

2010-02-08

信息技术业/电信服务业

公司研究 / 更新报告

中国联通 (600050)

3G 投入期费用影响业绩

增持/ 维持评级

股价: RMB6.37

分析师
宋利杰

songlj@lhqz.com
0755-82080077
王小松
wangxs@lhqz.com
0755-82125054

相关研究

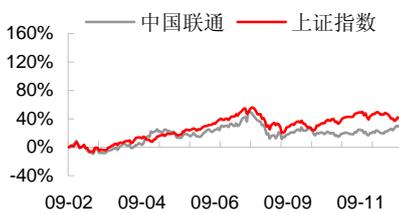
- 《Wi-Fi 加速 3G 业务发展进程并改变市场竞争结构》
2009/04/30
- 《决胜高端》
2009/06/18

基础数据

总股本 (百万股)	21197
流通 A 股 (百万股)	21197
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	137354

- 在移动通信运营市场竞争中，中国联通单独依靠 WCDMA 产业链的优势和终端优势无法取得明确优势，中国移动 2G 用户不缺手机终端，只有当用户明确有高速移动互联网业务需求时，中国移动的劣势才会暴露出来。
- 3G 网络在带宽上的供给能力具有天然的缺陷，受到无线频谱有限的制约，一般 3G 基地站的带宽供给能力在 10-30M 之间，无法承载大量用户同时使用。三种制式的 3G 网络都受到这样的限制。在用户增加到一定程度后，3 种制式的 3G 网络都会出现网络堵塞的状况。
- 单独运营 3G 网络的运营商无法解决移动互联网数据业务的海量提供能力，也无法以低成本提供数据服务，因此无法说服资本市场相信 3G 的渗透率能够快速增长，以及能够建立盈利模式，解决从 3G 业务上盈利的全球难题。
- 只有通过建立起 3G + Wi-Fi 的混合组网系统，才能通过 Wi-Fi 网络的低成本和高速度，带来用户数的快速增加，并通过建网成本的降低带来盈利空间。Wi-Fi 网络的建设和运营将成为电信运营商之间竞争的决胜因素。
- 在整体市场竞争格局没有明确改变的情况下，中国移动实际上仍然维持着原来的主导地位，同时由于中国电信在低端市场的强势市场策略，中国联通在移动通信整体市场份额暂时处于小幅下降地位（将小灵通用户算为移动用户的口径）
- 由于中国联通在建设 Wi-Fi 网络和 Femtocell 网络的进度上明显低于预期，月度新增移动用户数明显表现不如预期，同时销售费用和 3G 折旧摊销增加，我们修正了对中国联通的业绩预测，2009-2011 年 EPS 分别调低为 0.19 元、0.25 元和 0.42 元。基于 WCDMA 优势以及其明确建设 WIFI 网络的决策，结合其长期价值和当前股价，我们维持“增持”评级。
- 影响中国联通价值的核心因素在于 3G 业务渗透率增长的持续性，以及用户尤其是高端客户在新市场格局下的流动性趋势。中国联通股价持续向上的催化剂是移动市场结构变化趋势获得确认的阶段，其起点将是 Wi-Fi 网络的大规模建设和投入运营，并在 Wi-Fi 通道资费上大幅降价的阶段。

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	152764.3	118218.4	153013.41	171435.85	212183.51
(+/-%)	-0.8	120.3	0.16	12.04	23.77
归属母公司净利润(百万元)	19741.4	3095.1	3984.89	5208.66	8828.22
(+/-%)	109.4	-24.7	-79.81	30.71	69.49
EPS(元)	0.93	0.15	0.19	0.25	0.42
P/E(倍)	6.85	42.47	33.88	25.92	15.29

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

单靠 WCDMA 产业链完善和终端丰富，中国联通无法取胜

历史上 3G 业务发展缓慢的主要原因在于 3G 能提供的移动带宽非常有限，资费昂贵和带宽共享带来的传输速度慢。

整个 3G 产业链在全球发展中遇到的瓶颈在于 3G 传输技术本身不完全成熟。3G 传输方式有效供给不足的根本原因在于通过空气作为介质远距离传输数据受到频率有限的限制，同时受到基站建设高额成本的限制，传输数据的能力有限，而且费用昂贵。

传输速度：目前试商用情况下的传输速度，是在使用人数很少情况下的理想状态，用户数多了之后，由于带宽共享，使用速度会显著下降。如果大量用户同时使用，会造成网络堵塞。

资费水平：目前的流量资费水平普遍 1 元每 10M-30M 的左右（超出部分一元 1M）。在这样的资费水平下，一个 MTV 的微视频：5M-20M，一个卡片照相机照出的照片：1M-3M。几十元包数百兆的流量如果使用视频、音乐和照片传输根本不够用。大众用户受到收入约束，无法大量使用高带宽业务，极少的用户能承受每月 100 元以上的流量费（还不包含语音付费），只能使用低带宽的业务。

3G 能不能成功，用户快速增加，业务受到欢迎是首要的问题。如果 3G 的业务不能获得广泛的接受，那么就算中国联通在一个小众的 3G 市场上占有优势，也不能改变中国移动在整体移动市场上的优势地位。

因此如何降低 3G 流量费，将用户使用移动互联网的习惯尽快培养起来，对中国联通市场地位的改善至关重要。

3G 渗透率和 3G 业务的营利性是资本市场关注的焦点

Wi-Fi 网络较移动网络而言，具有传输带宽高、网络建设成本低的绝对优势，但移动性能差以及覆盖范围有限。而移动网络的移动性好、覆盖范围广，但传输带宽能力有限、建设成本高，利用 Wi-Fi 与移动网络的优势互补和优化配置，从而实现全国范围内的低成本无缝无线宽带网络覆盖。3G 和 Wi-Fi 整合起来，提供多种选择给消费者，在有 Wi-Fi 的地方使用 Wi-Fi，在没有 Wi-Fi 的地方使用 3G。就是说，手机不仅仅是移动终端，同时也是固网（如 ADSL）的终端，这样通过 Wi-Fi 就能享受到低价格的数据服务。移动数据业务的有效供给问题将得到有效突破。

Wi-Fi 的价格将与现行的 3G 资费体系拉开巨大的差距，带来使用量的急剧上升，消费者获得巨大的好处。目前市场上已经具备的数据需求将得到极大的发展，同时会刺激出更大的市场需求和应用的创新

由于 Wi-Fi 建网的成本极低，相对于 3G 网络投资相同的能力提供成本低一个数量级以上，通过 Wi-Fi 网络的建设模式，可以大幅减少运营商的资本性支出，真正带来盈利。

全球 3G + Wi-Fi 的混合组网模式成为明确的产业趋势

AT&T

AT&T 免费的 Wi-Fi 服务成为一个强有力的竞争砝码，有效提高了其在美国无线宽带市场上的占有率。“AT&T 的 Wi-Fi 网络是具有极强竞争力的，而且对于用户来讲具有很大的价值。” AT&T 移动消费市场首席官员大卫·克里斯托弗（David Christopher）谈到，“我们的 Wi-Fi 接入对于大多数智能手机和宽带用户是无限制的，这也是 AT&T 的智能手机用户数两倍于其他公司的原因之一。”

英国 BT

英国电信集团公司（BT）通过采取自建、合作共建、漫游合作以及带宽分享等多种模式，其全球可使用的热点数目超过了 5 万个。此外，英国 BT 通过与无线网络分享厂商 FON 合作，推出了全球最大的 Wi-Fi 社区 BT FON，给宽带用户提供免费接入 19 万 BT FON 全球热点的优惠，但条件是宽带用户要保持 HOME HUB 24 小时在线，同时分享出 512K 的带宽，共享成为一个热点。

韩国电信 KT

韩国电信 KT 的 FMC（即 Wi-Fi）业务会降低无线因特网资费 88% 以上，从而大大促进无线因特网使用的普及。韩国电信 KT 预计 2010 年 FMC 业务用户就能达到 120 万，2012 年更会达到 210 万。

有线电视运营商的 Wi-Fi 实践

通过提供 Wi-Fi 接入服务，可以帮助有线运营商减少客户流失，并且也有助于满足用户日益增长的能够无缝集成语音、视频和 Internet 接入的融合通讯服务需求。因此，各大有线电视运营商也逐渐加大对 Wi-Fi 投入。如美国 Comcast 和 Cablevision 有线电视运营商。

目前移动运营市场格局正处于转变中，中国移动优势地位在

降低但还没有明确转弱

目前每月新增用户中国移动的占比在降低，但还处于相对较高的水平。中国电信在低端市场采取了较激进的市场策略，获得了较多的新增市场份额。

如果将小灵通的流失计入移动用户中，那么中国电信和中国联通在整体电信市场的份额并没有明显上升的趋势。

表 1、三大运营商移动用户市场份额变化趋势。若考虑小灵通内部转网，则中国电信和中国联通实际市场份额更低

运营商	Dec-09	Nov-09	Oct-09	Sep-09	Aug-09	Jul-09	Jun-09	May-09	Apr-09	Mar-09	Feb-09	Jan-09	Dec-08
中国移动	71.94%	72.25%	72.52%	72.84%	73.04%	73.14%	73.30%	73.45%	73.57%	73.67%	73.87%	73.98%	73.93%
中国联通	20.33%	20.36%	20.43%	20.46%	20.60%	20.73%	20.87%	20.99%	21.15%	21.26%	21.32%	21.40%	21.56%
中国电信	7.73%	7.39%	7.05%	6.70%	6.36%	6.13%	5.84%	5.55%	5.29%	5.07%	4.81%	4.61%	4.51%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

中国联通在战略要点上的进展暂时进展比较缓慢

截至 2009 年底，中国电信的 Wi-Fi 热点数量已经达到 9.5 万个，中国移动也在大规模的建设 Wi-Fi 热点，中国联通的 Wi-Fi 热点数量增加到 2.5 万-4 万个之间。相比之下，联通布局 Wi-Fi 的步伐落后于中国电信。在去年 9 月底，中国联通向包括北京、上海等在内的省级分公司发出了加大 Wi-Fi 覆盖的通知，明确要求各地分公司在原有的基础上继续加大 Wi-Fi 覆盖。

同时中国联通目前销售的 iPhone 仍然不具备 Wi-Fi 功能。据新闻媒体介绍，兼容 WAPI 和 WIFI 的 iPhone 终端已经量产，预计将很快推出。

盈利预测

市场情况显示中国联通在月度新增移动用户数上明显表现不如预期，同时营销费用和 3G 建设产生的折旧摊销增加，我们修正了对中国联通的基本假设和业绩预测。

我们修改基本假设为：在 2011 年底之前中国移动存量高端用户将转移出 18%，其中 61% 转移到中国联通；同时中国联通 2010-2011 年月度移动用户新增数平均在 100-150 万。

我们修正盈利预测为：2009 年到 2010 年 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.42。基于 WCDMA 优势以及其明确建设 WIFI 网络的战略决策，结合其长期价值和当前股价表现，我们仍然维持“增持”评级。

影响中国联通长期价值的核心在于 3G 业务渗透率增长的持续性，以及用户尤其是高端客户在新市场格局下的流动性趋势。其股票价格持续向好的催化剂是移动市场结构变化趋势获得确认的阶段。产业格局变化的起点将是 Wi-Fi 网络的大规模建设和投入运营，并在 Wi-Fi 通道资费上大幅降价的阶段。

表 2 公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	152764	153013	171436	212184
营业成本	96191	100224	110576	131554
营业税金及附加	4164	4101	4640	5801
营业费用	17079	19050	20658	22385
管理费用	12558	12872	13806	16101
财务费用	2169	945	1039	1143
资产减值损失	15191	1930	1968	2008
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	5413	13892	18747	33192
营业外收入	2317	2549	2676	2944
营业外支出	247	259	272	286
利润总额	7482	16182	21151	35849
所得税	1702	4045	5288	8962
净利润	33728	12136	15863	26887
少数股东损益	13986	8151	10655	18059
归属母公司净利润	19741	3985	5209	8828
EPS (元)	0.93	0.19	0.25	0.42

资料来源: 公司数据。华泰联合证券研究

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com