

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通 (600050)
推荐

月度新增用户数点评

(维持评级)

2011 年 4 月 20 日

3G 发展速度已向预期靠拢

证券分析师: 严平 021-60875165 yanping@guosen.com.cn
 联系人: 程锋 021-60933167 chengfeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980510120009

事项:

中国联通公布 2011 年 3 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 3 月新增 3G 用户数环比升至 185.5 万户，发展速度已向预期靠拢。3 月联通 3G 新增用户数为 185.5 万户 (其中上网卡用户为 18.3 万户)，环比劲增 50%。市场普遍预期联通 11 年 3G 用户增量达 2500 万户以上，合月均 200 万户左右，但对于上量的速度和时间节点存在分歧。3 月 3G 用户数增长已向预期靠拢，若这一势头能够持续，实现全年新增 2500-3000 万 3G 用户的目标应无悬念。

表 1: 中国联通 2011 年 3 月新增 3G 用户 185.5 万，宽带用户新增 94.6 万

新增用户 (万户)	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11	Mar-11
中国联通 G 网 (2G)	87.3	73.3	76.3	64.3	62.8	68.2	80.1	63.2	60.4	61.7	82.5	72.8	108.4
中国联通 W 网 (3G)	75.9	68.1	102.3	103.2	94.1	101.0	104.3	110.2	112.0	128.4	140.7	121.3	185.5
其中: 3G 无线上网卡	2.4	2.0	2.8	4.3	5.0	8.0	9.5	16.8	17.0	17.7	28.8	15.2	18.3
中国联通本地电话	-27.4	-20.1	-51.0	-27.5	-31.7	-42.4	-41.0	-41.9	-73.4	-191.3	29.2	-3.7	-33.9
中国联通宽带	119.8	59.6	82.8	83.1	75.9	84.6	61.8	65.0	30.0	29.2	97.3	65.9	94.6
同比变化 (%)	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11	Mar-11
中国联通 G 网 (2G)	-52.8%	-35.8%	11.9%	-25.4%	-7.6%	-15.5%	-14.3%	-21.1%	-0.2%	-3.6%	2.0%	-1.1%	24.2%
中国联通 W 网 (3G)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	39.8%	39.6%	64.9%	158.1%	144.4%
中国联通本地电话	-222.9%	17.5%	76.5%	7.8%	4.2%	12.0%	19.3%	55.8%	41.4%	9.3%	-197.3%	-91.0%	23.7%
中国联通宽带	29.2%	10.4%	6.3%	15.2%	6.8%	11.5%	-28.9%	20.6%	-7.7%	33.3%	0.8%	-16.7%	-21.0%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

■ “组合拳”已显成效，后续可乐观期待。我们认为公司 3G 用户数的增长是产业链集体促成的结果，包括终端的支撑、资费的下调、应用的丰富。比较 3 月公司用户发展策略同先前的差异，主要是如下“组合拳”效果更为明显: (1) 46 元本地套餐对既有的六统一有所松动，使得门槛大幅降低; (2) 扩大 iPhone 供应的同时，重点补贴千元级智能手机。4 月以来，上述因素均将深化，同时公司已敞开 iPhone4 供应并开放裸机销售，预计新增用户数将持续环比走高。

■ 过去两年的历史经验: 3G 与利润的博弈。过去两年间联通股价走势很大程度上由正负因素 (3G 业务、整体盈利) 的博弈与市场预期变化决定。2011 年联通 3G 业务将处于增速最快阶段，同时盈利也将逐季回升 (虽然仍将处于低位数个季度)，我们预计市场可能重新进入“重业务，轻盈利”阶段，市场预期和乐观情绪可能会明显升温从而推升股价。

■ **投资建议：维持推荐评级，步入“预期推升股价”的好时节。**2011 年联通 3G 的新增用户、收入、利润三者增速将显著提升。我们依旧认为联通全年 3G 新增用户数有望达到 2500 万左右，将是 2010 年的 2 倍，3G 收入将是 2010 年的 3 倍。3G 盈利拐点日益临近，潜在业绩弹性很高。3G 业务盈利拐点有望于 2011 年 3 季度前后出现，随后面临较大业绩弹性。目前联通净利润率（2%左右）显著偏离历史均值（9%左右），并大幅度低于中国移动（25%）与中国电信（8%）。我们预测 11/12 年其 EPS 为 0.15/0.25 元，目前股价对应 11/12 年 PE 为 39/23 倍。

■ **风险提示：“预期推升股价”有别于“盈利推升股价”。**最大的风险是：盈利提升的进程慢于预期、幅度低于预期，缘于“公司加大投入扩大领先优势，行业竞争日趋激烈”。

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。