

动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通 (600050)
推荐

月度用户数据点评

(维持评级)

2010年10月20日

3G 新增用户创新高，大盘股回暖催生阶段性机会

分析师： 严平 yanping@guosen.com.cn 021-60875165

SAC 执业证书编号：S0980209070368

联系人： 程锋 chengfeng@guosen.com.cn 021-60933167

事项：

中国联通公布 2010 年 9 月新增用户数据（移动电话用户、本地电话用户、宽带用户）。

评论：

■ **联通 9 月新增 3G 用户数 104.3 万户，创下新高。**9 月联通 3G 新增用户数为 104.3 万户（其中上网卡用户为 9.5 万户），创下 W 网络商用以来的新高。9 月 iPhone 效应继续累积，加之实施低价终端补贴策略，3G 用户发展呈环比加速势头。iPhone 4 已于国庆前后上市，首批产品预订反馈积极，目前供不应求，预计 10 月 3G 用户数将继续环比上升。当月 2G 新增用户为 80.1 万，环比上升。宽带新增用户环比下降至 61.8 万户，固定电话流失 41.0 万户。

表 1：中国联通 2010 年 9 月新增 3G 用户 104.3 万，创下新高

新增用户（万户）	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10
中国联通 G 网（2G）	93.5	80.1	60.5	64.0	80.9	73.6	87.3	73.3	76.3	64.3	62.8	68.2	80.1
中国联通 W 网（3G）	NA	102.1	80.1	92.0	85.3	47.0	75.9	68.1	102.3	103.2	94.1	101.0	104.3
其中：3G 无线上网卡	NA	21.5	20.1	3.2	3.1	2.0	2.4	2.0	2.8	4.3	5.0	8.0	9.5
中国联通本地电话	-50.8	-94.7	-125.2	-211.0	-30.0	-41.0	-27.4	-20.1	-51.0	-27.5	-31.7	-42.4	-41.0
中国联通宽带	86.9	53.9	32.5	21.9	96.5	79.1	119.8	59.6	82.8	83.1	75.9	84.6	61.8
同比变化（%）	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10
中国联通 G 网（2G）	-26.1%	-34.3%	-39.3%	50.9%	-6.1%	-55.2%	-52.8%	-35.8%	11.9%	-25.4%	-7.6%	-15.5%	-14.3%
中国联通 W 网（3G）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
中国联通本地电话	7.6%	19.6%	17.6%	-56.7%	-140.0%	-18.2%	-222.9%	17.5%	76.5%	7.8%	4.2%	12.0%	19.3%
中国联通宽带	-0.2%	56.2%	38.9%	-1095.4%	-0.6%	24.6%	29.2%	10.4%	6.3%	15.2%	6.8%	11.5%	-28.9%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

■ **投资建议：大盘股回暖催生阶段性投资机会。**沪深 300 指数年初至今跌幅收窄至 5.6%，中国联通 A 股年初至今下跌 22.9%，跑输指数 17.3%。年初至今我们的投资建议“联通仅存在交易性机会”得到股价走势验证。10 月以来，随着近期市场及大盘股的整体回暖，我们估计联通存在阶段性投资机会（目前仅从底部区域反弹 10%左右）。我们估计反弹空间在 10-15%（较现价 5.6 元），对应明年最乐观业绩的 30 倍 PE、以及历史 PB 波动均值 2 倍。但仍需谨记这一阶段性机会的驱动因素是“市场及大盘股整体回暖”，而非业务业绩超预期。

■ **基本面判断不变，趋势性上涨仍需等待盈利追上预期。**（1）目前联通 A 股虽然 PB 仅有 1.7 倍，但 PE 仍较高（10/11 年 EPS0.11/0.18，PE51/31），较港股溢价约幅度较大（45%左右），说明目前 A 股股价依旧包含了经营回升和业绩改善预期。（2）3G 业务发展迅速，但付出代价不小——营销费用和手机补贴占 3G 收入比重超 60%（手机补贴当期计入成本），这影响了 3G 业务的当期净利润。我们估计明年 3G 网络单季度的盈利拐点出现后，后续业绩提升幅度与进程才会趋于明朗，但能否超越股价已经包含的预期难言乐观。（3）如果盈利预期不能明确提升，仅靠 PE 扩张难以推动稳步上扬的趋势性行情。趋势性机会需盈利增长预期的明确提升并消化 PE 压力。判断的合适时间窗口尚未到来，在这之前我们将维持“把握交易型机会”判断。

■ **投资风险。**3G 新增用户数波动中低于预期、市场对业绩及估值担忧强于预期、国际板开板预期、携号转网加剧国内运营行业竞争程度。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。