

强烈推荐-A (维持)

中国联通 600050.SH

目标估值: 9.3 元

当前股价: 5.60 元

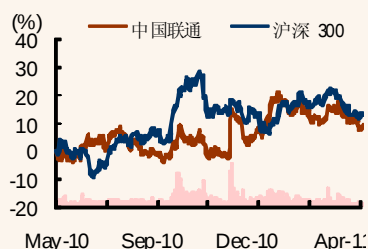
2011 年 5 月 19 日

基础数据

上证综指	2860
总股本(万股)	2119660
已上市流通股(万股)	2119660
总市值(亿元)	1187
流通市值(亿元)	1187
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	1.3
资产负债率	52.8%
主要股东	中国联合网络通信集团
主要股东持股比例	61.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	11	6
相对表现	1	11	-7



相关报告

- 1、《中国联通(600050)-3G 再发力, 2011 业绩华丽转身》2011/4/25
- 2、《中国联通(600050)-一季报发布, 公司经营拐点出现》2011/4/27

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn

S1090511040042

研究助理

陈鹏

0755-83271951

chenpeng4@cmschina.com.cn

事件:

公司于 5 月 19 日公布了 2011 年 4 月主要运营数据。

数据显示, 2011 年 4 月份中国联通 3G 用户增长 181.7 万户, 3G 用户累积达到 2035.2 万户; 2G 用户增长 65.9 万户, 2G 用户总数达到 15666.2 万户。本地电话用户减少 40.2 万户, 降至 9614.9 万户; 宽带用户增长 62.8 万户, 累积达到 5043.0 万户。

评论:

1、3G 用户增长超预期, 其他业务受到淡季影响

市场预期 4 月联通 3G 净增用户环比将显著降低, 但从实际情况来看, 4 月份 3G 净增用户与 3 月份几乎没有差异, 符合我们的预期, 同时 3G 平均日净增用户达到 7.9 万户, 继续创历史新高, 说明 3G 用户在继续放量增长。2G 和宽带增长环比下降, 主要受到业务淡季影响。

2、降低资费加强对中低端用户吸引力, 提高话费补贴比例缓解终端补贴压力

联通调整了 46 元、66 元两档 C 计划 3G 套餐, 同时提高 3G 话费补贴比例, 一方面能加强对中低端用户吸引力, 另一方面可以有效缓解终端补贴压力。同时, 联通计划启动 2G 用户向 3G 迁移方案, 并于 5 月推出首批 999 元大屏幕 3G 智能手机, 目的在于激发用户的数据流量需求, 降低 3G 门槛, 提高现有网络质量。5 月中国移动下调全球通资费, 我们判断此举对联通影响有限。

3、上半年业绩将显著改善, 触底反弹趋势非常明显

随着终端补贴政策调整以及话费补贴力度加大, 预计二季度终端补贴不会在一季度基础上大幅增加。我们预计 5 月份 3G 净增用户将突破 200 万, 今年年底 3G 月净增用户有望突破 300 万, 今年上半年公司利润预计 13 亿左右, 联通业绩触底反弹趋势非常明显, 公司经营拐点已经出现。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(亿元)	1584	1762	2097	2542	2940
同比增长	4%	11%	19%	21%	16%
营业利润(亿元)	114	39	88	245	415
同比增长	110%	-66%	124%	180%	70%
净利润(亿元)	31	12	25	67	112
同比增长	-84%	-61%	106%	165%	67%
每股收益(元)	0.15	0.06	0.12	0.32	0.53
PE	37.8	96.7	47.0	17.8	10.6
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

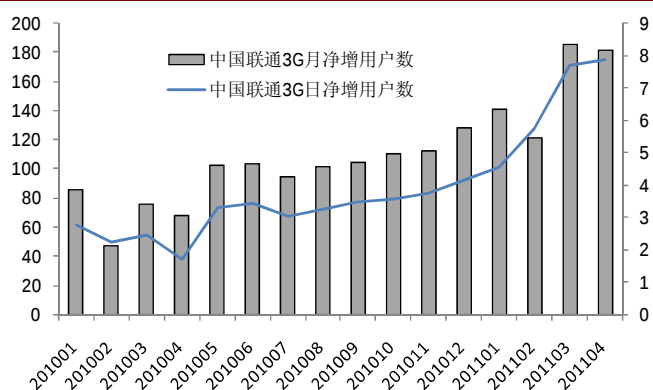
资料来源: 招商证券

一、3G 用户增长超预期，其他业务受到淡季影响

中国联通 4 月份净增 3G 用户 181.7 万户，环比降低 2.05%，用户总数达到 2035.2 万户。市场预期 4 月联通 3G 净增用户环比将显著降低，主要理由包括市场淡季、积压 iPhone 4 用户在 3 月份释放完毕、286 元 iPhone 4 零元购机合约取消等。但从实际情况来看，4 月份 3G 净增用户与 3 月份几乎没有差异，符合我们的预期，同时 3G 平均日净增用户达到 7.9 万户，继续创历史新高，说明 3G 用户在放量增长。

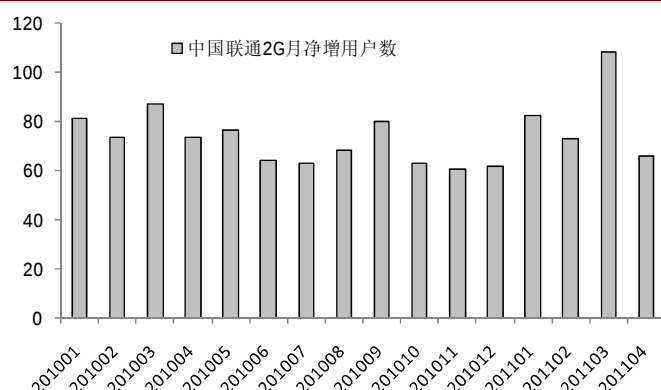
2G 方面，4 月份净增用户 65.9 万户，环比降低 39.21%，用户总数达到 15666.2 万户，环比下降的主要原因是 4 月份是传统业务淡季。随着联通 2G 用户向 3G 迁移方案的推出和实施，2G 用户增长可能会稳步下降。

图1：中国联通3G用户增长情况（万户）



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图2：中国联通2G用户增长情况（万户）

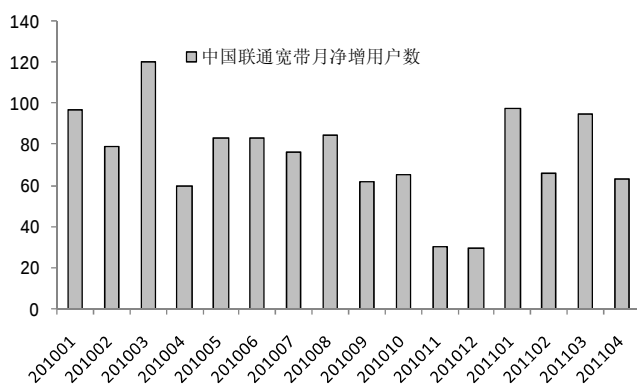


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

宽带方面，4 月份宽带用户净增 62.8 万户，环比降低 33.62%，用户总数达到 5043.0 万户。净增用户数波动主要原因应是受业务淡季影响，在运营商普遍加大对宽带网络投资力度的情况下，预计未来宽带用户还将继续稳步增长。

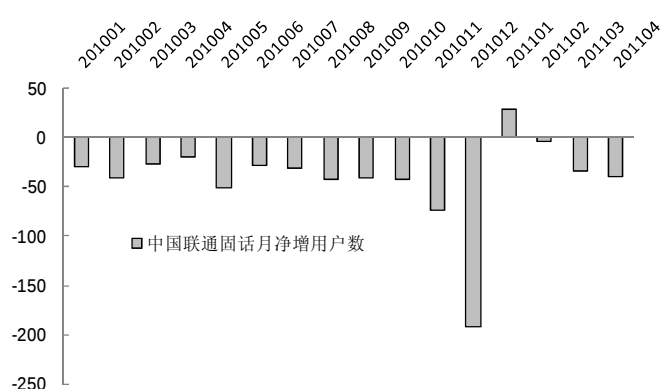
固话方面，4 月固话用户流失 40.2 万户，用户总数降低到 9614.9 万户。预计未来固网用户下降趋势将变缓，一方面是因为留存用户黏性较强，另一方面是多业务捆绑套餐的效果。

图3：中国联通宽带用户增长情况（万户）



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图4：中国联通固话用户变化情况（万户）



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

二、降低资费加强对中低端用户吸引力，提高话费补贴比例缓解终端补贴压力

1、降低 3G 套餐资费，进一步吸引低端用户

4月28日晚间消息，中国联通将对46元、66元两档C计划3G套餐进行调整，其中46元C套餐包含基本通话拨打分钟数由220分钟增加至260分钟，并将套餐包外语音单价由原0.25元/分钟下调为0.20元/分钟；66元C套餐包含基本通话拨打分钟数由320分钟增加至380分钟，新套餐将于5月1日起正式生效。

中国联通于2010年底正式推出3G基本套餐C系列共分46、66、96元三档，与原有A、B套餐相比，C套餐内包含了更多的本地话音分钟数，保留了国内长、市、漫一口价、国内免费接听等联通独创的3G套餐结构，数据流量与同档B套餐相当，非常适合不经常出差漫游，本地通话较多的用户。

本身联通3G低端套餐资费就要比竞争对手便宜，此举将更加提高其对于低端用户的吸引力，再配合低端3G智能手机的推广普及，预计低端用户将快速增长。

2、提高 3G 话费补贴比例，缓解终端补贴压力

中国联通2011年一季度销售终端成本达71.8亿元，同比增392.1%，销售亏损20.4亿元，其中3G终端销售亏损（即3G手机补贴成本）19亿元，较上年同期增18亿元。

对此，中国联通简化了WCDMA终端合约计划，将目前市场上所有WCDMA终端统一到“战略终端”和“普及终端”两大体系，并针对此分别采用“预存话费送手机”和“购手机送话费”的合约模式。其中，“预存话费送手机”的优惠幅度会有一定提升。

值得一提的是，对于自备WCDMA终端用户，“存费送费”策略将有较大的调整，优惠比例从1:2升至1:3，即：从存500送1000提升至存500送1500。此举在为联通带来大量现金流的同时，也缓解3G终端补贴给其带来的财务压力。

3、计划启动 2G 用户向 3G 迁移方案，大幅提高网络质量

对于2G时代饱受诟病的GSM网络质量问题，联通计划启动本网GSM用户迁移到WCDMA网络的方案，释放原GSM网络所占900M频段上的部分资源，意欲在语音质量、数据业务容量以及全网干扰水平几个核心指标上逐步赶超中国移动。

此次联通2G用户向3G迁移将会分批次完成，首先需迁移的便是每月ARPU值为50元至60元，GPRS流量不少于50M，且有离网倾向的用户；然后，以此类推覆盖至所有GSM用户。通过迁移，2G网络未来将主要承载语音业务，数据业务绝大部分迁移到3G网络上去，充分发挥2G和3G网络自身特点，对提高两网质量均有好处。

另外，在用户迁移的优惠政策方面，根据各联通分公司当地的实际情况各有侧重，大的指导方针是以用户的网龄、贡献度以及转入3G网络后所选择的套餐和终端档次等因素作为优惠力度的核算依据。

该方案的启动预示联通将对900M频段上的29个频点进行重新规划，最有可能的是将

其与 1800M 频段资源结合，进行双频组网策划优化，“如此一来，联通的 2G 与 3G 网络质量或将首次全面超越中国移动”。

4、大力推动大屏幕 3G 智能手机快速普及，激发用户的数据流量需求

5 月 13 日消息，中国联通销售部总经理于英涛向搜狐 IT 透露，今年“5.17 电信日”期间，联通将联合华为、中兴、联想和酷派等厂商推出首批 999 元大屏幕 3G 智能手机。

据介绍，联通此次定制的 999 元 3G 智能手机配备了 3.5 寸屏幕，CPU 处理能力在 600M 以上，除支持联通 WCDMA 和 GSM 网络，还将支持蓝牙和 WiFi 功能。于英涛表示，联通已将此类手机定义为“真正的 3G 互联网手机”，同时向用户提供“预存话费送手机”和“购手机入网送话费”两种补贴形式。以“购手机入网送话费”的 66 元套餐为例，联通每月为用户提供的补贴力度将达到 50%（年初低端 3G 手机促销时补贴力度为 40%，此次补贴力度更大）。

一方面，联通通过低价 3G 手机的补贴吸引中低端用户入网，另一方面，通过大屏幕 3G 智能手机让用户真正使用 3G 业务，激发用户的数据流量需求，提高联通 3G 业务的口碑和粘性。

5、中国移动下调全球通资费，对联通影响有限

5 月 17 日消息，中国移动在 517 世界电信日宣布全球通资费全国统一下调，从即日起，中国移动在全国范围推出全球通上网套餐、商旅套餐以及套餐专属数据可选包，部分地区还将推出全球通本地套餐。本次新推出的全球通资费方案实现了中国移动客户在全国范围内长途、市话、漫游主叫通话资费标准的统一，并且被叫通话全部免费。

新资费方案一方面在新的商旅套餐中包含 30M 流量满足客户基础需求，另一方面还推出了此前没有的上网套餐，在满足客户基本通话需求的同时，套餐内包含的流量包达数百兆，满足了客户的移动上网需求。

我们判断此次中国移动降低资费对联通的影响有限，原因有二，一是此次仅调整全球通高端用户资费，中低端用户资费没有降低，而联通目前用户增长中中低端用户是主要组成部分，不会受此影响；二是高端用户在选择联通 3G 业务时，资费只是考虑因素之一，终端、渠道、网速等方面移动劣势依然不可扭转，退一步说，即便移动用户不离网，也很可能通过移动+联通双机享受联通的高速数据业务（目前高端用户中双机双卡的情况非常普遍），从而分流移动的业务量和收入。

三、联通上半年业绩将显著改善，触底反弹趋势非常明显

目前对联通业绩影响最大是 3G 终端补贴,这也是市场对联通业绩最为担心的因素之一。

首先,我们认为二季度终端补贴不会在一季度基础上大幅增加,原因在于联通取消了 286 元 iPhone 4 零元购机合约,同时加大话费补贴力度。

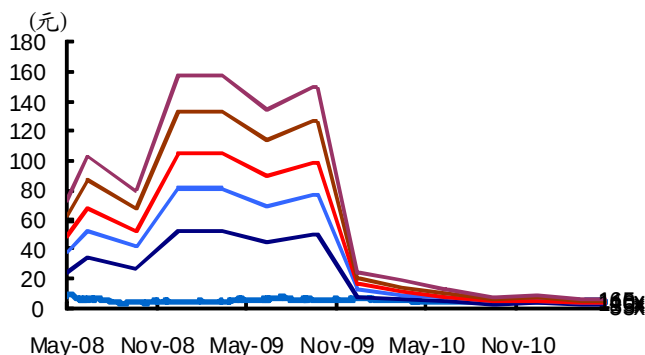
其次,从 2011 年第一季度情况来看,3G 终端补贴使用效率大幅度提升。对比 2010 年四季度,同样是 19 亿手机补贴,2011 年一季度 3G 净增用户数增长 27.6%,达到 447.5 万。

最后,随着 3G 低端套餐调整、5 月份启动新一轮终端促销、999 元大屏幕 3G 智能手机推广、白色 iPhone 4 热销等,我们认为 3G 用户依然会放量增长。

因此,从整体来看,3G 终端补贴不会大幅提高,但 3G 用户会放量增长,联通的业绩将会很快转好。

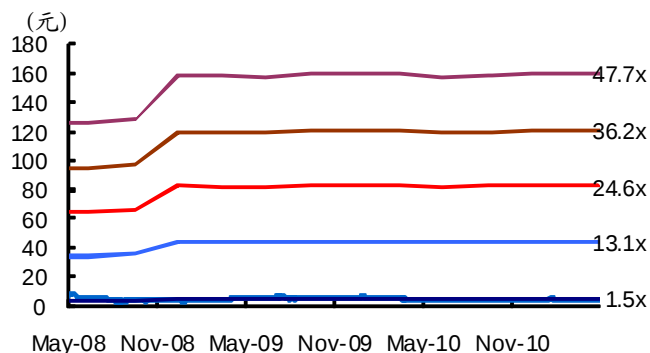
我们预计 5 月份 3G 净增用户将突破 200 万,今年年底 3G 月净增用户有望突破 300 万,今年上半年公司利润预计 13 亿左右,联通业绩触底反弹趋势非常明显,公司经营拐点已经出现。

图 5: 中国联通历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 中国联通历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《中国联通（600050）-3G 再发力，2011 业绩华丽转身》2011/4/25
- 2、《中国联通（600050）-一季报发布，公司经营拐点出现》2011/4/27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	30723	42293	53645	91324	135654
现金	8828	22791	33943	67836	108949
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	61	73	89	103
应收款项	9871	10408	8940	10839	12533
其它应收款	6667	1617	1924	2333	2698
存货	2412	3728	4337	5042	5585
其他	2920	3688	4428	5185	5787
非流动资产	388510	401173	415193	423595	430627
长期股权投资	15	48	48	48	48
固定资产	285035	304423	321974	333400	343030
无形资产	19645	19870	17883	16095	14485
其他	83814	76833	75289	74053	73064
资产总计	419232	443466	468838	514919	566282
流动负债	199612	197894	216266	243492	264412
短期借款	63909	36727	36000	36000	36000
应付账款	100567	93695	112696	131038	145132
预收账款	21136	29971	25320	29441	32607
其他	14001	37501	42251	47013	50673
长期负债	10774	37392	37392	37392	37392
长期借款	759	1462	1462	1462	1462
其他	10015	35930	35930	35930	35930
负债合计	210387	235286	253659	280884	301804
股本	21197	21197	21197	21197	21197
资本公积金	28060	27819	27819	27819	27819
留存收益	21727	21821	23794	29345	37527
少数股东权益	137862	137344	142370	155675	177935
母公司所有者权益	70984	70836	72810	78360	86542
负债及权益合计	419232	443466	468838	514919	566282

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	59309	68210	87712	106100	114812
净利润	3137	1228	2525	6684	11183
折旧摊销	45875	52339	59080	61142	62584
财务费用	944	1625	1799	1573	1198
投资收益	(1451)	(485)	(500)	(500)	(500)
营运资金变动	25144	27820	19629	22683	17031
其它	(14340)	(14317)	5180	14517	23317
投资活动现金流	(90250)	(71348)	(73800)	(70000)	(70000)
资本支出	(123979)	(69967)	(73800)	(70000)	(70000)
其他投资	33729	(1381)	0	0	0
筹资活动现金流	28526	17824	(2760)	(2207)	(3699)
借款变动	(1366)	799	(911)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3778	(241)	0	0	0
股利分配	(1424)	(1136)	(551)	(1133)	(3001)
其他	27538	18403	(1299)	(1073)	(698)
现金净增加额	(2415)	14686	11152	33893	41113

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	158369	176168	209710	254241	293994
营业成本	105654	123735	148828	173050	191663
营业税金及附加	4487	4871	5662	6864	7938
营业费用	20957	23733	25294	27730	29992
管理费用	14048	16113	17270	18420	19570
财务费用	944	1625	1799	1573	1198
资产减值损失	2376	2664	2600	2600	2600
公允价值变动收益	1239	0	0	0	0
投资收益	212	485	500	500	500
营业利润	11356	3914	8757	24503	41533
营业外收入	1101	1060	1100	1100	1100
营业外支出	275	327	300	300	300
利润总额	12181	4647	9557	25303	42333
所得税	2807	975	2007	5314	8890
净利润	9374	3671	7550	19989	33443
少数股东损益	6237	2444	5025	13305	22260
母公司所有者净利润	3137	1228	2525	6684	11183
EPS (元)	0.15	0.06	0.12	0.32	0.53

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	4%	11%	19%	21%	16%
营业利润	110%	-66%	124%	180%	70%
净利润	-84%	-61%	106%	165%	67%
获利能力					
毛利率	33.3%	29.8%	29.0%	31.9%	34.8%
净利率	2.0%	0.7%	1.2%	2.6%	3.8%
ROE	4.4%	1.7%	3.5%	8.5%	12.9%
ROIC	3.5%	1.8%	3.3%	7.6%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	53.1%	54.1%	54.5%	53.3%
净负债比率	15.4%	8.7%	8.0%	7.3%	6.6%
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
速动比率	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	59.0	40.3	36.9	36.9	36.1
应收帐款周转率	16.5	17.4	21.7	25.7	25.2
应付帐款周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.06	0.12	0.32	0.53
每股经营现金	2.80	3.22	4.14	5.01	5.42
每股净资产	3.35	3.34	3.43	3.70	4.08
每股股利	0.07	0.05	0.03	0.05	0.14
估值比率					
PE	37.8	96.7	47.0	17.8	10.6
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.9	14.9	12.4	9.9	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师，2006-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师；

陈鹏，工学学士，管理学硕士，6 年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。