

3G 数据小幅回升，手机实名制降低费用、夯实基础

中国联通（600050）

评级：增持（维持）

电信服务

股价：4.93 元

跟踪报告

2010 年 09 月 21 日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号：S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

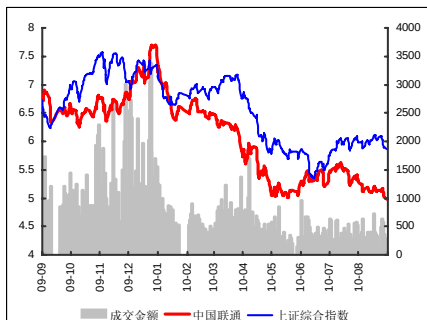
重要数据

总股本(亿股)	211.97
流通股本(亿股)	211.97
总市值(亿元)	1044.99
流通市值(亿元)	1044.99

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-6.10	-4.07
3 个月	-5.92	-6.01
6 个月	-22.23	-7.02

个股相对上证综指走势图



相关报告：

《终端缺货制约 3G 用户增长，8 月份或有好转》 10.08.20

《拓宽渠道，量质并举》 10.07.20

《优化套餐结构，纠正销售策略》 10.07.05

《积极销售策略的效果显现》 10.06.21

投资要点

中国联通 10 年 8 月份的运营数据：

- ✓ 移动电话：新增 WCDMA 用户 101 万，环比增加 7.3%，其中无线上网卡用户 8.03 万户；新增 GSM 用户 68.2 万，环比增加 8.6%。
- ✓ 固定电话：流失固话用户 42.4 万，流失规模环比增加 33.8%。
- ✓ 宽带上网：新增宽带用户 84.6 万户，环比增加 11.5%。

评论：

- ✓ **新增 3G 用户有望继续环比上升。**8 月份联通 WCDMA 新增用户数小幅回升，终端紧缺状况稍有好转，预计联通智能终端数量及种类仍将不断增加，9 月份新增 3G 用户将延续环比上升势头：（1）有报道称，联通 iPhone 4 已经开始接受预定，首日预定数量约为 5 万部，规模大，我们分析原因为：①这是由于 iPhone 热衷者等待 4 代推出的刚性需求释放；②前代 iPhone 已为市场打好铺垫；③iPhone 4 最低合约价 5880 元，接近水货价，甚至更低，促使购买者更倾向于行货。（2）不久将推出十余款低价智能终端，对新增用户起到积极作用。

- ✓ **手机实名制降低费用、夯实基础。**9 月份“手机实名制”开始实施，新增用户需实名登记，并要求在三年期限内做好老用户的补登工作。实名登记一定会影响用户发展的速度，进一步影响运营商收入，但从客户基础及降低费用角度看，实名制带来的收益远远大于对营运收入的负面影响。

- **①保有率的提升和单用户发展成本的降低。**从图 1 可知，我国发展 1 个新用户需要 7.7 张 SIM 卡，保有率仅为 13%，而对于低端的联通 GSM 客户而

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	164,085	158,369	178,989	208,410	242,937
营业收入增长率（%）	6.5%	-3.5%	13.0%	16.4%	16.6%
营业利润（百万元）	6,833	11,356	7,493	9,735	13,609
营业利润增长率（%）	-68.6%	66.2%	-34.0%	29.9%	39.8%
净利润（百万元）	3,908	3,137	2,121	2,699	3,699
净利润增长率（%）	-55.7%	-19.7%	-32.4%	27.2%	37.0%
营业利润率（%）	4.2%	7.2%	4.2%	4.7%	5.6%
每股收益（元）	0.184	0.148	0.100	0.127	0.174
每股净资产（元）	3.34	3.35	3.45	3.58	3.75
PE (X)	26.7	33.3	49.3	38.7	28.3
PB (X)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
ROE (%)	6.2%	4.4%	2.9%	3.6%	4.8%

言，保有率还要更低，约为 10%，这使得发展用户的代理佣金费用居高不下（见表 2，代理佣金费用占销售费用比重为 50-60%）。中国联通发展 1 个 GSM 客户需要付出 10 个成本约为 80 元的代理佣金，即 1 个 GSM 用户成本=10×80=800 元。手机实名后，由于真实需求的存在，联通发展成本将大幅降低。另外，联通 3G 用户的保有率超过 90%，假设为 95%，单用户代理成本为 2 个月的 ARPU，约为 200 元，1 个 WCDMA 用户成本=(100÷95)×200=210 元，由于 3G 用户基本均为实名用户，因此发展 3G 用户的效果如同手机实名对发展 GSM 用户的影响，而且保有率更高。

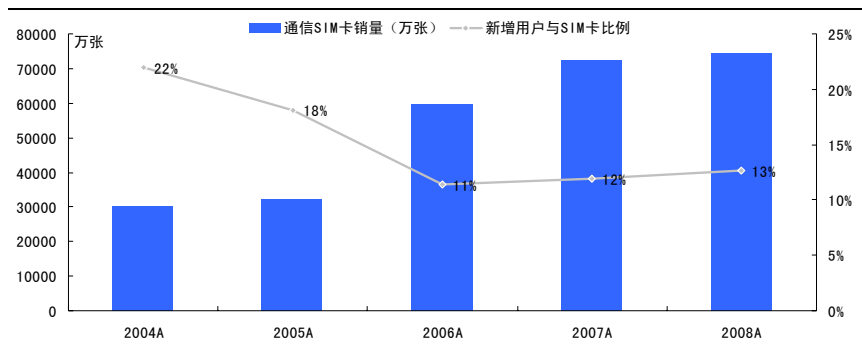
- **②坏账降低。**资产减值损失的坏账准备约占营业收入的 1.5%-2%，手机实名后，部分坏账有望收回。
- ✓ **投资建议。**联通各地分公司积极与各大卖场合作，扩大 3G 社会销售渠道，社会渠道占比有望从目前的 30%提升至 50%。联通年内将有几万座 WCDMA 投入使用，届时基站总数有望达到 20 万，提高用户体验。尽管手机实名制执行力度令人担心，但无论如何，对联通来说都会形成“积极”的影响。我们建议长期投资者继续关注中国联通，逢低持续买入，维持“增持”评级。

表 1. 月度运营数据（单位：万户）

中国移动	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10
GSM月净增用户数	525.9	543.1	509.9	457.9	423.8	511.5	551.8	597.1	532.6	476.9	506.0	488.6	542.8
环比%	15.5%	3.3%	-6.1%	-10.2%	-7.4%	20.7%	7.9%	8.2%	-10.8%	-10.5%	6.1%	-3.4%	11.1%
TD月净增用户数	23.9	32.8	65.4	66.7	43.2	49.0	38.2	341.0	71.3	91.7	114.1	137.3	158.5
环比%	79.7%	37.2%	99.4%	2.0%	-35.2%	13.4%	-22.0%	792.7%	-79.1%	28.6%	24.4%	20.3%	15.4%
中国电信	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10
移动月净增用户数	208.0	297.0	314.0	307.0	310.0	305.0	301.0	330.0	303.0	302.0	302.0	280.0	262.0
环比%	-15.1%	42.8%	5.7%	-2.2%	1.0%	-1.6%	-1.3%	9.6%	-8.2%	-0.3%	0.0%	-7.3%	-6.4%
固话月净增用户数	(152.0)	(178.0)	(146.0)	(184.0)	(253.0)	(190.0)	(103.0)	(140.0)	(120.0)	(107.0)	(89.0)	(96.0)	(104.0)
环比%	-9.0%	17.1%	-18.0%	26.0%	37.5%	-24.9%	-45.8%	35.9%	-14.3%	-10.8%	-16.8%	7.9%	8.3%
宽带月净增用户数	69.0	89.0	70.0	69.0	62.0	79.0	78.0	81.0	81.0	80.0	88.0	90.0	83.0
环比%	-15.9%	29.0%	-21.3%	-1.4%	-10.1%	27.4%	-1.3%	3.8%	0.0%	-1.2%	10.0%	2.3%	-7.8%
中国联通	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10
GSM月净增用户数	80.7	93.5	80.1	60.5	64.0	80.9	73.6	87.3	73.3	76.3	64.3	62.8	68.2
环比%	18.7%	15.9%	-14.3%	-24.5%	5.8%	26.4%	-9.0%	18.6%	-16.0%	4.1%	-15.7%	-2.3%	8.6%
WCDMA月净增用户数			102.1	80.1	92.0	85.3	47.0	75.9	68.1	102.3	103.2	94.1	101.0
环比%				-21.5%	14.9%	-7.3%	-44.9%	61.5%	-10.3%	50.2%	0.9%	-8.8%	7.3%
手机用户			80.6	60.0	88.8	82.3	45.0	73.5	66.1	99.5	99.0	89.1	93.0
数据卡用户			21.5	20.1	3.2	3.1	2.0	2.4	2.0	2.8	4.3	5.0	8.0
固话月净增用户数	(48.2)	(50.8)	(94.7)	(125.2)	(211.0)	(30.0)	(41.0)	(27.4)	(20.1)	(51.0)	(27.5)	(31.7)	(42.4)
环比%	45.6%	5.4%	86.4%	32.2%	68.5%	-85.8%	36.7%	-33.2%	-26.6%	153.7%	-46.1%	15.3%	33.8%
宽带月净增用户数	87.1	86.9	53.9	32.5	21.9	96.5	79.1	119.8	59.6	82.8	83.1	75.9	84.6
环比%	7.0%	-0.2%	-38.0%	-39.7%	-32.6%	340.6%	-18.0%	51.5%	-50.3%	38.9%	0.4%	-8.7%	11.5%

资料来源：东海证券研究所

图 1. 我国新增移动用户与 SIM 卡比例



资料来源：东海证券研究所，CCID（注：以 08 年为例，假设 SIM 卡出货 100 张，仅可形成 13 个新增用户，即发展 1 个新用户需要 7.7 张 SIM 卡）

表 2. 中国联通移动用户发展成本

	2008A	2009A	1H2010
代理佣金 (亿元)	101.0	119.9	66.1
新增用户数 (万户)	1,280.1	1,422.2	937.5
GSM	1,280.1	1,148.0	455.7
WCDMA		274.2	481.8
3G 用户占比	0.0%	19.3%	51.4%
假设的新增用户保有率			
GSM	10%	10%	10%
WCDMA		95%	95%
发展过的新增用户 (万户)			
GSM	12,801.0	14,510.6	9,882.2
WCDMA		288.6	507.2
单用户代理成本 (元)	78.9	82.7	66.9

资料来源：东海证券研究所，中国联通（注：数据为港股数据，并假设宽带、固话的代理佣金费用为 0）

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122