

中国联通 (600050.SH)

无线通信行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 5.80元

目标(人民币): 7.12元

长期竞争力评级: 高于行业均值

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)	122,940.26
年内股价最高最低(元)	7.73/4.93
沪深 300 指数	3230.67
上证指数	2898.14



相关报告

1. 《3G 终端补贴加大是拉低业绩增长的关键》，2010.11.1
2. 《公司基本面已见底,当前就是买入机会》，2010.8.29
3. 《Iphone 促销一触即发,或迎来投资良机》，2010.4.27

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

11 年追求用户规模, 12 年是利润拐点

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.931	0.148	0.071	0.146	0.285
每股净资产(元)	3.32	3.35	3.40	3.50	3.70
每股经营性现金流(元)	2.83	2.80	3.03	3.48	4.10
市盈率(倍)	5.40	49.26	82.06	39.63	20.35
行业优化市盈率(倍)	25.81	33.72	33.72	33.72	33.72
净利润增长率(%)	250.47%	-84.11%	-52.24%	107.05%	94.80%
净资产收益率(%)	28.07%	4.42%	2.08%	4.18%	7.70%
总股本(百万股)	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

投资逻辑

- n 在假设未来 3 年联通 GSM 和固定业务不出现明显下滑, 以及每年手机补贴 100 亿元的前提下, 我们预计联通 3G 经营业绩最有可能情况是: 2011 年, 净增 3G 用户 2500 万, ARPU 为 105 元, 收入预计 327 亿元, 净利润为 -45.86 亿元; 2012 年, 净增用户 2850 万, ARPU 为 95 元, 收入预计 607 亿元, 净利润为 32.72 亿元; 2013 年, 净增用户 3050 万, ARPU 为 85 元, 收入预计 849 亿元, 净利润为 187.18 亿元。
- n 公司整体经营业绩: 2010-2012 年联通合并收入合理预计分别为 1775 亿元、1965 亿元、2240 亿元, 同比增速分别为 9.34%、10.10%、14.15%; 2010-2012 年公司净利润分别为 33.83 亿元、77.04 亿元、162.39 亿元, 同比增速分别为 -63.93%、109.36%、110.78%。
- n EPS 业务贡献分析: 2010-2012 年联通 A 股 EPS 分别为 0.071 元、0.146 元、0.285 元。其中 GSM 业务 EPS 贡献 0.163 元、0.174 元、0.180 元; 3G 业务 EPS 贡献 -0.121 元、-0.075 元、0.54 元; 固定业务 EPS 贡献为 0.013 元、0.028 元、0.033 元。

投资建议

- n 我们一直认为公司股价只要在 6 元以内就是安全区间, 在终端为王的 3G 业务发展初期, 公司已经占据绝对优势, 基本面正逐步改善, 当前价格具有较高的安全边际, 建议买入。

估值

- n 我们给予公司未来 6-12 个月 7.13 元目标价位, 相当于 25x12PE 和 2.03x11PB。

风险

- n 我们担心移动和电信大规模的终端补贴, 有可能导致联通实际手机补贴超出我们的预期, 将拉低公司经营业绩的风险。

内容目录

3G 业务盈利能力情景预测.....	4
3G 竞争特点：导入期终端为王、成长期网络为王、成熟期业务为王	5
3G 发展阶段：导入期、成长期、成熟期.....	5
3G 导入期——终端为王.....	6
3G 成长期——网络为王.....	8
3G 成熟期——业务为王.....	9
中国联通经营分析.....	10
经营策略分析-历史经验.....	10
把握导入期发展机遇，铺就未来成功之路.....	10
未来三年 3G 业务盈利预测.....	12
附录：三张报表预测摘要.....	14

图表目录

图表 1: 中国联通 3G 业务盈利能力情景分析	4
图表 12: 业务合并分析及预测	4
图表 13: 主营业务对联通红筹股 EPS 贡献	4
图表 14: 主营业务对联通对 A 股 EPS 贡献	4
图表 15: 日本 NTT DOCOMO 3G 用户发展阶段 (千)	5
图表 16: NTT DOCOMO 2G、3G 用户变化 (千)	5
图表 17: 不同时期 3G 关键因素不同	5
图表 18: 3G 发展不同时期主要因素权重变化	5
图表 19: 用户选择 3G 服务时注重的因素—手机	6
图表 20: 3G 发展初期, KDDI 终端优势尽显	6
图表 21: 53%的用户能接受的 3G 手机价位低于 2000 元	6
图表 22: 上网速度快为用户选择 3G 手机的主要原因	6
图表 23: 新增 iPhone 用户来源分布—美国	7
图表 24: AT&T 引入 iPhone 后付费 ARPU 不断提高	7
图表 25: AT&T 引入 iPhone 后数据业务收入快速增长	7
图表 26: SOFTBANK 单月新增 3G 用户数明显 (万)	7
图表 27: iPhone 引发 AT&T 移动数据业务流量爆炸式增长	8
图表 28: 运营商 WIFI 热点数量	9
图表 29: 3G 发展不同时期业务发展方向	9
图表 30: 3G 潜在用户细分矩阵	11
图表 31: 2011 年联通 3G 收入分析 (亿元)	12
图表 32: 2011 年联通 3G 净利润分析 (亿元)	12
图表 33: 2012 年联通 3G 收入分析 (亿元)	12
图表 34: 2012 年联通 3G 净利润分析 (亿元)	12
图表 35: 2013 年联通 3G 收入分析 (亿元)	12
图表 36: 2013 年联通 3G 净利润分析 (亿元)	12
图表 44: 2011 年 3G 业务对红筹 EPS 贡献 (RMB)	13
图表 45: 2011 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献 (RMB)	13
图表 46: 2012 年 3G 业务对红筹 EPS 贡献 (RMB)	13
图表 47: 2012 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献 (RMB)	13
图表 48: 2013 年 3G 业务对红筹 EPS 贡献 (RMB)	13
图表 49: 2013 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献 (RMB)	13

3G 业务盈利能力情景预测

- n 3G 经营业绩最有可能情况：11 年预计亏损 46 亿，12 年盈利 33 亿元
 - i 2011 年，净增 3G 用户 2500 万，ARPU 为 105 元，假设手机补贴为 100 亿元，3G 业务收入预计 327 亿元，净利润为-45.86 亿元；
 - i 2012 年，净增 3G 用户 2850 万，ARPU 为 95 元，假设手机补贴为 100 亿元，3G 业务收入预计 607 亿元，净利润为 32.72 亿元；
 - i 2013 年，净增 3G 用户 3050 万，ARPU 为 85 元，假设手机补贴为 100 亿元，3G 业务收入预计 849 亿元，净利润为 187.18 亿元。

图表1：中国联通 3G 业务盈利能力情景分析

3G业务 (亿元)	2011年		2012年		2013年	
	业务收入	净利润	业务收入	净利润	业务收入	净利润
悲观情况	302.40	(70.43)	567.00	(7.33)	792.00	130.03
乐观情况	352.44	(20.39)	648.00	73.67	907.20	245.23
最有可能	326.97	(45.86)	607.05	32.72	849.15	187.18

来源：国金证券研究所

- n 公司整体经营业绩：2010-2012 年联通合并收入合理预计分别为 1775 亿元、1965 亿元、2240 亿元，同比增速分别为 9.34%、10.10%、14.15%；2010-2012 年公司净利润分别为 33.83 亿元、77.04 亿元、162.39 亿元，同比增速分别为-63.93%、109.36%、110.78%。

图表2：业务合并分析及预测

业务合并	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,610.57	1,774.85	1,964.65	2,240.04	2,391.00	2,561.01
增速	3.61%	9.34%	10.10%	14.15%	6.50%	6.82%
税前利润(亿元)	121.81	43.94	100.06	210.90	288.84	373.13
增速	62.80%	-63.93%	127.72%	110.78%	36.96%	29.18%
所得税	-28.02	-10.11	-23.01	-48.51	-66.43	-85.82
税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股东应占净利润	93.79	33.83	77.04	162.39	222.40	287.31
增速	62.80%	-63.93%	109.36%	110.78%	36.96%	29.18%

来源：国金证券研究所

- n 各业务对 EPS 贡献预测：

- i 联通 A 股 EPS 预计：2010-2012 年分别为 0.071 元、0.146 元、0.285 元。其中 GSM 业务 EPS 贡献 0.163 元、0.174 元、0.180 元；3G 业务 EPS 贡献-0.121 元、-0.075 元、0.054 元；固定业务 EPS 贡献为 0.013 元、0.028 元、0.033 元。
- i 联通红筹 EPS 预计：2010-2012 年分别为 0.188 元、0.389 元、0.757 元。

图表3：主营业务对联通红筹股 EPS 贡献

红筹EPS(RMB)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务	0.395	0.434	0.463	0.478	0.498	0.513
3G业务	-0.050	-0.321	-0.200	0.143	0.381	0.642
固网业务	0.064	0.035	0.073	0.088	0.092	0.099
其他	-0.016	0.040	0.052	0.048	0.042	0.037
联通红筹EPS	0.393	0.188	0.389	0.757	1.012	1.291
增速	-84.11%	-52.24%	107.05%	94.80%	33.77%	27.49%

来源：国金证券研究所

图表4：主营业务对联通对 A 股 EPS 贡献

EPS贡献(RMB)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务	0.149	0.163	0.174	0.180	0.187	0.193
3G业务	-0.019	-0.121	-0.075	0.054	0.143	0.242
固网业务	0.024	0.013	0.028	0.033	0.035	0.037
其他	-0.006	0.015	0.020	0.018	0.016	0.014
联通A股EPS	0.148	0.071	0.146	0.285	0.381	0.486
增速	-84.11%	-52.24%	107.05%	94.80%	33.77%	27.49%

3G 竞争特点：导入期终端为王、成长期网络为王、成熟期业务为王

3G 发展阶段：导入期、成长期、成熟期

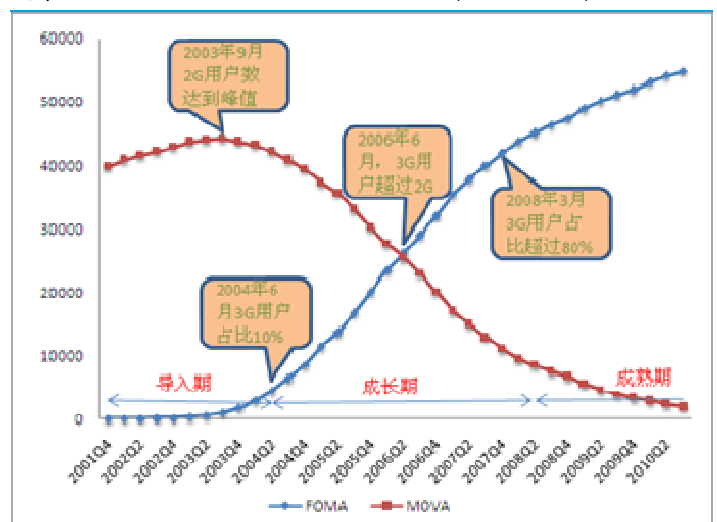
- n 日本运营商 NTT DoCoMo 是最早开通 3G 服务，也是发展最为成熟的 3G 市场之一。
- i NTT DoCoMo 3G 业务品牌“FOMA”2001 年开始商用，经历了近 3 年的市场培育期后，用户开始高速增长。此后，MOVA (2G 业务品牌)用户 ARPU 值持续下降，市场竞争愈发激烈，促使 3G 发展进一步提速。2006 年 6 月，FOMA 用户数首次超过 MOVA 用户数，占比突破 50%。截至 2010 年 6 月，FOMA 用户占比 96.6%，NTT Docomo 计划于 2012 年终止 2G 服务。NTT Docomo 3G 用户从 0 到占比 80%用了 6 年左右，其中迅速替换期(3G 用户占比从 5%提升至 80%)为 4 年。

图表5: 日本 NTT DOCOMO 3G 用户发展阶段 (千)

时间点	总移动用户数	FOMA用户数	用户占比	说明
2001年10月	39047.0	0.0	0.0%	
2004年6月	46833.5	4583.1	9.8%	历时两年零八个月
2005年1月	48098.6	9316.6	19.4%	
2005年7月	49659.4	14906.6	30.0%	
2005年12月	50365.7	20128.7	40.0%	
2006年6月	51672.2	26216.5	50.7%	历时四年零八个月
2006年12月	52213.8	32113.7	61.5%	
2007年5月	52769.6	37121.8	70.3%	
2008年1月	53170.3	42580.3	80.1%	历时六年零三个月
2009年4月	54690.0	49600.3	90.7%	
2010年9月	56894.6	54940.4	96.6%	

来源：国金证券研究所

图表6: NTT DOCOMO 2G、3G 用户变化 (千)



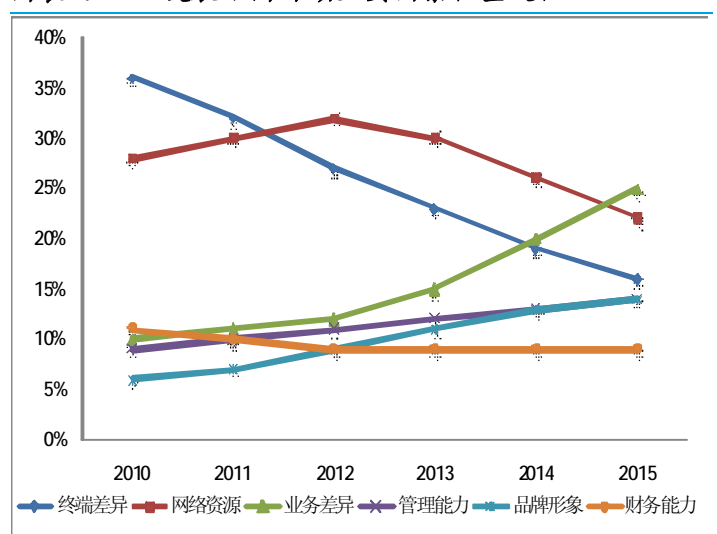
- n 借鉴日本 3G 发展经验，将我国 3G 发展分为三个阶段：导入期、成长期、成熟期。在不同的发展阶段，3G 关键因素的权重将有所不同。

图表7: 不同时期 3G 关键因素不同



来源：国金证券研究所

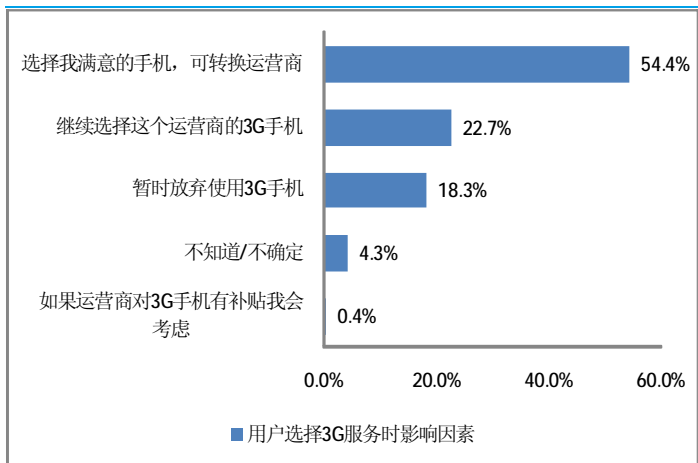
图表8: 3G 发展不同时期主要因素权重变化



3G 导入期——终端为王

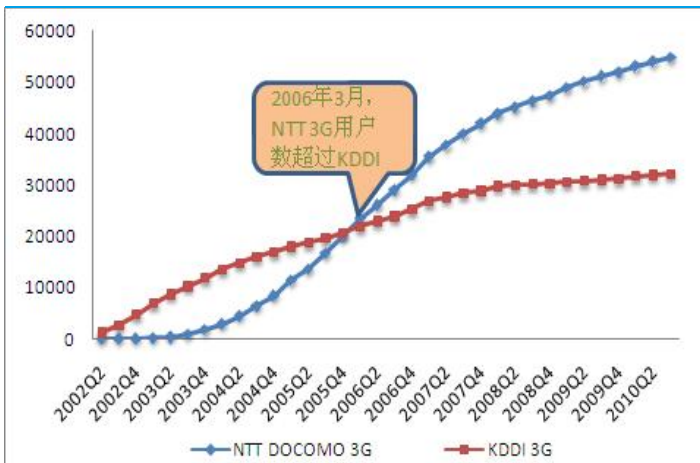
- n 导入期由于网络覆盖，终端以及业务等因素的限制，需求与业务匮乏导致 3G 用户增长乏力。业务主要延续 2G 时代业务，移动互联网的需求逐年增大，成败关键在于智能终端和资费补贴以及网络的体验满意度。**终端是争夺用户的有力手段。**
 - i 据 CNNIC 调查显示，有 54.4% 的用户，对终端手机的重视程度，要高于对运营商的重视程度。这说明手机是离用户最近的产品，同时也说明现在的运营商服务差异并没有对用户造成太大的影响。
 - i 案例：日本 3G 初期用户争夺，KDDI 终端优势尽显。3G 发展初期，由于 KDDI 的 3G 终端只需在原有的 2G 手机上稍作改进即可，KDDI 在终端上的优势明显，无论在功能还是价格上都优于 NTT DoCoMo，这是 KDDI 的 3G 业务在推出后迅速发展的重要原因之一。而 3G 发展初期，NTT DoCoMo 的 WCDMA 终端在大小、重量、待机时间、电池质量、使用便利性等方面都存在较大的问题，在很大程度上制约了其用户的发展。而随着终端质量的改进，特别是在 FOMA9 系列和 FOMA7 系列手机发布之后，NTT DoCoMo 的 3G 业务也开始快速发展。

图表9：用户选择 3G 服务时注重的因素——手机



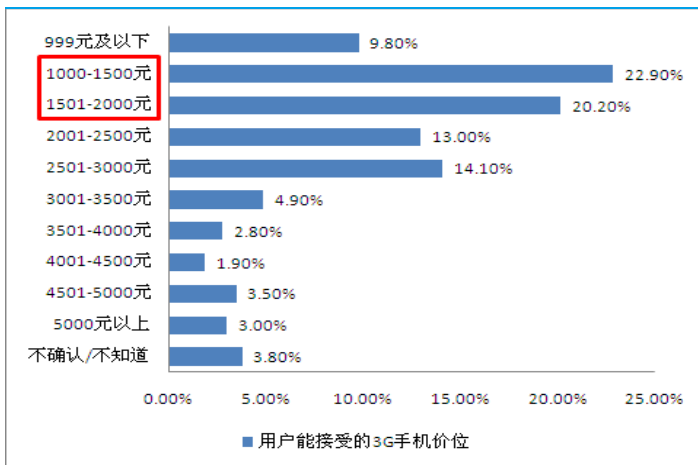
来源：国金证券研究所

图表10：3G 发展初期，KDDI 终端优势尽显



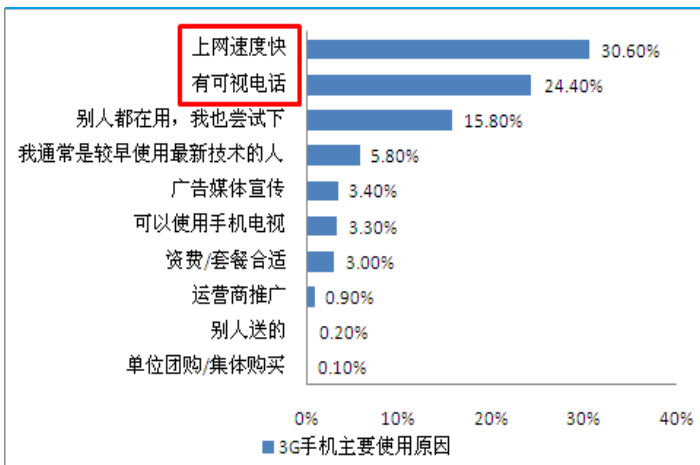
- n 在 3G 业务发展初期，联通具有明显竞争优势，表现在终端品种齐全，价格范围宽，尤其是战略性终端 iPhone 能为其带来大量高端用户，其次资费结构最为合理，资费价格和手机补贴处于中位。

图表11：53%的用户能接受的 3G 手机价位低于 2000 元



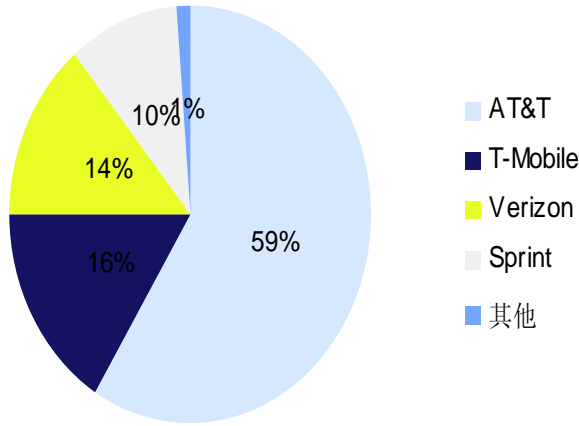
来源：国金证券研究所

图表12：上网速度快为用户选择 3G 手机的主要原因



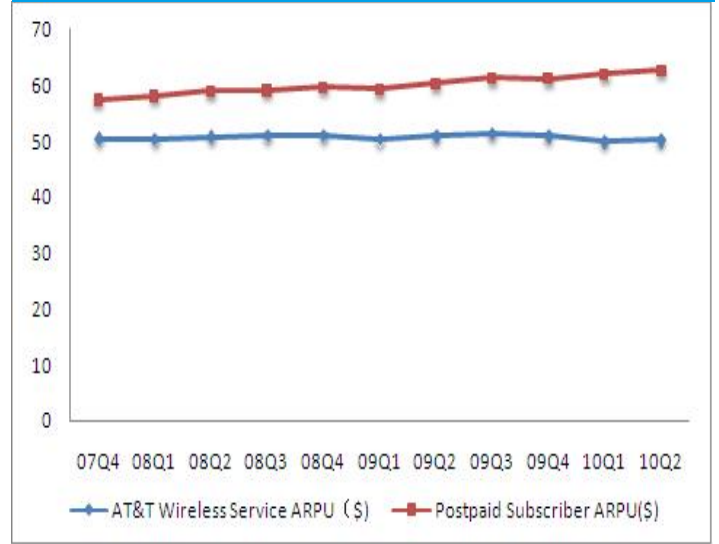
- i 案例：美国 AT&T 于 2007 年 7 月引入 iPhone，下半年后付费用户快速增长，新增 382.2 万（上半年 161.1 万）；2008 年在竞争加剧和金融危机影响下，后付费用户净增 478.8 万（预付费净增 7.1 万）；同时后付费用户 ARPU 和数据收入不断提高。
- i 案例：SOFTBANK 是日本的第三大运营商，但近几个月单月净增用户保持强势，其功臣便是 iPhone；此外，从 iPhone4 于 6 月底在日本上市之后，已经连续数周在手机销售榜上排位第一。

图表13: 新增 iPhone 用户来源分布-美国

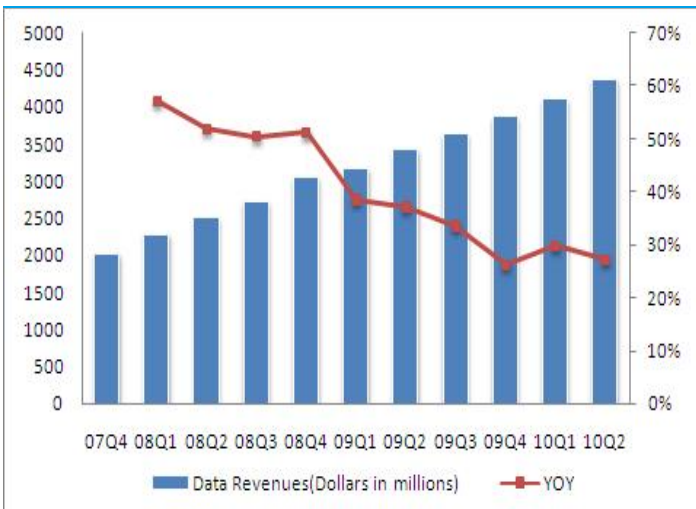


来源：国金证券研究所

图表14: AT&T 引入 iPhone 后付费 ARPU 不断提高

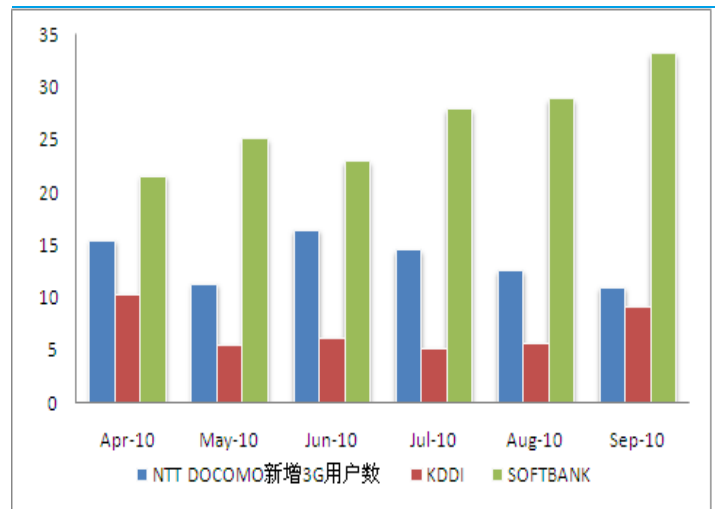


图表15: AT&T 引入 iPhone 后数据业务收入快速增长



来源：国金证券研究所

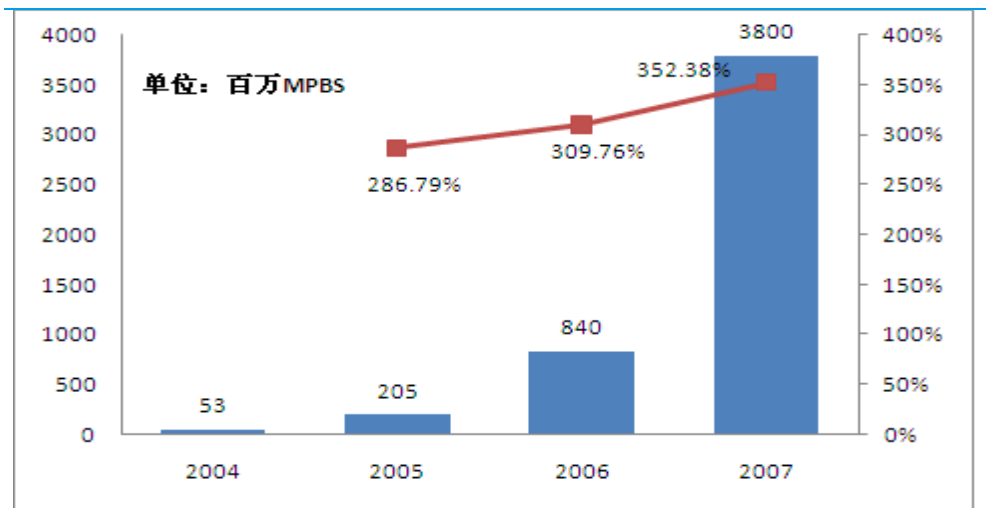
图表16: SOFTBANK 单月新增 3G 用户数明显 (万)



3G 成长期——网络为王

- n 导入期之后，随着网络质量的提高、终端品种的丰富、各项业务的丰富及资费下调，在成长期，3G 用户高速增长。
- n 随着智能终端的用户数增大，对网络的承受能力构成挑战，由海外的经验来看，AT&T 的 iPhone 用户曾造成网络的阻塞甚至瘫痪。这个时候**网络质量是成败的最重要因素**。
 - i AT&T 所采用的数据包月付费模式，除了每个月收取 30 美元的数据流量费用以外，AT&T 并没有其他增值业务收入了。自 2007 年 6 月 29 日 AT&T 推出了 iPhone 之后，网内的数据流量 3 年内激增了 5000%，网络多次出现拥塞或是局部瘫痪的情况。iPhone 手机用户仅占 AT&T 用户总数的 3%，但所消耗带宽却高达 40%。
 - i 2007 年 iPhone 的引入引发了 AT&T 移动数据业务流量爆炸式增长。2007 年移动数据流量高达 38 亿 MBPS，较 2006 年同比增长 352.4%。苹果在西班牙绑定的运营商 O2 也公开表示：仅 2009 一年其网络中的数据流量增长了 18 倍。

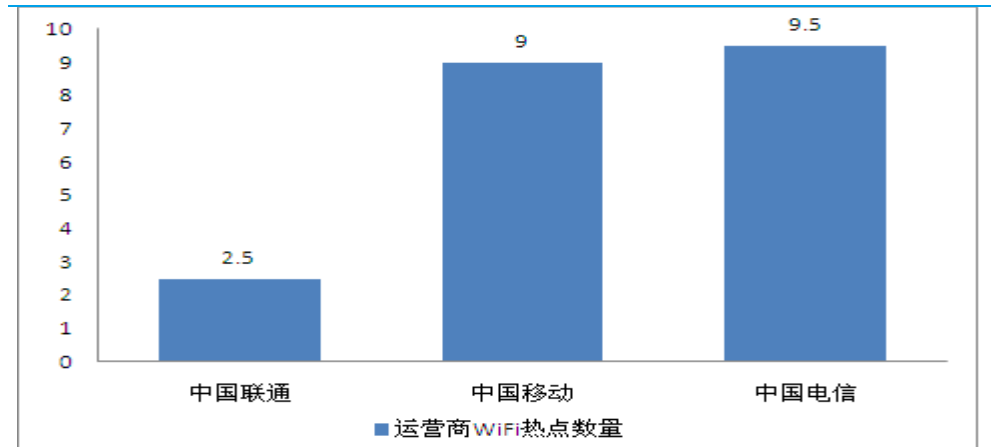
图表 17: iPhone 引发 AT&T 移动数据业务流量爆炸式增长



来源：国金证券研究所

- n 未来随着用户与业务的发展，对数据的需求越来越大，网络的建设是重中之重。虽然三大运营商都加快了各自 3G 网络建设和优化的步伐，但是毕竟无线网络带宽是有限的，且从国外 3G 成熟地区的先例来看，WiFi 作为 3G 的一种补充，是非常必要的。
 - i 3G 的网络不能承担大量智能终端的上网需求，Wifi 具有高速（54Mbps）、低成本、易扩容的优点。未来的无线宽带网络将是双模的，由 WiFi 与 3G 互补。流量和带宽由 WiFi 负责，是无线宽带的主力，对绝大多数用户提供服务；而 3G 只负责广域覆盖和移动性能。
 - i 截至 2009 年底，中国电信的 WiFi 热点数量已经达到 9.5 万个；中国移动 9 万个；中国联通只有 2.5 万个。

图表18: 运营商 WIFI 热点数量



来源: iSuppli, 国金证券研究所

- i 运营商的 3G 网络更趋完善。中国电信大打“融合”牌，通过有线宽带、WLAN 和 3G、1x 网络的融合覆盖，为用户提供“CDMA + WiFi”的无缝上网体验。面对中国电信的“CDMA + WiFi”策略，中国移动在 2009 年各省的建设资金中设置宽带接入预覆盖建设专项资金，以加强“TD + WiFi”网络建设，2010 年又加大了 WLAN 设备采购的力度。
- i 中国联通也曾明确指出各地分公司在原有的基础上继续加大 WiFi 覆盖。从终端方面来看，通信终端和互联网终端日趋融合，这也是移动互联网时代消费者对于终端的要求。如何充分利用 WCDMA 的技术和产业链优势开拓市场，是中国联通面临的重要课题。

3G 成熟期——业务为王

- n 在 3G 业务发展中后期，资费价格大幅下降，通过资费下降打动业务增长动力不足，业务将成为拉动收入增长的主要手段，运营商竞争焦点将是网络+业务+终端，业务为王。
- n 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。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。
- n 在未来 3-5 年，我们认为 WCDMA 在网络和终端方面优势比 CMDA 和 TD 具有明显优势，而在业务的自主创新方面和产业链控制力上较其他运营商处于弱势。

图表19: 3G 发展不同时期业务发展方向



来源: 国金证券研究所

中国联通经营分析

经营策略分析-历史经验

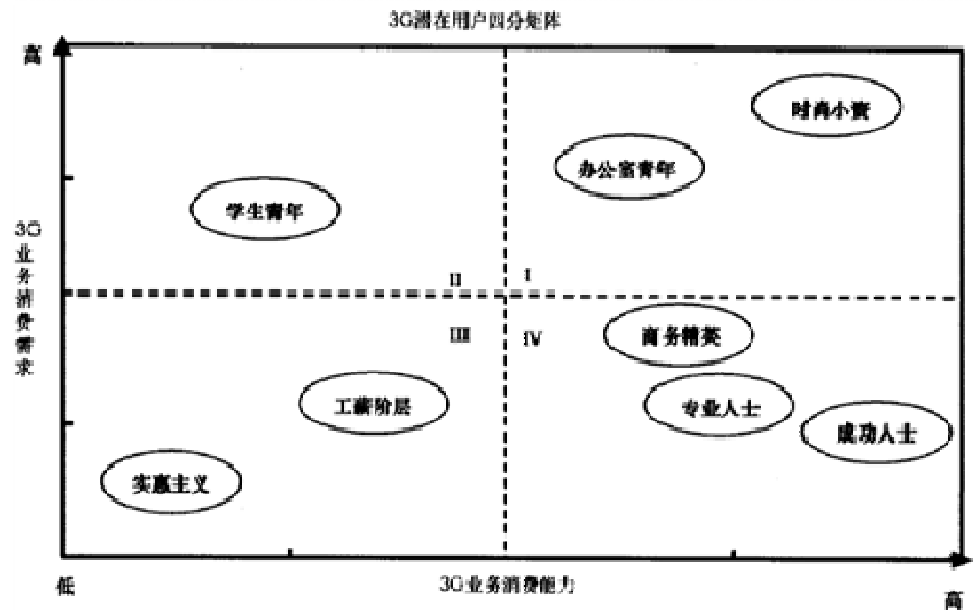
- n **品牌定位不准：**CDMA 的品牌策划，定位上最初是想锁定在中高端用户市场，但在实际的品牌运作上，却采取了平民化路线，大量的手机终端补贴，甚至赠送；为了应对中国移动的“动感地带”推出的“新势力”品牌，虽定位于低端学生市场，但从用户结构分析来看，新势力用户中有很大的部分中高端用户。总体来说，中国联通的几大品牌在跟随中国移动的基础上诞生，品牌的内涵和形象与实际并不完全相符，也不被目标用户群认可，各个品牌的核心价值未体现。
- n **业务品牌过多，建设滞后，品牌传播缺乏有效规范：**联通自成立以来，推出了 10 余个业务品牌，一些省级分公司还推出了地方性品牌，如“阳光卡、教师卡、返乡卡”等等有地方特色和需求的业务品牌，但是品牌的管理工作又跟不上，造成品牌混乱。此外，品牌的传播应该是拟定一套完整的媒体组合策略，以及实施公共关系策略。在广告宣传上，姚明名人效应并没有换回用户的快速增长打开 CDMA 这扇大门。
- n **联通网通融合难度大：**中国历来企业内部人事斗争复杂，网通“老国企”风格，并且背有沉重的人员和财务负担。联通面临与网通企业文化融合和业务整合的两难境地，内部融合难度较大，整合过渡期内执行力、协作力仍存在不足，将会减弱先天具备的 WCDMA 产业链优势。
- n **管理缺乏标准化：**原联通发展和定位不明确，没有固化的管理标准化，原联通和南网通省级领导调动频繁，没有很好的积累。频繁换将也是业务发展不利因素之一。而中国移动的管理和执行力则处于绝对领先地位。
- n **基于考核压力患上“急躁症”：**企业的品牌营销是系统工程，要实现可持续发展，要创造核心竞争力，就需要大量、长期的资源投入。但长期以来，联通的各级经营单位基于考核指标压力，过分追求短期业绩，“形式营销”、“内部营销秀”司空见惯。因而在品牌营销上积累少、沉淀少。

把握导入期发展机遇，铺就未来成功之路

- n **语音业务仍是立身之本。**短期内数据业务收入无法与语音业务收入相比。另外，3G 网络建设一般采取“先覆盖，后容量”的原则，而 3G 在承载数据业务时会出现的“呼吸效应”，即网络承载数据业务时的覆盖范围会减小，使得初期 3G 网络在开展大流量数据业务时受到制约，因此语音业务应作为市场立足点，尤其应该关注原有固话流失用户向 3G 的转移。
- n **3G 业务是 2G 业务的延续和提升。**联通宜在终端 iPhone 优势的基础上，首先迁移“基础语音业务”，然后突出“增值数据业务”，保证基本通信服务的基础上，细分市场，注重客户体验，在终端优势存续期内，提高客户黏性，只有这样，才能长期保有客户。
- n **企业定位。**这个时期企业的战略目标是利用 WCDMA 成熟的产业链优势，大力拓展商务客户、娱乐型年轻客户，不断提高客户忠诚度。公司宜逐步将原来实惠的定位调整为以“时尚、技术”为主的定位。如果新联通在网络质量得以大幅提升以后，没有相应地组织好宣传资源，上下联动打好一场“网络品牌建设战”，则客户心中联通的 GSM 网络仍旧处于“信号弱、通话质量差”的思维定势。能否树立客户对联通的品牌定位形象是关乎联通长期发展的关键。
- n **做好客户迁移，提高客户忠诚度。**用户规模和用户数量是决定 3G 成功运营的关键因素，而上 3G 后，3G 用户来源于两个方面，一方面是由 2G 网络迁移到 3G 网络的用户；另一方面则是新增用户直接购买 3G 终端入网成为 3G 用户。自新增市场的 3G 用户数量将十分有限。3G 用户主要来源必然是原有 2G 用户的转网和迁移。
 - i 导入期：在导入期 I 类用户由于具有较高的消费需求和消费能力，是最适合迁移的用户。这类用户对新事物有着强烈的好奇心和尝试欲

- 望，喜欢追逐时尚，能够迅速使用 3G 业务，并对周围的人群有着很大的影响力，适合启动期的市场推广。
- i 成长期：成长期的特点是业务进一步成熟，3G 网络比较稳定，并积累了一定的运营管理经验。此时，迁移 IV 类客户比较适宜。因为尽管 IV 类客户在数据业务消费方面的贡献并不高，但其支付能力强。一旦适合 IV 类用户的 3G 数据业务被市场认可，必将带来整体收入规模和数据业务收入的快速增长。
 - i 成熟期：在成长期的基础上迁移 II 类用户，此类用户群规模较大，且业务使用意愿比较强烈，对这部分用户迁移，可以快速扩大 3G 用户的规模。到了成熟期，原有用户的 50% 已逐渐转移到了 3G 上，3G 手机终端也比较成熟，且形成了市场规模。同时，业务体系已经比较完善，高、中、低档的业务层次和多种多样的业务应用将使 III 类用户的迁移变得比较容易。III 类用户会寻找适合自己的 3G 业务，逐渐加入到 3G 队伍中去。

图表20: 3G 潜在用户细分矩阵



来源：国金证券研究所

- n 关注未来有利联通的非对称管制政策。在国家引导相对公平竞争的环境中，合理利用非对称管制政策，同时通过自身的努力参与市场的竞争，快速发展 3G 业务实现市场份额的扩大，改变市场地位也是联通未来机遇之一。

未来三年 3G 业务盈利预测

n 按照新增用户数和 APRU 值不同, 对 3G 的收入和净利润做情景分析:

图表21: 2011年联通3G收入分析(亿元)

新增用户数 累计用户数 APRU	新增用户数					
	1700	2000	2300	2600	2900	3200
	3070	3370	3670	3970	4270	4570
80	213.12	227.52	241.92	256.32	270.72	285.12
90	239.76	255.96	272.16	288.36	304.56	320.76
100	266.40	284.40	302.40	320.40	338.40	356.40
110	293.04	312.84	332.64	352.44	372.24	392.04
120	319.68	341.28	362.88	384.48	406.08	427.68
130	346.32	369.72	393.12	416.52	439.92	463.32

来源: 国金证券研究所

图表23: 2012年联通3G收入分析(亿元)

新增用户数 累计用户数 APRU	新增用户数					
	2000	2300	2700	3000	3300	3600
	5900	6200	6600	6900	7200	7500
70	411.60	424.20	441.00	453.60	466.20	478.80
80	470.40	484.80	504.00	518.40	532.80	547.20
90	529.20	545.40	567.00	583.20	599.40	615.60
100	588.00	606.00	630.00	648.00	666.00	684.00
110	646.80	666.60	693.00	712.80	732.60	752.40
120	705.60	727.20	756.00	777.60	799.20	820.80

来源: 国金证券研究所

图表25: 2013年联通3G收入分析(亿元)

新增用户数 累计用户数 APRU	新增用户数					
	2300	2600	2900	3200	3500	3800
	9100	9400	9700	10000	10300	10600
60	572.40	583.20	594.00	604.80	615.60	626.40
70	667.80	680.40	693.00	705.60	718.20	730.80
80	763.20	777.60	792.00	806.40	820.80	835.20
90	858.60	874.80	891.00	907.20	923.40	939.60
100	954.00	972.00	990.00	1008.00	1026.00	1044.00
110	1049.40	1069.20	1089.00	1108.80	1128.60	1148.40

来源: 国金证券研究所

图表22: 2011年联通3G净利润分析(亿元)

新增用户数 累计用户数 APRU	新增用户数					
	2000	2300	2600	2900	3200	3500
	3370	3670	3970	4270	4570	4870
80	(159.71)	(145.31)	(130.91)	(116.51)	(102.11)	(87.71)
90	(133.07)	(116.87)	(100.67)	(84.47)	(68.27)	(52.07)
100	(106.43)	(88.43)	(70.43)	(52.43)	(34.43)	(16.43)
110	(79.79)	(59.99)	(40.19)	(20.39)	(0.59)	19.21
120	(53.15)	(31.55)	(9.95)	11.65	33.25	54.85
130	(26.51)	(3.11)	20.29	43.69	67.09	90.49

图表24: 2012年联通3G净利润分析(亿元)

新增用户数 累计用户数 APRU	新增用户数					
	2000	2300	2700	3000	3300	3600
	5900	6200	6600	6900	7200	7500
70	(162.73)	(150.13)	(133.33)	(120.73)	(108.13)	(95.53)
80	(103.93)	(89.53)	(70.33)	(55.93)	(41.53)	(27.13)
90	(45.13)	(28.93)	(7.33)	8.87	25.07	41.27
100	13.67	31.67	55.67	73.67	91.67	109.67
110	72.47	92.27	118.67	138.47	158.27	178.07
120	131.27	152.87	181.67	203.27	224.87	246.47

图表26: 2013年联通3G净利润分析(亿元)

新增用户数 累计用户数 APRU	新增用户数					
	2300	2600	2900	3200	3500	3800
	9100	9400	9700	10000	10300	10600
60	(89.57)	(78.77)	(67.97)	(57.17)	(46.37)	(35.57)
70	5.83	18.43	31.03	43.63	56.23	68.83
80	101.23	115.63	130.03	144.43	158.83	173.23
90	196.63	212.83	229.03	245.23	261.43	277.63
100	292.03	310.03	328.03	346.03	364.03	382.03
110	387.43	407.23	427.03	446.83	466.63	486.43

n 联通 3G 业务对 EPS 贡献预测:

- i 2011 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献有以下三种可能: (1)悲观情况: -0.116 元; (2)乐观情况: -0.034 元 (3) 中性预测: -0.08 元。

图表27: 2011 年 3G 业务对红筹 EPS 贡献 (RMB)

APRU	新增用户数	1700	2000	2300	2600	2900	3200
	累计用户数	3070	3370	3670	3970	4270	4570
80		(0.697)	(0.634)	(0.571)	(0.508)	(0.446)	(0.383)
90		(0.581)	(0.510)	(0.439)	(0.369)	(0.298)	(0.227)
100		(0.464)	(0.386)	(0.307)	(0.229)	(0.150)	(0.072)
110		(0.348)	(0.262)	(0.175)	(0.089)	(0.003)	0.084
120		(0.232)	(0.138)	(0.043)	0.051	0.145	0.239
130		(0.116)	(0.014)	0.089	0.191	0.293	0.395

来源: 国金证券研究所

图表28: 2011 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献 (RMB)

APRU	新增用户数	1700	2000	2300	2600	2900	3200
	累计用户数	3000	3300	3600	3900	4200	4500
80		(0.263)	(0.239)	(0.215)	(0.192)	(0.168)	(0.144)
90		(0.219)	(0.192)	(0.165)	(0.139)	(0.112)	(0.086)
100		(0.175)	(0.145)	(0.116)	(0.086)	(0.057)	(0.027)
110		(0.131)	(0.099)	(0.066)	(0.034)	(0.001)	0.032
120		(0.087)	(0.052)	(0.016)	0.019	0.055	0.090
130		(0.044)	(0.005)	0.033	0.072	0.110	0.149

- i 2012 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献有以下三种可能: (1)悲观情况: --0.012 元; (2)乐观情况: 0.121 元 (3) 中性预测: 0.05 元。

图表29: 2012 年 3G 业务对红筹 EPS 贡献 (RMB)

APRU	新增用户数	2000	2300	2600	2900	3200	3500
	累计用户数	5900	6200	6500	6800	7100	7400
70		(0.710)	(0.655)	(0.582)	(0.527)	(0.472)	(0.417)
80		(0.454)	(0.391)	(0.307)	(0.244)	(0.181)	(0.118)
90		(0.197)	(0.126)	(0.032)	0.039	0.109	0.180
100		0.060	0.138	0.243	0.321	0.400	0.479
110		0.316	0.403	0.518	0.604	0.691	0.777
120		0.573	0.667	0.793	0.887	0.981	1.075

来源: 国金证券研究所

图表30: 2012 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献 (RMB)

APRU	新增用户数	2000	2300	2600	2900	3200	3500
	累计用户数	5900	6200	6500	6800	7100	7400
70		(0.267)	(0.247)	(0.219)	(0.198)	(0.178)	(0.157)
80		(0.171)	(0.147)	(0.116)	(0.092)	(0.068)	(0.045)
90		(0.074)	(0.048)	(0.012)	0.015	0.041	0.068
100		0.022	0.052	0.091	0.121	0.151	0.180
110		0.119	0.152	0.195	0.228	0.260	0.293
120		0.216	0.251	0.299	0.334	0.370	0.405

- i 2013 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献有以下三种可能: (1)悲观情况: 0.214 元; (2)乐观情况: 0.403 元 (3) 中性预测: 0.310 元。

图表31: 2013 年 3G 业务对红筹 EPS 贡献 (RMB)

APRU	用户数	2300	2600	2900	3200	3500	3800
	累计用户数	9200	9500	6800	7100	7400	7700
60		(0.391)	(0.344)	(0.297)	(0.249)	(0.202)	(0.155)
70		0.025	0.080	0.135	0.190	0.245	0.300
80		0.442	0.505	0.567	0.630	0.693	0.756
90		0.858	0.929	0.999	1.070	1.141	1.211
100		1.274	1.353	1.431	1.510	1.588	1.667
110		1.691	1.777	1.863	1.950	2.036	2.123

来源: 国金证券研究所

图表32: 2013 年 3G 业务对 A 股 EPS 贡献 (RMB)

APRU	用户数	2300	2600	2900	3200	3500	3800
	累计用户数	6200	6500	6800	7100	7400	7700
60		(0.147)	(0.129)	(0.112)	(0.094)	(0.076)	(0.058)
70		0.010	0.030	0.051	0.072	0.092	0.113
80		0.166	0.190	0.214	0.237	0.261	0.285
90		0.323	0.350	0.376	0.403	0.430	0.456
100		0.480	0.510	0.539	0.569	0.598	0.628
110		0.637	0.669	0.702	0.734	0.767	0.800

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	100,468	152,764	158,369	177,485	196,465	224,004	货币资金	7,332	9,488	8,828	30,000	31,500	39,375
增长率		52.1%	3.7%	12.1%	10.7%	14.0%	应收款项	5,466	24,009	16,563	24,595	27,225	31,041
主营业务成本	-61,478	-96,191	-105,654	-124,399	-134,673	-144,793	存货	2,528	1,171	2,412	2,386	2,583	2,777
%销售收入	61.2%	63.0%	66.7%	70.1%	68.5%	64.6%	其他流动资产	1,511	1,493	2,920	2,488	2,693	2,896
毛利	38,989	56,574	52,715	53,086	61,792	79,211	流动资产	16,836	36,160	30,723	59,469	64,001	76,089
%销售收入	38.8%	37.0%	33.3%	29.9%	31.5%	35.4%	%总资产	11.7%	10.4%	7.3%	13.9%	14.4%	16.7%
营业税金及附加	-2,369	-4,164	-4,487	-4,613	-4,932	-5,426	长期投资	0	0	7,992	7,992	7,992	7,992
%销售收入	2.4%	2.7%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	固定资产	114,395	281,933	349,171	341,809	358,092	357,568
营业费用	-18,241	-17,079	-20,957	-23,697	-25,461	-29,594	%总资产	79.2%	81.2%	83.3%	80.1%	80.4%	78.5%
%销售收入	18.2%	11.2%	13.2%	13.4%	13.0%	13.2%	无形资产	12,458	24,637	27,266	17,422	15,555	13,986
管理费用	-5,787	-12,558	-14,048	-14,997	-14,732	-15,727	非流动资产	127,673	310,877	388,510	367,223	381,638	379,545
%销售收入	5.8%	8.2%	8.9%	8.4%	7.5%	7.0%	%总资产	88.3%	89.6%	92.7%	86.1%	85.6%	83.3%
息税前利润 (EBIT)	12,593	22,773	13,223	9,778	16,668	28,463	资产总计	144,509	347,037	419,232	426,692	445,640	455,634
%销售收入	12.5%	14.9%	8.3%	5.5%	8.5%	12.7%	短期借款	2,193	11,997	63,997	90,006	87,348	65,685
财务费用	214	-2,169	-944	-2,039	-2,630	-2,935	应付款项	45,226	87,335	130,865	96,920	105,221	114,574
%销售收入	-0.2%	1.4%	0.6%	1.1%	1.3%	1.3%	其他流动负债	1,999	29,081	7,309	7,731	9,954	13,166
资产减值损失	-1,890	-15,191	-2,376	-2,653	-2,754	-2,859	流动负债	49,418	128,412	202,170	194,658	202,523	193,425
公允价值变动收益	-569	0	1,239	0	0	0	长期贷款	1,661	997	759	759	759	760
投资收益	0	0	212	233	233	233	其他长期负债	492	8,631	7,457	18,383	21,128	23,978
%税前利润	0.0%	0.0%	1.7%	4.0%	1.9%	1.0%	负债	51,572	138,041	210,387	213,800	224,410	218,164
营业利润	10,348	5,413	11,356	5,318	11,516	22,902	普通股股东权益	54,424	70,318	70,984	72,052	74,224	78,454
营业利润率	10.3%	3.5%	7.2%	3.0%	5.9%	10.2%	少数股东权益	38,513	138,679	137,862	140,840	147,006	159,017
营业外收支	2,807	30,017	825	495	520	545	负债股东权益合计	144,509	347,037	419,232	426,692	445,640	455,634
税前利润	13,155	35,430	12,181	5,813	12,037	23,447							
利润率	13.1%	23.2%	7.7%	3.3%	6.1%	10.5%							
所得税	-3,836	-1,702	-2,807	-1,337	-2,768	-5,393							
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	4,476	9,268	18,054							
少数股东损益	3,687	13,986	6,237	2,978	6,166	12,011							
归属于母公司的净利润	5,633	19,741	3,137	1,498	3,102	6,043							
净利率	5.6%	12.9%	2.0%	0.8%	1.6%	2.7%							

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	4,476	9,268	18,054
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	64,455	51,718	55,386	58,339	62,252
非经营收益	0	-992	-561	3,087	-753	-778
营运资金变动	0	-8,514	-1,508	1,327	7,000	7,462
经营活动现金净流	0	60,729	59,023	64,276	73,855	86,990
资本开支	-23,638	-49,116	-80,929	-66,592	-69,480	-56,755
投资	-880	0	1	0	0	0
其他	-260	742	-388	233	233	233
投资活动现金净流	-24,778	-48,374	-81,316	-66,360	-69,247	-56,522
股权募资	313	450	0	0	0	0
债权募资	-2,729	1,111	25,087	23,261	-2,658	-21,663
其他	-2,770	-9,277	-6,505	-5	-449	-931
筹资活动现金净流	-5,186	-7,716	18,582	23,256	-3,107	-22,593
现金净流量	-29,964	4,639	-3,711	21,172	1,500	7,875

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.266	0.931	0.148	0.071	0.146	0.285
每股净资产	2.568	3.317	3.349	3.399	3.502	3.701
每股经营现金净流	1.539	2.834	2.798	3.032	3.484	4.104
每股股利	0.067	0.067	0.054	0.021	0.044	0.086
回报率						
净资产收益率	10.35%	28.07%	4.42%	2.08%	4.18%	7.70%
总资产收益率	3.90%	5.69%	0.75%	1.04%	2.07%	3.95%
投入资本收益率	9.22%	9.47%	3.62%	2.34%	3.88%	6.68%
增长率						
主营业务收入增长率	24.84%	52.05%	3.67%	12.07%	10.69%	14.02%
EBIT增长率	30.78%	80.84%	-41.93%	-26.06%	70.46%	70.77%
净利润增长率	54.55%	250.47%	-84.11%	-52.24%	107.05%	94.80%
总资产增长率	36.72%	140.15%	20.80%	1.78%	4.44%	2.24%
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	576.3	656.9	542.8	492.8	423.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.74%	5.03%	30.13%	37.18%	35.14%	21.50%
EBIT利息保障倍数	-58.8	10.5	14.0	4.8	6.3	9.7
资产负债率	35.69%	39.78%	50.18%	50.11%	50.36%	47.88%

来源：公司年报、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	3	14	24	31	59
买入	1	3	10	13	30
持有	0	0	2	4	8
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.19	1.32	1.37	1.42

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 2008-12-17	持有	5.48	N/A
2 2009-07-22	买入	7.16	8.59 ~ 8.59
3 2009-08-31	买入	6.04	7.82 ~ 7.82
4 2009-09-07	买入	6.49	7.82
5 2010-03-29	买入	6.34	7.42 ~ 8.88
6 2010-04-27	买入	5.93	7.97
7 2010-08-29	买入	5.11	6.38 ~ 6.38
8 2010-11-01	买入	5.36	N/A

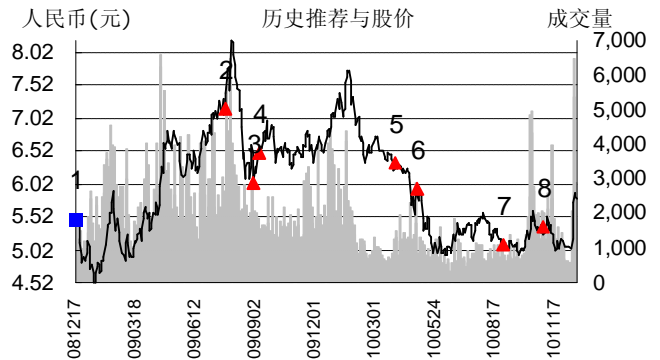
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室