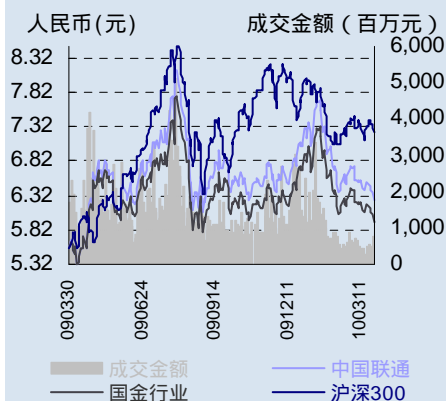


2010 年 03 月 29 日

 市价(人民币): 6.36元
 目标(人民币): 7.42-8.88元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 21,196.60
 总市值(百万元) 134,810.35
 年内股价最高最低(元) 8.14/5.32
 沪深 300 指数 3358.54
 上证指数 3123.80


相关报告

- 1 《执行效率提升是公司业绩改善的关键》，2009.11.1
- 2 《关于联通红筹公司和西班牙电信相互投资10亿美元事件点评：》，2009.9.7

分析师:陈运红

 (8621)61038242
 chenylh@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中国联通 (600050.SH)

——重获新生看 3G，3G 看 2010 年

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

| 项 目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.266 | 0.931 | 0.148 | 0.112 | 0.212 | 0.300 |
| 净利润增长率 | 54.55% | 250.47% | -84.11% | -24.59% | 90.07% | 41.60% |
| 先前预期每股收益(元) | | | | 0.194 | 0.229 | 0.315 |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A | N/A | N/A | 0.158 | 0.227 | N/A |
| 市盈率(倍) | 45.46 | 5.40 | 49.26 | 56.98 | 29.98 | 21.17 |
| 行业优化市盈率(倍) | 61.74 | 25.81 | 33.72 | 33.72 | 33.72 | 33.72 |
| 市场优化市盈率(倍) | 45.72 | 15.55 | 29.70 | 29.70 | 29.70 | 29.70 |
| 股息率 | 0.56% | 1.34% | N/A | 0.53% | 1.00% | 1.42% |
| PE/G(倍) | 0.83 | 0.02 | N/A | -2.32 | 0.33 | 0.51 |
| 净资产收益率 | 10.35% | 28.07% | 4.42% | 3.26% | 5.98% | 7.99% |
| 每股净资产(元) | 2.57 | 3.32 | 3.35 | 3.43 | 3.55 | 3.76 |
| 市净率(倍) | 4.70 | 1.52 | 2.18 | 1.86 | 1.79 | 1.69 |
| 每股经营性现金流(元) | 3.29 | 2.86 | 2.80 | 2.92 | 3.40 | 3.87 |
| 已上市流通A股(百万股) | 9,382.11 | 10,441.94 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 |
| 总股本(百万股) | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

■ 2010 年是联通突破 3G 竞争优势的关键年，至关员工士气和管理层信心

- ◆ 3G 业务的发展初期，由于内容缺失、新业务消费习惯尚待培育等因素，网络差异、业务资费 and 终端差异将成为 3G 导入期的竞争焦点。新联通 WCDMA 传输快捷性与终端品种齐全的技术优势决定了公司在竞争初期具有明显竞争优势。
- ◆ 通过综合指标统计，2010 年中国联通 3G 业务综合竞争力位居第一，综合得分为 8.55 分，中国电信 8.42，中国移动 7.15 分，随着网络差异、终端差异的差距逐年缩小，综合竞争力最终趋于均衡；由此可见，2010 年是联通突破 3G 综合竞争力的最关键年，这不但关系联通战略实施的成败，更重要的是至关员工士气和管理层决策信心。

■ 公司经营业绩预测：10-13 年收入复合增速为 7.06%，净利润 24.6%。10-13 年收入预计分别为 1665、1800、1930 和 2077 亿元；红筹净利润分别为 61.54 亿元、117.37 亿元、167.37 亿元和 225.91 亿元。

- ◆ **GSM 业务：10-13 年收入复合增速-2.89%，税前利润复合增速 2.8%。**10-13 年预计分别为 693 亿元、672 亿元、644 亿元和 629 亿元，同比增速分别为-2.11%、-2.94%、-4.20%和 2.33%。税前利润预计分别为 115 亿元、133 亿元、130 亿元和 140 亿元，同比增速分别为-10.50%、15.98%、-2.51%和 7.83%。

- ◆ **3G 业务将成驱动公司业绩增长的关键动力。**10-13 年 3G 业务对收入贡献比例分别为 9.77%、18.47%、25.53%、31.05%，未来 4 年收入复合增速 191%；净利润贡献预计分别为-53.01%、2.51%、25.66%、40.71%。
- ◆ **固定业务：10 年预计实现扭亏，12 年收入企稳。**未来 2-3 年内仍处于转型阶段，语音业务将加速下滑态势，宽带业务的增速将受制于移动宽带业务的交叉替代或过度竞争预计增速趋缓。10-13 年固定业务收入预计分别为 776、764、762 和 773 亿元，4 年复合增速-1.12%；税前利润预计分别为 7.16、15.03、31.39 和 33.56 亿元。
- **基本结论：用户价值估值法，10 年联通 A 股合理价 7.97 元，维持买入**
 - ◆ **联通 EPS 预测：**10-13 年 A 股分别为 0.112 元（增速-34.38%）、0.212 元（90.71%）、0.300 元（42.60%）和 0.399 元（34.98%）；联通红筹分别预计为 0.296 元、0.563 元、0.797 元和 1.058 元。
 - ◆ **相对估值方法：**联通 A 股 7.42 元（对应 11 年 35XPE）-8.88 元（对应 10 年 2.5XPB），红筹为 14.34 港币（对应 11 年 25XPE）-15.95 港币（对应 10 年 1.5XPB）。

图表1：3G 业务是拉动业绩增长的关键因素：2011 年 3G 业务预计扭亏

| EPS贡献(RMB) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| GSM业务 | 0.103 | 0.163 | 0.146 | 0.169 | 0.165 | 0.178 | 0.180 |
| 3G业务 | | -0.022 | -0.054 | 0.005 | 0.071 | 0.151 | 0.248 |
| 固网业务 | -0.019 | -0.015 | 0.009 | 0.019 | 0.040 | 0.042 | 0.045 |
| 其他 | 0.847 | 0.023 | 0.010 | 0.019 | 0.025 | 0.027 | 0.026 |
| 联通A股EPS | 0.931 | 0.148 | 0.112 | 0.212 | 0.300 | 0.399 | 0.499 |
| 增速 | 250.47% | -84.11% | -24.59% | 90.07% | 41.60% | 32.67% | 25.09% |
| 红筹EPS(RMB) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
| GSM业务 | 0.274 | 0.432 | 0.387 | 0.449 | 0.437 | 0.472 | 0.477 |
| 3G业务 | | -0.058 | -0.142 | 0.013 | 0.187 | 0.401 | 0.658 |
| 固网业务 | -0.049 | -0.041 | 0.024 | 0.051 | 0.105 | 0.113 | 0.120 |
| 其他 | 2.248 | 0.061 | 0.028 | 0.051 | 0.067 | 0.072 | 0.068 |
| 联通红筹EPS | 2.473 | 0.393 | 0.296 | 0.563 | 0.797 | 1.058 | 1.323 |
| 增速 | 250.47% | -84.11% | -24.59% | 90.07% | 41.60% | 32.67% | 25.09% |

来源：国金证券研究所

图表2：新联通红筹估值区间：14.34-15.95 港币

| 新联通红筹(RMB) | 2007 | 2008 | 2009 | 10E | 11E | 12E | 13E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 持续业务EPS | 0.848 | 0.600 | 0.409 | 0.269 | 0.512 | 0.730 | 0.986 |
| 每股净资产 | 7.511 | 8.697 | 9.306 | 9.494 | 9.853 | 10.364 | 11.054 |
| 目标PE | | | | | 25.0 | 20.0 | 16.7 |
| 对应股价(港币) | | | | | 14.34 | 16.36 | 18.40 |
| 目标PB | | | | 1.50 | 1.43 | 1.36 | 1.30 |
| 对应股价(港币) | | | | 15.95 | 15.19 | 14.47 | 13.78 |

来源：国金证券研究所

图表3：新联通 A 股估值区间：7.42-8.88 元 RMB

| A股(RMB) | 2007 | 2008 | 2009 | 10E | 11E | 12E | 13E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 持续业务EPS | 0.319 | 0.226 | 0.148 | 0.112 | 0.212 | 0.300 | 0.399 |
| 每股净资产 | 2.829 | 3.320 | 3.428 | 3.550 | 3.760 | 3.888 | 4.068 |
| 目标PE | | | | | 35.0 | 30.0 | 25.0 |
| 对应股价 | | | | | 7.42 | 9.01 | 9.96 |
| 目标PB | | | | 2.50 | 2.38 | 2.27 | 2.16 |
| 对应股价 | | | | 8.88 | 8.95 | 8.82 | 8.78 |

图表4：用户价值估值法：公司价值=净资产+用户价值

| 公司价值 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GSM用户价值(亿元) | 1193.06 | 1149.36 | 1092.93 | 1056.81 | 1013.82 |
| 3G用户价值(亿元) | 356.30 | 629.49 | 885.20 | 1146.71 | 1414.16 |
| 固话用户价值(亿元) | 572.83 | 452.45 | 404.35 | 377.50 | 360.74 |
| 宽带用户价值(亿元) | 548.00 | 640.17 | 714.11 | 761.96 | 798.23 |
| 合计用户价值 | 2670.20 | 2871.48 | 3096.60 | 3342.98 | 3586.95 |
| 公司净资产 | 2175.84 | 2257.99 | 2375.15 | 2533.29 | 2734.67 |
| 公司价值=净资产+用户 | 4846.03 | 5129.48 | 5471.75 | 5876.27 | 6321.61 |
| 联通A股合理股价 | 7.97 | 8.43 | 8.99 | 9.66 | 10.39 |

来源：国金证券研究所

图表5：用户价值估值：2010 年联通 A 股合理价 7.97 元

| 基准用户价值假设 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 600 | 6.87 | 7.25 | 7.72 | 8.28 | 8.92 |
| 700 | 7.42 | 7.84 | 8.36 | 8.97 | 9.65 |
| 800 | 7.97 | 8.43 | 8.99 | 9.66 | 10.39 |
| 900 | 8.51 | 9.02 | 9.63 | 10.35 | 11.13 |
| 1000 | 9.06 | 9.61 | 10.27 | 11.03 | 11.86 |

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 2009 年报点评：固网和 3G 业务亏损是业绩低于预期的关键因素 | 5 |
| 3G 是联通重获新生的不二选择 | 6 |
| 中国 3G 用户渗透率将在 4-5 年内达到 80% | 6 |
| 中国移动中高端市场的转网机会 | 7 |
| 联通在 3G 高端市场初露锋芒 | 7 |
| 2010 年 3G 业务处于导入期，联通竞争优势明显 | 9 |
| 新联通经营业绩分析与预测 | 10 |
| GSM 业务业绩预测：10-13 年收入复合增速-2.89%，利润复合增速 2.8% | 10 |
| 3G 业务发展预测：10-13 年收入复合增速 191%，2011 年预计扭亏 | 12 |
| 固网业务：2010 年实现扭亏，2012 年收入预计企稳 | 13 |
| 联通投资价值与投资建议 | 15 |
| 整体经营业绩预测：10-13 年收入复合增速为 7.06%，净利润复合增速 24.6% | 15 |
| 基本结论：按照用户价值估值方法，股票合理价 7.97 元，维持买入 | 16 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 18 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：3G 业务是拉动业绩增长的关键因素：2011 年 3G 业务预计扭亏 | 2 |
| 图表 2：新联通红筹估值区间：14.34-15.95 港币 | 2 |
| 图表 3：新联通 A 股估值区间：7.42-8.88 元 RMB | 2 |
| 图表 4：公司价值=净资产+用户价值 | 2 |
| 图表 5：2010 年联通 A 股合理价 7.97 元 | 2 |
| 图表 6：2009 年公司实际业绩低于我们预测的因素分析 | 5 |
| 图表 7：影响业绩主要驱动因素分析 | 5 |
| 图表 8：中日 3G 业务发展驱动因素比较 | 6 |
| 图表 9：2014 年中国 3G 用户渗透率预计达到 80% | 6 |
| 图表 10：日本 3G 用户渗透率到达 80%历时 6 年 | 6 |
| 图表 11：2008 年运营商用户规模比较（万户） | 7 |
| 图表 12：到 2008 年年底全行业用户分布情况 | 7 |
| 图表 13：中高端移动市场现状 | 7 |
| 图表 14：中高端市场移动客户转网类型及比例 | 7 |
| 图表 15：3G 用户份额比较：联通份额逐月提升 | 8 |
| 图表 16：3G 用户结构：联通占据高端 70%以上份额 | 8 |
| 图表 17：2010 年联通可运营的基站数量接近 30 万台 | 8 |
| 图表 18：联通基站使用效率在 30-35%之间 | 8 |

| | |
|---|----|
| 图表 19：运营商 3G 业务综合竞争力比较分析..... | 9 |
| 图表 20：3G 业务综合竞争力关键因素权重趋势 | 10 |
| 图表 21：各运营商 3G 业务综合竞争力得分 | 10 |
| 图表 22：移动业务增速：10-13 年收入复合增速-2.89%..... | 10 |
| 图表 23：MOU 和 ARPU 趋势：10-13 年 MOU 复合增速-1.5%，ARPU 复合 增速-3.6%..... | 10 |
| 图表 24：2G 用户发展预测：10-13 年复合增速 0.53%..... | 11 |
| 图表 25：ARPU 构成趋势：10-13 年非语音业务将成为稳定 ARPU 下滑的关 键因素 | 11 |
| 图表 26：新联通 GSM 业务损益表预测：10-13 年收入复合增速-2.89%，利润 复合增速为 2.8%..... | 11 |
| 图表 27：2014 年 3G 业务收入预计 800 亿元（百万元） | 12 |
| 图表 28：3G 业务 MOU 和 ARPU 值分析与预测..... | 12 |
| 图表 29：3G 用户发展预测：10-13 年复合增速 132%..... | 12 |
| 图表 30：ARPU 构成趋势：语音 ARPU 逐步回落，增值 ARPU 相对稳定.... | 12 |
| 图表 31：3G 业务损益表预测：10-13 年收入复合增速 191%，2011 年扭亏 （亿元） | 13 |
| 图表 32：固定业务收入预测：10-13 年复合增速-1.12%..... | 13 |
| 图表 33：2012 年非语音业务收入占比将超过 65%..... | 13 |
| 图表 34：新联通固定业务损益表分析与预测（亿元） | 14 |
| 图表 35：联通收入预测：10-13 年复合增速为 7.06%..... | 15 |
| 图表 36：净利润预测：10-13 年复合增速为 24.6% | 15 |
| 图表 37：收入份额 | 15 |
| 图表 38：税前利润占比： | 15 |
| 图表 39：中国联通业务收入与业务利润增长趋势预测 | 16 |
| 图表 40：新联通红筹估值区间：14.34-15.95 港币..... | 16 |
| 图表 41：新联通 A 股估值区间：7.42-8.88 元 RMB..... | 16 |
| 图表 42：GSM 用户价值分析与预测 | 17 |
| 图表 43：3G 用户价值分析与预测..... | 17 |
| 图表 44：固话用户价值分析与预测..... | 17 |
| 图表 45：宽带用户价值分析与预测..... | 17 |
| 图表 46：公司价值=净资产+用户价值..... | 17 |
| 图表 47：2010 年联通 A 股股票合理价 7.97 元 | 17 |
| 图表 48：新联通竞争力模型分析 | 19 |

2009 年报点评：固网和 3G 业务亏损是业绩低于预期的关键因素

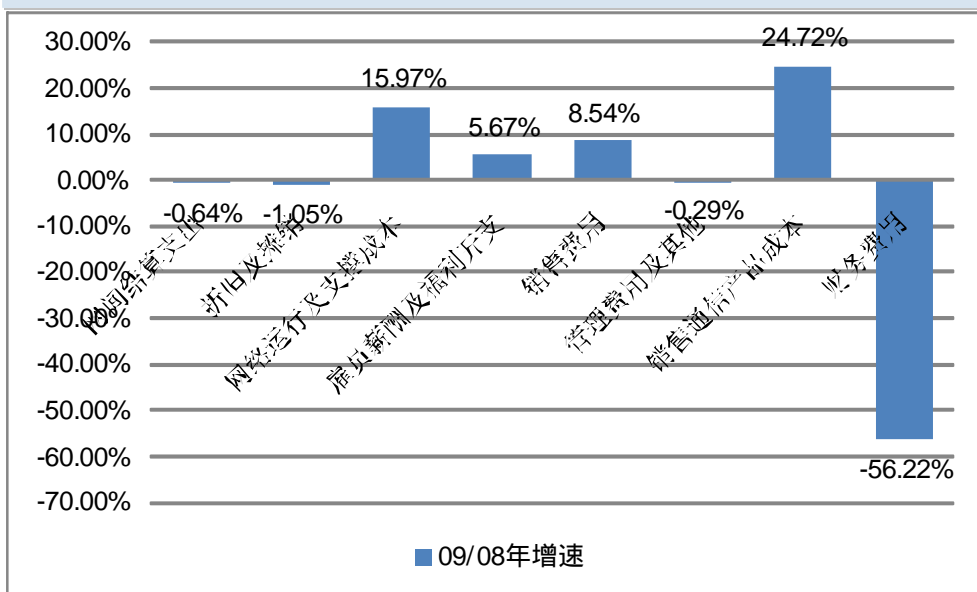
- **2009 年经营业绩：合并收入下滑 1.09%，扣除非经常性损益后的净利润下滑 34.5%，固定业务和 3G 业务亏损是拉低盈利能力的主要原因**
 - ◆ **2009 年公司总体经营业绩：**公司实现通信服务收入 1533 亿元，同比下滑 1.09%，实现净利润 93.8 亿元，同比上年持续经营业务盈利下降 34.5%，联通 A 股 EPS 为 0.148 元，低于我们此前 0.189 元的预期，业绩低于预期的主要因素在于我们低估了固网业务的销售费用和 3G 市场推广带来费用的上升幅度。
 - ◆ **2009 年业绩驱动因素分析：网络运营成本、销售费用、人员成本上升是导致业绩下滑的主因。**从成本构成因素分析看，09 年除财务费用指标的下降幅度对经营业绩有正面贡献外，其他各项成本费用均不同程度的高于收入增速。其中，新增 3G 网络的运营导致水电、燃料动力费及房屋租赁费增加，以及能源价格上涨共同导致了网络运营成本上升 15.97%，3G 市场推广和电信业务竞争加剧导致销售费用增长了 8.54%，3G 网络的闲置、业务竞争加剧、固网经营效率下降是盈利能力下滑的主要原因。
 - ◆ **2009 年公司经营业务点评：移动业务好转和固网业务不容乐观。**从收入增速看，移动业务收入为增速 9.1%，其中包含 3G 业务收入 7.91 亿元；固定业务收入同比下滑了 8.53%，其中宽带业务增速为 14.5%。从业务盈利能力看，GSM 业绩净利润预计在 99 亿元，而 3G 业务预计亏损 13.31 亿元，固网业务亏损 9.42 亿元，收入大幅下滑而成本费用相对刚性是导致固定业务亏损的主因。

图表6：2009 年公司实际业绩低于我们预测的因素分析

| 单位：亿元 | GSM 业务 | 3G 业务 | 固定业务 | 实际合并收入 | 我们预测 | 预测误差 |
|-------------|----------|---------|----------|-----------|-----------|---------|
| 业务收入(含终端收入) | 721.84 | 16.64 | 838.18 | 1,580.57 | 1,592.10 | -0.72% |
| 经营成本 | (408.22) | (19.82) | (628.53) | (1056.54) | (1055.00) | 0.15% |
| 其他经营费用 | (174.02) | (11.24) | (208.11) | (394.92) | (373.00) | 5.88% |
| 税前利润 | 128.44 | (17.29) | (12.23) | 121.81 | 159.00 | -23.39% |
| 净利润 | 98.90 | (13.31) | (9.42) | 93.74 | 119.47 | -21.54% |

来源：国金证券研究所

图表7：影响业绩主要驱动因素分析



来源：国金证券研究所

3G 是联通重获新生的不二选择

中国 3G 用户渗透率将在 4-5 年内达到 80%

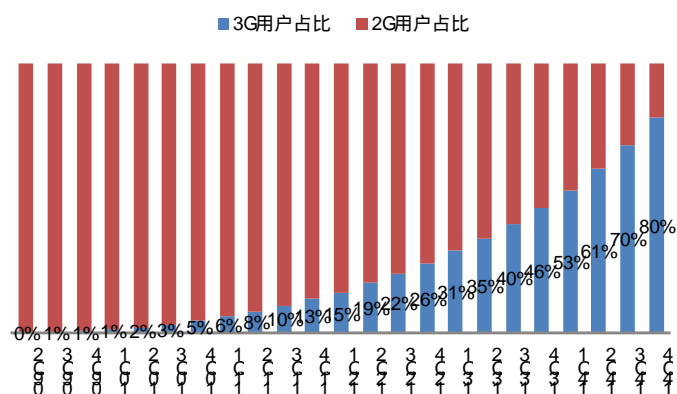
- 我们将中日两国在 3G 导入期的综合因素状况进行对比，可以看到，中国的后发优势体现在终端瓶颈的消除、带宽建设的速度和运营商推动的意愿上，同时也拥有已充分习惯信息化生活娱乐的广大用户基础，行业发展的主要瓶颈在于内容和资费两个环节。我们预计中国将在 4-5 年内加速走完日本 8 年的 3G 历程，3G 用户渗透率在 2014-2015 年将达到 80%。

图表8：中日 3G 业务发展驱动因素比较

| 驱动因素 | 带宽建设 | 终端 | 内容 | 资费 | 运营商格局 | 用户需求 |
|------|--------------------------|---------------------------|-------------------------------|-----------------------|-----------------------------|----------------------------|
| 日本 | 2001年开始，技术尚未成熟，初期用户数发展缓慢 | 初中期内容受终端功能影响制约严重 | 游戏、动漫、音乐等多媒体娱乐资源经过多年的发展积累异常丰富 | 大量使用包月流量套餐的资费计划 | 一家独大，跟随者才具差异化发展策略 | 娱乐文化兴盛，用户群体具有使用移动电子娱乐设备的习惯 |
| 中国 | 2008年开始，技术成熟度高，推进速度快 | 终端性能和存储容量可以满足所有多媒体内容的使用需求 | 资源质量不高，内容总量不足，受制于版权等潜在问题 | 业务萌芽期，按流量计费，无包月计划，较昂贵 | 领跑者受制于技术和终端，竞争对手掌握优势技术和终端资源 | 休闲空余时间较多，虚拟娱乐消费意愿高 |

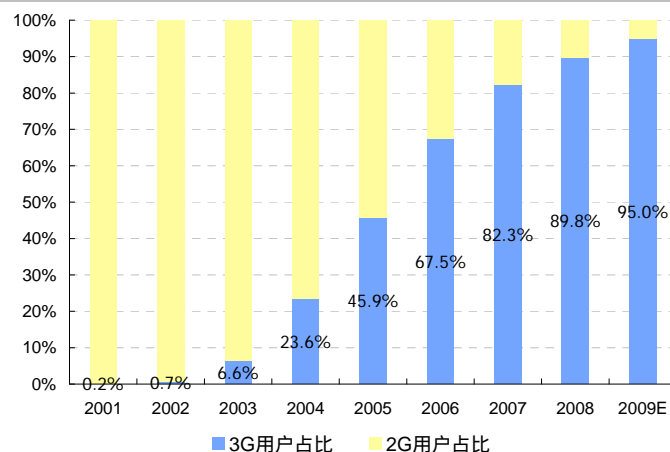
来源：国金证券研究所

图表9：2014 年中国 3G 用户渗透率预计达到 80%



来源：NTT DoCoMo, 国金证券研究所

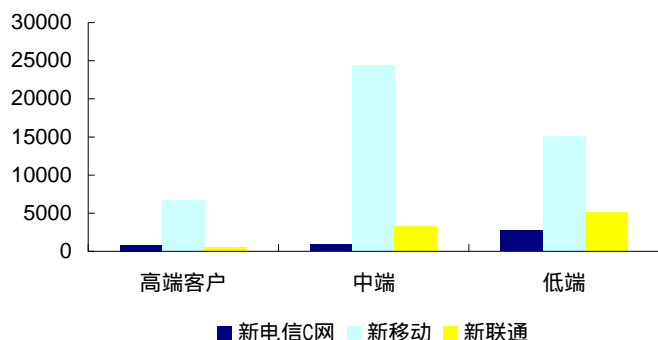
图表10：日本 3G 用户渗透率到达 80% 历时 6 年



中国移动中高端市场的转网机会

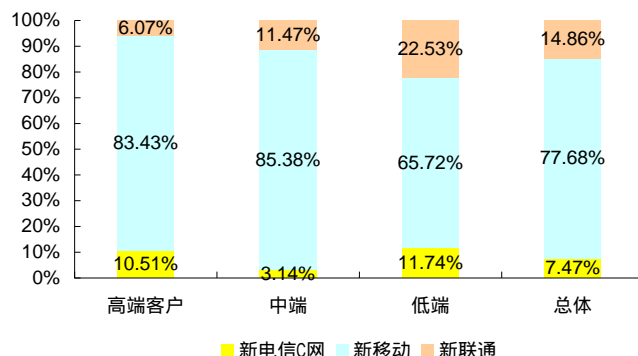
- 截至 2008 年底，中国移动高端客户（ARPU 值在 100 元以上的客户）占比为 83.43%，中端客户（ARPU 值在 75-100 元之间）占比为 85.38%，低端客户占比 65.72%（ARPU 值在 35 元以下）。

图表11：2008 年运营商用户规模比较（万户）



来源：国金证券研究所

图表12：到 2008 年年底全行业用户分布情况



- 中国移动用户中高端市场活跃度：78.1%客户均可能成为市场机会

图表13：中高端移动市场现状

| 项目 | 中高端移动市场现状 |
|------------------------|--|
| 手机使用年限长，多数换过号码，多卡用户增长快 | 2/3以上用户使用手机时间超过5年，80%用户曾经换过号码（1/2以上用户换号超过2次，1/3以上用户换号超过3次） 正在使用2个及以上号码的多卡用户占19%（2007年市场调研15%） 单位支付部分或全部费用的占13% |
| 客户忠诚度总体上不高 | G网中高端用户，忠诚用户占55.6% 中国移动的忠诚用户比例58.2%，高于联通G网忠诚用户比例44.2% |
| 近1/4用户属于活跃用户(换号/增购) | 24.5%用户在未来半年内有转网意愿 90%活跃用户计划转向中国移动，计划转向C网的仅2-5% |

来源：CLT 中高端个人调研，国金证券研究所

图表14：中高端市场移动客户转网类型及比例

| 用户类型 | 2007年用户占比 | 2008年用户占比 | 用户特征 |
|---------|-----------|-----------|--|
| 活跃型 | 24.50% | 24.50% | 自然状态下，非常可能和比较可能转网的用户 |
| 产品服务驱动型 | 48.30% | 52.00% | 自然状态下不会转网，但会受部分或全部特色产品服务驱动而转网的用户 |
| 解决障碍驱动型 | 7.70% | 5.50% | 自然状态下不会转网，部分或全部特色产品服务驱动不会转网，但解决转网障碍后会转网的用户 |
| 观望型 | 2.70% | 5.70% | 自然状态下不会转网，部分或全部特色产品服务驱动不会转网，解决转网障碍后不会转网，但排除特殊影响因素后会转网的用户 |
| 顽固型 | 16.90% | 12.30% | 当前无论如何不会转网的用户 |

来源：国金证券研究所

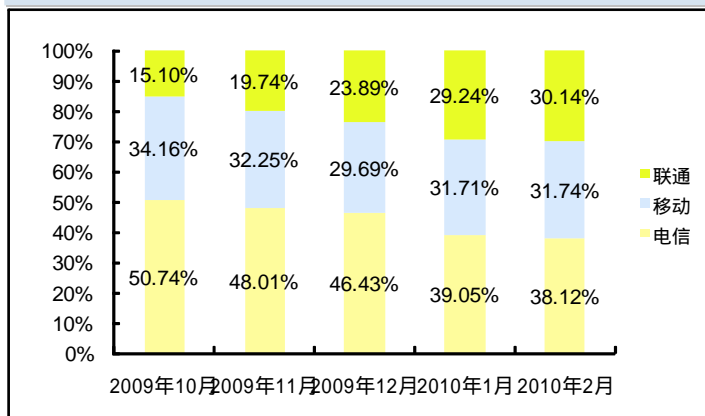
联通在 3G 高端市场初露锋芒

- 中国联通 3G 用户份额持续提升：根据各运营商公告统计口径，截至 2010 年 2 月底，中国联通 3G 用户份额从 09 年 10 月份的 15.10%提升到 30.14%，份额持续提升；中国电信 3G 份额从 50.74%回落至 38.12%，中国移动份额从 34.6%下降至 31.74%；
- 中国联通 3G 用户份额仍有提升空间：在联通公司 2009 年度业绩发布会中，公司管理层表示 2010 年公司将通过加大中高端客户手机补贴力度、

降低 3G 套餐的资费门槛、加大中低端手机定制力度、以及增强渠道销售能力等方式推进 3G 业务快速发展，基于此，我们预计联通在今年底的份额有望提升到 35%左右。

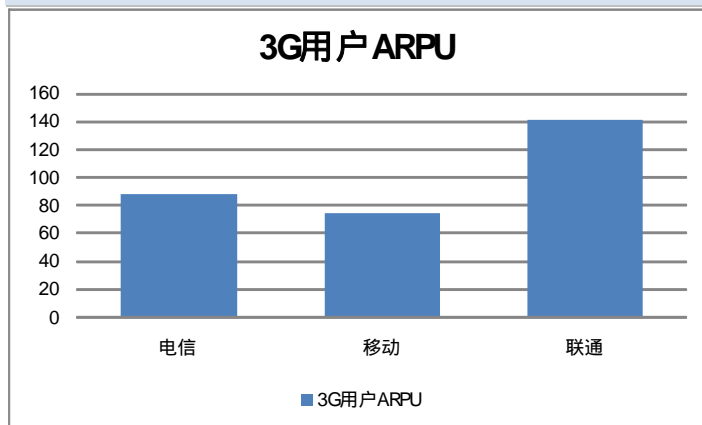
- **中国联通 3G 高端用户份额占据大半壁江山：**从 3G 用户结构看：联通 3G 用户主要为手机高端客户，其中，手机用户占比 81%，包含 45 万左右的 IPHONE 用户（平均 ARPU 值在 250 元左右），数据卡用户占比 19%；而电信 3G 用户中 60%的用户来自于数据卡用户，40%的 3G 手机用户主要是低端用户，数据卡用户黏性最差，一旦套餐期结束，加速向联通转网的可能性较高；移动用户结构最差，现有 3G 用户最大部分来自于 TD 座机，主要是低端客户，少量高端客户主要通过优惠套餐和高额补贴获取，这种获取客户的方式不可持续。

图表15：3G 用户份额比较：联通份额逐月提升



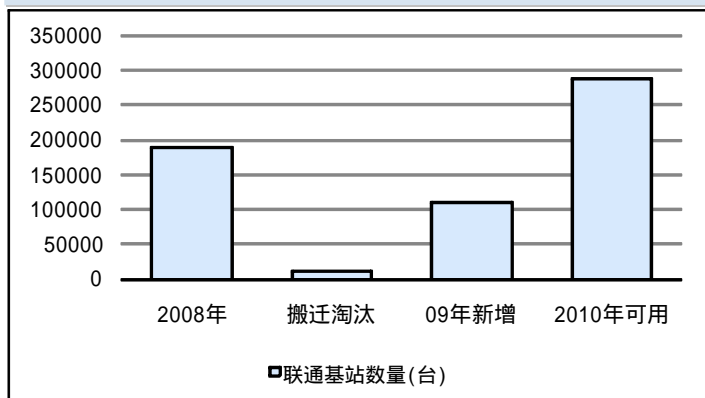
来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：3G 用户结构：联通占据高端 70%以上份额



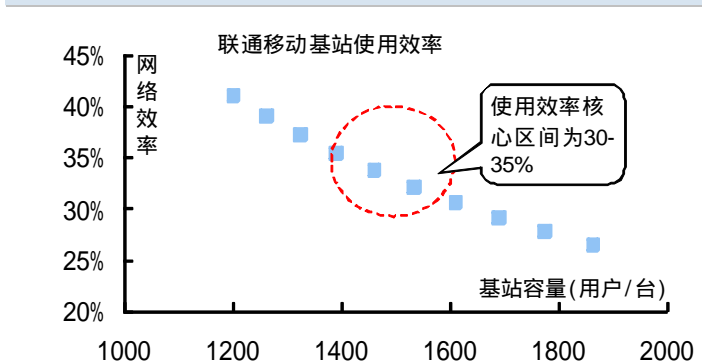
- **中国联通基站效率具有很大提升空间：**09 年联通新增 WCDMA 基站 9.6 万台，室内分布系统 6.3 万个，新增 GSM 基站 3.9 万台，基站整体使用效率集中在 30-35%之间，与中国移动基站使用效率 70%相比，具有很大提升空间，这种空间将体现在联通在资费套餐的更大优惠空间上，和进一步拓展中低端客户，提升网络使用效率，因为资产折旧、网络运营成本相对刚性，当网络使用效率达到 40%以上时，边际成本递减。

图表17：2010 年联通可运营的基站数量接近 30 万台



来源：国金证券研究所

图表18：联通基站使用效率在 30-35%之间



2010 年 3G 业务处于导入期，联通竞争优势明显

- 3G 业务的发展初期，由于内容缺失、新业务消费习惯尚待培育等因素，网络差异、业务资费 and 终端差异将成为 3G 导入期的竞争焦点。新联通 WCDMA 传输快捷性与终端品种齐全的技术优势决定了公司在竞争初期具有明显竞争优势。
- ◆ **网络差异指标：**联通以 3G 技术优势和网络覆盖等优势位居第一（得分 9.0 分），电信以带宽资源、网络覆盖优势、FMC 融合等优势位居第二（得分 8.50 分），移动位居第三（得分 5.90 分）。
- ◆ **终端差异：**联通因为终端品种多、价格便宜等优势位居第一（得分 8.80 分），电信得分 7.90 分、移动得分 6.80 分。
- ◆ **3G 品牌指标：**联通基于 iphone 的品牌知名度拥有绝对优势和“沃”中国移动得分 9.70 分，而电信和联通分居第二、第三。
- ◆ 从业务差异、管理能力、财务能力等指标比较看，移动具有绝对优势，联通相对处于劣势。

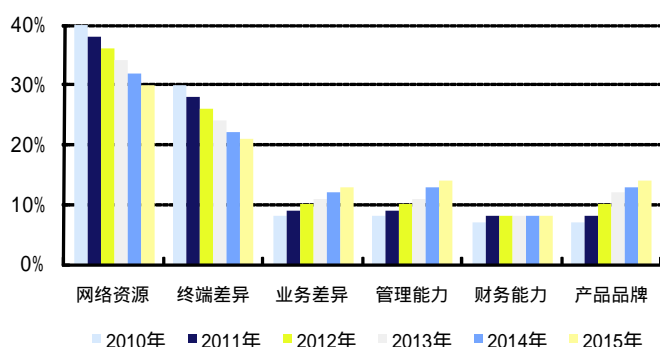
图表19：运营商 3G 业务综合竞争力比较分析

| 细分 | 关键因素 | 权重 (%) | (2010-2012) | | |
|------|---------------|--------|-------------|-------|------|
| | | | 电信 | 移动 | 联通 |
| 网络差异 | 骨干网 | 10% | 10 | 6 | 7 |
| | 传输网 | 10% | 10 | 7 | 7 |
| | 3G技术优势 | 50% | 7 | 5 | 10 |
| | 3G网络覆盖(深度和密度) | 30% | 10 | 7 | 9 |
| | 分项得分(满分10分) | | 8.50 | 5.90 | 9.10 |
| 终端差异 | 终端品种 | 40% | 7 | 5 | 10 |
| | 终端价格 | 30% | 8 | 6 | 10 |
| | 终端补贴 | 30% | 9 | 10 | 6 |
| | 分项得分(满分10分) | | 7.90 | 6.80 | 8.80 |
| 业务差异 | 产业链整合力 | 35% | 9 | 10 | 6 |
| | 新业务创新力 | 35% | 8 | 10 | 7 |
| | 资费定价 | 30% | 10 | 9 | 8 |
| | 分项得分(满分10分) | | 8.95 | 9.70 | 6.95 |
| 管理能力 | 战略规划 | 35% | 9 | 10 | 8 |
| | 执行效率 | 35% | 10 | 10 | 7 |
| | 员工的信心与努力 | 30% | 10 | 8 | 8 |
| | 分项得分(满分10分) | | 9.65 | 9.40 | 7.65 |
| 财务能力 | 盈利能力 | 35% | 7 | 10 | 5 |
| | 战略资源投资能力 | 35% | 10 | 10 | 9 |
| | 资产管理效率 | 30% | 7 | 10 | 6 |
| | 分项得分(满分10分) | | 8.05 | 10.00 | 6.70 |
| 3G品牌 | 3G品牌 | 50% | 8 | 5 | 10 |
| | 企业形象 | 30% | 9 | 10 | 8 |
| | 公共关系 | 20% | 9 | 10 | 8 |
| | 分项得分(满分10分) | | 8.50 | 7.50 | 9.00 |

来源：国金证券研究所

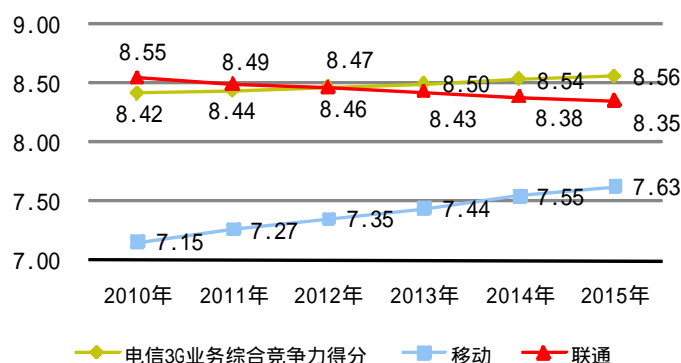
- 2010年是联通3G业务综合竞争优势最明显的一年，电信和移动具有后发优势，差距有望逐年缩小。
- ◆ 从各项指标对综合竞争力影响的权重发展趋势看，以网络差异和终端差异为主的技术优势权重比例逐步向以业务差异、管理能力和产品品牌等市场优势侧重。在3G业务竞争初期，网络资源、终端差异成为竞争优势的关键因素，但随着网络差异的缩小、终端品种的丰富，以技术优势或资源垄断获取竞争优势的效果逐年递减，以业务创新、管理能力和品牌形象将成为可持续发展的差异化竞争的焦点。
- ◆ 各运营商3G业务综合竞争力趋势比较：中国联通得分在8.55-8.35分之间，先高后低；中国电信综合竞争力得分在8.42-8.56分之间，趋势平稳；中国移动得分在7.15-7.63分之间，先低后高。

图表20：3G业务综合竞争力关键因素权重趋势



来源：国金证券研究所

图表21：各运营商3G业务综合竞争力得分

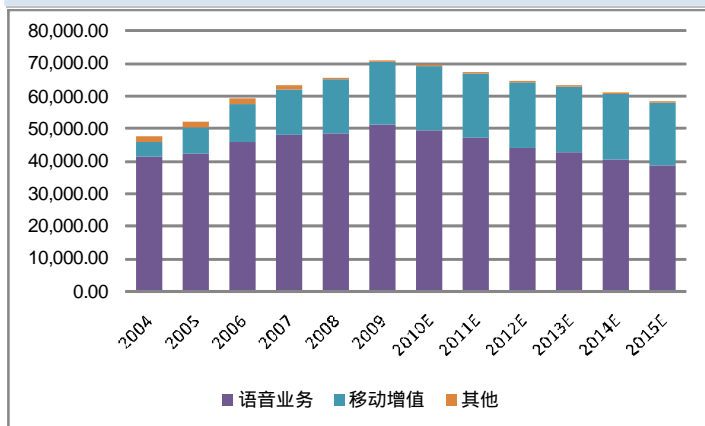


新联通经营业绩分析与预测

GSM业务业绩预测：10-13年收入复合增速-2.89%，利润复合增速2.8%

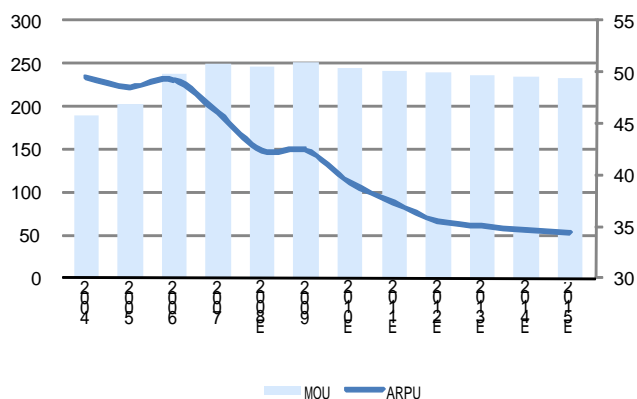
- GSM业务收入预测：10-13年预计分别为693亿元、672亿元、644亿元和629亿元，同比增速分别为-2.11%、-2.94%、-4.20%和2.33%。
- GSM业务税前利润预测：10-13年预计分别为115亿元、133亿元、130亿元和140亿元，同比增速分别为-10.50%、15.98%、-2.51%和7.83%。

图表22：移动业务增速：10-13年收入复合增速-2.89%



来源：公司报表，国金证券研究所

图表23：MOU和ARPU趋势：10-13年MOU复合增速-1.5%，ARPU复合增速-3.6%

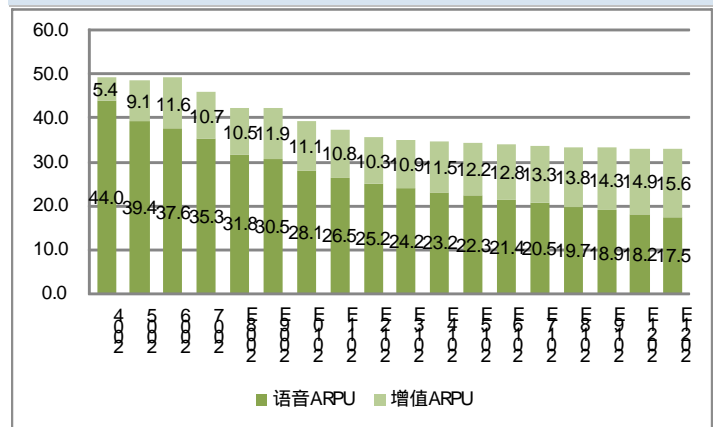


图表24：2G 用户发展预测：10-13 年复合增速 0.53%



来源：公司报表，国金证券研究所

图表25：ARPU 构成趋势：10-13 年非语音业务将成为稳定 ARPU 下滑的关键因素



图表26：新联通 GSM 业务损益表预测：10-13 年收入复合增速-2.89%，利润复合增速为 2.8%

| (亿元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 移动业务收入 | 625.47 | 660.50 | 707.64 | 692.72 | 672.36 | 644.11 | 629.13 | 606.39 |
| 信息与通信技术服务收入及其他收入 | | | 2.58 | 2.63 | 2.66 | 2.68 | 2.71 | 2.74 |
| 销售通信产品收入 | 0.12 | 5.81 | 11.63 | 11.39 | 9.11 | 7.29 | 5.83 | 4.67 |
| 从外部获得收入 | 625.59 | 666.31 | 721.84 | 706.74 | 684.13 | 654.08 | 637.67 | 613.80 |
| 分部间的收入-网间结算 | 1.73 | 1.57 | | | | | | |
| 收入合计 | 627.32 | 667.88 | 721.84 | 706.74 | 684.13 | 654.08 | 637.67 | 613.80 |
| 营业成本 | (400.64) | (410.20) | (408.22) | (416.98) | (387.76) | (361.75) | (343.91) | (324.59) |
| 其中：网间结算成本 | (100.22) | (107.53) | (93.84) | (106.01) | (100.57) | (94.23) | (90.03) | (84.92) |
| 折旧及摊销 | (190.58) | (187.86) | (187.68) | (190.82) | (175.48) | (164.42) | (157.09) | (148.18) |
| 网络运营支撑成本 | (62.56) | (66.58) | (79.40) | (77.74) | (71.49) | (64.93) | (60.14) | (56.73) |
| 人工成本 | (44.99) | (30.63) | (32.48) | (31.80) | (30.17) | (28.56) | (27.28) | (25.74) |
| 销售通信产品成本 | (2.29) | (9.00) | (14.82) | (10.60) | (10.06) | (9.62) | (9.37) | (9.02) |
| 其他经营费用 | (141.32) | (159.76) | (174.02) | (168.52) | (155.98) | (146.29) | (136.28) | (128.86) |
| 其中营业税金及附加 | (16.15) | (16.83) | (18.82) | (17.67) | (17.10) | (16.35) | (15.94) | (15.34) |
| 销售费用 | (89.15) | (102.36) | (111.89) | (108.45) | (99.20) | (93.89) | (86.96) | (82.03) |
| 管理费用 | (37.34) | (40.65) | (43.31) | (42.40) | (39.68) | (36.04) | (33.38) | (31.49) |
| 财务费用 | 1.82 | 4.84 | 5.41 | 5.30 | 5.13 | 4.91 | 4.78 | 4.60 |
| 资产减值准备 | (12.58) | (13.80) | (15.20) | (11.40) | (11.97) | (12.57) | (13.20) | (13.86) |
| 营业外收入 | 30.12 | 2.03 | 1.10 | 0.00 | 0.00 | (8.20) | (8.69) | (9.20) |
| 营业外支出 | (2.64) | (1.55) | (2.48) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前分部利润 | 92.88 | 89.45 | 128.44 | 115.14 | 133.55 | 130.19 | 140.38 | 141.89 |

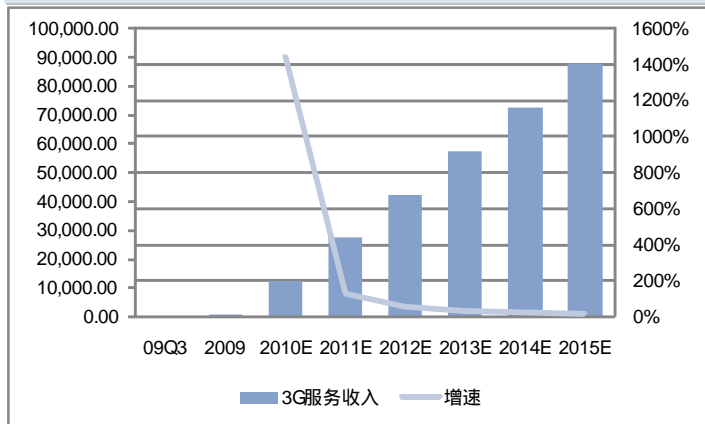
来源：公司报表，国金证券研究所

3G 业务发展预测：10-13 年收入复合增速 191%，2011 年预计扭亏

■ 3G 业务业绩预测：10-13 年收入复合增速 191%，2011 年预计扭亏

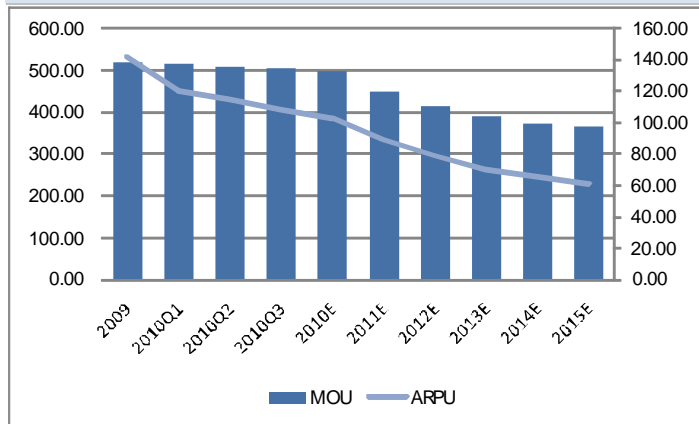
- ◆ 公司 3G 业务收入预计：10-13 年分别为 121.91、275.65、424.29、573.05 亿元，同比增速分别为 1441.25%、126.10%、53.92%和 35.06%。
- ◆ 公司 3G 业务税前利润预计：10-13 年分别为-42.37 亿元（其中手机补贴预计 22 亿元）、3.85 亿元（手机补贴 19 亿元）、55.78 亿元（手机补贴 17 亿元）和 119.45 亿元（手机补贴 13 亿元），同比增速分别为-145.10%、109.08%、1349.33%、114.14%。

图表27：2014 年 3G 业务收入预计 800 亿元（百万元）

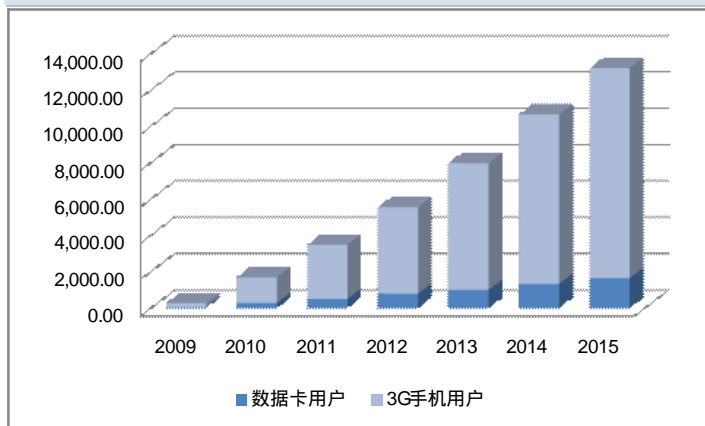


来源：公司报表，国金证券研究所

图表28：3G 业务 MOU 和 ARPU 值分析与预测

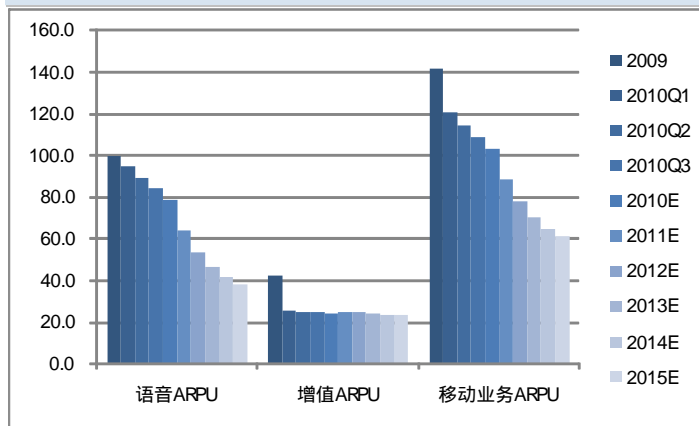


图表29：3G 用户发展预测：10-13 年复合增速 132%



来源：公司报表，国金证券研究所

图表30：ARPU 构成趋势：语音 ARPU 逐步回落，增值 ARPU 相对稳定



图表31：3G 业务损益表预测：10-13 年收入复合增速 191%，2011 年扭亏（亿元）

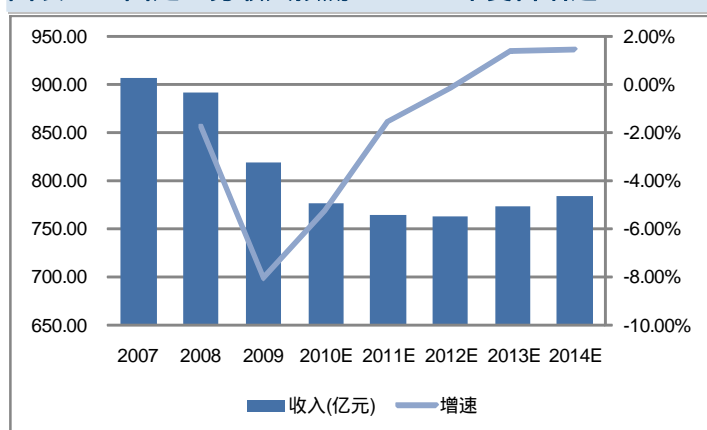
| 收入（营业收入） | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 3G业务 | 7.91 | 121.91 | 275.65 | 424.29 | 573.05 | 728.07 |
| 信息与通信技术服务收入及其他收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售通信产品收入(亿元) | 8.73 | 40.72 | 57.01 | 68.41 | 71.83 | 64.65 |
| 从外部顾客取得的收入 | 16.64 | 162.63 | 332.66 | 492.70 | 644.88 | 792.71 |
| 分部间的收入-网间结算 | | | | | | |
| 收入合计 | 16.64 | 162.63 | 332.66 | 492.70 | 644.88 | 792.71 |
| 营业成本（占通信服务收入比例） | (19.82) | (144.33) | (212.46) | (273.68) | (325.66) | (368.40) |
| 网间结算成本 | (0.32) | (4.88) | (9.65) | (14.85) | (20.06) | (25.48) |
| 折旧及摊销 | (5.30) | (48.77) | (77.18) | (101.83) | (130.66) | (157.70) |
| 网络运营支撑成本 | (3.89) | (21.94) | (35.83) | (52.40) | (67.23) | (81.15) |
| 人工成本 | (0.83) | (6.10) | (13.78) | (19.09) | (23.21) | (28.01) |
| 销售通信产品成本 | (9.48) | (62.65) | (76.01) | (85.51) | (84.51) | (76.05) |
| 信息与通信技术服务成本 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营费用（占通信服务收入比例） | (11.24) | (48.81) | (94.30) | (133.53) | (165.40) | (192.02) |
| 其中营业税金及附加 | (0.38) | (3.41) | (7.33) | (10.72) | (13.76) | (16.60) |
| 销售费用 | (6.42) | (21.94) | (41.35) | (60.46) | (77.58) | (93.63) |
| 管理费用 | (1.58) | (11.58) | (23.57) | (32.65) | (39.69) | (45.38) |
| 财务费用 | (2.86) | (11.87) | (22.05) | (29.70) | (34.38) | (36.40) |
| 固定资产减值 | | | | | | |
| 营业外收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | (0.00) | 0.01 | 0.02 |
| 税前分部利润 | (17.29) | (42.37) | 3.85 | 55.78 | 119.45 | 195.91 |

来源：公司报表，国金证券研究所

固网业务：2010 年实现扭亏，2012 年收入预计企稳

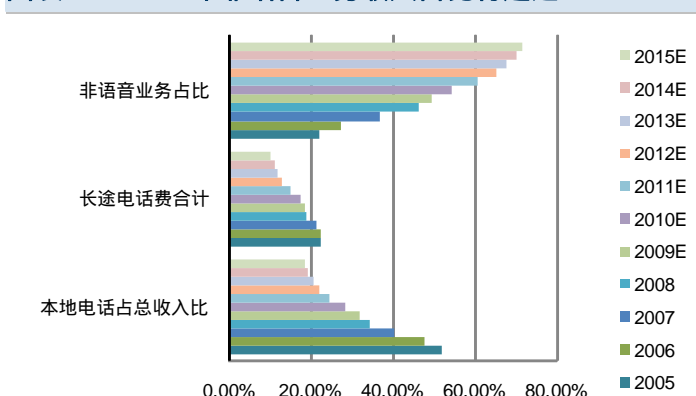
- 固定业务收入预测：10-13 年预计分别为 776、764、762 和 773 亿元，同比增速分别为-5.28%、-1.54%、-0.18%和 1.39%，复合增速-1.12%。
- 固定业务税前利润预测：10-13 年预计分别为 7.16、15.03、31.39 和 33.56 亿元。

图表32：固定业务收入预测：10-13 年复合增速-1.12%



来源：公司报表，国金证券研究所

图表33：2012 年非语音业务收入占比将超过 65%



图表34：新联通固定业务损益表分析与预测（亿元）

| | | | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入（營業額） | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
| 固定业务 | 819.55 | 776.29 | 764.34 | 762.93 | 773.56 | 785.06 |
| 信息与通信技术服务收入及其他收入 | 16.65 | 16.98 | 17.32 | 17.67 | 18.02 | 18.38 |
| 銷售通信產品收入(亿元) | 1.98 | 2.18 | 2.40 | 2.64 | 2.90 | 3.20 |
| 從外部顧客取得的收入 | 838.18 | 795.45 | 784.06 | 783.24 | 794.48 | 806.64 |
| 分部間的收入-网间结算 | | | | | | |
| 收入合計 | 838.18 | 795.45 | 784.06 | 783.24 | 794.48 | 806.64 |
| 营业成本 | (628.53) | (585.18) | (569.18) | (552.78) | (559.75) | (567.35) |
| 网间结算成本 | (35.39) | (35.80) | (35.28) | (35.25) | (35.75) | (36.30) |
| 折舊及攤銷 | (286.00) | (262.50) | (258.74) | (250.64) | (254.23) | (258.12) |
| 网络运营支撑成本 | (153.99) | (135.23) | (125.45) | (117.49) | (119.17) | (121.00) |
| 人工成本 | (119.28) | (111.36) | (109.77) | (109.65) | (111.23) | (112.93) |
| 销售通信产品成本 | (2.58) | (12.05) | (11.88) | (11.87) | (12.04) | (12.22) |
| 南方固定电信网络租赁费 | (19.33) | (19.33) | (19.33) | (19.33) | (18.95) | (18.57) |
| 信息与通信技术服务成本 | (9.09) | (8.91) | (8.73) | (8.56) | (8.38) | (8.22) |
| 其他 | (2.86) | | | | | |
| 其他经营费用 | (208.11) | (189.54) | (186.83) | (186.63) | (189.31) | (192.21) |
| 其中营业税金及附加 | (24.64) | (22.50) | (22.17) | (22.15) | (22.47) | (22.81) |
| 销售费用 | (91.26) | (79.54) | (78.41) | (78.32) | (79.45) | (80.66) |
| 管理费用 | (92.20) | (87.50) | (86.25) | (86.16) | (87.39) | (88.73) |
| 財務費用 | (14.85) | (14.11) | (13.82) | (13.55) | (13.28) | (13.01) |
| 固定资产减值 | (8.56) | (8.39) | (8.55) | (8.73) | (8.90) | (9.08) |
| 营业外收入 | 9.91 | 8.92 | 9.36 | 9.83 | 10.32 | 10.84 |
| 营业外支出 | (0.28) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 稅前分部利潤 | (12.23) | 7.16 | 15.03 | 31.39 | 33.56 | 35.83 |

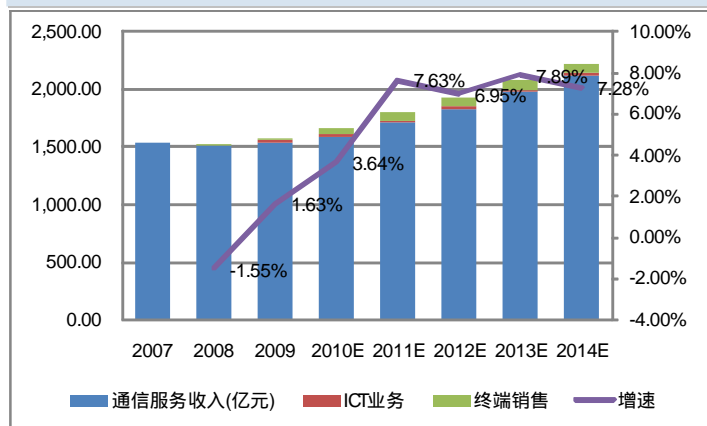
来源：公司报表，国金证券研究所

联通投资价值与投资建议

整体经营业绩预测：10-13 年收入复合增速为 7.06%，净利润复合增速 24.6%

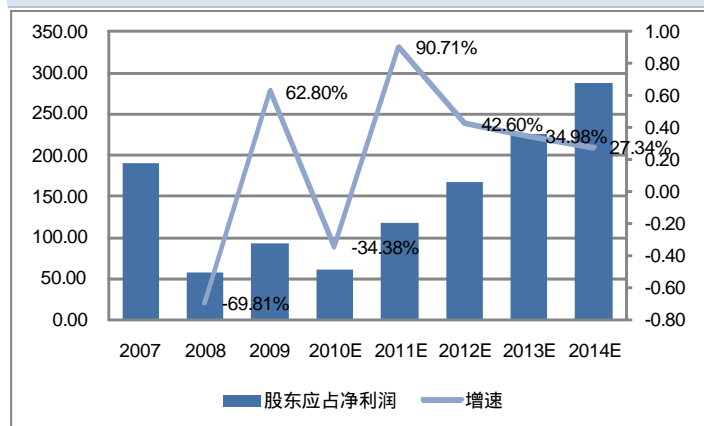
- **联通红筹经营业绩预测：**10-13 年合并收入预计分别为 1,664.82 亿元（增速 3.64%）、1,800.84 亿元（7.63%）、1,930.02 亿元（6.95%）和 2,077.04 亿元（7.89%），4 年合并收入复合增速为 7.06%。10-13 年净利润分别为 61.54 亿元（增速-34.38%）、117.37 亿元（90.71%）、167.37 亿元（42.60%）和 225.91 亿元（34.98%），4 年净利润复合增速为 24.6%。
- ◆ **10-13 年收入业务构成预测：**3G 业务收入比例预计分别为 9.77%、18.47%、25.53%、31.05%；GSM 业务收入占比预计分别为 47.79%、43.54%、40.54%和 38.25%；固定业务收入占比预计分别为 42.45%、37.99%、33.89%和 30.70%。
- ◆ **10-13 年净利润业务构成预测：**3G 业务净利润占比预计分别为-53.01%、2.51%、25.66%、40.71%；GSM 业务占比预计分别为 144.06%、87.61%、59.90%和 47.89%；固定业务占比预计分别为 8.95%、9.86%、14.44%和 11.44%。

图表35：联通收入预测：10-13 年复合增速为 7.06%

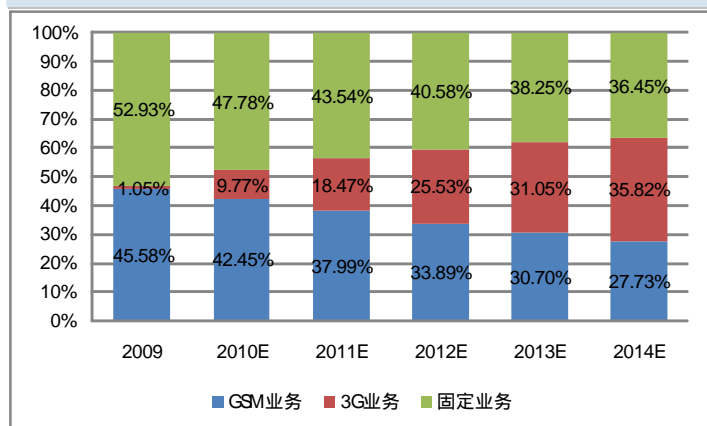


来源：国金证券研究所

图表36：净利润预测：10-13 年复合增速为 24.6%

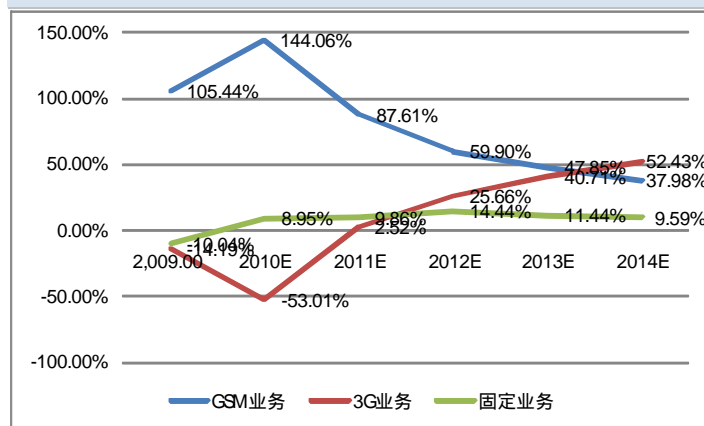


图表37：收入份额



来源：国金证券研究所

图表38：税前利润占比：



基本结论：按照用户价值估值方法，股票合理价 7.97 元，维持买入

■ **联通 EPS 预测**

- ◆ **新联通红筹 10-13 年 EPS 预计：**分别为 0.296 元、0.563 元、0.797 元和 1.058 元；其中，GSM 业务贡献分别为 0.387 元、0.449 元和 0.437 和 0.472 元；3G 业务贡献分别为-0.142 元、0.013 元、0.187 元和 0.401 元，固定业务 EPS 贡献分别为 0.028 元、0.051 元、0.067 元和 0.072 元。
- ◆ **新联通 A 股 10-13 年 EPS 预计：**分别为 0.112 元、0.212 元、和 0.300 元和 0.399 元。

图表39：中国联通业务收入与业务利润增长趋势预测

| EPS贡献(RMB) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| GSM业务 | 0.103 | 0.163 | 0.146 | 0.169 | 0.165 | 0.178 | 0.180 |
| 3G业务 | | -0.022 | -0.054 | 0.005 | 0.071 | 0.151 | 0.248 |
| 固网业务 | -0.019 | -0.015 | 0.009 | 0.019 | 0.040 | 0.042 | 0.045 |
| 其他 | 0.847 | 0.023 | 0.010 | 0.019 | 0.025 | 0.027 | 0.026 |
| 联通A股EPS | 0.931 | 0.148 | 0.112 | 0.212 | 0.300 | 0.399 | 0.499 |
| 增速 | 250.47% | -84.11% | -24.59% | 90.07% | 41.60% | 32.67% | 25.09% |
| 红筹EPS(RMB) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
| GSM业务 | 0.274 | 0.432 | 0.387 | 0.449 | 0.437 | 0.472 | 0.477 |
| 3G业务 | | -0.058 | -0.142 | 0.013 | 0.187 | 0.401 | 0.658 |
| 固网业务 | -0.049 | -0.041 | 0.024 | 0.051 | 0.105 | 0.113 | 0.120 |
| 其他 | 2.248 | 0.061 | 0.028 | 0.051 | 0.067 | 0.072 | 0.068 |
| 联通红筹EPS | 2.473 | 0.393 | 0.296 | 0.563 | 0.797 | 1.058 | 1.323 |
| 增速 | 250.47% | -84.11% | -24.59% | 90.07% | 41.60% | 32.67% | 25.09% |

来源：国金证券研究所

- **股票合理价格区间：**联通 A 股 7.42 元（对应 11 年 35XPE）-8.88 元（对应 10 年 2.5XPB），红筹为 14.34 港币（对应 11 年 25XPE）-15.95 港币（对应 10 年 1.5XPB）。

图表40：新联通红筹估值区间：14.34-15.95 港币

| 新联通红筹(RMB) | 2007 | 2008 | 2009 | 10E | 11E | 12E | 13E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 持续业务EPS | 0.848 | 0.600 | 0.409 | 0.269 | 0.512 | 0.730 | 0.986 |
| 每股净资产 | 7.511 | 8.697 | 9.306 | 9.494 | 9.853 | 10.364 | 11.054 |
| 目标PE | | | | | 25.0 | 20.0 | 16.7 |
| 对应股价(港币) | | | | | 14.34 | 16.36 | 18.40 |
| 目标PB | | | | 1.50 | 1.43 | 1.36 | 1.30 |
| 对应股价(港币) | | | | 15.95 | 15.19 | 14.47 | 13.78 |

来源：国金证券研究所

图表41：新联通 A 股估值区间：7.42-8.88 元 RMB

| A股(RMB) | 2007 | 2008 | 2009 | 10E | 11E | 12E | 13E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 持续业务EPS | 0.319 | 0.226 | 0.148 | 0.112 | 0.212 | 0.300 | 0.399 |
| 每股净资产 | 2.829 | 3.320 | 3.428 | 3.550 | 3.760 | 3.888 | 4.068 |
| 目标PE | | | | | 35.0 | 30.0 | 25.0 |
| 对应股价 | | | | | 7.42 | 9.01 | 9.96 |
| 目标PB | | | | 2.50 | 2.38 | 2.27 | 2.16 |
| 对应股价 | | | | 8.88 | 8.95 | 8.82 | 8.78 |

■ **用户价值计算方法：2010 年联通 A 股合理价 7.97 元。**

- ◆ **用户价值计算方法：**公司价值等于公司净资产与公司用户价值的总和，而用户价值等于用户数量与单用户价值的乘积；联用户价值包括 GSM 用户价值、3G 用户价值、固定电话用户价值和宽带用户价值。以 GSM 单用户价值为基准，各其他业务单用户价值与 ARPU 比值成线性关系。
- ◆ **参考中国电信收购联通 CDMA 用户，**单用户价值约在 1400 元左右，ARPU 大约在 60 元左右，我们保守预计联通 GSM 用户（ARPU 为 41 元）标准价值为 800 元/户，其他用户价值以 GSM 为基准，详细计算如下表所示。

图表42：GSM 用户价值分析与预测

| GSM用户价值 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GSM用户数量(百万) | 149.13 | 151.24 | 151.11 | 147.98 | 143.58 |
| ARPU | 39.27 | 37.31 | 35.51 | 35.06 | 34.66 |
| 单用户价值 | 800.00 | 759.96 | 723.26 | 714.14 | 706.11 |
| GSM用户价值(亿元) | 1193.06 | 1149.36 | 1092.93 | 1056.81 | 1013.82 |

来源：国金证券研究所

图表44：固话用户价值分析与预测

| 固话用户价值 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 固定电话数量 | 98.98 | 86.17 | 83.64 | 81.22 | 80.25 |
| ARPU | 28.41 | 25.78 | 23.73 | 22.82 | 22.07 |
| 单用户价值 | 578.75 | 525.08 | 483.45 | 464.81 | 449.52 |
| 固话用户价值(亿元) | 572.83 | 452.45 | 404.35 | 377.50 | 360.74 |

来源：国金证券研究所

图表46：公司价值=净资产+用户价值

| 公司价值 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GSM用户价值(亿元) | 1193.06 | 1149.36 | 1092.93 | 1056.81 | 1013.82 |
| 3G用户价值(亿元) | 356.30 | 629.49 | 885.20 | 1146.71 | 1414.16 |
| 固话用户价值(亿元) | 572.83 | 452.45 | 404.35 | 377.50 | 360.74 |
| 宽带用户价值(亿元) | 548.00 | 640.17 | 714.11 | 761.96 | 798.23 |
| 合计用户价值 | 2670.20 | 2871.48 | 3096.60 | 3342.98 | 3586.95 |
| 公司净资产 | 2175.84 | 2257.99 | 2375.15 | 2533.29 | 2734.67 |
| 公司价值=净资产+用户 | 4846.03 | 5129.48 | 5471.75 | 5876.27 | 6321.61 |
| 联通A股合理股价 | 7.97 | 8.43 | 8.99 | 9.66 | 10.39 |

来源：国金证券研究所

图表43：3G 用户价值分析与预测

| 3G用户价值 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 3G业务 | 16.96 | 34.85 | 55.56 | 79.75 | 106.63 |
| ARPU | 103.13 | 88.67 | 78.22 | 70.59 | 65.11 |
| 用户价值 | 2100.74 | 1806.26 | 1593.33 | 1437.90 | 1326.27 |
| 3G用户价值(亿元) | 356.30 | 629.49 | 885.20 | 1146.71 | 1414.16 |

图表45：宽带用户价值分析与预测

| 宽带用户价值 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 宽带用户数量 | 47.03 | 55.50 | 63.82 | 70.20 | 75.82 |
| ARPU | 57.20 | 56.63 | 54.93 | 53.28 | 51.68 |
| 单用户价值 | 1165.19 | 1153.54 | 1118.93 | 1085.36 | 1052.80 |
| 宽带用户价值(亿元) | 548.00 | 640.17 | 714.11 | 761.96 | 798.23 |

图表47：2010 年联通 A 股股票合理价 7.97 元

| 基准用户价值假设 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 600 | 6.87 | 7.25 | 7.72 | 8.28 | 8.92 |
| 700 | 7.42 | 7.84 | 8.36 | 8.97 | 9.65 |
| 800 | 7.97 | 8.43 | 8.99 | 9.66 | 10.39 |
| 900 | 8.51 | 9.02 | 9.63 | 10.35 | 11.13 |
| 1000 | 9.06 | 9.61 | 10.27 | 11.03 | 11.86 |

附录：新联通三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 主营业务收入 | 100,468 | 152,764 | 158,369 | 166,482 | 180,084 | 193,002 |
| 增长率 | 52.1% | 3.7% | 5.1% | 8.2% | 7.2% | |
| 主营业务成本 | -61,478 | -96,191 | -105,654 | -114,648 | -116,940 | -118,821 |
| %销售收入 | 61.2% | 63.0% | 66.7% | 68.9% | 64.9% | 61.6% |
| 毛利 | 38,989 | 56,574 | 52,715 | 51,834 | 63,144 | 74,181 |
| %销售收入 | 38.8% | 37.0% | 33.3% | 31.1% | 35.1% | 38.4% |
| 营业税金及附加 | -2,369 | -4,164 | -4,487 | -4,358 | -4,661 | -4,922 |
| %销售收入 | 2.4% | 2.7% | 2.8% | 2.6% | 2.6% | 2.6% |
| 营业费用 | -18,241 | -17,079 | -20,957 | -20,994 | -21,895 | -23,268 |
| %销售收入 | 18.2% | 11.2% | 13.2% | 12.6% | 12.2% | 12.1% |
| 管理费用 | -5,787 | -12,558 | -14,048 | -14,149 | -14,949 | -15,485 |
| %销售收入 | 5.8% | 8.2% | 8.9% | 8.5% | 8.3% | 8.0% |
| 息税前利润（EBIT） | 12,593 | 22,773 | 13,223 | 12,334 | 21,639 | 30,506 |
| %销售收入 | 12.5% | 14.9% | 8.3% | 7.4% | 12.0% | 15.8% |
| 财务费用 | 214 | -2,169 | -944 | -2,068 | -3,075 | -3,834 |
| %销售收入 | -0.2% | 1.4% | 0.6% | 1.2% | 1.7% | 2.0% |
| 资产减值损失 | -1,890 | -15,191 | -2,376 | -1,979 | -2,052 | -2,129 |
| 公允价值变动收益 | -569 | 0 | 1,239 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 212 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 1.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 10,348 | 5,413 | 11,356 | 8,288 | 16,512 | 24,543 |
| 营业利润率 | 10.3% | 3.5% | 7.2% | 5.0% | 9.2% | 12.7% |
| 营业外收支 | 2,807 | 30,017 | 825 | 892 | 936 | 163 |
| 税前利润 | 13,155 | 35,430 | 12,181 | 9,180 | 17,448 | 24,706 |
| 利润率 | 13.1% | 23.2% | 7.7% | 5.5% | 9.7% | 12.8% |
| 所得税 | -3,836 | -1,702 | -2,807 | -2,111 | -4,013 | -5,682 |
| 所得税率 | 29.2% | 4.8% | 23.0% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 净利润 | 9,319 | 33,728 | 9,374 | 7,068 | 13,435 | 19,023 |
| 少数股东损益 | 3,687 | 13,986 | 6,237 | 4,703 | 8,938 | 12,656 |
| 归属于母公司的净利润 | 5,633 | 19,741 | 3,137 | 2,366 | 4,497 | 6,367 |
| 净利率 | 5.6% | 12.9% | 2.0% | 1.4% | 2.5% | 3.3% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 0 | 5,780 | 9,374 | 7,068 | 13,435 | 19,023 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 0 | 64,455 | 51,718 | 54,711 | 57,637 | 61,522 |
| 非经营收益 | 0 | -992 | -561 | 2,923 | -936 | -163 |
| 营运资金变动 | 0 | -8,514 | -1,508 | -2,860 | 1,962 | 1,705 |
| 经营活动现金净流 | 0 | 60,729 | 59,023 | 61,842 | 72,098 | 82,088 |
| 资本开支 | -23,638 | -49,116 | -80,929 | -66,196 | -69,064 | -57,137 |
| 投资 | -880 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -260 | 742 | -388 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -24,778 | -48,374 | -81,316 | -66,196 | -69,064 | -57,137 |
| 股权募资 | 313 | 450 | 0 | 0 | -559 | 0 |
| 债权募资 | -10,961 | -29,236 | 43,833 | 25,530 | -266 | -15,727 |
| 其他 | -2,770 | -9,277 | -6,505 | -5 | -710 | -1,349 |
| 筹资活动现金净流 | -13,418 | -38,063 | 37,328 | 25,526 | -1,534 | -17,076 |
| 现金净流量 | -38,196 | -25,708 | 15,035 | 21,172 | 1,500 | 7,875 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 7,332 | 9,488 | 8,828 | 30,000 | 31,500 | 39,375 |
| 应收款项 | 5,466 | 24,009 | 16,563 | 23,070 | 24,955 | 26,745 |
| 存货 | 2,528 | 1,171 | 2,412 | 2,199 | 2,243 | 2,279 |
| 其他流动资产 | 1,511 | 1,493 | 2,920 | 2,293 | 2,339 | 2,376 |
| 流动资产 | 16,836 | 36,160 | 30,723 | 57,562 | 61,037 | 70,775 |
| %总资产 | 11.7% | 10.4% | 7.3% | 13.9% | 14.2% | 16.2% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 7,992 | 7,992 | 7,992 | 7,992 |
| 固定资产 | 114,395 | 281,933 | 349,171 | 329,665 | 345,947 | 345,423 |
| %总资产 | 79.2% | 81.2% | 83.3% | 79.9% | 80.4% | 78.8% |
| 无形资产 | 12,458 | 24,637 | 27,266 | 17,422 | 15,555 | 13,986 |
| 非流动资产 | 127,673 | 310,877 | 388,510 | 355,079 | 369,493 | 367,400 |
| %总资产 | 88.3% | 89.6% | 92.7% | 86.1% | 85.8% | 83.8% |
| 资产总计 | 144,509 | 347,037 | 419,232 | 412,641 | 430,530 | 438,176 |
| 短期借款 | 2,193 | 11,997 | 63,997 | 92,276 | 92,010 | 76,282 |
| 应付款项 | 45,226 | 87,335 | 130,865 | 89,572 | 92,470 | 95,065 |
| 其他流动负债 | 1,999 | 25,715 | 4,751 | 16,949 | 18,632 | 20,173 |
| 流动负债 | 49,418 | 125,047 | 199,612 | 198,797 | 203,113 | 191,520 |
| 长期贷款 | 1,661 | 997 | 759 | 759 | 759 | 760 |
| 其他长期负债 | 492 | 11,997 | 10,015 | -2,140 | -93 | 2,031 |
| 负债 | 51,572 | 138,041 | 210,387 | 197,417 | 203,779 | 194,312 |
| 普通股股东权益 | 54,424 | 70,318 | 70,984 | 72,659 | 75,249 | 79,706 |
| 少数股东权益 | 38,513 | 138,679 | 137,862 | 142,564 | 151,502 | 164,159 |
| 负债股东权益合计 | 144,509 | 347,037 | 419,232 | 412,641 | 430,530 | 438,176 |

比率分析

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.266 | 0.931 | 0.148 | 0.112 | 0.212 | 0.300 |
| 每股净资产 | 2.568 | 3.317 | 3.349 | 3.428 | 3.550 | 3.760 |
| 每股经营现金净流 | 1.539 | 2.834 | 2.798 | 2.918 | 3.401 | 3.873 |
| 每股股利 | 0.067 | 0.067 | 0.067 | 0.033 | 0.064 | 0.090 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 10.35% | 28.07% | 4.42% | 3.26% | 5.98% | 7.99% |
| 总资产收益率 | 3.90% | 5.69% | 0.75% | 1.71% | 3.11% | 4.32% |
| 投入资本收益率 | 9.22% | 9.47% | 3.62% | 3.10% | 5.22% | 7.27% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 24.84% | 52.05% | 3.67% | 5.12% | 8.17% | 7.17% |
| EBIT增长率 | 30.78% | 80.84% | -41.93% | -6.73% | 75.44% | 40.98% |
| 净利润增长率 | 54.55% | 250.47% | -84.11% | -24.59% | 90.07% | 41.60% |
| 总资产增长率 | 1.40% | 140.15% | 20.80% | -1.57% | 4.34% | 1.78% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 12.3 | 15.0 | 22.1 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 存货周转天数 | 14.4 | 7.0 | 6.2 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 应付账款周转天数 | 144.5 | 169.3 | 280.4 | 190.0 | 190.0 | 190.0 |
| 固定资产周转天数 | 361.3 | 605.6 | 684.9 | 578.7 | 537.6 | 491.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -3.74% | 5.03% | 30.13% | 28.29% | 26.98% | 16.28% |
| EBIT利息保障倍数 | -58.8 | 10.5 | 14.0 | 6.0 | 7.0 | 8.0 |
| 资产负债率 | 35.69% | 39.78% | 50.18% | 47.84% | 47.33% | 44.35% |

图表48：新联通竞争力模型分析

竞争程度

短期，传统业务面临竞争主体增加而需求不足带来的同质化竞争，同时面临基于互联网的即时通信的替代竞争，价格战是争夺客户的最有效手段；中期带宽消费竞争：3G业务的发展初期，由于内容缺失、新业务消费习惯尚待培育等因素，移动带宽消费成为拉动收入增长的主要动力；由于业务需求种类的变化以及对业务需求的及时性的差异，新业务创新以及运营商综合竞争力

供应商

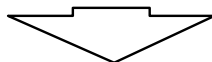
更多贸易的达成，更多好的供给条款，更少的抑制条款
较低的员工获得与保留成本
更低的资本成本
通过更高的量达成更好的经济规模

产品替代

固网被移动替代
窄带被宽带替代
移动宽带消费渐成趋势
全业务经营模式替代单一业务经营模式；
固网与移动的融合已成为必然

产品需求方

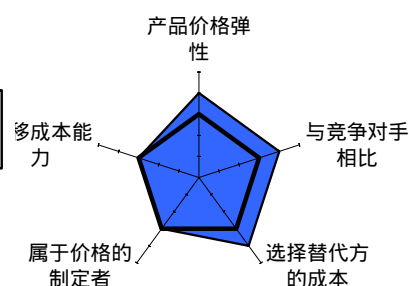
随着全球移动普及率日趋饱和，运营商发展模式正在从人均接入模式向以业务需求为导向的人均带宽消费模式渗透和演变，带宽消费时代已经来临，带宽消费的普及与升级将运营商的新增长亮点和投资机会。



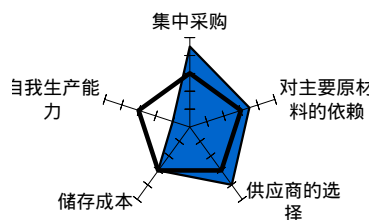
公司竞争力分析结论

新联通移动带宽竞争优势主要体现在WCDMA网络的传输效率、北方市场的固定宽带资源的融合优势，不过公司对网络资源的投资力以及新业务营销推广力度较以移动或电信而言，存在明显财务投资不足的问题，从长远看，公司综合竞争力提升的关键因素取决于新业务发展能力、产业链主导力以及品牌建设等环节上，由于基数低，我们认为中国联通业绩改善空间和弹性较大。

定价能力



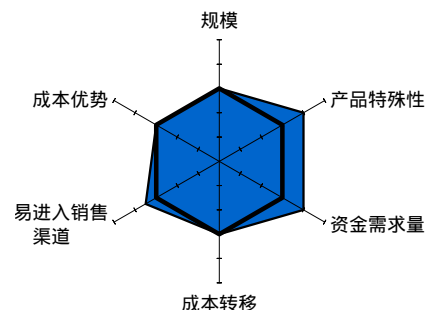
供应商



新竞争对手

电信移动宽带主要优势体现在CDMA2000的先入优势、全国3G网络覆盖规模优势、FMC网络融合等环节上，宽带资源的垄断优势与移动业务基数低、对移动业务的开拓动力而言，电信将是带宽消费价格的制定者或主导者，不过电信需权衡移动带宽对自身固网宽带的价格颠覆；中国移动因资产使用效率的下滑和带宽资源的缺失将面临发展瓶颈，新的利润增长点取决于农村信息化的普及和移动互联业务收购与拓展；

新竞争对手



来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 5 | 8 | 13 | 19 | 39 |
| 买入 | 7 | 7 | 12 | 15 | 37 |
| 持有 | 1 | 1 | 4 | 5 | 13 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 评分 | 1.93 | 1.94 | 1.92 | 1.88 | 1.85 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|------|-------------|
| 1 2008-09-17 | 持有 | 3.92 | 4.79 ~ 4.79 |
| 2 2008-12-17 | 持有 | 5.47 | N/A |
| 3 2009-02-02 | 持有 | 4.85 | N/A |
| 4 2009-05-07 | 买入 | 6.54 | 7.67 ~ 7.67 |
| 5 2009-07-22 | 买入 | 7.15 | 8.59 ~ 8.59 |
| 6 2009-08-31 | 买入 | 6.07 | 7.82 ~ 7.82 |
| 7 2009-09-07 | 买入 | 6.50 | 7.82 |
| 8 2009-11-01 | 买入 | 6.32 | 6.80 ~ 8.53 |

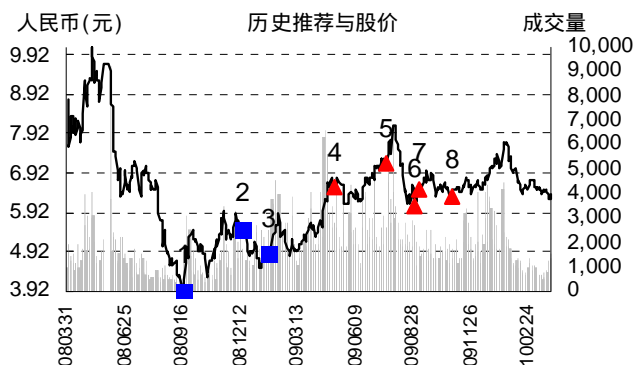
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。