



行业评级：
推荐

行业指数



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

张寒之

Tel: (8621) 5830-6945
Fax: (8621) 5831-8543
Email: zhanghz@qlzq.com.cn

通讯行业：设备商与运营商共舞 3G

— 通讯行业 2009 年中期投资策略报告

投资要点：

- ◇ 2009 成为 3G 投资的高峰年，2010 年国内电信投资有下滑的趋势，迎接后 3G 时代的到来。由于三大运营商均计划在 2009 年底将 3G 网络的覆盖率提高到 70% 以上，国内 3G 投资的竞赛很可能使 2009 年成为今后两三年内电信投资规模最大的年度，投资增速从 2010 年开始会逐步放缓。
- ◇ 设备制造业：运营商重组和 3G 服务启动，推动通信建设迎来新一轮高潮。2009 年，中国通信行业固定资产投资规模预计将达到 3200 亿元，同比增长 9.6%，创历史新高。2010~2011 年，投资增速将逐步回落，但绝对规模仍高于历史平均水平，通信设备行业景气有望维持三年。系统设备推荐中兴通信，配套器件谨慎推荐武汉凡谷。
- ◇ 通讯运营：预计未来 2 年行业景气将大幅提升，2011 年中国 3G 用户数预计达到 1.8 亿。中国联通的盈利预期存在较大的上调空间，持续看好全业务运营商中国联通。
- ◇ 光通讯：随着电信重组和 3G 牌照发放，3G 无线业务的逐步开展，我们认为 2010 年后 FTTX (接入网络光纤化) 将进入建设高峰。09 年由于运营商的投资重点放在 3G 网络建设，FTTX 建设进度有所放缓。预计在 2010 年进入建设高峰。预计今后每年的建设量在 500 万线以上。谨慎推荐烽火通信，关注中天科技。
- ◇ 移动互联网及增值业务：3G 商用将为手机终端制造商、通信运营商、无线互联网内容提供商提供了崭新的机遇。3G 网络将不仅能够承载更加丰富的移动增值业务，而且将为手机电视、互联网游戏等提供更有有效的支撑，移动增值业务将步入多元化发展的新阶段。围绕 3G 产业链的资本投入将达到近 3000 亿元的规模。谨慎推荐北纬通信。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



表 1: 通讯行业重点公司评级一览

简称	股价	EPS			PE			评级
		09E	10E	11E	09E	10E	11E	
中国联通	6.74	0.25	0.32	0.37	28.00	23.28	18.24	推荐
中兴通讯	16.27	1.53	1.83	2.02	22.10	18.38	14.26	推荐
武汉凡谷	16.27	0.90	1.17	1.52	18.08	14.15	11.88	谨慎推荐
烽火通讯	28.10	0.57	0.74	0.90	28.82	22.20	18.26	谨慎推荐
北纬信息	21.70	0.55	0.76	0.96	39.45	28.55	22.60	谨慎推荐
托维信息	26.26	1.18	1.52	1.77	22.25	17.28	14.84	谨慎推荐
中天科技	18.15	0.66	0.80	1.04	27.50	21.10	17.45	谨慎推荐



正文目录

一、09 上半年通信行业分析	- 4 -
1、全球电信运营商盈利放缓	- 4 -
2、国内通信行业分析	- 4 -
3、三大运营商 3G成绩单	- 5 -
4、通讯设备行业维持景气	- 8 -
二、09 下半年投资策略	- 9 -
1、通讯设备进入行业景气顶峰	- 9 -
2、运营商博弈 3G商机	- 9 -
3、“光进铜退”不可避免，2010 迎来建设高潮	- 10 -
4、增值服务市场潜力巨大	- 11 -
5、行业估值	- 11 -
5、投资策略与重点公司分析	- 12 -

图目录

图 1: 200805 - 200905 国内电信用户数月度数据 (万户)	- 4 -
图 2: 2001 - 2010 国内电信固定资产投资额及预测	- 5 -
图 3: 运营商 3G 业务对比	- 5 -
图 4: 2008Q2 - 2009Q1 TD 用户/用户环比增长率	- 7 -
图 5: 2009G3 用户/用户环比增长率	- 7 -
图 6: 中国整体 3G 设备招标市场份额	- 8 -
图 7: 全球通讯设备行业估值比较	- 12 -
图 8: 全球运营商估值比较	- 12 -

表目录

表 1: 通讯行业重点公司评级一览	- 2 -
-------------------------	-------



一、09上半年通信行业分析

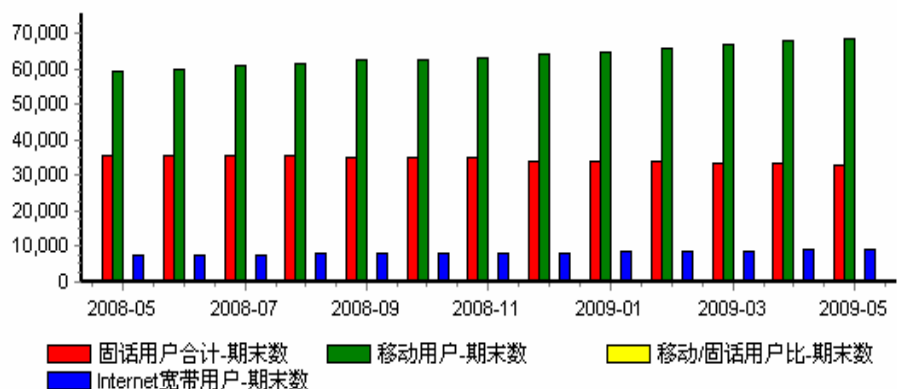
1、全球电信运营商盈利放缓

2009 一季度的统计数据显示，全球移动运营商的业务收入、ARPU、用户数增长和支出等几个指标都出现了下滑，Strategy Analytics 研究报告指出：一季度全球移动业务总收入为 1630 亿美元，增幅同比降低至 3%；近 40% 的移动运营商收入下降；新增移动用户数减少 14%；移动市场的 ARPU 全线下滑；运营商支出也出现了下滑，同比 2008 年，资本性支出占业务收入之比下降了 1.4%，运营性支出则下降了 10%。而去年同期，全球移动业务收入增长为 8%，仅有 16% 的移动运营商收入下降。

2、国内通行行业分析

1~5 月电信主营业务收入 3359.8 亿元，比上年同期增长 2.1%。移动电话增速放缓，1~5 月累计新增移动电话用户 4571.9 万，累计用户数达到 6.87 亿户，用户同比增速由 19.7% 缓降至 16.1%；移动电话话务量同比增速由 34.3% 降至 17.6%。固网语音加速下滑，1~5 月固话用户累计减少 927 万，至 3.31 亿户，本地固话通话量同比下滑 11.8%。无线市话用户减少 800.7 万户，达到 6092.5 万户，在固定电话用户中所占的比重从上年底的 20.2% 下降到 18.4%。互联网宽带用户持续增长，基础电信企业的互联网用户进一步趋向宽带化。1~5 月份，基础电信企业净增互联网宽带接入用户 820.4 万户，达到 9162.9 万户，而互联网拨号用户减少了 400.2 万户。

图1：200805 - 200905国内电信用户数月度数据（万户）

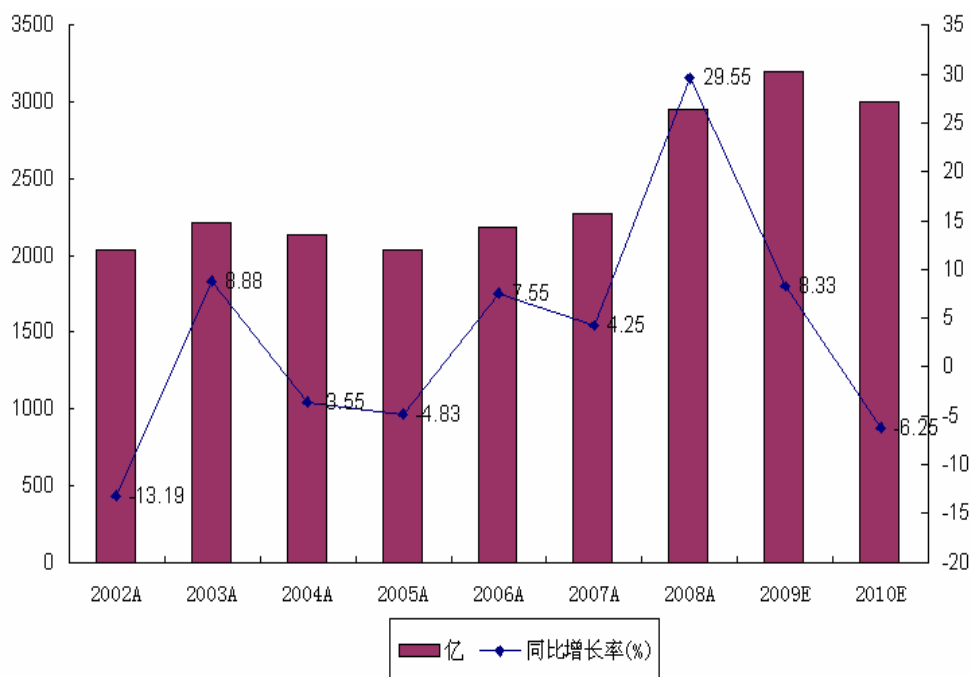


资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所



1~5月，电信固定资产投资887.2亿，同比增长18.2%。三大运营商上加快3G网络建设，移动通信为主要投资领域。在中国移动设备市场，本土厂商已占绝对主导地位，中兴、华为、大唐已成为主要供应商。光纤光缆市场供不应求，国内的光纤光缆市场将持续呈现上涨行情。手机市场一季度环比增长9%，海外制造商仍占主导地位，但国产手机市场份额开始回升，尤其是在3G领域，国产手机占主导地位。

图2：2001-2010国内电信固定资产投资额及预测



资料来源：工信部，齐鲁证券研究所

3、三大运营商 3G 成绩单

图3：运营商3G业务对比



运营商3G业务对比

运营商			
3G品牌			
标准	TD-SCDMA	CDMA2000	WCDMA
号段	188、157	189、133、153	185、186
3G业务	可视电话 数据上网 无线音乐 手机证券 手机电视 来电提醒 飞信 短信	无线宽带 手机影视 综合办公 天翼对讲 爱音乐 天翼Live 全球眼 189邮箱	手机音乐 手机游戏 手机电视 视频通话 无线搜索 宽带上网 手机购物 宽带邮箱
3G商用时间表	08年4月1日 TD试商用 09年1月7日 发布G3品牌 09年4月15日 发布G3上网本	08年12月22日 推出天翼189 09年3月16日 上海3G试商用 09年4月16日 天翼手机商用	09年4月28日 发布沃品牌 09年5月17日 55城市试商用 09年底全国启动3G正式商用
3G上网资费对比	按流量收费	按时长收费	按流量收费
覆盖城市	38	55	122
移动基站数	GSM基站: 30.7万个, TD基站: 到2009年6月底, 新建或新开通基站达25842个, 一期和二期建设基站总和4.3万个, 2011总数达14.5万个 CDMA基站: 10万个, 二期3G设备招标结束后, 将提高到13万多个。 GSM基站: 15万个, WCDMA基站: 计划逾200城市部署近7万基站		
3G投资	2008年, 中国移动投入260亿建设TD实验网, 预计2009年投资588亿元新建6万个TD基站、覆盖全国70%地级城市 中国电信母公司预计前三年对CDMA网络的总投资将超过800亿元。 2008年, 中国联通计划投入超过300亿元扩容GSM网络及3G业务, 2009、2010年无线网络的资本开支达1000亿元		

资料来源：齐鲁证券研究所

我们认为，中国联通和中国电信在各业务方面的差距主要是短期内各运营商发展重点不同造成的。移动业务方面，中国联通更希望在 3G 业务方面胜出，所以，3G 之前的移动业务发展不如中国电信快。我们预期，中国联通下半年移动业务的发展将逐渐回转。而固定电话和宽带接入业务方面，一方面中国电信的发展重点不在该业务，另一方面，中国联通在 2008 年集中注销无效用户为公司 2009 年用户的确认带来缓冲，因此，中国联通目前在这两项业务方面略胜于中国电信。

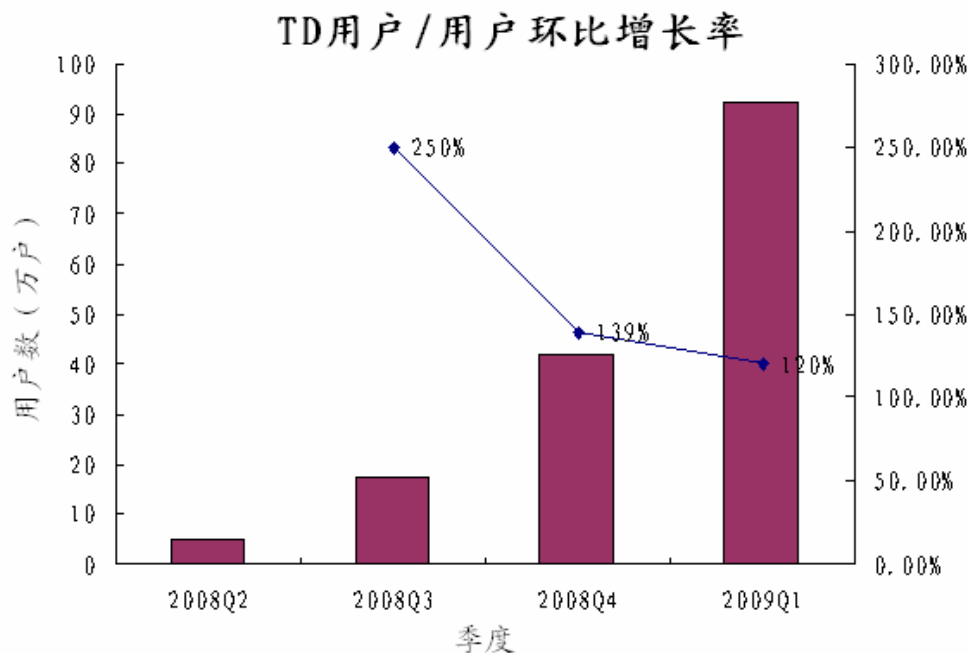
从目前的运营数据看，中国电信和中国联通的整体实力在不断增强，



未来对中国移动的威胁也将越来越大，行业内的竞争程度将继续加剧。

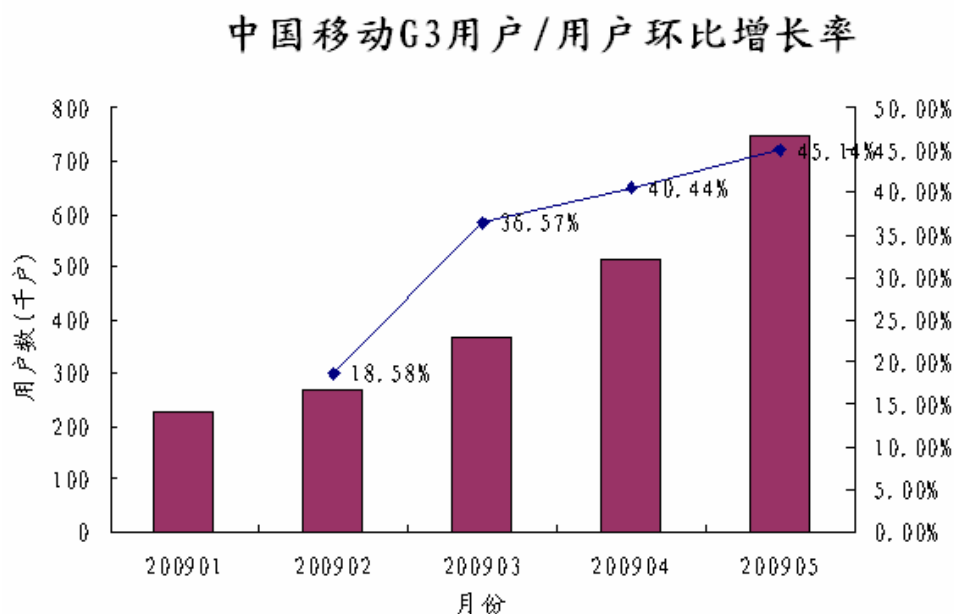
由于竞争的加剧以及大规模网络建设带来的折旧费用，我们仍然认为，运营商 2009 年的业绩增速不容乐观。

图4: 2008Q2 - 2009Q1TD用户/用户环比增长率



资料来源：工信部，齐鲁证券研究所

图5: 2009G3用户/用户环比增长率



资料来源：工信部，齐鲁证券研究所

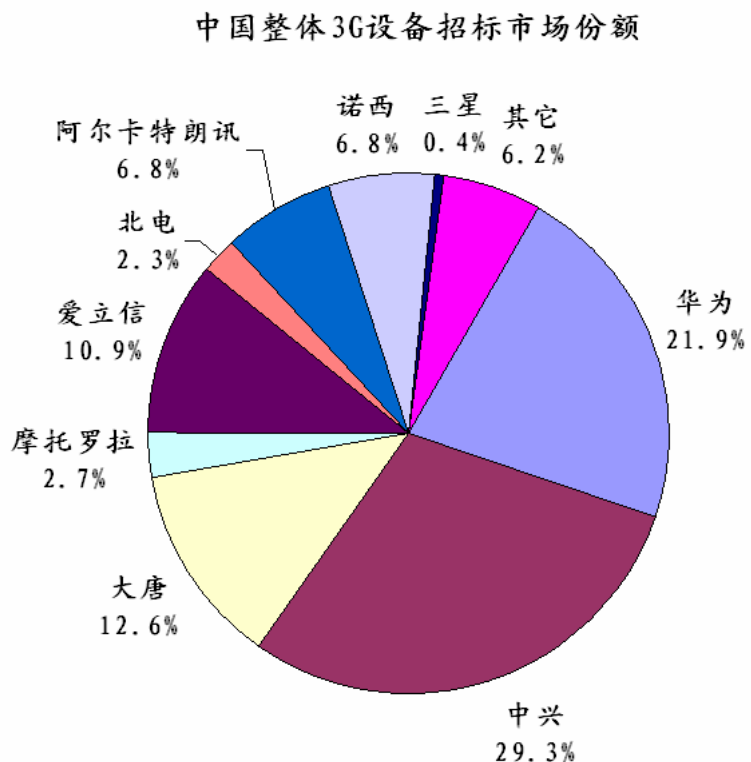


4、通讯设备行业维持景气

根据三大运营商宣布的 2009 年 3G 计划,中国移动将覆盖 238 个城市,中国联通将覆盖 284 个城市,中国电信将覆盖 340 多个城市。截至到 5 月 17 日,中国移动已开通 38 个城市,中国联通已开通 55 个城市,中国电信已开通 122 个城市,为了完成全年 3G 建设计划,未来电信的固定资产投资将加速,我们预计今明两年投资规模将达到 3200 亿和 2800 亿。

我们预测 2009 年电信行业投资规模将达到 3,200 亿元,以通信设备企业净利率 3%左右计算,将为通信设备企业带来约 96 亿元的净利润,且大部分为国内通讯企业瓜分。在中国移动 TD-SCDMA 网络一期和二期招标、中国联通 WCDMA 网络招标、中国电信 CDMA 网络招标中,以中兴、华为、大唐等为代表的本土设备商按载频计,一举拿到 70%的市场份额,打破了 2G 时代海外厂商占据统治地位的格局。

图6: 中国整体3G设备招标市场份额



资料来源: 齐鲁证券研究所

其中,在中国移动 TD 招标中,中兴以 36%的综合市场份额领先,大唐



位居第二；在中国联通 WCDMA 招标中，华为、爱立信、中兴分别获得 31%、26%和 21%的市场份额；在中国电信 CDMA 领域，中兴在原有 CDMA 设备存量市场第一的基础上，仍位居增量市场第一。

二、09下半年投资策略

1、通讯设备进入行业景气顶峰

2010 年电信投资增速将放缓，迎接后 3G 时代。由于三大运营商均计划在 2009 年底将 3G 网络的覆盖率提高到 70%以上，三大运营商的 3G 投资竞赛很可能使 2009 年成为今后两三年内电信投资规模最大的年度；从历史经验看，通信设备供应商的盈利能力更多是与电信运营商的投资力度有关，收入和利润的增长较投资增长滞后一年，下半年开始进入结算期，行业利润逐步体现出来。

市场研究机构 Forrester 预计，09 年全球电信设备投资将出现 3% 的下滑，全球手机销量将同比下降 10%，国际电信设备巨头上半年收入和利润大幅下滑，国际通讯设备厂商的经营下滑给中兴和华为等国内通讯设备商带来了更大的发展机会，中国通讯设备企业的技术和成本优势在金融危机中更加明显，电信运营商为了控制成本，更加注重性价比，中国稳定的金融体系，能为新兴国家运营商提供信贷支持，老牌厂商北电、摩托罗拉市场份额迅速下滑，华为和中兴在全球移动通讯设备市场排名跃居第三名和第五名。

09 下半年，我们认为全球经济衰退对海外新兴市场的电信设备投资影响不大，同时海外市场逐步回暖，国内市场投资平稳，以华为、中兴通讯为首的中国厂商，产品性价高，从而使得产品在新兴国家市场份额不断扩大，并逐步提高在发达国家的市场份额。

2、运营商博弈 3G 商机

随着 3G 网络建设的快速推进，三大运营商分别借助各自优势通过差异化经营博弈 3G 商机。中国移动由于 TD-SCDMA 网络技术的相对落后和终端产品上数量的欠缺，使其将 3G 发展策略由手机转向上网本。提前一年的 3G 试商用为中国移动至今积累了 80 多万的 TD 用户，雄厚的资本实力、频谱优势和良好的品牌形象为其拓展更多 3G 用户奠定了良好的基础。



中国电信由于 3G 网络频段基本与 2G 一致，高复用度使其在基站建设上顺利实现技术的平滑升级，从时间和网络服务质量上赢得有利优势。预计今年 7 月份 3G 网络覆盖到国内 500 个城市，这就为庞大的小灵通用户群顺利转网到 3G 奠定了基础。中国联通拥有 WCDMA 网络和终端优势，其采取较为稳健的步伐来部署 3G 的策略：首先，于 5 月 17 日在 55 城市开始试商用限量放号并将 9 月 1 日开始试商用规模放号，其他 229 个城市则在 9 月底前分批开始试商用限量放号；其次，于年底前在 284 个城市同步开始正式商用并规模放号。

3G 网络的通讯质量、成熟终端的可选范围和增值业务丰富程度决定了用户选择网络制式关键因素。从运营商目前 3G 业务特点来看，中国联通使用的 WCDMA 在全球拥有 70% 的 3G 用户，手机终端的各种应用也明显领先于电信的 CDMA2000 和移动的 TD-SCDMA，国外大量成熟 3G 增值业务可以直接复制，同时国内大量用户已经提前在 2G 网络上使用 WCDMA 手机，因此预计中国联通将更具争夺 3G 手机用户的竞争优势，未来在 3G 应用上也会发展得更快、更好。

3、“光进铜退”不可避免，2010 迎来建设高潮

目前“光进铜退”的趋势已不可避免，发展光纤接入技术能加快普及宽带网络、提升国民经济和信息化水平，并可以促进三网融合，有利于传统电信运营企业向综合信息服务提供商。

在经济衰退的趋势下，各国政府选择了投资更新基础设施来刺激经济增长，其中宽带战略是极其重要的组成部分。比如美国奥巴马政府成立 72 亿美元的宽带基金，用以宽带补贴和借贷计划，拟在乡村和其他宽带服务不发达地区鼓励电信运营商铺设网络。

从 2008 年以来的全球金融危机已经造成银行、商业、地产等多个行业的业绩下滑，电子信息领域的整机设备企业也受此冲击陷入暂时的低迷。光纤光缆市场主要在国内，相比于整机行业，光纤光缆产品出口不多，市场的独立性较强，这也使得因金融危机造成的出口大幅下降带来的业绩下滑现象在光纤光缆行业并没有明显显现。

国家近年来在信息产业上投入非常大，热点一个是 3G 一个是 FTTX。



3G 建设已经全国铺开, FTTX 全国性建设高潮也即将到来, 光纤接入属于基础设施又是宽带的终极目标, 未来几十年中都不可能被替代, 今年光纤的采购量在全球大幅度增长就足以证明这一点。”

2009 年国内光纤光缆需求将近 5000 万芯公里, 同比增长 21%, 受益于运营商骨干网、城域网建设及 FTTH (光纤到家庭) 带来的需求增长, 预计 2009 年-2010 年平均需求增长率在 20% 左右。

未来巨大的市场需求给技术、规模、服务领先的大型企业带来业绩大幅提升的机会, 预计中兴通讯和烽火通讯在光通讯设备的份额将提升到 20% 和 15%。

4、增值服务市场潜力巨大

2009 ~ 2011 年, 运营商处于 3G 商业模式探索 and 用户培育时期, 增值服务将成为最活跃、最具投资机会的领域。

近日, 三大运营商都推出了新的电信增值服务, 尽管这些业务并不是 3G 专属, 但有 3G 规模能否扩大, 关键在于运营商能否推出足够多且有足够吸引力的增值业务。

2008 年移动增值市场规模达到 1251 亿元, 同比增长 19%, 未来四年复合增长率保持在 22% 以上。2G 移动增值业务主要包括短信、彩铃、彩信、IVR、WAP、游戏等, 其中短信收入占 60% 以上。

目前 3G 业务已经具备一定的用户基础, 2008 年移动搜索、手机邮箱、移动 IM、手机电视的使用人数分别达到 8270 万户、7500 万户、5500 万户、920 万户。中国移动 2008 年无线音乐俱乐部高级会员人数达 5273 万, 手机报付费用户达 4149 万, 飞信活跃用户数达 3724 万, 139 手机邮箱活跃用户数达 1000 万。

移动增值服务提供商的制胜关键是掌握内容。不过, 强势的终端和品牌亦有可能主导产业链, 而平台提供商亦有望成为主要赢家。如 Apple 借力 iPhone 终端和品牌已经基本摆脱了运营商的控制。

5、行业估值


图7：全球通讯设备行业估值比较

全球通讯设备行业估值比较							
公司	EPS			PE			PB
	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E
思科	1.54	1.32	1.25	12.90	15.10	15.90	3.40
爱立信	4.54	4.27	5.79	16.10	17.10	12.60	1.70
诺基亚	1.31	0.61	0.87	8.50	18.20	12.80	2.90
阿尔卡特朗讯	-0.07	-0.20	0.10	NA	NA	20.50	0.40
摩托罗拉	0.03	-0.08	0.23	NA	NA	28.90	1.60
中兴通讯H	1.26	1.29	1.48	22.20	21.60	18.90	4.00
中兴通讯A	1.24	1.53	1.83	23.31	22.28	18.09	4.00
平均				16.60	18.86	18.24	2.57

资料来源：齐鲁证券研究所

与国际主流通讯设备商比较，中兴通讯 09、10 年的动态 PE 处于同业平均水平。

图8：全球运营商估值比较

全球运营商估值比较							
公司	EPS			PE			PB
	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E
AT&T	2.82	2.07	2.28	8.90	12.10	11.00	1.30
英国电信	0.23	0.14	0.13	4.20	7.00	7.50	1.90
沃达丰	0.12	0.14	0.14	9.60	8.20	8.00	0.90
德国电信	0.72	0.73	0.72	11.10	11.10	11.10	0.80
法国电信	2.01	1.91	1.96	8.00	8.40	8.20	1.40
意大利电信	0.11	0.10	0.11	8.70	9.60	9.20	0.70
SK电信	16534	18770	21966	10.80	9.50	8.10	1.10
中国联通	0.93	0.25	0.32	7.32	25.03	22.62	2.00
平均				8.58	11.37	10.72	1.26

资料来源：齐鲁证券研究所

与国外主要固网和全业务运营商比较，中国联通 PE 估值高于同行水平。

5、重点公司分析



中兴通讯 (000063) 国内市场份额稳步提升, 海外市场或超预期, 给予“推荐”评级

投资要点:

中兴通讯 2009 年 1 季度实现收入 116.7 亿元, 同比增长 35%, 实现净利润 7865 万元, 同比增长 29.2%, 公司收入的快速增长主要受国内 3G 投资带动。

毛利率维持在 30%以上, 同比下降 1 个百分点, 主要是运营商网络业务受竞争影响下降约 5 个百分点左右, 但毛利率环比回升 2.5 个百分点, 显示 09 年 1 季度较 08 年下半年竞争趋缓。

2008 年 9 月起的三大运营商相继开始了大规模无线系统设备采购, 推动公司一季度国内收入同比大增 100%以上达到近 70 亿元, 占总收入的 60%。随着国际设备商纷纷进入衰退, 公司行业相对地位得到提升。公司在目前国内 3G 存量市场中排名第一, 市场占有率为 29%左右。这为公司未来的长期发展打下了坚实基础。

2009-2010 年为中国 3G 投资高峰期, TD 三期、CDMA 三、四期、WCDMA 二期招标、FTTX 建设高峰将接踵而至, 我们认为国内 3G 格局将基本确定, 中兴通讯在中移动 TD、中电信 CDMA 的市场份额在 2009 年、2010 年都将保持在 30%左右, 净利率分别为 15%、12%; 在中联通的 WCDMA 招标中, 我们判断中兴通讯的市场将在 20%左右, 考虑到市场竞争相对较为激烈, 预测其净利率 2009 年为 5%, 而 2010 年则上升为 8%左右。中兴 2009 年~2011 年国内业务收入增速分别为 56%、-10%、-4%。海外业务在 2009 年将因全球通讯设备市场容量温和下降而出现难以避免的减速, 但在整个金融体系塌陷的全球背景下, 健康的中国金融体系的扶持、部分国际设备商的持续退出将有利于中兴进一步提升全球份额, 我们认为中兴海外业务的总体发展态势将体现为减速、稳健、持续增长。我们认为 3G 业务在未来 2 年给公司带来稳定的业务收入将可能达到 350-400 亿元。

综合判断, 给予中兴 2009-2010 年 EPS 预测分别为 1.53 元、1.83 元, 09 市盈率分别是 22.2 倍、18 倍, 考虑到公司核心竞争力以及上半年国内电信投资处于景气高峰, 给予其“推荐”评级。



短期催化剂来自海外业务的超预期（中报、3季报），中长期（6个月）催化剂来自系统设备在 TOP10 运营商的突破，以及 2010 年国内增长预期的明朗。

武汉凡谷（002194）：份额扩大提升估值空间

投资要点：

武汉凡谷 2009 年一季度收入增长 43%，达到 3.86 亿元；平均毛利率为 26.89%，较去年同期减少 0.7%；三项费用率为 2.72%，较去年同期减少 0.7%；净利润增长 53.5%，归属母公司净利达到 0.7126 亿元；公司经营性现金流大幅改善，达到 2.75 亿元。

公司平均毛利率相比去年下滑 0.7 个百分点，但下降的幅度有所缩窄。我们注意到公司 08 年一季度的毛利率相比同期下降了近 2 个百分点。我们认为，在采购价格仍然走低的背景下，公司原材料采购成本的下降为毛利率做出了贡献。

公司专业从事移动通信基站射频器件研发和生产，公司 08 年在全球市场份额占比近 12%，在全球市场排名第四，国内排名第一，预计 09 年将提升到 15%左右。公司所处行业的高门槛保护了公司盈利水平。客户高度集中。公司在上半年获得了获得爱立信全球合格供应商认定资格，我们认为这对公司将构成长期利好。

根据我们对公司未来 3 年的盈利预测，净利润复合增长率为 23.2%。我们继续看好公司，我们预测公司 09-10 年的 EPS 为 0.90 元/1.17 元，给予“谨慎推荐”评级。

中国联通（600050）：WCDMA 手中的王牌

投资要点：

联通的 WCDMA 网络是 3G 最为成熟制式，全球约占 71%市场份额，终端最为齐全（近 2900 种），终端价格明显低于其他两种制式，享有最高的 3G 下载速度，综合竞争力得到根本提升。



5月17日,联通在55个城市开展3G业务试商用,到本周已经扩展到100个城市,有些城市已经逐步开始进入正式商用,这些反映成熟的网络技术已经被广大用户认可,其增值业务准备充分,种类丰富,包括推出了无线上网和可视电话等全新业务,联通还计划下半年大幅降低无线上网资费,吸引用户消费增值业务。

在消费者认同度和竞争力提升背景下,用户数将快速增长,同时受益于国家对电信业非对称管制和号码携带转网政策的落地,中国移动的部分中高端用户和国内正在2G网络上使用WCDMA手机的用户转网,每户月均收入有望逐步提升,预计2011用户数可以达到5000万户。占有3G市场三分之一以上的市场份额。

中国联通盈利预期存在较大上调空间,WCDMA用户可能超预期增长,上调联通10,11年收入和利润预期,我们预测公司09-10年的EPS为0.25元/0.32元,联通A股09年内目标价为9元,给予“推荐”评级。

WCDMA用户数低于预期是联通最主要的下行风险。



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

