

研究所

证券分析师: 马金良 S0350510120001

联系人: 梁铮

0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn

联系人: 杨鑫林、李亚军

0755-23618492 yangxl@ghzq.com.cn

2G 用户迁移 3G 网络, 定义联通高增长新逻辑

——中国联通 (600050) 研究报告

主要观点:

- 区别于市场的观点: 从用户迁移这个新的角度重新定义联通的投资逻辑。**通过 2G 用户向 3G 网络迁移, 挖掘中低端用户价值, 驱动联通 3G 用户持续高速增长, 同时提升综合 ARPU 值, 未来新的应用需求层出不穷将催生更多的 2G 用户迁移到 3G 网络。从国外成熟电信运营商 3G 用户发展来看, 在 3G 用户渗透率达到 20% 以后, 2G 存量市场将是电信运营商 3G 用户最重要的来源, 目前国内 3G 用户渗透率达到 18%, 2G 用户将成为联通拓展 3G 用户最重要的对象。
- 3G 竞争时代: 市场份额和综合 ARPU 值决定胜负。**目前我国移动总用户渗透率达到 78.2%, 面临增长天花板, 3G 用户成为新增用户主要动力, 随着 3G 渗透率跨入 20%, 2G 存量市场竞争将成为运营商争夺 3G 用户的主要策略。3G 建设后周期用户规模将成为电信运营商第一追求目标, 3G 市场份额和综合 ARPU 值成为电信运营商收入主要驱动力, 谁能 3G 时代中赢得市场份额和提升综合 ARPU, 谁将成为胜者。
- 2G 用户向 3G 网络迁移策略分析: 我国目前进入用户迁移加速增长期, 联通具备天然优势。**从我国 3G 发展路径来看, 2G 用户迁移 3G 网络进入加速增长期, 新增 3G 用户主要来自于增量市场是和 2G 存量迁移市场。我国电信运营商 2G 用户迁移 3G 网络主要策略有资费升级策略、补贴策略、服务驱动策略、新业务驱动策略, 其中联通具备良好的网络制式, 大规模营销力度等都将给其 2G 用户迁移 3G 网络带来天然的优势。
- 2G 用户迁移 3G 网络: 联通制胜 3G 用户新利器, 不断挖掘中低端用户价值。**联通目前 3G 占比 2G 用户为 39.2%, 具备较大的提升空间, 2G 用户迁移 3G 网络对联通有以下几大好处: 1、2G 用户的 ARPU 值得到大幅提高; 2、用户黏性提高, 捆绑合约后有利于总移动用户数稳定增长; 3、社会渠道的成本费用得以降低。
- 短期来看, 9 月份 3G 用户数据有望好于市场预期, 预计将达到 320-350 万; 长期来看, 2G 用户迁移 3G 网络, 提升中低端用户价值, 将显著提升 3G 用户数及综合 ARPU 值, 联通盈利能力将明显上升。**预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 0.15/0.23/0.327 元, 对于当前股价的 PE 分别 24.3/16.1/11.3 倍, 维持买入评级。

表 1、公司业绩预测

盈利预测	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2012-10-16
主营收入 (百万元)	215519	267872	315277	366394	当前价格 (元)	3.64
增长率 (%)	22%	24%	18%	16%	52 周价格区间 (元)	3.41-5.77
净利润 (百万元)	1412	3175	4785	6842	总市值 (亿)	771.6
增长率 (%)	15%	125%	51%	43%	流通市值 (亿)	771.6
摊薄每股收益 (元)	0.07	0.15	0.23	0.32	总股本 (百万股)	21196.6
ROE (%)	0.68%	1.54%	2.36%	3.47%	流通股 (百万股)	21196.6

资料来源: 中国联通, 国海证券研究所

目 录

1、定义投资新逻辑：2G 用户迁移 3G 网络驱动联通 3G 用户持续高速增长	3
2、3G 竞争时代：市场份额和用户 ARPU 值决定胜负	3
2.1 3G 用户渗透率不断攀升，运营商将面临存量市场竞争	3
2.2 电信运营商收入驱动力分析：3G 市场份额和 ARPU 值	4
2.3 2G 用户迁移 3G 网络：促进 3G 用户高速增长	6
3、2G 用户向 3G 网络迁移策略分析	7
3.1 日本 2G 迁移 3G 研究	7
3.2 我国 2G 用户迁移 3G 网络策略研究	8
4、2G 用户迁移 3G 网络：中国联通制胜 3G 用户新利器	11
4.1 2G 用户迁移 3G 网络稳步提升 3G 用户数	11
4.2 移动互联网新特征：持续改善联通综合 ARPU 值	12
4.3 国外成熟运营商：2G 用户迁移 3G 网络阶段盈利分析	14
5、盈利预测及投资评级	16
6、风险提示	17

1、定义投资新逻辑：2G 用户迁移 3G 网络驱动联通 3G 用户持续高速增长

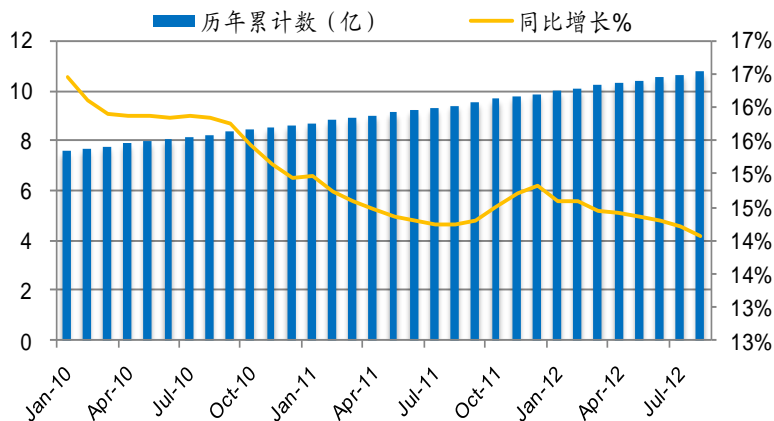
- **区别于市场的观点。**市场普遍认为，中国联通（600050）面临 3G 用户增速放缓，面临增长瓶颈，过于重视高端客户，同时中国移动加速建设 4G 网络，将给联通 3G 的时间窗口越来越短，我们认为中国联通（600050）未来 3G 用户将继续保持稳步增长，并且采取新的策略挖掘中低端客户的用户价值。我们从用户迁移这个新的角度来重新定义联通的投资逻辑：**2G 用户向 3G 网络迁移，驱动联通 3G 用户持续高速增长，同时提升综合 ARPU 值，未来新的应用需求层出不穷将催生更多的 2G 用户迁移到 3G 网络。**
- **2G 用户迁移 3G 网络：中国联通（600050）制胜 3G 市场份额的新利器，不断挖掘中低端客户的用户价值。**目前国内 3G 市场呈现三分天下格局，其中中国联通 3G 用户数占比达到 33.1%，未来在 3G 争夺中主要来自两个方面，一是**新增 3G 用户市场**，二是**2G 用户迁移 3G 网络**。从国外成熟电信运营商 3G 用户发展来看，在 3G 用户渗透率达到 20% 以后，2G 存量市场将是电信运营商 3G 用户最重要的来源，目前国内 3G 用户渗透率达到 18%，2G 用户将成为联通拓展 3G 用户最重要的对象。
- **联通 2G 用户迁移 3G 网络将显著提升 3G 用户数以及综合 ARPU 值，3G 累计规模优势将是联通业绩稳定增长的有力保障，并带来丰厚的回报，我们认为中国联通（600050）目前具备长线投资价值。**
- **股价催化剂：短期来看**，9 月份 3G 用户数据有望好于市场预期，预计将达到 320-350 万。**长期来看**，2G 用户迁移 3G 网络，将挖掘出更多的中低端用户价值，提升 3G 用户数以及综合 ARPU 值，联通盈利能力将明显上升。

2、3G 竞争时代：市场份额和用户 ARPU 值决定胜负

2.1 3G 用户渗透率不断攀升，运营商将面临存量市场竞争

- **移动总用户渗透率达到 78.2%，面临增长天花板。**随着手机的不断普及，我国移动用户不断攀升，据工信部最新统计数据显示，截止 2012 年 8 月底，我国移动总用户达到 10.72 亿，渗透率达到 78.2%（按照第六次全国人口普查数计算）。随着移动用户数不断上升，增速出现显著放缓，目前我国移动用户面临增长瓶颈，未来电信运营商之间更多是存量用户的争夺。

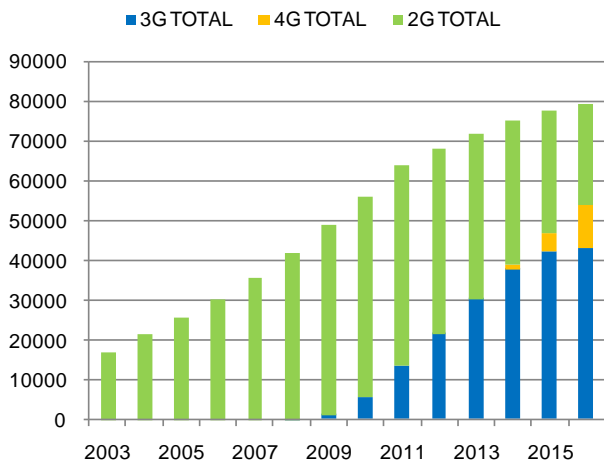
图 1、我国移动总用户面临增长天花板



数据来源：工信部、国海证券研究所

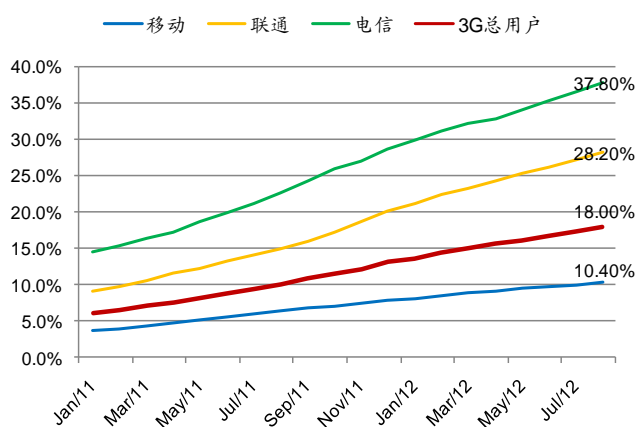
- 3G 成为新增用户增长主要动力，渗透率接近 20%，存量市场竞争将成为电信运营商争夺 3G 用户的主要对象。**随着智能手机的大面积普及，我国 3G 用户保持快速增长，目前已经成移动用户增长中的主要动力，根据三大电信运营商公布的最新运营数据，截止 2012 年 8 月底，我国 3G 用户达到 1.92 亿，渗透率达到 18%。根据国外电信运营商 3G 发展经验，当 3G 渗透率超过 10% 以后，3G 增长进入爆发期，当渗透率超过 20% 以后，2G 存量市场将成为 3G 用户重要来源，2012-2015 年将是我国 2G 用户迁移 3G 网络的高峰期，2015 年以后将主要是 4G 用户快速发展。

图 2、2012-2015 年我国将面临 2G 迁移 3G 高峰期



资料来源：国海证券研究所

图 3、2012 年 8 月我国 3G 渗透率达到 18%



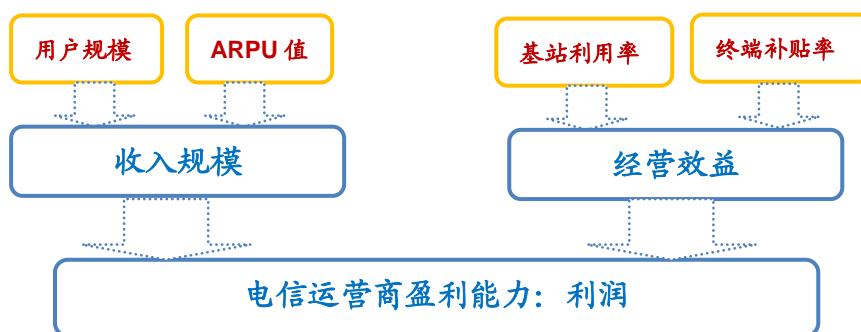
资料来源：工信部、国海证券研究所

2.2 电信运营商收入驱动力分析：3G 市场份额和 ARPU 值

- 3G 建设后周期，用户规模将成为电信运营商第一追求目标。**遵循电信运营商发展经验可知，每一次技术演进，电信运营商将首先注重网络基础建设，随后强化用户规模。3G 时代也不例外，随着我国 3G 网络步入建设后期，用户规模将取代 3G 网络建设成为首要经营目标，电信运营商急切需要通过扩大用户规模来摊薄固定成本，提升收入水平，确保盈利能力。

- 电信运营商收入模型研究：收入规模=用户规模*ARPU 值，基站利用率和终端补贴提升盈利能力。** 电信运营商收入规模主要由两方面因素决定，一是用户规模，二是用户价值，即综合 ARPU 值，其中用户规模是实现收入的主要驱动力，ARPU 值则将确保收入快速增长。电信运营商盈利能力主要体现在利润，利润主要体现在收入规模和经营效益，在 3G 时代，经营效益主要表现在基站利用率和终端补贴率两个方面。**基站利用率**就是每个基站承载的用户数量和话务量，基站利用率提升表明资本开支发挥效应，短期内不需要加大资本开支。**终端补贴率**主要是体现在 3G 终端上，这也是拓展 3G 用户初期不可避免采取的手段，但随着 3G 渗透率的不断提升，电信运营商将不断下降其补贴率，减少终端销售成本，从而显著改善电信运营商整体盈利能力。

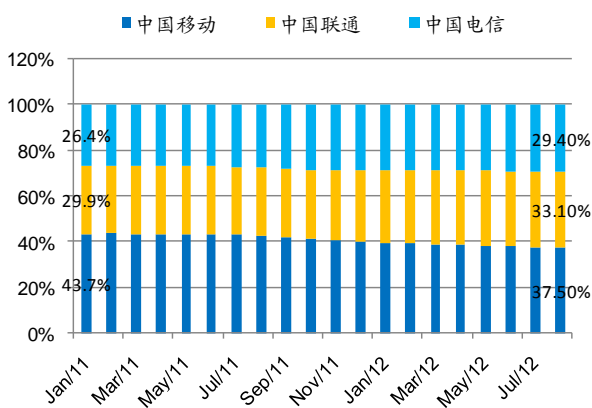
图 4、电信运营商盈利能力模型分析



数据来源：国海证券研究所

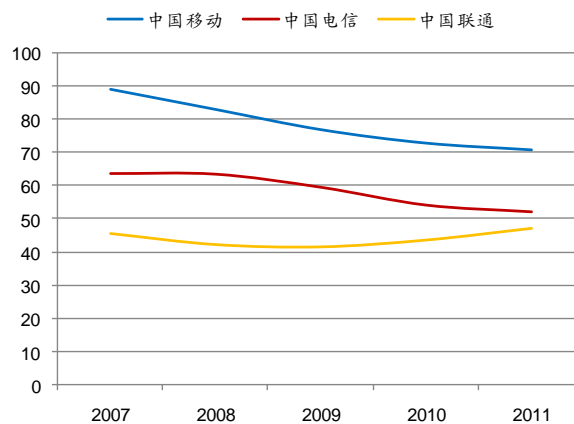
- 3G 时代，市场份额竞争和 ARPU 值提升将决定成败。** 目前我国已经进入 3G 建设后期，电信运营商发展 3G 用户规模成为首要任务，在移动总用户面临增长天花板的背景下，存量市场用户竞争成为三大电信运营商的主要竞争策略。目前三大运营商 3G 用户呈现三分天下的格局，一改 2G 时代中国移动独大，这主要是由于电信和联通拥有成熟的网络制式。随着 3G 投资进入后周期，根据电信运营商收入模型，电信运营商收入规模将体现在 3G 用户份额和 ARPU 值，特别是进入流量经营时代，电信运营商综合 ARPU 值将显著提升收入水平，联通具备网络制式以及产业链优势，综合 ARPU 值不断提升。

图 5、三大运营商 8 月份 3G 用户市场份额占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 6、中国联通综合 ARPU 不断提升

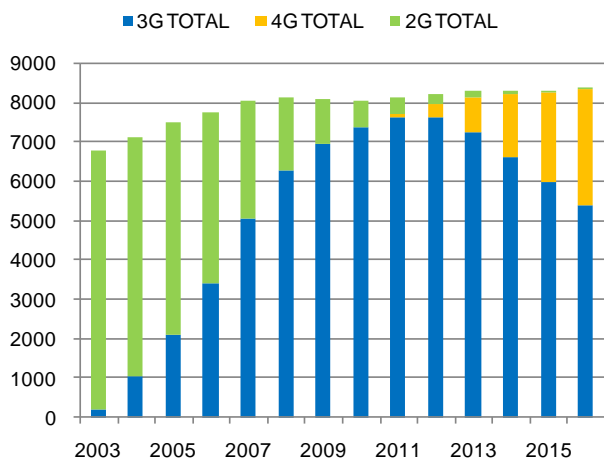


资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.3 2G 用户迁移 3G 网络：促进 3G 用户高速增长

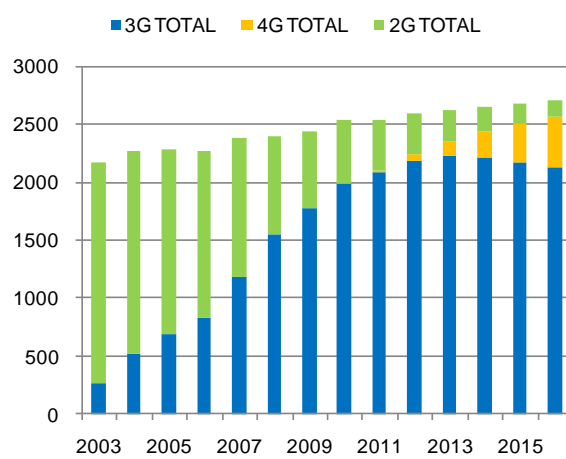
- **日韩电信市场：2G 迁移 3G 成为其 3G 用户高速增长的最主要的途径。**日韩移动通信市场是全球最成熟的电信市场之一，从 2000 年后，日韩移动总用户基本保持稳定，天花板效应明显。日本、韩国从 2001-2002 年开始建设 3G 网络，2001 年日本实现 3G 商用，3G 用户开始呈现高速增长态势，由于移动总用户增长有限，2G 用户迁移 3G 网络成为日韩 3G 用户主要来源。

图 7、日本移动用户变迁情况



资料来源：国海证券研究所

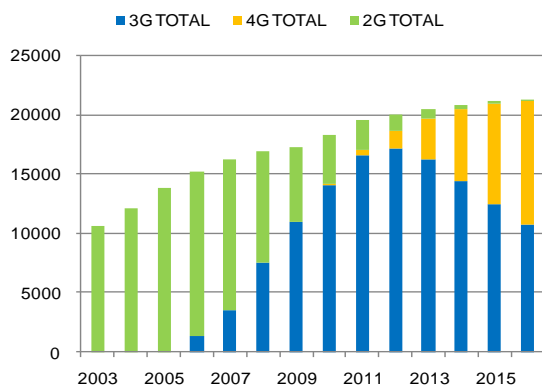
图 8、韩国移动用户变迁情况



资料来源：国海证券研究所

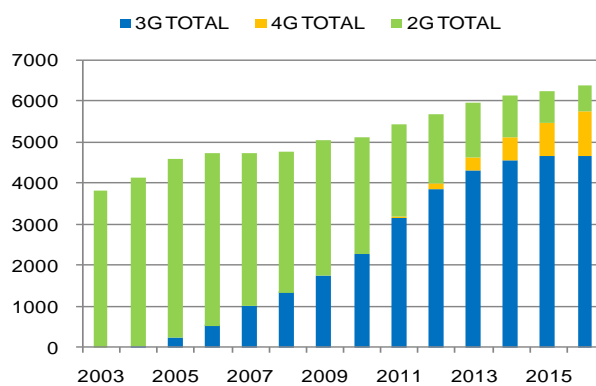
- **欧美 3G 市场：2G 存量用户迁移和增量用户并驾齐驱。**欧美与我国类似，人口众多，国土辽阔，故欧美移动用户的发展与日韩有较大的差异。欧美国家 3G 用增长主要来自于 2G 存量市场迁移和增量 3G 市场，其中 2G 用户迁移 3G 网络也是主要的途径之一。美国从 2005 年开始进入 3G 高速增长阶段，到 2010-2012 年进入高峰，渗透率达到 85%。欧洲电信运营商 3G 用户主要偏向于从 2G 存量市场迁移，这主要是因为欧洲国家 2G 用户渗透率很高，移动总用户增量空间有限，英国、法国、德国也都是从 2005 年进入 3G 用户高速增长通道，到 2011 年底，英国、法国、德国 3G 渗透率分别达到 56.5%、61.2%、57.9%。

图 9、美国移动用户变迁情况



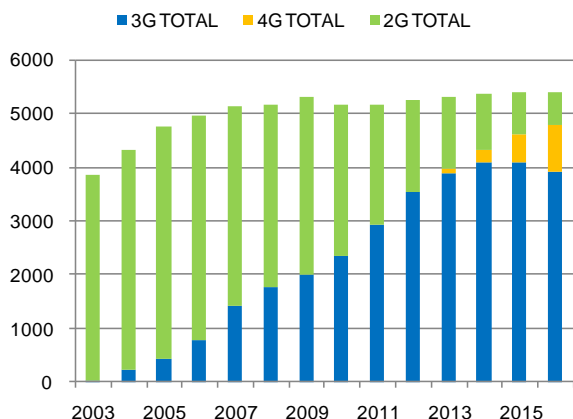
资料来源：国海证券研究所

图 10、德国移动用户变迁情况



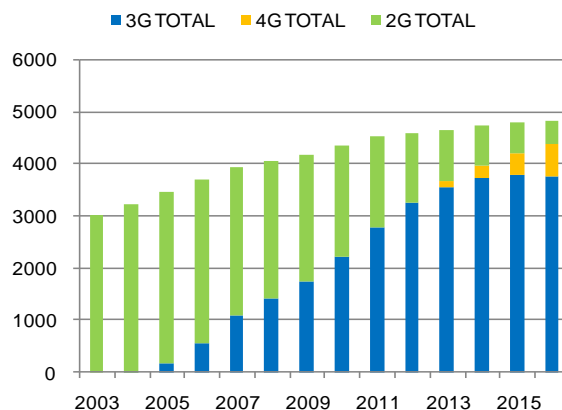
资料来源：国海证券研究所

图 11、英国移动用户变迁情况



资料来源: 国海证券研究所

图 12、法国移动用户变迁情况



资料来源: 国海证券研究所

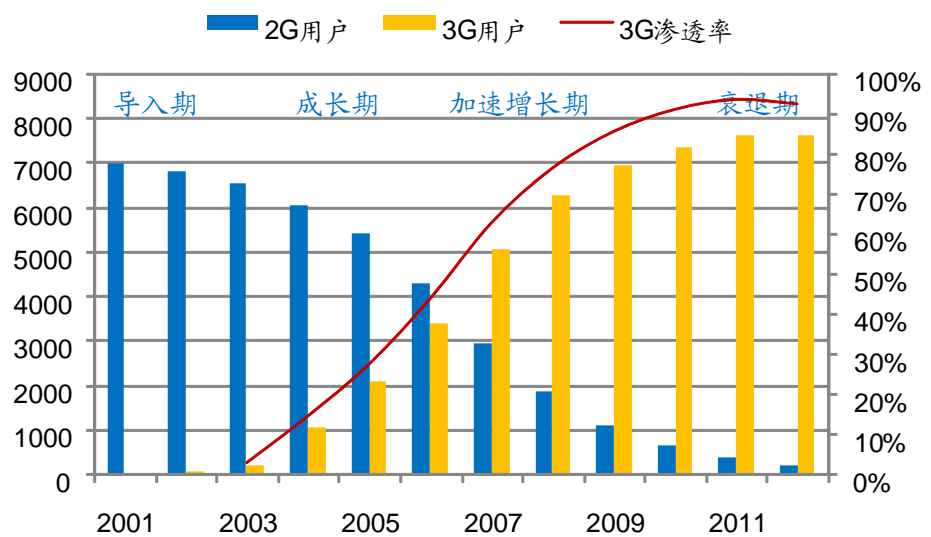
- 海外 2G 迁移 3G 经验借鉴: 我国步入 2G 用户迁移 3G 网络加速增长阶段。**我国电信市场和欧美类似, 也是存在人口众多, 城乡分明, 国土辽阔, 3G 基站覆盖不均等情况, 自 2000 年我国 2G 网络建设以来, 我国 2G 用户数进入高速发展通道, 随着移动总用户渗透率达到 80%, 面临增长瓶颈。2009 年启动 3G 建设, 3 年内我国 3G 用户数达到 1.92 亿户, 渗透率达到 18%, 2G 存量市场迁移和增量市场是我国未来 3G 用户发展的重要两条途径, 随着 3G 渗透率超过 20%, 2G 用户迁移 3G 网络将是我国 3G 用户增长重要驱动力。

3、2G 用户向 3G 网络迁移策略分析

3.1 日本 2G 迁移 3G 研究

- 日本新增 3G 用户来源主要来自两个方面: 一是增量市场, 二是 2G 存量迁移市场。**日本 2001 年开始 3G 业务商业, 从日本 3G 发展情况来看, 2G 存量市场是日本三大移动运营商争夺主要对象, 2010 年底日本 3G 用户数规模达到 1.17 亿, 其中 60% 来自 2G 用户, 所以 2G 迁移 3G 是日本 3G 高速发展的主要来源。
- 日本 2G 迁移 3G 主要经历 5 个阶段。**日本电信市场经历了 10 年时间才实现 2G 到 3G 的过渡, 自 2001 年 3G 商用以后, 经历 5 年的高速发展, 到 2005 年日本的 3G 用户才开始超过 2G 用户, 到 2010 年日本的 3G 渗透率达到 98%。日本 3G 发展过程主要经历了 5 个阶段, 即导入期、成长期、加速增长期、成熟期、以及衰退期。**导入期:** 2001-2003 年为日本 3G 用户导入期, 导入期后 3G 用户才会进入快速增长阶段; **成长期:** 3G 对 2G 的替代开始加速, 2G 用户规模开始下降, 日本 3G 用户渗透率每年提升 10 个百分点以上; **加速增长期:** 3G 对 2G 的替代明显加快, 标志是 3G 用户规模超过 2G, 3G 用户渗透率每年提升 15 个百分点以上; **成熟期:** 3G 增速开始放缓, 渗透率提升值逐年下降; **衰退期:** 3G 用户出现减少, 渗透率逐渐下降。

图 13、2002-2012 年日本 3G 发展路径

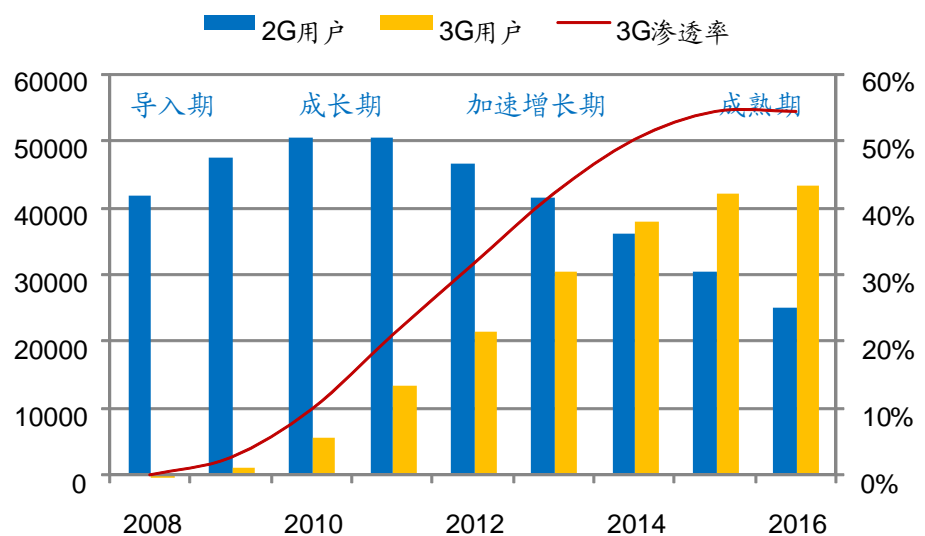


数据来源：国海证券研究所

3.2 我国 2G 用户迁移 3G 网络策略研究

- 我国 3G 用户发展进入加速发展期。**根据日本电信运营商的发展经验，我国 3G 市场发展路径为，1)、**导入期**：2008-2009 年，3G 用户规模超过千万，3G 网络基本成熟，用户增长缓慢；2)、**成长期**：2010-2012 年，实现 3G 用户规模突破 2 亿，2G 新增用户规模开始出现下滑，3G 用户新增规模超过 2G 用户，3G 前期投入（网络、终端、营销等）效应逐渐显现，用户增长较快；3)、**加速增长期**：2012-2013 年，用户数据使用习惯已经形成，3G 用户增速加快，用过规模开始超过 2G；4)、**成熟期**：2014-201 年，3G 用户逐步完全替代 2G 用户，并逐渐饱和。

图 14、2008-2016 年我国 3G 发展路径



数据来源：国海证券研究所

- **2G 用户迁移 3G 网络，中国联通优势明显。**根据工信部最新统计数据，截止 2012 年 8 月，我国 3G 用户达到 1.92 亿户，渗透率达到 18%，3G 新增规模为 2G 的 6.3 倍，3G 用户发展处于加速发展阶段。目前中国移动开始启动 4G 网络建设，预计 4G 用户迁移需要在 2015 年以后，虽然移动在 2G 用户规模上具有绝对的优势，但 3G 的 TD 网络优势并不明显，因此移动不断强化其对 2G 用户的保有，都将延缓 2G 用户迁移向 3G。但中国联通具备 WCDMA 网络优势，因此在 3G 用户规模上开始显示有优势，良好的网络制式、大规模的营销力度都将为联通 2G 用户迁移 3G 网络带来良性循环。
- **我国 2G 用户迁移 3G 网络策略分析。**2G 用户迁移 3G 网络过程不仅仅是用户的迁移过程，还是网络、业务、产品以及终端逐渐向 3G 迁移的过程，伴随着 3G 生命周期的不同发展阶段，电信运营商针对特定的目标用户群实施分阶段、有步骤的迁移策略。目前主流的迁移策略包括：**资费升级策略、补贴策略、服务驱动策略、新业务驱动策略。**

 - **资费升级策略：**资费升级策略是 2G 迁移 3G 的基础策略，一方面是与原有的 2G 资费形成差异化，另一方面要与竞争对手策略形成差异化。资费升级策略在 3G 导入期和成长期发挥重要的作用，在 3G 发展的加速期和成熟期，电信运营商的 2G 和 3G 资费可能会统一，以便节约营销成本，形成竞争合力。

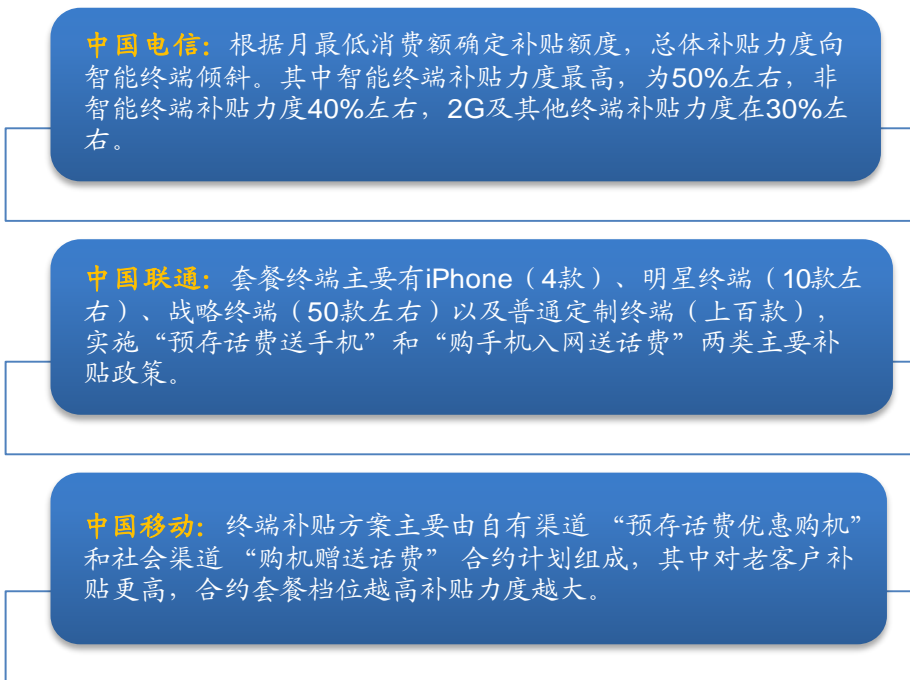
表 2、电信运营商资费差异化策略

电信运营商	具体内容
日本 NTT DoCoMo	<ul style="list-style-type: none"> ● 2004 年，降低数据资费，推出 packet pack 优惠服务和 pake-hodai(定额无限流量使用计划)。 ● 2005 年 11 月，为引导 2G 用户迁移，统一 2G 和 3G 资费体系，但在数据业务方面 3G 比 2G 资费更低。
中国移动	<ul style="list-style-type: none"> ● 3G 发展初期主要为低端用户和集团客户，在 3G 资费上延续了 2G 资费水平，降低 TD 接入门槛。 ● 2011 年 5 月，中国移动进行套餐资费调整，调整后的全球通套餐，降低了语音、漫游和数据资费。
中国联通	<ul style="list-style-type: none"> ● 发展初期为了争取更多的高端用户，采用了更加便宜的“长市漫合一”的资费策略，然后不断降低 3G 门槛，不断推出低档次套餐和增加低档次套餐内流量。
中国电信	<ul style="list-style-type: none"> ● 发展初期没有走高端路线，更注重校园市场等中低端市场拓展，同时更图吃便宜的数据资费。

资料来源：国海证券研究所

- **补贴策略：**补贴策略是电信运营商拓展 3G 客户普遍采用的策略，旨在降低 3G 用户接入门槛，通过推出与终端捆绑的合约计划，在 3G 发展初期（导入期和成长期）加速扩大 3G 用户规模，并维持用户群的质量和稳定。从补贴重点来说，联通重点补贴 iPhone 以及明星机型（从千元到中高端的智能机），电信重点补贴智能终端，移动更倾向于补贴老客户和高档客户。

图 15、三大运营商终端资费情况



数据来源: 国海证券研究所

- 服务驱动策略:** 服务驱动的迁移策略一般贯穿整个 3G 迁移过程的始终, 在 3G 成长期, 电信运营商针对整个 3G 生命周期制定长远的忠诚度计划。经验表明, 日本电信运营商推出的忠诚度计划和会员计划极大促进了 2G 用户迁移到 3G 网络, 当 3G 已经从成长期进入到成熟期后, 日本电信运营商的重点相应转移到维系已有客户的满意度上。

表 3、日本 NTT DoCoMo 服务策略

电信运营商	具体内容																								
一年折扣计划	<ul style="list-style-type: none"> 对于选择继续签约的用户每年会享受一定的折扣, 在网时间越长, 优惠度越高, 分为家庭和个人折扣计划。 <table border="1"> <thead> <tr> <th>续约年数</th> <th>1</th> <th>2</th> <th>3</th> <th>4</th> <th>5</th> <th>6</th> <th>7</th> <th>8</th> <th>9</th> <th>10</th> <th>10+</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>折扣</td> <td>10%</td> <td>12%</td> <td>14%</td> <td>16%</td> <td>18%</td> <td>20%</td> <td>21%</td> <td>22%</td> <td>23%</td> <td>24%</td> <td>25%</td> </tr> </tbody> </table>	续约年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10+	折扣	10%	12%	14%	16%	18%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
续约年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10+														
折扣	10%	12%	14%	16%	18%	20%	21%	22%	23%	24%	25%														
个人折扣计划	<ul style="list-style-type: none"> 个人如果加入 NTT DOCOMO 并且签 2 年合约, 那么第 1 年基本使用费可以享受 50% 折扣, 如果再续签则可以使用一年折扣计划。 																								
家庭折扣计划	<ul style="list-style-type: none"> 除了基本使用费享受 25% 折扣之外, 家庭成员之间的电话、i-mode 短信免费, 成员之间可以共享套餐时长, 再续签之后则可以享受家庭折扣计划。 <table border="1"> <thead> <tr> <th>续约年数</th> <th>1</th> <th>2</th> <th>3</th> <th>4</th> <th>5</th> <th>6</th> <th>7</th> <th>8</th> <th>9</th> <th>10</th> <th>10+</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>折扣</td> <td>35%</td> <td>37%</td> <td>39%</td> <td>41%</td> <td>43%</td> <td>45%</td> <td>46%</td> <td>47%</td> <td>48%</td> <td>49%</td> <td>50%</td> </tr> </tbody> </table>	续约年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10+	折扣	35%	37%	39%	41%	43%	45%	46%	47%	48%	49%	50%
续约年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10+														
折扣	35%	37%	39%	41%	43%	45%	46%	47%	48%	49%	50%														

资料来源: 国海证券研究所

- 新业务驱动策略:** 3G 成长期和加速成长期阶段也是电信运营商从销售套餐向销售移动互联网服务转型的过程, 随着信息化和工业的融合, 电信行业与互联网、金融等领域的合作日益广泛和密切, 在 3G 成长和加速增长期, 各种移动互联网的新业务和新应用, 将和智能终端、3G 网

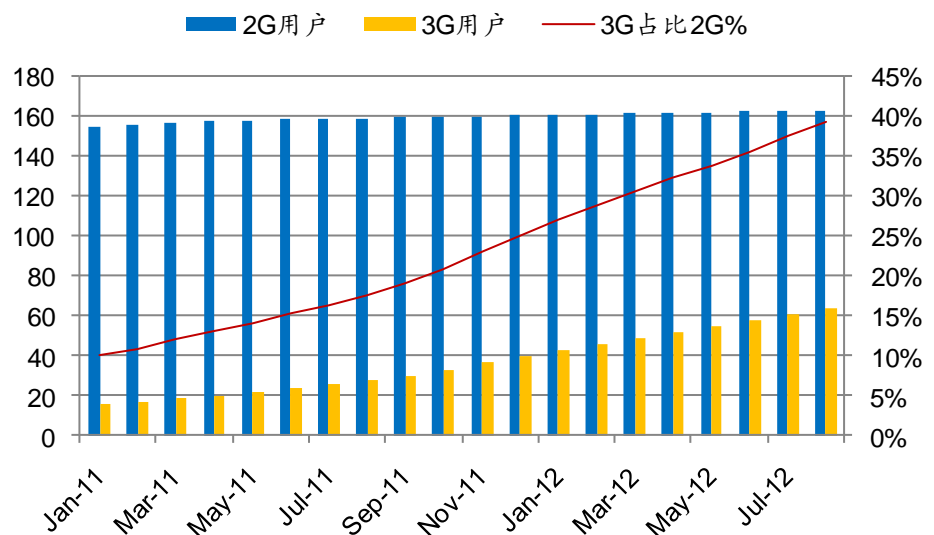
络发挥协同作用，促进越来越多的 2G 用户更换 3G 智能终端，从而便捷和顺畅地享受微博、移动支付、应用商店、手机购物、手机越多等新的生活方式。

4、2G 用户迁移 3G 网络：中国联通制胜 3G 用户新利器

4.1 2G 用户迁移 3G 网络稳步提升 3G 用户数

- **联通目前 3G 占比 2G 用户为 39.2%，具备较大的提升空间。**中国联通是我国 3G 业务发展最具代表的电信运营商商，具有完善的 3G 网络基础设施，技术成熟的 WCDMA 网络制式。从 2G 迁移 3G 的发展路径来看，目前我国正处于加速增长期，在 3G 占比 2G 超过 70%后，2G 迁移 3G 才进入成熟和衰退期。截止 2012 年 8 月底，联通 3G 占比 2G 用户为 39.2%，距离成熟和衰退期还有较大的周期，也为 2G 用户迁移 3G 网络带来广阔的市场空间。

图 16、中国联通 3G 占比 2G 为 39.2%

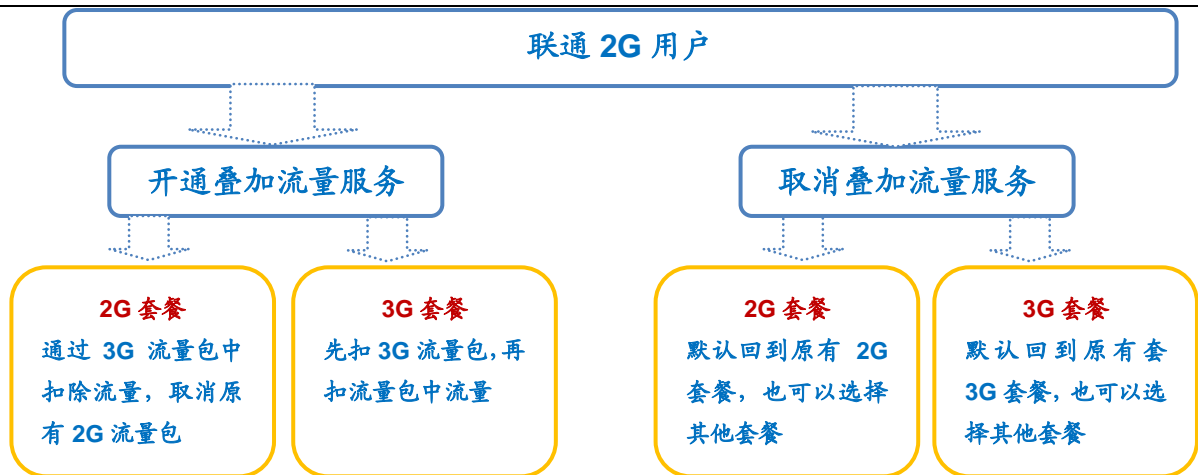


数据来源：中国联通、国海证券研究所

- **中国联通 2G 用户迁移 3G 网络，显著提升 3G 用户数和综合 ARPU 值。**相较于国内其他两大电信运营商（中国移动和中国电信），中国联通具备天然的 2G 迁移 3G 优势，我们认为联通 2G 用户转向 3G 网络对联通有以下几大好处：**1、2G 用户的 ARPU 值得到大幅提高；2、用户黏性提高，捆绑合约后有利于总移动用户数稳定增长；3、社会渠道的成本费用得以降低。**目前联通具有一定规模的 2G 用户持有 3G 终端，预计现网 2G 活跃用户中持有 3G 终端的用户超过 3000 万，随着 3G 终端的快速普及，2G 用户持有 3G 终端的用户规模将进一步扩大，这给联通 2G 迁移 3G 带来市场存量基础。目前联通 2G 用户户均 GPRS 流量大概在 12M/月，使用数据业务用户占比超过 40%，如果这部分用户迁移到 3G 网络，将明显提升联通的综合 ARPU 值。

- 多措施促进联通 2G 用户迁移 3G 网络，3G 用户增长迎来新驱动力。在 2G 用户迁移 3G 网络的策略上，我们认为中国联通主要有以下三种：一是推出更多低门槛的 3G 套餐，如推出 46 元以下 3G 套餐等；二是加大促销捆绑，如通过沃派 36 套餐加强版加大校园用户 2G 转 3G；三是 2G 套餐直接添加叠加流量包，如广东联通推出 2G 随意玩套餐（夜间 5 元包 1G、10 元包 5G 流量）。其中 2G 套餐直接添加流量包对消费者吸引最大，也是联通实现 2G 用户迁移 3G 网络最有力的措施之一。

图 17、中国联通 2G 套餐叠加流量将促进 2G 迁移 3G

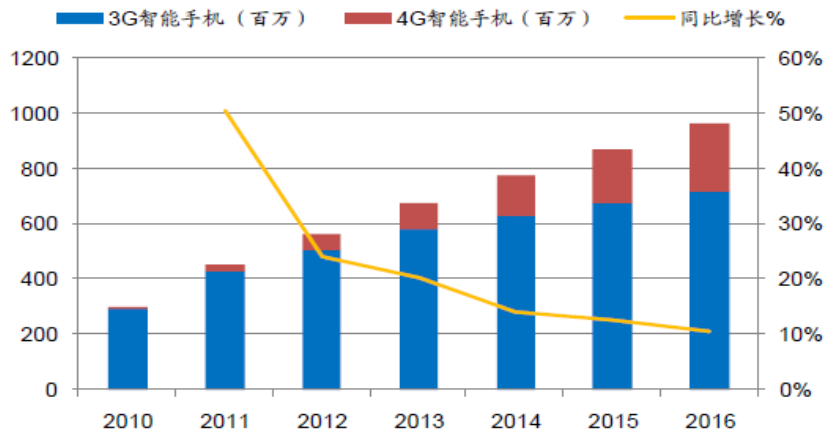


数据来源：国海证券研究所

4.2 移动互联网新特征：持续改善联通综合 ARPU 值

- 移动互联网蓬勃发展，带动中国联通更多 2G 用户迁移 3G 网络。随着智能手机的快速普及，以及 3G 基础网络的建设完成，移动互联网进入蓬勃发展阶段，在速度、应用、内容上出现翻天覆地的变化，新的移动互联网特征将驱动联通更多 2G 用户迁移到 3G 网络。我们认为驱动联通 2G 迁移 3G 主要有以下因素：一是智能手机高速增长，快速普及将带来更多 3G 用户需求；二是新的手机应用需求将驱动更多 2G 用户迁移到 3G 网络；三是联通 WCDMA 网络优势将吸引更多用户从 2G 转向 3G。
- 智能手机价格下降，性能提升，以及快速普及带动更多的 2G 迁移 3G。随着竞争和技术的升级，智能手机价格已经由 2-3 年前的高价下降到目前以千元智能手机为主流，中国联通从 2011 年 6 月重新定义了千元智能手机后，功能手机份额迅速被智能手机取代，从而催生更多的 2G 用户转向 3G 网络。据 ABI 预计，2012 年全球智能手机出货量将增长 25%，其中中国手机市场增长仍极为显著，据 IHSiSuppli 预计，中国手机厂商的 2012 年智能手机出货量将增长近一倍，超过 1 亿台，华为与中兴合计智能手机出货量将达到 6000 万台，同比增长将超过 2 成。

图 18、2012 年全球智能手机出货量比 2011 年上涨 25%



数据来源：ABI、国海证券研究所

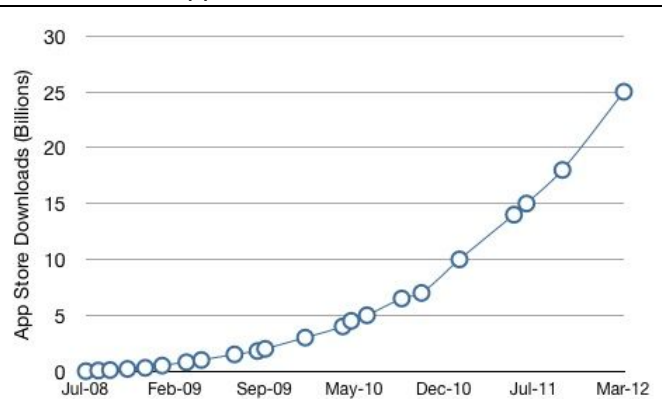
- 新的手机应用需求层出不穷，驱动联通 2G 迁移到 3G。**智能终端的移动性给用户带来极大的便捷性，移动商务、移动支付、LBS、微博、移动游戏、移动阅读等应用已经成为大部分人日常生活的一部分，特别是苹果和 Google 颠覆了移动互联网的商业模式，更多的应用需求从 Appstore 和 Android Market 下载，目前苹果的 Appstore 和 Google 的 Android Market 下载次数已经分别突破了 250 亿和 100 亿。碎片化的移动网络需求将带来更多的 3G 用户，其中需求最大的是使用 2G 网络的智能手机用户，电信运营商通过相关的套餐策略能够更多的吸引 2G 用户转向 3G 网络。

图 19、移动网络产品多样化



资料来源：国海证券研究所

图 20、苹果 Appstore 突破 250 亿次



资料来源：国海证券研究所

- 联通 WCDMA 网络优势吸引更多的 2G 用户转向 3G 网络。**性能更强大的智能手机、新的手机应用需求等都需要优良的移动网络环境，相比较国内三大电信运营商网络制式，联通具备全球最成熟的 WCDMA 网络，同时能平滑升级到 FDD-LTE，具备明显的网络优势，最大下载速率方面能达到 2M/s，最大上行速度达到 100-300K。

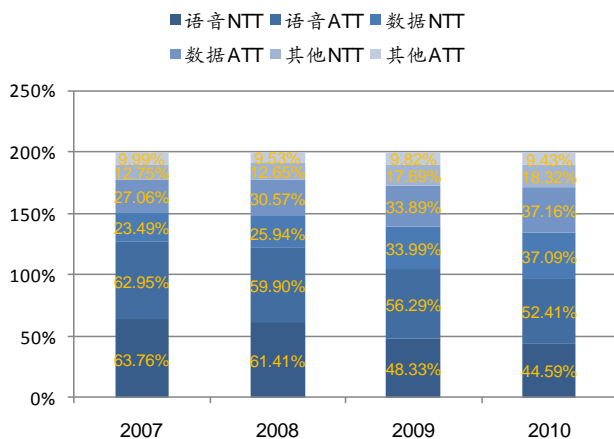
图 21、典型的互联网应用速度需求

典型业务	下行带宽需求	上行带宽需求
QQ 聊天	<10Kbps	<10Kbps
网页浏览	0.1-1Mbps	0.1-0.5Mbps
网络游戏	0.1-2Mbps	0.1-2Mbps
即时语音	100Kbps	100Kbps
视频点播	1.5-3Mbps	0.5-1Mbps
IPTV	2-8Mbps	0.5-1Mbps
可视电话	1-8Mbps	1-8Mbps
高清电视	6-20Mbps	0.5-1Mbps
高清视频会议	6-20Mbps	6-20Mbps

数据来源：国海证券研究所

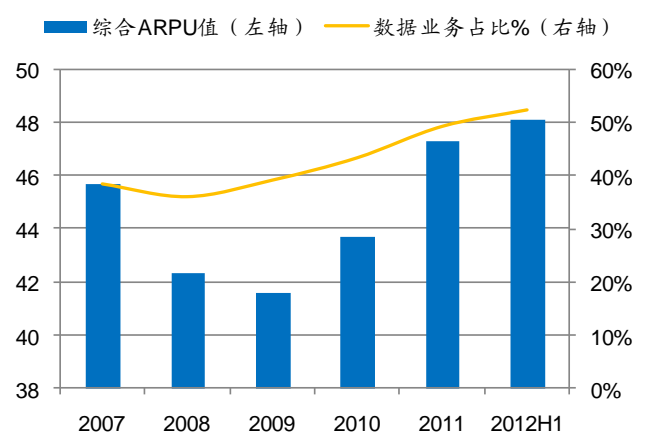
- 数据经营时代：联通综合 ARPU 值不断提升。** 语音经营转数据经营成为目前电信运营商的主要经营方向，2007-2010 年，NTT DoCoMo 总收入中语音业务由 63.76% 下滑至 44.59%，数据业务比重则由 23.5% 上升至 37.1%。AT&T 语音和数据业务也出现此消彼长变化，语音业务由 62.9% 下滑至 52.4%，数据业务由 27.1% 上升至 38.2%。中国联通也呈现相同的特点，2007 年至 2012 年上半年，联通数据业务占比从 38.5% 上升到 52.4%，综合 ARPU 值从 45.7 元上升到 48.1 元。

图 22、NTT docomo 和 A&T 数据业务变化情况



资料来源：国海证券研究所

图 23、2007-2012H1 年联通综合 ARPU 值变化情况

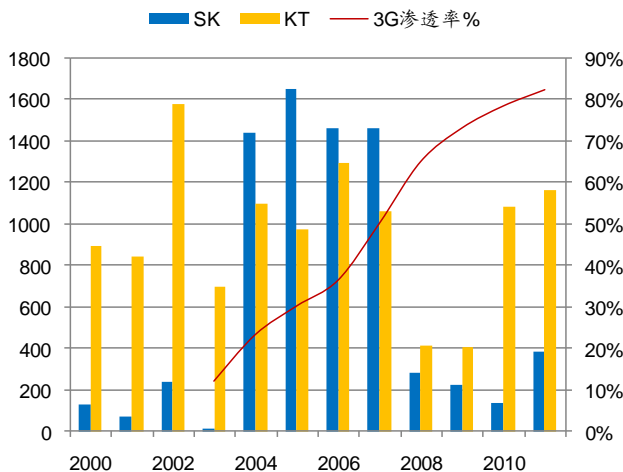


资料来源：国海证券研究所

4.3 国外成熟运营商：2G 用户迁移 3G 网络阶段盈利分析

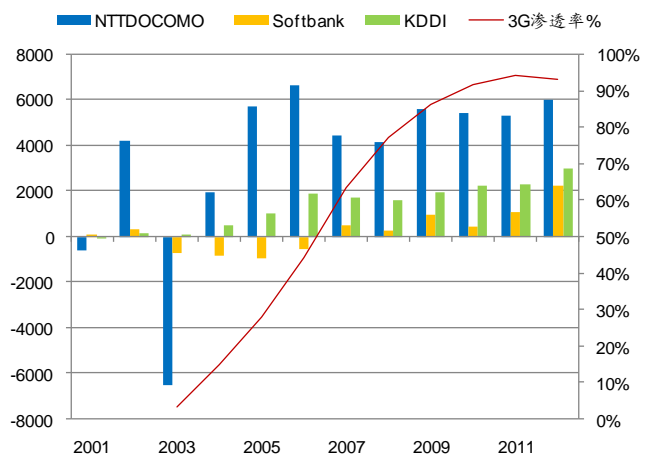
- 日韩电信市场：2003-2006 年是 2G 迁移 3G 高峰期，电信运营商盈利能力明显提升。** 2001 年日本 3G 进入商用，2004-2006 年日韩两国 3G 用户进入加速成长期，3G 渗透率超过 20%，日本三家电信运营商（NTT DOCOMO、Softbank、KDDI）和韩国两家电信运营商（SK、KT）盈利能力明显提升，各家电信运营商净利润也达到历史高峰。

图 24、韩国 SK 和 KT 盈利能力与 3G 渗透率关系



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

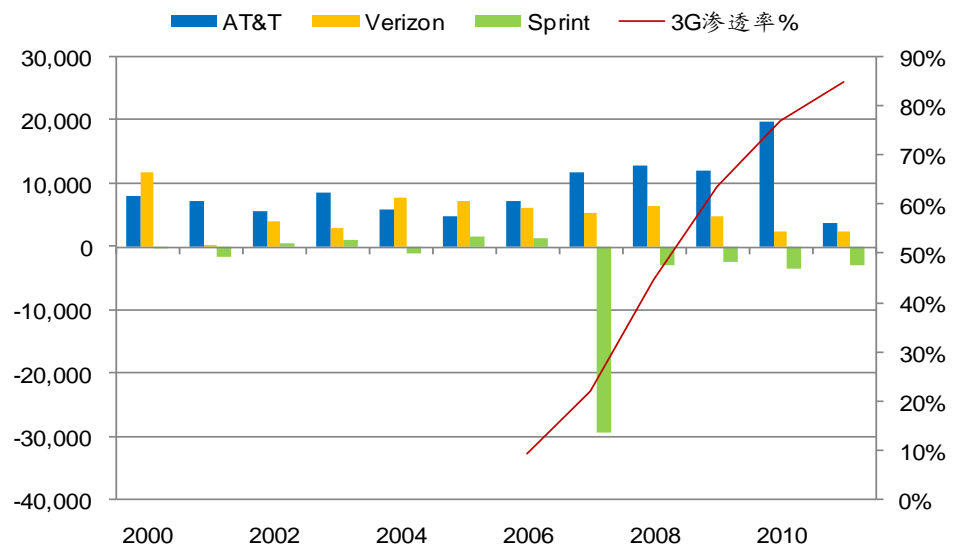
图 25、日本三大运营商盈利能力与 3G 渗透率关系



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

- **北美电信市场：2006-2010 年是 2G 迁移 3G 高峰期，其中 AT&T 的 CAGR 为 28.2%。**美国在 2006 年 3G 渗透率达到 20%，并显著带动 2G 用户转向 3G 网络，主流电信运营商 AT&T 和 Verizon 在 2006 年-2010 年净利润持续上升，其中 AT&T 净利润从 2006 年的 73.56 亿上升到 2010 年 198.64 亿，年均复合增长率达到 28.2%，表现出强劲的盈利能力。

图 26、北美 AT&T、Verizon 和 Sprint 盈利能力与 3G 渗透率关系

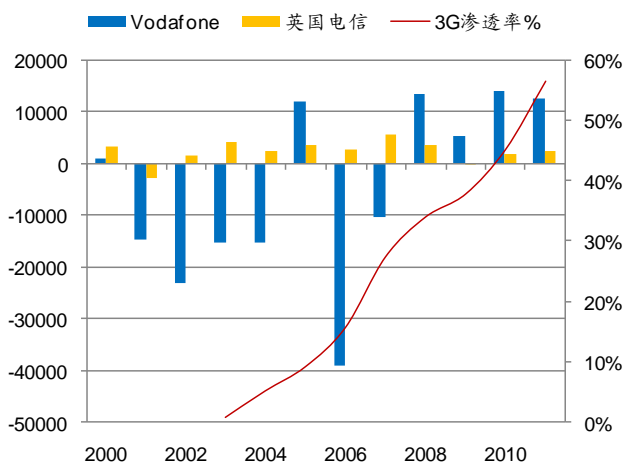


数据来源：Bloomberg、国海证券研究所

- **欧洲电信市场：2G 迁移 3G 高峰集中体现 2006-2010 年，其中西班牙电信净利润年均复合增长率达到 14.5%。**欧洲电信市场大部分在 2006 年 3G 渗透率达到 20%，目前英国、德国、法国、西班牙的 3G 渗透率分别达到 56.5%、58%、61.2%、63.4%，和北美和日韩地区相比较，欧洲地区的 3G 渗透率还是上升的空间，3G 用户发展处于加速增长期，2G 存量市场依旧是 3G 用户的主要来源。在欧洲电信运营商净利润方面，英国的沃达丰、法国电信、西班牙电信在 2G 迁移 3G 过程中盈利能力明显提升，其中西班牙电信净利润

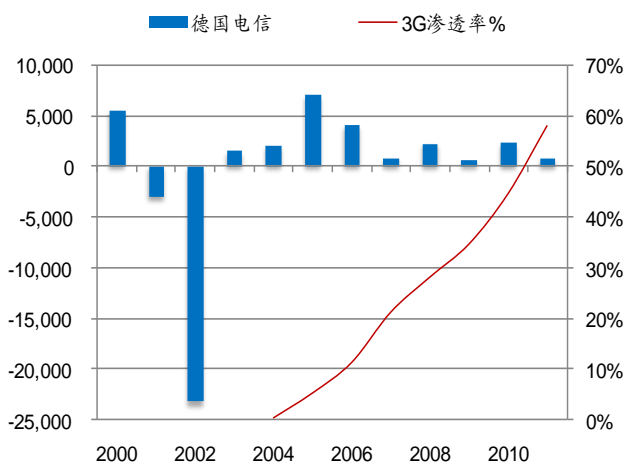
2006-2010 年 CAGR 达到 14.5%。

图 27、BT 与 Vodafone 盈利能力与 3G 渗透率关系



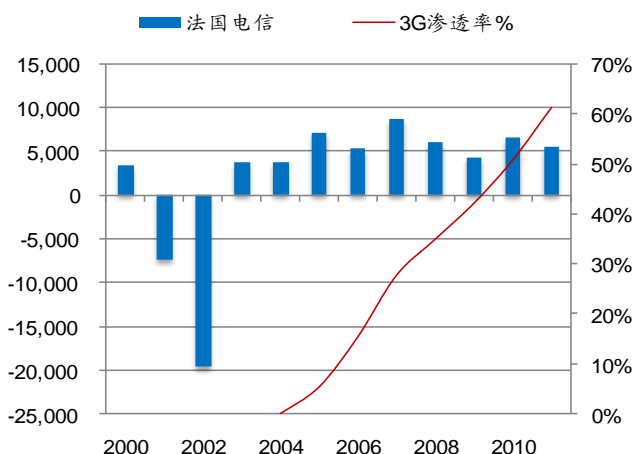
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 28、德国电信盈利能力与 3G 渗透率关系



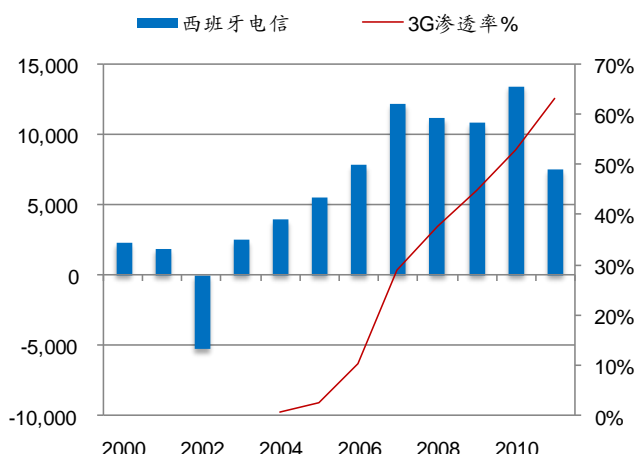
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 29、法国电信盈利能力与 3G 渗透率关系



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 30、西班牙电信盈利能力与 3G 渗透率关系



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

5、盈利预测及投资评级

- **盈利预测:** 预计 2012、2013、2014 年收入分别为 2678.7、3152.7、3663.9 亿元, 同比增长分别为 24.3%、17.17%、16.2%, 归属于母公司净利润为 31.7、47.8、68.4 亿, 同比分别增长 125%、51%、43%。
- **投资建议:** 1.08 倍的 PB 构筑安全边际。中国联通 (600050) 目前是市场中最佳配置型大盘蓝筹标的, 无论是从估值水平, 还是 PB 都处于近两年的最低位, 具备较强的安全边际, 我们重申联通具备长期买入价值。
- **股价催化剂:** 短期来看, 9 月份 3G 用户数据有望好于市场预期, 预计将达到

320-350 万，9 月份作为传统的销售旺季，特别是中国联通推出校园用户 2G 转 3G，通过沃派 36 套餐加强版吸引学生用户，我们认为联通 9 月份 3G 用户增长好于之前的预测，预计将达到 320-350 万月增值。**长期来看，2G 用户迁移 3G 网络，强化中低端用户价值，将显著提升 3G 用户数以及综合 ARPU 值，联通盈利能力将明显上升**，随着网络建设逐步完成以及累积 3G 用户达到一定规模，存量用户特别是 3G 存量用户将是确保联通业绩稳定增长的有力保障，并给联通带来丰厚的回报。

- 预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 0.15/0.23/0.32 元，对于当前股价的 PE 分别 24.3/16.1/11.3 倍，维持买入评级。

6、风险提示

- 3G 用户增长低于预期，未能达到预期。
- 2G 迁移 3G 过程较长，成本费用较高。
- 竞争风险，联通用户份额下降。
- 宏观经济下滑影响。

表 4、中国联通（600050）盈利预测表

证券代码:	600050.sh				股票价格:	3.64				投资评级:	增持				日期:	2012-10-16			
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E										
盈利能力					每股指标														
ROE	0.7%	1.5%	2.4%	3.5%	摊薄EPS	0.07	0.15	0.23	0.32										
毛利率	28.4%	28.6%	29.8%	30.9%	BVPS (最新股本)	3.35	2.94	2.33	1.45										
期间费率	25.3%	23.5%	23.2%	23.0%	估值														
销售净利率	0.7%	1.2%	1.5%	1.9%	P/E	54.6	24.3	16.1	11.3										
成长能力					P/B	1.1	1.2	1.6	2.5										
收入增长率	22.3%	24.3%	17.7%	16.2%	P/S	0.4	0.3	0.2	0.2										
利润增长率	15.0%	124.8%	50.7%	43.0%															
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E										
总资产周转率	0.47	0.57	0.65	0.73	营业收入	215519	267872	315277	366394										
应收账款周转率	14.97	9.27	9.51	9.51	营业成本	154414	191375	221472	253032										
存货周转率	33.20	21.48	20.28	19.22	营业税金及附加	6352	7395	9103	11079										
偿债能力					销售费用	28751	33735	40105	47207										
资产负债率	54.5%	55.8%	58.2%	60.7%	管理费用	18200	21621	25847	29838										
流动比	0.18	0.50	0.80	1.05	财务费用	1243	115	(2039)	(4005)										
速动比	0.16	0.46	0.76	1.00	其他费用/(-收入)	(1905)	(1600)	(2300)	(2500)										
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	4654	12032	18489	26743										
现金及现金等价物	15439	67460	144964	219685	营业外净收支	1010	700	700	700										
应收款项	14395	28901	33151	38526	利润总额	5664	12732	19189	27443										
存货净额	4651	9255	11368	13745	所得税费用	1476	3318	5001	7152										
其他流动资产	4387	6792	8309	10022	净利润	4188	9414	14189	20291										
流动资产合计	38872	112407	197792	281979	少数股东损益	2776	6240	9404	13449										
固定资产	325436	260369	195297	130228	归属于母公司净利润	1412	3175	4785	6842										
在建工程	52329	52329	52329	52329	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E										
无形资产及其他	20740	20740	18666	16592	经营活动现金流	69453	72171	104737	113457										
长期股权投资	47	50	52	53	净利润	4188	9414	14189	20291										
资产总计	458524	466994	485235	502280	少数股东权益	2776	6240	9404	13449										
短期借款	32322	32322	32322	32322	折旧摊销	57210	67161	67166	66965										
应付款项	92185	94159	107963	121495	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	36621	45517	53572	62257	营运资金变动	5279	(32384)	(29739)	(31683)										
其他流动负债	52363	52363	52363	52363	投资活动现金流	(82738)	65064	65070	65068										
流动负债合计	213490	224360	246218	268436	资本支出	(17481)	65067	65072	65069										
长期借款及应付债券	34502	34502	34502	34502	长期投资	0	(3)	(2)	(1)										
其他长期负债	1921	1921	1921	1921	其他	(65257)	0	0	0										
长期负债合计	36423	36423	36423	36423	筹资活动现金流	65306	(11814)	(17806)	(25464)										
负债合计	249913	260783	282642	304859	债务融资	(4923)	0	0	0										
股本	21197	21197	21197	21197	权益融资	33	0	0	0										
股东权益	208611	206211	202594	197421	其它	70196	(11814)	(17806)	(25464)										
负债和股东权益总计	458524	466994	485235	502280	现金净增加额	52021	125421	152001	153061										

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【研究团队】

梁 铮: 分析师，中国人民大学金融工程硕士，华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历（中国联通），目前在国海证券从事通信行业研究。

钱文礼: 分析师，西南财经大学金融工程硕士。曾任皓胜电子研发工程师，3年证券行业电子行业研究经历，目前在国海证券从事电子行业研究。

杨鑫林: 分析师，北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历（航天科技集团航天五院研发工程师），2年证券行业通信行业研究经历，目前在国海证券从事通信行业研究。

陈 宁: 分析师，北京大学传播学硕士，北京师范大学工商管理学士。4年电信行业工作经历（中国联通，中国移动研究院），目前在国海证券从事传媒行业研究。

孔令峰: 分析师，东北财经大学企业管理硕士。2年证券行业研究工作经历，目前在国海证券从事计算机软件行业研究。

李亚军: 助理分析师，中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

【机构销售团队】

北京区: 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区: 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区: 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn