

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

赵军华

执业证书编号: S0960109063882

010-63222915

zhaojunhua@cjis.cn

6个月目标价: 6.70元

当前股价: 5.01元

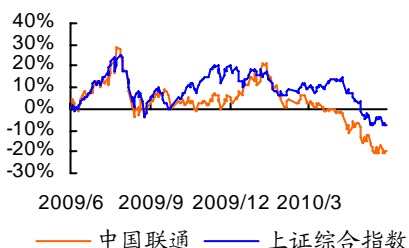
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2553.59
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1062
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	9.85
资产负债率	50.2%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	-6.36	-23.28	-25.34
上证综合指数	-9.93	-15.54	-23.02



### 相关报告

《中国联通-公司估值安全边际显现, 股价催化上行的条件逐渐成熟》2010-5-11

《中国联通-一季度业绩受费用增大影响表现平淡, 但公司在弱市中的安全边际建议关注》2010-4-30

中国联通

600050

推荐

## iPhone 销量 5 月以来形势喜人, 建议关注携号转网政策近期动向

联通 5 月初推出低资费的 3G 套餐, 并加大对于 iPhone 等手机终端的补贴力度, 这些措施产生了较为明显的作用, 5 月以来, iPhone 的销售形势十分良好, 以致各地出现了缺货的现象, 我们也因而看好近 2 个月的 3G 发展情况, 净增用户达 100 万以上值得期待。当前联通股价对应 PB 水平不到 1.5 倍, 已经具备较强的安全边际; 而未来两月, 良好的 3G 用户数据、携号转网试点的启动、WiFi 版 iPhone 的推出, 都将构成公司股价上行的动力, 我们认为公司的交易性机会已经出现, 建议在当前价位买入。

### 投资要点:

- 公司 5 月以来 iPhone 销量激增, 前期库存消化十分充分, 且考虑到 4G 版 iPhone 也可能在 9 月左右推出, WiFi 版的 iPhone 推出时机已经成熟, 值得期待。联通 iPhone 在 5 月份出现异常火爆的销售情况, 销量环比增长 100% 以上, 并最终导致各地普遍缺货; 前期 iPhone 库存的充分消化, 使得公司推出 WiFi 版 iPhone 的条件已经成熟, 且如果能够和 4G 版 iPhone 在 9 月一起推出, 将是最佳方案。
- 天津、海南两地开展携号转网的技术问题已经解决, 按照工信部的部署, 未来 1-2 月启动携号转网试点是大概率事件。两个试点省市的相关网络改造和后台升级都已经完成, 携号转网的技术问题已经解决; 我们认为 6-7 月启动携号转网的试点可能性较大, 而出台的方案将是非对称的携号转网, 有利于联通等弱势运营商。
- 公司 5-6 月的 3G 用户发展值得看好, 单月达到 100 万以上的净增用户是大概率事件, 且预计公司下半年 3G 发展的基础也更为稳固。中国联通近期为了加速 3G 用户的发展, 采取了一系列举措, 包括: 5 月 1 日起调低 3G 资费套餐; 推出更为优惠的 iPhone 促销方案; 和联想合作推广乐 phone; 与腾讯签订战略合作协议等。从 5 月份 iPhone 销售的火爆情况来看, 以上举措的作用已经显现。而展望今年下半年, 我们认为经过近 1 年 3G 业务的大力推广, 3G 的使用已经逐渐深入人心, 下半年出现行业性的 3G 用户规模发展值得期待。
- 重申中国联通本年投资逻辑: 公司本年仍难定义为价值型投资标的; 但存在交易性机会为大概率事件。就当前而言, 我们认为公司的交易性机会已经临近, 未来 2-3 月公司 3G 用户的良好发展、携号转网试点的启动、WiFi 版 iPhone 的推出等事件都可能会成为股价上行的催化因素。
- 我们预测公司 2010-2011 年每股收益为 0.13 元、0.2 元, 预计公司 2012 年后业绩将快速回升到 07 年以前的水平, 并因 3G 取得更大突破; 按照 2 倍 PB 的水平对公司估值为 6.7 元, 对应 2011 年的 PE 值为 33 倍 (考虑公司近两年为业绩低谷, PE 值较高也属合理), 继续维持推荐的投资评级。

### 主要财务指标

单位: 百万元	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入(百万元)(扣除网间结算成本)	150944	159343	172385
同比(%)	-2.54%	5.56%	8.18%
归属母公司净利润(百万元)-A 股	3211	2715	4258
同比(%)	-83.71%	-15.43%	56.80%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.20
P/E	33.07	39.11	24.94

## 一、5月以来 iPhone 销量激增，wifi 版 iPhone 或可预期

### 1. 5月以来 iPhone 销量激增

**事件：**随着五一后中国联通新的资费政策开始执行，iPhone 的绝对销量与合约计划销量比之前都有了较大提升。5月绝对销量环比增长近100%，5月合约计划日均销量比之前增长近140%。渠道库存异常紧张，尤其是16G产品缺货，广东、北京、江苏、山东等销售大省的库存已经严重告急。联通原计划五一之后iPhone销售冲刺7万部，实际上最后结果是，根本不用“冲刺”，而是各地断货的告急信如雪片般飞来，渠道库存异常紧张。

**我们的判断：**联通 iPhone 在5月份出现的异常火爆的销售情况，并最终导致各地普遍出现缺货。这种情况的出现可以引申出以下3点主要结论：

(1)、联通版 iPhone 在09年10月正式进入中国销售，经过近半年的销售，逐渐深入人心，通过良好的示范效应和口碑的积累，在需求方面已经接近爆发性增长的拐点。

(2)、联通于5.1后对 iPhone 的补贴以及对于3G的资费采取了更为积极的策略，这些策略对于市场的启动起到了关键作用，尤其是在 iPhone 销量增长拐点之际，加速了需求曲线的向上。

(3)、基于以上的两点结论，我们看好未来 iPhone 的销量进一步增加：iPhone 在中国的销售已经处于需求曲线加速向上的拐点，口碑和示范效应将使其销售更为普遍，而联通更为积极的补贴策略无疑加速了这一过程。

### 2. wifi 版 iPhone 的推出或可预期

我们认为，联通 wifi 版的 iPhone 可能会于未来2-3月推出，主要原因如下：

#### (1)、联通 wifi 版本的 iPhone 在2010年内推出势在必行

首先，从技术而言，iPhone 只要增加 wapi 模块就可以同时植入 wifi 模块，这个问题从09年10月联通引入 iPhone 起就一直与 Apple 进行洽谈，在技术和生产方面都不存在问题。

其次，从联通的层面还是消费者的层面而言，在年内推出 wifi 版的 iPhone 都是势在必行。常小兵在多个场合表态会加快推进该事态的进展，且考虑到 iPhone 作为联通在3G竞争中的重要筹码，尽快推出 wifi 版的 iPhone 也显然

符合公司的利益。

## (2)、未来 2-3 月推出 wifi 版本的 iphone 条件已经成熟，且可能是最佳推出时点

首先，上文已经论述，5 月以来 iphone 销售异常火爆，各地普遍出现缺货现象，这说明前期联通从 apple 公司引入的无 wifi 的 iphone 库存已经基本消化完毕，联通不必忌惮引入 wifi 版的 iphone 后对原有库存的冲击，引入的条件已经成熟。

其次，apple 公司将在 6 月份推出 4G 版的 iphone，国内很可能在 9 月份推出相应的版本，在 4G 版里加入 wifi 模板是最佳选择，将不必对原 3G 和 3GS 的 iphone 用户进行相应的补偿。

## 二、携号转网有望近期在天津、海南启动试点

### 1. 天津、海南携号转网的技术问题已经解决

2010 年初，由工信部电信研究院牵头制订的携号转网技术方案通过论证后，三家电信运营商已开始在天津、海南两个试点省市对各自的移动核心网络、增值业务平台以及业务支撑系统进行相应的内部改造和升级。截止目前，两个试点省市的相关网络改造和后台升级都已经完成，携号转网的技术问题已经解决。

### 2. 天津、海南于近期启动携号转网是大概率事件

我们认为，天津、海南等地于近期启动携号转网是大概率事件，主要原因如下：

(1)、携号转网的政策从 09 年初即开始拟定，并选择天津、海南作为试点，当前天津、海南携号转网的技术问题已经解决，付诸实践也属合理。

(2)、一般而言，中国重大的政策往往要经过试点，在积累一定经验后才会在全国推广；如果本年内仍不启动试点城市的携号转网，则正式的推广在 2011 年仍难以进行，考虑到对于携号转网的政策呼声较高，具有一定的紧迫性，试点城市携号转网的实践加快进行的可能性更大。

### 3. 携号转网在第一年将实施非对称转网

据了解，从 2010 年开始，携号转网的试点方案第一年为非对称转网，即中国移动的 2G 用户可携号转移到联通和中电信的 2G 网络；同时，联通的 2G 用户可携号转移到中电信的 2G 网络；另外，联通和中电信的 3G 用户可携号转移到中移动的 3G 网络。第二年开始，则为对称的 2G 携号转网，即三大运营商的 2G 用户可互相携号转网；第三年，三大运营商的 3G 用户可互相携号转网。

附：财务预测表（注：基于公司报表，结合我们的预测方法，对公司列报科目部分进行调整）

	2008年	2009年	2010年	2011年
<b>收入</b>				
移动通信服务收入	64246	69770	80386	94729
固网通信服务收入	86376	79059	76741	75350
信息通信技术服务净收入	114	201	302	392
其他营业收入	4148	1914	1914	1914
<b>成本费用</b>				
网间结算成本	13038	12955	13000	13000
折旧及摊销	47961	47587	53694	56615
销售费用	19614	21020	23122	24278
管理费用及其他	12968	12175	11445	11788
销售终端产品净支出	413	529	529	529
网络营运及支撑成本	18736	21728	22814	23955
人工成本	20758	21931	21931	23028
财务费用	2411	1036	1500	2000
固定资产减值-小灵通资产减值	11837	0	0	0
中国南方电信网络租赁费		2000	2000	2000
<b>其他利润项目</b>				
利息收入	239	91	91	91
净其他收入	2097	962	962	962
衍生金融工具公允价值变动之已实现盈利	0	1239	0	0
<b>持续经营业务盈利</b>				
税前利润	9484	12275	10361	16246
所得税	1801	2721	2279	3574
	所得税率	18.99%	22.17%	22.00%
净利润	7825	9556	8082	12672
<b>考虑终止经营业务盈利</b>				
终止经营业务盈利	1438	0	0	0
出售终止经营业务之盈利	26135	0	0	0
净利润	35398	9556	8082	12672
红筹股份数量（百万）	23715	23715	23715	23715
红筹股 EPS	1.49	0.40	0.34	0.53
A 股股东占红筹利润比例		33.60%	33.60%	33.60%
A 股股东应占利润	19713	3211	2715	4258
A 股股份数量	21197	21197	21197	21197
A 股 EPS	<b>0.93</b>	<b>0.15</b>	<b>0.13</b>	<b>0.20</b>

资料来源：中投证券研究所，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434