快速网络部署, 让日本在 5 年的时间里就迅速达到 66.6% 的 3G 渗透率 (3G 用户/移动用户总量)。

图 7: 日本自 3G 开通以来, 3G 用户增长及渗透率 (单位, 万户)



资料来源: 各运营商财报, 安信证券研究中心

中国和日本比较大的区别是: 中国的农民人口比重占据主导。农村市场长期被中国移动把持, 而移动的 TD-SCDMA 网络在农村的覆盖率不如城市, 且 TD 手机在价格上不具备与 GSM 相同的成本优势。这在很大程度上会使得中国的 3G 手机渗透率增长率略低于日本当年的水平。但现在和 10 年前的日本 3G 经验有个很大的不同, 就是千元电容屏智能手机的普及速度让人瞩目。

结合以上数据, 我们对 3G 的增长做了一个偏保守的增长预期, 也就是到 2013 年, 中国将达到近 4 亿 3G 用户, 移动的 3G 份额将小幅下降, 联通的 3G 份额小幅增长, 而中国电信的 3G 份额保持目前的水平。

表 8: 2011 年-2013 年中国手机 3G 用户及市场份额发展预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
3G 用户总量, 万	1,022.0	4,705.2	12,935.0	24,035.0	38,535.0
移动份额	33%	44%	43%	42%	40%
电信份额	40%	26%	27%	27%	27%
联通份额	27%	30%	30%	31%	32%
渗透率	1.4%	5.6%	13.4%	22.4%	32.6%

资料来源: 各运营商财报, 安信证券研究中心

基于此, 我们进一步的分解了各运营商的 2G、3G 用户的构成。见表 9。

表 9: 2011 年-2013 年三大运营商 2G、3G 用户数据预测, 单位万户

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国移动用户	52,228.3	58,401.7	63,505.3	68,844.6	73,142.8
-3G (TD)	340.8	2,070.2	5,500.0	10,000.0	15,500.0
-2G (GSM)	51,887.5	56,331.5	58,005.3	58,844.6	57,642.8
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国电信用户	5,609.0	9,052.0	12,852.0	16,152.0	19,152.0
-3G	407.0	1,229.0	3,529.0	6,529.0	10,529.0
净增量			2,300.0	3,000.0	4,000.0
-2G	5,202.0	7,823.0	9,323.0	9,623.0	8,623.0
	2009	2010	2011E	2012E	2013E

中国联通用户	14,758.7	16,742.6	19,842.6	21,942.6	25,042.6
-3G	274.2	1,406.0	3,706.0	7,006.0	11,506.0
	274.2	1,131.8	2,300.0	3,300.0	4,500.0
-2G	14,484.5	15,336.6	16,136.6	14,936.6	13,536.6
			800.0	-1,200.0	-1,400.0

资料来源：各公司网站，安信证券研究中心

表 9 中，我们暂且以 2011 年-2013 年的联通 3G 用户净增量为预测依据，分别是 2300 万，3300 万，4500 万，也就我们的中观预期。在后边的部分，我们还将带入乐观预期和悲观预期来分析最终的影响。

接下来，我们将对中国联通的 2G 与 3G 用户比例做一分解，即：2G 用户中，有多少处在高端、中端、低端？3G 用户中又有多少处在高端、中端和低端上？

虽然缺乏公开的数据分析，但我们依然有几个大的原则可以限定此数据范围：

1、中国联通的 2G 用户基本属于低端用户，往后看，联通的 2G 用户的中、高端比例仍将下降，这是因为部分用户将被 iPhone 等中高端机型吸引到 3G 网络中。

2、到目前为止，中国联通的 3G 用户都落在中高端区间。预计今年年底，低端用户比例将占到当年新增 3G 用户的 10%，预计到 2013 年，联通当年新增 3G 用户中有 25% 是低端用户，75% 为高端用户。

我们的预测数据如下：

表 10：2011 年-2013 年中国联通的 2G 用户按照“三层用户模型”分解预测

2G, 万户	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高端	507.0	440.9	363.1	242.7	135.4
中端	1,013.9	881.9	726.1	485.4	270.7
低端	12,963.6	14,013.8	15,047.4	14,208.4	13,130.5
2G 用户总数	14,484.5	15,336.6	16,136.6	14,936.6	13,536.6

资料来源：安信证券研究中心

和

表 11：2011 年-2013 年中国联通的 3G 用户按照“三层用户模型”分解预测

3G, 万户	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高端	191.9	534.3	1,247.7	2,055.1	2,876.5
中端	82.3	871.7	2,149.5	3,783.2	5,753.0
低端	0.0	0.0	308.8	1,167.7	2,876.5
3G 用户总数	274.2	1,406.0	3,706.0	7,006.0	11,506.0

资料来源：安信证券研究中心

以及最终的

表 12：2011 年-2013 年中国联通的 2G+3G 用户按照“三层用户模型”分解预测

2G+3G	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高端	699	975	1,611	2,298	3,012
中端	1,096	1,754	2,876	4,269	6,024
低端	12,964	14,014	15,356	15,376	16,007
合计	14,759	16,743	19,843	21,943	25,043

资料来源：安信证券研究中心

3) 市场价值评估

我们看看表 11 中关于 2013 年的数据，联通高端用户 3000 万，中端 6000 万，中高端加一起大约是 9000 万，占到国内中高端用户 3.4 亿的 26%，距离“三分天下有其一”还有差距，但是这种趋势的建立本身更加重要。此外，也不排除中国联通能够超越此预期。

在之前的论述中，参见表 5，我们曾经得到移动网络用户，每用户市场价值分别

为：高端用户 4971 元、中端用户 2131 元、低端 852 元。

那么，将每用户市场价值带入到表 12 中，我们就能够分别计算出来中国联通的高端、中端、低端的用户市场价值。

表 13：2009-2013 年，中国联通的移动网络价值评估

亿元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高端	347	485	801	1,142	1,497
中端	234	374	613	910	1,283
低端	1105	1,194	1,309	1,310	1,364
移动网络价值	1,686	2,053	2,722	3,362	4,145

资料来源：安信证券研究中心

在图 6 中，我们对中国联通的固定网络收入做一预测，这里，我们将按照相同的市销率还原固网价值。最后，我们得到了中国联通的市场总价值。

表 14：2009-2013 年，中国联通的市场价值评估

亿元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
移动网络价值	1,686	2,053	2,722	3,362	4,145
固定网络价值	1,028	1,023	1,035	1,091	1,163
市场价值合计	2,714	3,076	3,757	4,454	5,308

资料来源：安信证券研究中心

表 14 中，我们关注到 2011 年，中国联通的重估市场价值为 3757 亿元人民币。在 2011 年 8 月 24 日，红筹股收盘总市值为 2646 亿元人民币，期间的差距为 42%。我们将以上市值折合到 A 股，港股的每股价格上，得到了参照价格分别为：

表 15：2009-2013 年，中国联通的参考股价评估

参照价格	2009	2010	2011E	2012E	2013E
港股 (HKD)	14.05	15.92	19.45	23.06	27.48
A 股 (CNY)	4.76	5.40	6.59	7.81	9.31

资料来源：安信证券研究中心

到这里，我们再用乐观、中观、悲观三个预期再重新演算，看看在其他任何变量不变的情况下，对最终的结果有着怎样的影响？

表 16：乐观、中观、悲观预期中的中国联通 3G 净增假设

万户	2010	2011E	2012E	2013E
乐观预期	1131.8	2,500.0	3,600.0	5,000.0
中观预期	1131.8	2,300.0	3,300.0	4,500.0
悲观预期	1131.8	2,100.0	3,000.0	4,000.0

资料来源：安信证券研究中心

我们会发现，实际上，在三种预期中，得到的结论差距不是很大，见下表。

表 17：乐观、中观、悲观预期下的 A 股、港股的参考价格

港股参考市值 (亿元, 人民币)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乐观预期	2,714	3,076	3,817	4,591	5,561
中观预期	2,714	3,076	3,757	4,454	5,308
悲观预期	2,714	3,076	3,698	4,316	5,056
股本	235.6	235.6	235.6	235.6	235.6
港股参考股价 (港币, 汇率 1.22)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乐观预期	14.05	15.92	19.76	23.77	28.79
中观预期	14.05	15.92	19.45	23.06	27.48

悲观预期	14.05	15.92	19.14	22.35	26.18
A 股参考市值 (亿元, 人民币)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乐观预期	919	1,042	1,293	1,556	1,884
中观预期	919	1,042	1,273	1,509	1,799
悲观预期	919	1,042	1,253	1,462	1,713
股本	212.0	212.0	212.0	212.0	212.0
A 股参考股价 (元, 人民币)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乐观预期	4.76	5.40	6.70	8.05	9.75
中观预期	4.76	5.40	6.59	7.81	9.31
悲观预期	4.76	5.40	6.49	7.57	8.87

资料来源：安信证券研究中心

上表中，A 股的参考市值是按照总市值*A 股权益，（参见中国联通股东结构，其中 A 股权益占到红筹公司的 $82.1\% \times 41.27\% = 33.88\%$ ）。

若考虑在近一、两年 A 股较港股有溢价的效应，我们做一简单计算：过去的 20 个月中，A 股的权益市值（红筹公司的平均市值*33.88%）为 804 亿元，A 股的实际平均市值为 1199 亿元，A 股的实际市值对权益市值的溢价是 49%之多！溢价的原因主要因为两个市场在风格、喜好上存在较大差异。

表 18：考虑到 A 股对于港股存在溢价的 A 股参考价格

A 股参考股价 (元, 人民币)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乐观预期	7.10	8.05	9.99	12.01	14.55
中观预期	7.10	8.05	9.83	11.65	13.89
悲观预期	7.10	8.05	9.67	11.29	13.23

资料来源：安信证券研究中心

由于这种溢价的原因较为复杂，因此我们在之后的文章中并未考虑溢价因素的影响

4) 用户市值逻辑与“三层用户模型”小结

到这里，我们以用户市值逻辑推演了所有结果，这里再做一小结。我们的研究方法有以下几个特点：

1、**突出了用户对企业价值的影响**：之所以考虑以用户市值作为出发点，主要是考虑从历史来看，无论是互联网服务商还是运营商，只要有运营属性的企业，其用户的数量和质量是非常重要的。因为用户代表了运营商的先导指标，没有用户也就没有对未来的预期。国内、外很多互联网公司尚未盈利但资本市场给了一个较高的市值，概因用户量以及用户的增长速度和趋势。

2、**差分了高、中、低三档用户的不同**：经济学的“2/8”原理经常会强调最有价值的 20%用户的重要性，而我们通过“三层用户模型”将国内的运营商用户结构分解开来，以解剖麻雀的方式来计算高、中、低端不同种类的用户在收入上的贡献差异。

这里，我们还做了一个有趣的演算，假定在我们的中观预期中，中国联通的 3G 用户 100%都是低端用户，也就是说，基本沿袭了 2G 的历史，那么其市场价值和对应的 A 股参考价格如下：

表 19: 中观预期下, 假定联通 3G 用户均为低端用户的参考价格

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
参考市值 (亿元)	2,624	2,744	2,969	3,124	3,388
A 股 (CNY)	4.60	4.81	5.21	5.48	5.94
港股 (HKD)	13.59	14.21	15.37	16.17	17.54

资料来源: 安信证券研究中心

可见, 如果那样, 中国联通的 A 股、港股在未来两年都不具有吸引力。

3、将 3G 数据与市值/股价对应起来: 我们每个月能够看到中国联通的 3G 净增用户数据, 但始终无法将这个数据和股价关联起来。大抵上处在一种“凭着感觉走”的状态, “三层用户模型”考虑到 3G 用户中, 绝大部分用户处在 50 元 ARPU 值以上, 这样, 将 3G 用户 (以及 2G 用户) 分解到了三层用户的比例中。于是, 简介的将 3G 用户数据与网络市值与股价结合起来。

那么, 很多投资人会心存一些问题, 可以想象的有如下几个:

1、对用户数据的质疑, 即, 如果未来移动、电信有 iphone 了, 或者 LTE 来了, 联通的用户是否做不到我们预测的最悲观的水平? 我们认为不会。原因是, iphone 与 TDD-LTE 的到来, 改变不了联通网络与产业链仍处在有利地位的事实。况且, 我们在悲观预期中, 联通“三分天下仍未得其一”, 预期已相当之低。

表 20: 悲观预期中的 3G 市场份额

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
国内 3G 用户总量	1,022.0	4,705.2	12,535.0	23,035.0	36,535.0
移动份额	33%	44%	44%	43%	42%
电信份额	40%	26%	28%	28%	29%
联通份额	27%	30%	28%	28%	29%

资料来源: 安信证券研究中心

2、对估值方法的质疑, 即, 同样的用户, 是否在不同的运营商会体现不同的价值? 我们认为这种理解有一定的道理, 但绝不应过分夸大。如果商业模式有着本质的区别, 如电子商务公司、网络游戏公司、社区网站, 其用户价值会有显著差异。而对于三大电信运营商, 其业务模式完全一样: 盈利模式相同, 营销模式相同, 服务模式相同, 套餐相似度很高。因此, 我们不认为同样的一个用户在不同的运营商的价值会相差较大。

3、对系统性风险的质疑, 即, 每用户价值会不会随着 ARPU 的下滑而下滑, 从而对我们的估值基准有了显著的影响? 我们认为, 长期不确定但短期不会。长期不确定的原因在于, 单位用户产生的收入一方面随着语音单价的下滑而下滑, 但另一方面, 移动互联网、智能手机的大潮又刺激了增值业务使用的增加, 因此, 来自“对冲”的两股力量的作用力结果尚未可知。短期不会的理由是, 我们已取了 20 个月的平均市值, 目的就是平滑 1-2 年内市场的短期波动对市值的影响。

我们本节得到了最为重要的一个结论: 中国联通曾经定位中低端, 而 3G 的到来彻头彻尾的让其可以与电信、移动“平起坐”, 直接的结果就是中国联通有了获取中高端用户的能力, 而中高端用户的获取, 背后的价值是巨大, 也是被市场低估了的。

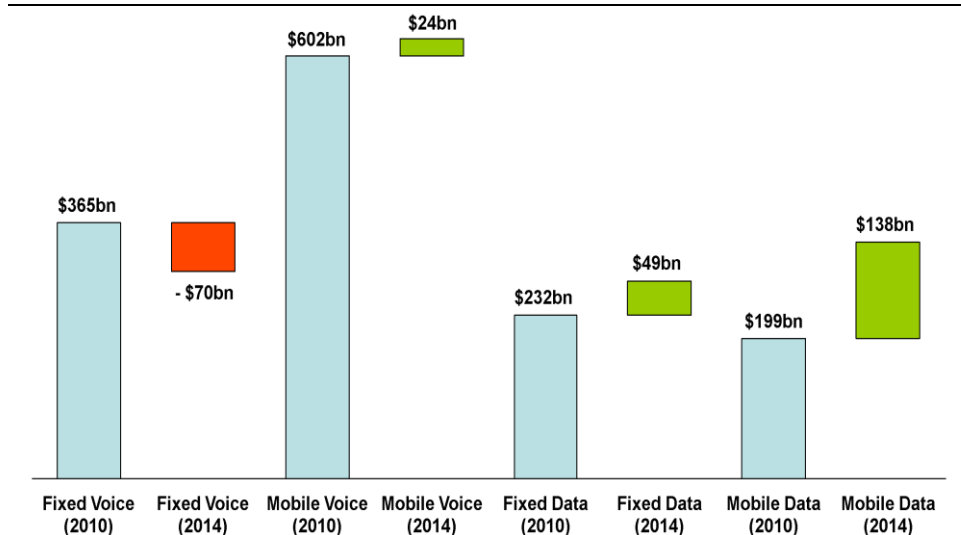
3. 未来之盼：平台为纲，开放为常，人才为本，机制为要。

对于未来，投资者最关心的问题就是行业会驶向何方？在这里，我们也将花些时间做一讨论，尽管有些内容不算是立竿见影的。

3.1. 下个十年，产业将归于新的、更大范畴的融合

预计到 2014 年，固定语音收入将下降 20%，移动语音业务也仅有微幅增长。移动数据业务和固定数据业务是全球电信业收入增长的主要动力。

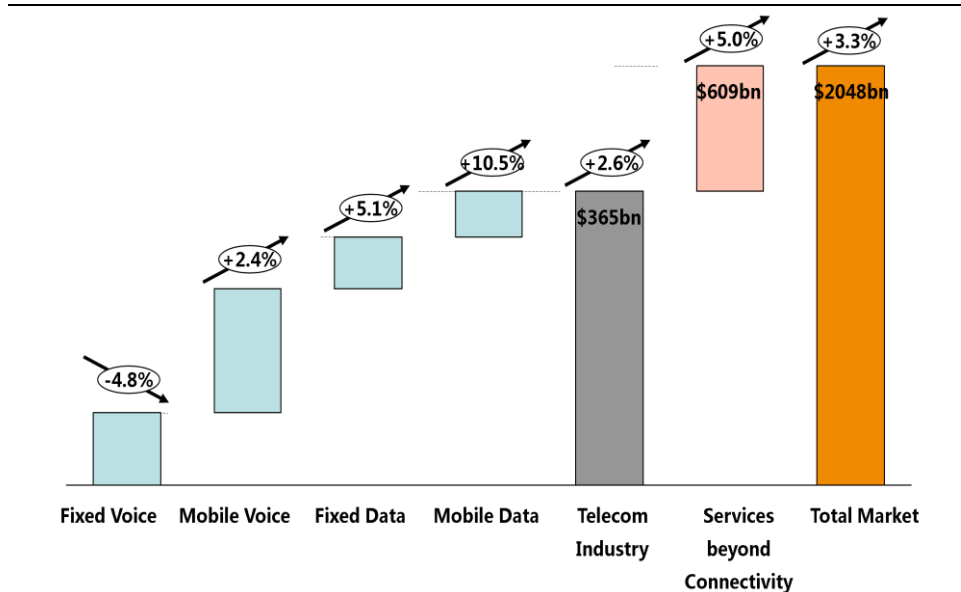
图 8：移动数据业务和固定数据业务是全球电信业收入增长的主要动力



资料来源：IDC, Vodafone 2010, 安信证券研究中心

同时，传统电信之外的新业务领域也是增长的重要驱动力。这些新业务 (Services beyond Connectivity) 泛指产业融合的若干新业务，例如：NFC、移动广告、App、ICT 集成等。

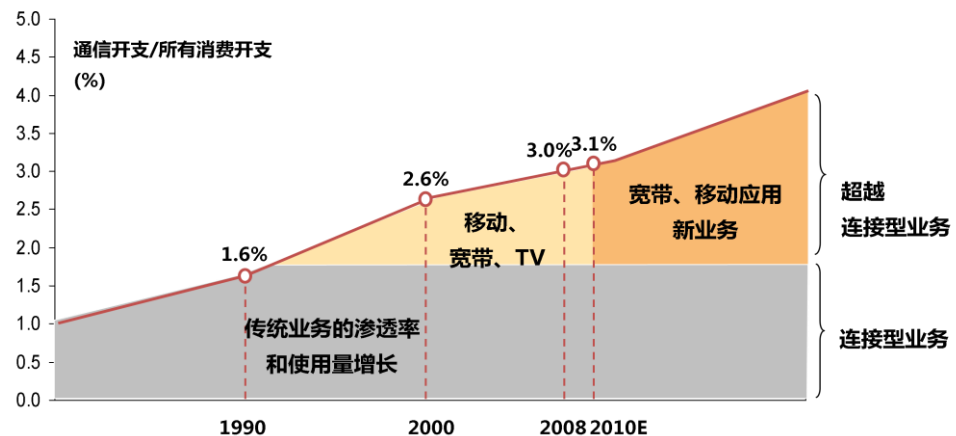
图 9：传统电信之外的新业务领域也是增长的重要驱动力



资料来源：IDC, 安信证券研究中心

在未来十年，消费者在通信和信息服务开支将会继续增加，而传统的连接型业务基本不再增长，超越连接型类业务 (beyond connection)，特别是宽带、移动应用和新业务方面将有长足增长。

图 10: 实体经济的数字化推动电信行业增长



资料来源: Euromonitor International, Bain 2011, 安信证券研究中心

从我们的角度,理解这种通信产业“跨界”发展的趋势为又一次“融合”,这种融合,不再是简单的产业延伸,而是全面的、综合的、深远的融合。这种融合不仅会改变运营商本身,也将实实在在的改变人们的通信方式、生活方式。我们对融合的理解包括以下几个方面:

表 18: 融合的范畴和说明

融合的范畴	说明
融合是产业的融合	1. 电信、互联网、IT、软件、金融、媒体、本地服务等众多产业横向的融合,其中每两两结合都会产生新的商业模式,更多的新业务,更多的新进入淘金的企业; 2. 在移动互联网的核心产业中,运营商、终端商、互联网服务商三个主要业态; 3. 其次,产业内的纵向融合,换句话说就是价值链位置的调整,参与者都在试图贴近上游核心资源,通过置换、买断、分成等多种方式形成某种意义上的延伸。
融合是服务的融合	1. 互联网在演进的过程中,从 BBS 到 web1.0 到、web2.0,平台化的概念越发清晰,业务成为平台上的某个子集存在,视角从服务转化成了人; 2. 电信侧还多守着业务运作概念在“精耕细作”,虽说也试图做“139 社区”、“飞信”、“音乐平台”、“手机邮箱”、“移动搜索”、“12580”...横向缺乏联系,主观把用户碎片化; 3. 原因多出于因人设岗的考虑、认识不足的事实、本位主义的功利性...若只从道理上讲,业务和业务之间融合并被某种方式的“平台化”,这是非常清楚的。
融合是人的融合	1. 在移动互联网这个命题下,用户不会在乎企业的核心能力是什么,只感受服务的好坏; 2. 服务能力取决于组织的能力,组织的能力很大程度上取决于人的能力。 3. 人的融合是一个大的范畴,不同文化背景、不同年龄、不同层次、不同经历、不同特长的人们能够走在一起,形成组织,互相争论、理解、妥协与包容,是一件不容易的事情。
融合是终端的融合	1. 移动互联网时代,无所谓 PC、手机、MID、掌上电脑、行业终端...这些终端能看、能听、能输入、能沟通、能方便的植入很多程序、能聚合很多信息、能与互联网连接。不在乎大小、快慢、手写还是 qwerty、智能还是非智能,这些是要视场合环境。 2. 大有大的好处(清晰),小有小的用途(随身);快有快的优点(速度),慢有慢的道理(价廉),手写符合 windows 鼠标的习惯, qwerty 沿袭键盘的便捷,智能平台可以安装多种软件,非智能平台简单稳定价格低廉。 3. 争论电脑手机化还是手机电脑化可能不会有结果,本来手机和电脑甚至电视区别界限越来越模糊,这个趋势在移动互联网时代还将继续而且可能有过之而无不及。

融合是信息的融合	- 移动互联网时代，信息在不同的业务，不同的终端，不同的平台中穿梭，A 平台的信息可以在 B 平台获得，C 终端的信息可以到 D 终端读取 - 运营商的某些业务有此特点但还不足：例如，有个业务叫“统一消息”，消息可在手机、固话、传真、EMAIL、IM 等多种终端、业务上自由流转。问题是并不根据用户 LOG 去分析，也不勾勒用户的基本身份，所以“统一消息”更多是基于通道侧的一个接入平台，产生多是业务侧（短信、固话短信、email、IM message...）而少涉及内容侧，这是个遗憾，是运营商迈入互联网的一道坎。
融合是体验的融合	在服务于客户的各个接触点上，强调的是每个体验点的细节，而客户的最终感受则是建立在对所有接触点的概略感知基础上的。这就要求体验无处不在：多体验界面，多体验形式，多体验流程，多体验细节...
融合是商业模式的融合	- 移动互联网，主体不再单单是互联网，也不再是运营商，也不再是终端； - 互联网的主要商业模式，广告（搜索）、游戏、电子商务和运营商的业务前向收费商业模式、终端硬件销售商业模式都会渐显单调； - 贩卖用户，贩卖信息，贩卖平台，贩卖服务，上中游合作、中下游合作、产业两两联合，都会衍生出新的商业模式； - 未来商业模式没有固定的套路，你中有我、我中有你，看似迥庭，却又在情理中。产业间、产业内、平台内、平台外，多维度的交叉组合，日新月异，花样翻新。

资料来源：安信证券研究中心

3.2. 电信运营企业的未来是光明的还是黯淡的？

Facebook、谷歌、苹果、twitter、三星等巨人们参与到原本不太搭界的移动互联网格局中来，我们要思考和回答的新的问题是，在互联网、移动互联网的范畴下，运营商如何能够定义自身的未来，他们的前景是光明的还是黯淡的？

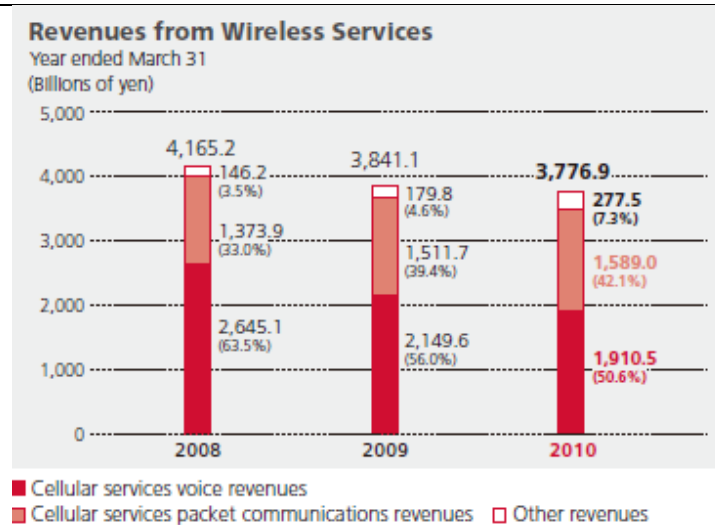
阚凯力教授在 2006 年前后提出了一个语出惊人的观点：运营商应退出历史舞台，并断言，运营商在 5-10 年就会面临巨大的生存危机甚至死亡。当时，直到现在，有很多人对此嗤之以鼻，但对比现实，最近 5 年，行业竞争的加剧，增长的下滑，利润的下降确是不争的事实。

曾经有一个故事，一个学者在若干年前曾经提出，中国人不可能生产出足够的皮鞋。当时的逻辑就是怎么算都没有那么多的牛皮。现在看来，其错在忽视了新技术的改良（例如革、织物、其他新材料），以及市场需求对供应商的吸引而带来的生产力的大幅度增加。

对于阚教授的观点，我们基本上持保留态度。因为从静止的角度，2006 年全球的 3G 运营商都背着沉重的包袱，除了 ICT，也没有特别的增长点。而时隔 5 年，互联网、移动互联网、行业信息化、物联网都是运营商未来瞄准的市场，所以环境变了，结论自然也应该随着调整。但，阚教授用他多年的经验指出了一个事实，就是不求变，一定没落，这是我们应该看待这个观点的正确态度。

多年来，全球的运营商们从未放弃对未来的思考和探索——如果通信业务已经增长乏力，那么怎样才能快速发展，甚至创造下一个增长辉煌？在我们了解的一些国家和地区，不乏可圈可点的例子：如，以 Docomo、KDDI、软银为代表的日本电信运营商在增值业务中独领风骚，日本的手机社区，手机电子商务放之四海来看都可圈可点；以德国电信、英国电信为代表的系统集成业务（ICT）有声有色，跨入到行业信息化中并有所建树；以法国电信为代表的家庭业务、三网融合业务相对出色；以西班牙电信为代表的海外业务增长顺畅，且增加了很多运营商的创收业务如五机（电话机、复印机、传真机、打印机、PC 机）代购；以澳大利亚 telstra 为代表的物联网业务起步较早，机器用户（M2M、物联网）已经占到相当比例。

图 11: Docomo 的非语音收入逐年递增



资料来源: Docomo2010 年报 安信证券研究中心

表 19: Orange 的 M2M (Machine-to-Machine) 服务

M2M 咨询	评估客户需求, 并帮助客户建立商业计划和投资回报模型
M2M 通信	提供全球移动, 卫星, Wi-Fi 无线, 宽带和 IP-VPN 等多种连接方式, 并提供端对端的应用
M2M 集成	为行业应用提供集成服务, 例如车队管理、智能电网、遥测等。

资料来源: 法国电信公司网站 安信证券研究中心

图 12: 德国电信 ICT 业务在医疗领域的渗透



资料来源: 德国电信公司网站 安信证券研究中心

表 20: 英国电信 ICT 典型案例

行业	典型案例
医疗	Worcestershire health ICT services
政府	Lancashire County Council ICT services Norfolk County Council Children's Services
IT	富士通网络会议系统集成
法律服务	Registers of Scotland ICT services
金融	纽约-泛欧交易所集团 (NYSE Euronext) 交易系统

资料来源: 英国电信公司网站 安信证券研究中心

因此, 我们认为, 对于电信运营全行业来看, 大的趋势是: 需要经历相当的时间去探索和思考未来的路, 而在此过程里, 我们尚未看到行业引力提升的可能性。但, 我们依旧能够看到不少优秀企业的发展路径。所以, 电信运营企业正在众多的道路上思索未来, 在找到答案之前, 行业引力不会显著提升, 而在此过程中, 努力创新、改变的企业将会有一席之地。

3.3. 我们期待有一种力量能够让电信运营商破茧而出, 昂首面对巨大的互联网的机遇与挑战。

我们坚信, 在未来的 1-2 年, 中国联通将会围绕“三分天下有其一”的目标去挑战自己, 力求带给投资者信心和惊喜。

但，一个优秀的企业是否能够卓越，一个卓越的企业是否能够伟大？本节，我们将站在全球的（欧美、日本、中国）、全局的（运营商、终端企业、互联网平台）的角度来分析一二，旨在对中国联通，乃至中国的电信运营商提出期望，也为投资者在未来投资分析上丰富些观察指标或逻辑。

3.3.1. 平台为纲

当 Facebook 如日中天的时候，是否有人曾经思考过这样一个问题？**从客户群来讲，中国的电信运营商拥有全球现实存在的、规模巨大的、活跃度极高的社区群体？**

作为固定电话、手机、宽带用户来讲，每一个终端背后对应的都是一个活生生的个体，个体每天很活跃（打电话、发短信、上网...）。这是一个超级巨大的 SNS。这个群落的数量是 10 个亿，占中国人口的 70%，收入规模接近 10000 亿，占中国 GDP 的 2.5%。假设 10 个亿用户每日都相对活跃（70%-80%），则“独立 IP”远大于 Google，每人每天平均只打 5 个电话，就是几十亿次呼叫，也远大于 Google 的 PV 值，当然，这还没有算上短信等其他业务量。虽然这么比较有点不伦不类，却足见这个群落的庞大。

在对比中，运营商处在劣势，原因在于：**他们并不了解自己的用户，至少没有将现有的数据令人满意的整合起来。**通过多年的运营实践，电信运营商积累了一定的用户信息，诸如身份证号、每月消费额度、上网时间等等，但这些信息依然有待深化。深化的难度在于：

1) 97 营帐系统、BSS 系统、OSS 系统、内容或业务管理系统、合作管理系统等几个数据平台之间的横向贯穿；

2) 每个领域平台的多厂商平台整合的难度，由于华为、中兴、爱立信、阿朗、诺西、大唐、亚信等多个厂家均有自身的利益诉求，因此跨厂商平台整合历史上一直是扭扭捏捏；

3) 集团、省（地市）的纵向贯穿。交换网络是基于端局逐渐向上演进的，尽管经历了智能网、网络智能化、NGN 软交换几个阶段的演进，但是相比互联网和移动网络来说，依然显得缓慢。到现在为止，三个运营商只有移动的全网业务做的有点声色，其他两家还以省级平台为主，集团平台为辅向集团平台为主的过渡阶段。这倒不是移动天然做的好，实属和交互、接入网的演进方式有本质的联系。

一直以来，以信道、时隙为根本出发点的电信网络，并不对具体承载的内容本身进行管理和分析。就像高速公路只知道过了多少量车，公交车、小轿车、大货车分别是多少。但里边运了多少人，是男是女，是胖是瘦却是与己无关，也不得而知。但从电信与互联网行业精细化、个性化的发展趋势来看，这种做法是行不通的。对客户轮廓的清楚勾勒，其中蕴涵着巨大的价值与商机。以互联网广告为例，普通短信和邮件广告在回复率在千分之一以下，展示广告点击率在百分之一以下，主题词关联广告点击率在百分之三以下，个人化广告在百分之五以上，理论上可达百分之十。设想如果把广告投放效能提高 100 倍的话，其中蕴涵的商业机会有多少？价值又有多少呢？况且我们并没有算电子商务的帐、游戏的帐、其他的应用帐...回过头来，客户的统一视图（客户习惯、行为方式、兴趣爱好、购物经历、家庭状况、社会阶层、社会关系...）总是从模糊到清晰的，如何实现这个过程？这是一个严峻的问题，是全体运营商应该思考的下一个五年到十年的最为重要的工作。

当互联网的企业规模上十亿，我们看到了一个个平台的模样，新闻资讯平台、电子商务平台、搜索平台、IM 与社区平台、游戏平台、邮件平台、视频分享平台...而以中国移动为例，12580 平台、139 邮箱平台、139 社区平台、12530 音乐平台、飞信 IM 平台、百宝箱游戏平台，似乎一个都不能少...为什么会这样？当移动的梦网模式整合诸多业务的时候，电信企业惊讶的发现，互联网公司在快速的平台化运营，这种平台化的结果是诸多业务的控制点正在被这些平台上移，传统梦网模式面临的尴尬是对最终单体业务的失控。于是，推动自身的平台化演进，就被自然而然的提上了历史舞台。不可避免的是，这些自建平台却都有强有力的互联网前辈们，如 12580（携程、

大众点评)、139 邮箱 (163、hotmail)、139 社区 (51、校内、开心、facebook)、12530 (百度、谷歌、QQ 音乐)、飞信 (QQ、MSN、旺旺)、百宝箱 (当乐、捉鱼)。而更可怕的是,几个超大型企业已经整合了上述的多个平台,如 QQ、google、百度、facebook,在这些强大的平台面前,电信企业刚刚搭建的相对孤立的平台又显得貌合神离了。

什么是平台?我们按照自身的理解给予了笼而统之的定义:第一,集中了多个应用、软件和服务的;第二,以数据作为底层驱动的;第三,服务于多个用户的;第四,用户能够参与其中的,有双向交互特征的。四个关键点,每个都有延伸含义,第一,利用何种方式集中多个应用?自己开发还是合作开发?合作开发的用户界面是品牌超市还是购物中心?第二,以何种数据作为驱动?第三,是追求 20%还是捕捉长尾?第四,用户的参与是不是必要的,是的话,包含哪些?

客观的说,平台在不同时期的定义不同,人们对其认识也不同,在很久以前,有台服务器,跑点东西就叫平台;后来,聚合了很多内容,吸引了很多人气是平台/应用;现在看来,有内容,有用户,还要互动才叫平台;而可以预见的将来,有很多内容,聚敛很多人气,用户通过多种手段接入,并在平台上自我生存、自我展示、交流,系统能够自动记录用户的每一个动作和行为并智能学习,才算理想平台。

运营商已经具备以用户为出发点的基础平台,当前的主要任务应该是:变电话/手机/宽带用户为通用信息服务用户,采用一个用户一个 ID,一个帐号,一个数据管理后台,一个服务体系;应坚持提供用户自我管理和关系管理,信息获取与发布,通讯与沟通,坚决自主提供定位服务和第三方通用支付服务;还有最为关键的是,平台开放,支持第三方应用,力求做到平台间互联互通。

3.3.2. 开放为常

在通信、互联网产业中,封闭与开放,是一个基本的问题,是应该在哲学层面上思索的问题,也是最难回答的问题。

回顾 20 多年,运营商的成长史,也是从封闭到开放到再封闭的轮回史。

表 21: 封闭-开放-再封闭-再开放的轮回

阶段	含义	转化条件
语音时代	从语音上封闭到开放(打破垄断,引入竞争),在数据接入层面构筑新的封闭	行业管制放开,竞争的引入
接入时代	从数据接入的封闭到开放(接入与内容分离),在内容控制层面构筑新的封闭	ISP, ICP 放开
内容时代	从内容运营的封闭到开放(BBS 功能版),在平台层面构筑新的封闭	内容的稀缺到丰富,丰富到独到
平台时代	从平台运营的封闭到开放(大门户到 SNS),在超级社会化网络平台构筑新的封闭	频道、栏目的产生,对客户需求的把握,习惯的形成
社会化网络时代	从社会化网络平台的封闭到开放(封闭的 web2.0 到开放),在产业整合上构筑新的封闭	生产方式的转变 用户归属感的形成
产业链整合时代	以 google、NOKIA、软银为代表的企业开始渗入到上下游	网络、终端、平台的整合

资料来源:安信证券研究中心

经常有人说,开放是对的,封闭是错的,或反之(封闭好过开放),标准答案是,不一定。如果你说开放是好的,反例是:苹果对于用户封闭,系统不与其他系统兼容,但它保证了开发者的利益,促进了产业链的繁荣,同时抑制了木马、病毒的滋生,获取了巨大的商业成功。那么如果你说封闭是好的,反例是:facebook 通过开放 API、开放平台、开放用户、平台互通(connect)的四部曲,成为近五年增长最快的互联网公司。

我们认为,开放与封闭是可以相互转换的,何时开放、何时封闭取决于企业能力、所处环境。封闭的目标是在一定时间内实现利润的最大化(如 AOL);开放的目的是,

以弱攻强，变小为大，扩大市场份额，试图在更高的层面上构建封闭。

对于中国联通乃至全体运营商而言，历史上收的过紧了，始终在国家计划、寡头垄断的环境中生存，因此，相对而言未来开放才能够取得成功。

从市场份额角度来看，若是轻而易举做到 100% 的市场份额或者寡头垄断格局，牢牢掌握着定价权，为何要开放？而目前联通是三个运营商中体量最小，历史继承资源最为单薄的企业（电信的固网资源，移动的手机资源），因此，必须号召 SP、CP、终端、设备等产业链上的资源共同努力，才能够尽量改变弱势格局；

从竞争格局角度来看：即便是市场垄断着，怎奈潜在、外国的竞争对手虎视眈眈，短期就有山雨欲来风满楼之势（如丧失了行业管制限制，技术、平台等优势），亦要主动改变。我们知道，目前通信行业的竞争不再是三个运营商的竞争，而是互联网运营商、电信运营商、终端提供商的博弈，我们经常假定，如果国家可以颁发给苹果、facebook、腾讯电信运营商牌照，谁去怀疑他们摇身一变就是巨大的电信运营商呢？

从增长的角度来看：如果市场是垄断的，但又增长不高，例如，低于 GDP，那要当心了。历史上，每当有产业发展低于 GDP，将会有有一个产业更迭开始。理由是，如果 GDP 是 9%，若所有的行业都落后于 GDP，怎么会有 9% 的平均值，那么出了问题的产业一定面临自救或者被吞噬两条路，因为这种“拖后腿”不可能持续太久，尤其在 TMT，这个工业化先导的领域。

综上，就目前的环境，运营商（尤其是中国联通）的能力而言，开放是必要的，必然的，常态的；而作为长时间处在寡头垄断的环境中生存到现在的运营商们，这种改变是缺乏动力的、谦卑的、不适应的。

最后，开放的挑战，就我们理解有三点：

1) 上易下不易。开放需要全员认识、理解与执行。瓶颈有可能是：战略的向下传导出了问题；或者制定战略的时候，停留在口号本身，没有 KPI、实施监控上的保障，结果就是大家用最直接、最有效的手段去达到目标。

2) 弱易强不易。web2.0 为什么造就了 Facebook 的世界第一？因为它从成立之初很弱小，要资源没资源，要伙伴没伙伴，要客户没客户，于是从开放开始，至今坚持了 6 年，现在到了收割的季节。弱就是强，因为开放联合；强就是弱，因为自大专断。身处弱势时，反而没有包袱，没有退路，这是最容易造就开放心态的时候。

3) 短易长不易。在某个时间段，开放的心态是容易保持的。尤其是弱势、逆境中，成功便是这一切的变数，关键词也从“融合”到“整合”，从“共赢”到“垄断”了。商业的追求是利润最大化，虽无可厚非，但利润最大化到底是长期利益最大化还是短期利润最大化？企业不应让商业模式、商业目标压制了战略中最朴实的出发点，因为商业模式的封闭和心态的封闭是两码事。

3.3.3. 人才为本

运营商有着最资深的通信产业的专家，从某种意义上讲，这是一个企业的不足，为什么这么讲呢？

在一个稳定的组织中，如果 80% 以上的人属于同一类型，企业非常容易形成一种固有文化，这种文化的力量是巨大的。一般说来，这个传统的文化会排斥很多新的文化。

互联网公司大多数是文化简单的，管理扁平的，十几年来在国内积累了一批人才。这些人才到运营商中谋发展的困难可能是：无法适应运营商体系的国企文化，就一件事情的决策相对考虑不同部门的想法，需要协调的资源过多，真正简单易行的政策、策略无法实施，最终归附于传统的运营商企业文化。

近年来，我们看到以中国移动卓望互联网公司、中国联通视频公司、音乐公司等多家公司为代表的子公司模式，从 2-3 年前的建立，引入了相当一批互联网人才。他们的加盟为运营商做强互联网带来了一定的经验与活力。但到今年，联通关停整合了

视频公司、音乐公司、新时讯公司、宽带在线公司，中国移动的卓望控股架构大调整，卓望控股以及卓望旗下的卓望数码、卓望深圳已经被注销，139 社区并入中国移动互联网基地。于是，当年面向社会招聘的人才们的离开，这种人才引入，人才离开虽然可以被看成是正常的流动，但至少可以说明一点：互联网的社会人才并未大规模、成趋势的进入运营商并扎根下来。

既然运营商要步入金融、媒体、电子商务、行业信息化、物联网等多个领域，我们可以肯定的说，单靠自身人员的培养是不现实的，至少不是一条最优路径。未来的竞争是以人为本的竞争，企业的核心竞争力就是构建一个能够海纳百川、人才能够自由进出的开放文化。现在来看，如何建立并强化这种文化，是不容易的，至少过去的 2-3 年的尝试未见明显成果。

3.3.4. 机制为要

支付宝在建立之初，没有国家的明显扶持，现在在互联网上的份额第一，四大银行根正苗红，人员素质不可谓不好，企业资源不可谓不丰富，哪个在互联网上有如此高的份额呢？我们理解，在互联网领域，制度资本是并列于人力资本、货币资本的重要资本之一：所谓制度资本，就是要求企业接受并坚定不移持之以恒地实行现代高科技企业制度。例如：

A) 国际通行的公司制度：在海外注册，再通过错综复杂的合法机制安排，从而可以既在国内经营，又可海外上市，风险投资在理论上有了退出机制；

B) 保护无形资产的价值：承认知识产权，创意，技术，KNOWHOW，经验，业绩等无形资产可以折算为创业投入，第一轮投资占公司的 15-30%之间；

C) 保护员工在企业未来成长中的价值：普遍实行的员工股权期权激励制度；

D) 确认创始人，投资者和经营者在企业中的地位和作用：确认董事会，经营团队和员工的责任和分工，也就确认企业的决策机制，执行机制和监督机制。

现在，我们设想一个场景，运营商投资成立某个互联网企业，不控股，但在 IPO 前拥有优先回购股份的权利，创始人和员工普遍持股，明确的董事会与经营团队分工，清晰的决策机制，执行机制和监督机制。

可以肯定的说，这样描述出来的机制此前并不存在，而欲突破这种模式，需要全社会包括企业本身、主管部门、国家股东层面多方的共同决策。

我们本章讨论的“平台为纲、开放为常、人才为本、机制为要”，旨在提出观察一名面向未来大布局，寻求长期发展，试图在移动互联网大潮中凝聚核心优势的运营商的长期发展逻辑，我们认为，这条路径对企业的全方位的挑战是巨大的，但又是通往自由之路的绕不过去的槛。

同时，我们提示投资者，半年到一年的用户增长与市场运营表现并不受该逻辑的影响。

4. 投资建议：用户结构的变化注定带来企业价值的不断重估

4.1. 投资建议

3G 的到来彻头彻尾的让中国联通可以与电信、移动“平起坐”，直接的结果就是中国联通有了获取中高端用户的能力，我们从 3G 用户增长中看到了这种能力兑现的趋势。中高端用户的获取背后的价值是巨大，也是被市场低估了的。

我们以“三层用户模型”的中观预期为前提（2011 年-2013 年 3G 用户净增 2,300 万、3,300 万、4,500 万），重估市值为结果，我们以 A 股参考价值作为中国联通的目标价，即，6 个月目标价 6.59 元，维持买入-A 的投资评级。

4.2. 风险提示

4.2.1. 短期 iPhone5 进入市场的预期消化风险

随着 iPhone5 上市的临近（预计 9 月或 10 月份），中国电信与中国移动也将有可能加入 iPhone 阵营。虽然，iPhone 不是联通的主要盈利增长动力，也并非用户放量的主流，但由于 iPhone 是 3G 手机中最明星机型，市场对于消息的消化和反应存在一定的不确定性。

4.2.2. 中期能否构建移动互联网的核心优势而淡化 W 网络优势与 IPHONE 排他效应

到目前为止，中国联通的移动互联网核心优势上：新业务、网络、终端、资费、管理平台几个方面，网络、终端、资费均有相当的竞争力。新业务与业务管理平台（诸如移动阅读、移动社区、移动电子商务、移动应用商城等）的推广和中国移动相比依旧存在一定差距，这种差距能否快速缩小，决定了联通在移动互联网时代的表现。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	亿元	模型更新时间		2011-8-4		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	3.7%	11.2%	15.3%	16.3%	15.6%	
减: 营业成本	1,583.7	1,761.7	2,031.2	2,361.4	2,730.2	营业利润增长率	109.8%	-65.5%	141.3%	58.8%	68.1%	
营业税费	44.9	48.7	56.2	65.3	75.5	净利润增长率	-84.1%	-60.9%	119.0%	54.6%	64.9%	
销售费用	209.6	237.3	266.1	309.3	357.7	EBITDA 增长率	7.7%	0.0%	12.2%	29.4%	26.7%	
管理费用	140.5	161.1	168.6	196.0	226.6	EBIT 增长率	62.2%	-55.0%	110.0%	42.0%	55.8%	
财务费用	9.4	16.2	21.9	15.3	5.4	NOPLAT 增长率	-71.3%	-48.7%	84.5%	39.6%	53.4%	
资产减值损失	23.8	26.6	23.3	19.9	15.9	投资资本增长率	19.1%	-4.2%	-6.2%	-16.2%	-26.4%	
加: 公允价值变动收益	12.4	-	-	-	-	净资产增长率	-0.1%	-0.3%	3.9%	5.7%	9.0%	
投资和汇兑收益	2.1	4.8	4.8	4.8	4.8							
营业利润	113.6	39.1	94.4	150.0	252.1	利润率						
加: 营业外净收支	8.3	7.3	7.3	7.3	7.3	毛利率	33.3%	29.8%	30.8%	31.8%	34.0%	
利润总额	121.8	46.5	101.8	157.3	259.4	营业利润率	7.2%	2.2%	4.6%	6.4%	9.2%	
减: 所得税	28.1	9.8	21.4	33.0	54.4	净利润率	2.0%	0.7%	1.3%	1.8%	2.5%	
净利润	31.4	12.3	26.9	41.6	68.5	EBITDA/营业收入	37.6%	33.8%	32.9%	36.6%	40.1%	
EBIT/营业收入							7.8%	3.1%	5.7%	7.0%	9.4%	
资产负债表						运营效率						
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	598	602	601	577	498	
交易性金融资产	88.3	227.9	560.7	1,100.4	1,865.1	流动营业资本周转天数	-199	-233	-274	-328	-374	
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	76	75	107	164	233	
应收票据	165.4	120.2	138.6	161.2	186.3	应收帐款周转天数	27	29	28	27	27	
预付款项	0.2	0.6	0.7	0.8	1.0	存货周转天数	4	6	7	7	7	
存货	18.5	30.7	44.4	60.2	77.9	总资产周转天数	871	881	833	802	778	
其他流动资产	24.1	37.3	42.4	48.5	54.3	投资资本周转天数	562	538	442	338	231	
可供出售金融资产	10.7	6.2	-0.5	-8.8	-18.0	投资回报率						
持有至到期投资	79.8	62.1	62.1	62.1	62.1	ROE	4.5%	1.8%	3.7%	5.4%	8.2%	
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	0.8%	1.6%	2.2%	3.3%	
投资性房地产	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	ROIC	4.6%	2.0%	3.8%	5.6%	10.3%	
固定资产	2,850.4	3,044.2	3,739.8	3,823.6	3,726.0	费用率						
在建工程	578.4	558.6	55.8	5.6	0.6	销售费用率	13.2%	13.5%	13.1%	13.1%	13.1%	
无形资产	196.5	198.7	185.5	173.2	161.7	管理费用率	8.9%	9.1%	8.3%	8.3%	8.3%	
其他非流动资产	179.9	147.6	130.3	128.6	128.4	财务费用率	0.6%	0.9%	1.1%	0.6%	0.2%	
资产总额	4,192.3	4,434.7	4,960.2	5,555.9	6,245.9	三费/营业收入	22.7%	23.5%	22.5%	22.0%	21.6%	
短期债务	639.1	367.3	437.9	434.8	430.3	偿债能力						
应付帐款	1,083.5	1,017.7	1,156.1	1,324.6	1,482.1	资产负债率	50.2%	53.1%	58.2%	62.0%	64.4%	
应付票据	13.8	5.9	6.6	7.6	8.5	负债权益比	100.7%	113.0%	139.4%	163.0%	180.5%	
其他流动负债	256.5	348.6	450.4	568.9	705.8	流动比率	0.15	0.21	0.30	0.40	0.52	
长期借款	7.6	14.6	14.6	14.6	14.6	速动比率	0.14	0.19	0.28	0.39	0.51	
其他非流动负债	100.1	359.3	353.0	345.3	336.6	利息保障倍数	13.04	3.41	5.31	10.82	47.93	
负债总额	2,103.9	2,352.9	3,014.4	3,728.0	4,497.6	分红指标						
少数股东权益	1,378.6	1,373.4	1,427.0	1,509.7	1,646.1	DPS(元)	0.07	0.05	-	-	-	
股本	212.0	212.0	212.0	212.0	212.0	分红比率	45.4%	92.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
留存收益	498.1	496.6	523.5	565.0	633.6	股息收益率	1.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	2,088.5	2,081.8	2,162.4	2,286.7	2,491.6	业绩和估值指标						
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.15	0.06	0.13	0.20	0.32	
加: 折旧和摊销	93.7	36.7	26.9	41.6	68.5	BVPS(元)	3.35	3.34	3.47	3.67	3.99	
资产减值准备	493.4	566.8	551.5	699.2	838.1	PE(X)	34.1	87.2	39.8	25.8	15.6	
公允价值变动损失	23.8	26.6	23.3	19.9	15.9	PB(X)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	
财务费用	-12.4	-	-	-	-	P/FCF	9.2	8.4	2.3	1.6	1.2	
投资收益	19.7	7.4	17.8	21.9	15.3	P/S	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	
少数股东损益	-2.1	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	EV/EBITDA	5.9	5.0	4.1	2.7	1.6	
营运资金的变动	62.4	24.4	53.5	82.7	136.4	CAGR(%)	9.9%	77.4%	50.4%	48.4%	33.5%	
经营活动产生现金流量	-125.1	288.0	553.2	671.7	724.9	PEG	3.5	1.1	0.8	0.5	0.5	
投资活动产生现金流量	593.1	682.1	1,225.5	1,525.5	1,784.4	ROIC/WACC	0.6	0.3	0.5	0.7	1.4	
融资活动产生现金流量	-902.5	-713.5	-725.3	-725.3	-9.8	REP	2.2	4.5	2.3	1.5	0.8	
285.3	178.2	48.7	-18.4	-9.8								

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034