

4月淡季不淡，移动降价影响有限

事件：

- 联通例行公布了每月的营运数据。
- 移动业务中：3G用户本月净增数 181.7 万户（累计到达数 2035.2 万户）；2G用户本月净增数 65.9 万户（累计到达 15,666.2 万户）；
- 固网业务：宽带用户本月净增数 62.8 万户（累计到达数 5043.0 万户）；固化用户本月净增加 -40.2 万户（累计到达数 9614.9 万户）。

此外，媒体报道：中移动中国移动 17 日宣布，从即日起将在全国统一下调全球通套餐资费，实现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，并对被叫通话全部免费。

研究结论：

- **4月3G用户数发展淡季不淡。**联通4月3G用户数新增181.7万户。考虑到季节性因素且取消286套餐的情况下，显得尤为难能可贵。4月份比3月少一天，且一般4月是运营商业务进展的淡季，但联通4月的用户数发展与3月持平，淡季不淡。此外，我们在之前的报告中已经提出，取消286套餐的0元iPhone购机计划对3G新增用户数压力不大，但可以大幅降低每用户的补贴成本，发展更多的用户。事实证明，联通取消286套餐0元iPhone购机计划的确对发展3G业务影响不大。
- **预期5月用户数增速将好于4月。**4月联通推出买手机送话费等新套餐将从5月开始真正发挥作用，5月联通用户数的进一步增加可期。而且，从季节性因素来说，4月一般是运营商发展用户数的淡季，从环比看一般5月要好于4月。
- **移动降价更多出于宣传考虑，对联通实际影响有限。**移动降价的套餐中，力度最大的为388套餐，平均下降40%。但需要指出的是，移动全球通用户主要集中在88套餐元左右，降价对这些用户的影响有限。此外，移动全球通资费在各个省市差别很大，不少省市的资费标准已经低于全国统一价（表1），此次高调宣布降价，更多是出于5月17日世界电信日的宣传考虑。通过表2的分析也可以看出，中移动此次降价后相对于联通也并无价格优势，上网套餐的每M单价均贵于联通的66套餐，商旅套餐所有档次的每分钟单价也贵于联通相应档次套餐，且套餐外0.19元的单价也比联通0.15元的高。可以预计，移动的降价并不会形成运营商之间互相压价的恶性竞争，总的来说移动此次降价对联通的实际影响有限。
- 预计公司2011-2013年的EPS为0.15元、0.29元和0.41元，每股净资产分别为3.45元、3.65元和3.93元，目前股价对应2011年PB为1.69倍。A股相对港股溢价率仅为11%，为历史最低水平。维持联通A股2.4倍PB的估值水平，对应目标价8.18元，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：大盘系统性风险，3G业务发展低于预期

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

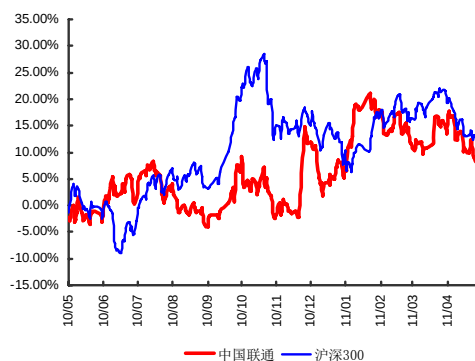
通信行业资深分析师
021-63325888 × 6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟
通信行业分析师
021-63325888 × 6118
zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2011年5月19日）	5.60元				
目标价格	8.18元				
总股本/A股（亿股）	211.97				
A股市值（亿元）	1187				
国家/地区	中国				
行业	通信				
报告发布日期	2011年5月20日				

股价表现



资料来源：WIND

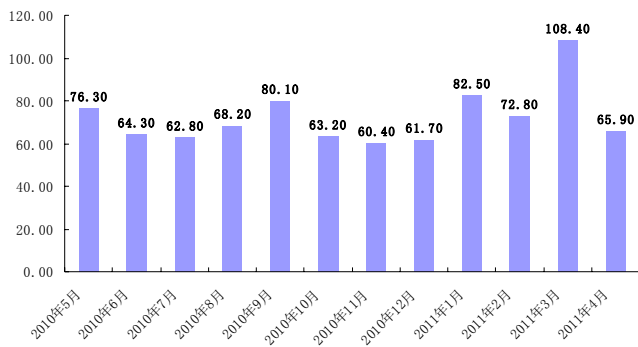
财务预测（单位：亿元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,762	2,117	2,459	2,760
利润总额	46	121	231	328
净利润	37	95	183	259
EBITDA	595	718	896	1,044
EPS（元）	0.06	0.15	0.29	0.41
每股经营现金	3.22	4.54	4.93	5.42
每股净资产	3.34	3.45	3.65	3.93
净资产收益率	1.7%	4.4%	7.9%	10.4%
P/E（倍）	96.69	37.28	19.44	13.72
P/B（倍）	1.68	1.62	1.53	1.42

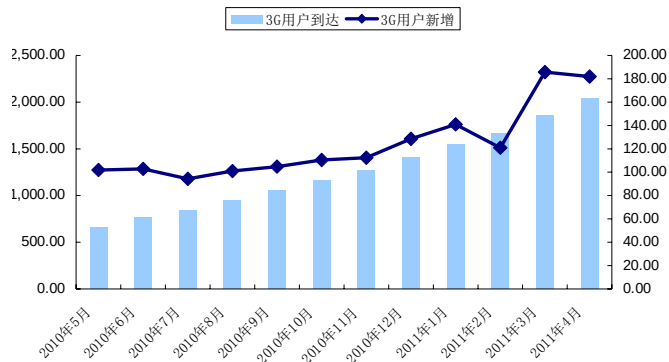
相关报告

时间

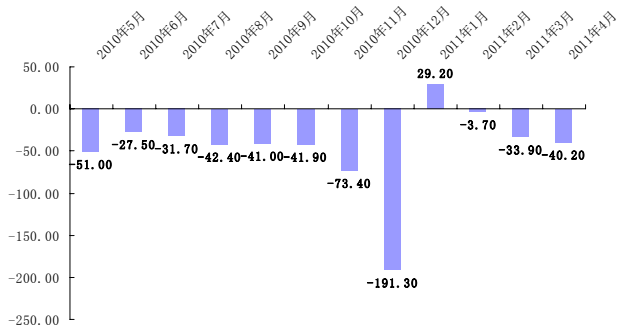
3G基本面向好，联通买点已见	2011.05.04
3月用户数高速增长如期而至	2011.04.20

图 1 中国联通 2G 新增用户数


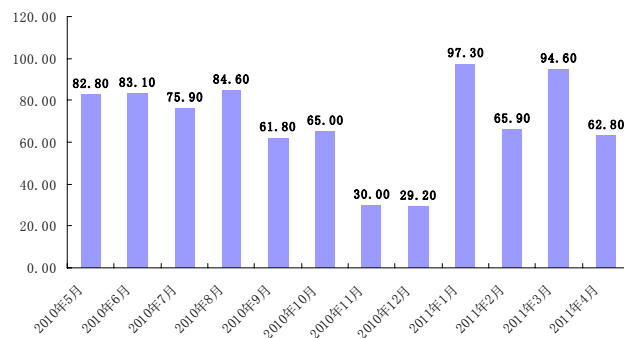
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 中国联通 3G 新增用户数及到达数


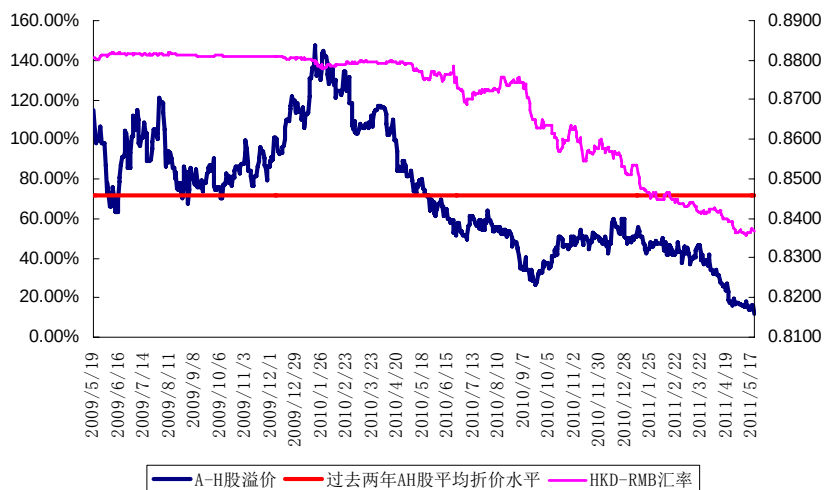
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3 中国联通固网业务净新增数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4 中国联通宽带业务净新增数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：中国联通 AH 股溢价仅为 11%，为历史最低水平


资料来源：东方证券研究所

表 1：部分省市全球通套餐已经比较优惠

套餐名称	包省内主叫通话分钟	包国内数据流量	包国内可视电话拨打分钟数	接听免费范围	超出部分省内语音拨打	省际语音拨打	超出部分国内可视电话拨打	超出部分国内流量	另须必选包	享受服务	免费赠送	
50元套餐	200	50M	20	全国（含可视电话）	0.19元/分钟	0.3元/分钟	0.6元/分钟	1元/MB	6元	全球通普通服务	飞信+139邮箱免费版。	
80元套餐	450	80M	20		0.15元/分钟							
120元套餐	750	120M	30		0.15元/分钟				10元	全球通银卡服务		
180元套餐	1200	180M	30		0.15元/分钟							
300元套餐	2000	300M	100		0.12元/分钟				18元	全球通金卡服务		
500元套餐	3500	500M	100		0.1元/分钟				28元	全球通金卡服务		

http://www.sd.10086.cn/city/jinan/zifei/zifei_gotone/2/201103/t20110301_16361.html

资料来源：济南移动，东方证券研究所

表 2：移动新套餐相对于联通已有套餐并无绝对价格优势

移动-上网套餐					联通-A套餐				
套餐档次(元)	通话时长(分钟)	数据流量(M)	每M数据单价	套餐外单价(元)	套餐档次(元)	通话时长(分钟)	数据流量(M)	每M数据单价	套餐外单价(元)
					46	50	150	0.3067	0.25
58	50	200	0.29	0.25	66	50	300	0.2200	0.2
88	200	300	0.29	0.19	96	240	300	0.3200	0.15
128	420	400	0.32	0.19	126	320	400	0.3150	0.15
					156	420	500	0.3120	0.15
					186	510	650	0.2862	0.15
					226	700	750	0.3013	0.15
					286	900	950	0.3011	0.15
					386	1250	1300	0.2969	0.15
					586	1950	2000	0.2930	0.15
					886	3000	3000	0.2953	0.15

移动-商旅套餐				
套餐档次 (元)	通话时长 (分钟)	数据流量 (M)	每分钟 单价	套餐外单 价(元)
58	150	30	0.39	0.25
88	350	30	0.25	0.19
128	650	30	0.20	0.19
158	900	30	0.18	0.19
188	1200	30	0.16	0.19
288	1900	30	0.15	0.19
388	2600	30	0.15	0.19
588	4000	30	0.15	0.19
888	6000	30	0.15	0.19

联通-B套餐				
套餐档次 (元)	通话时长 (分钟)	数据流量 (M)	每分钟 单价	套餐外单 价(元)
46	120	40	0.38	0.25
66	200	60	0.33	0.2
96	450	80	0.21	0.15
126	680	100	0.19	0.15
156	920	120	0.17	0.15
186	1180	150	0.16	0.15

资料来源：公开资料，东方证券研究所

附相关媒体报道及链接：

<http://www.c114.net/news/118/a602850.html>

中国移动下调全球通资费 全国漫游被叫免费

<http://www.c114.net> (2011/5/18 14:42)

中国移动 17 日宣布，从即日起将在全国一下调全球通套餐资费，实现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，并对被叫通话全部免费。

同时，新资费方案将套餐外的主叫通话价格平均降低了 35% 以上，其中漫游资费标准也从原来的 0.39 元/分钟降至当前的最低 0.19 元/分钟，降幅高达 51%。

388 元套餐降幅最大

作为高端手机用户最信赖和喜爱的品牌，全球通此次针对中高端客户新推出了上网套餐、商旅套餐两款资费产品。新发布套餐的整体价格水平比以往同类资费套餐降低了 15% 以上，388 元套餐最高降幅达 40% 以上。与目前国内其他运营商的同类资费相比，全球通商旅套餐具备更低的价格水平，其中 158 元以上档次套餐的优惠力度更大，具备较强的竞争力。

全国漫游被叫免费

据介绍，全球通的上网套餐、商旅套餐是分别为满足高上网、高漫游的中高端客户需求而量身定制的一组套餐系列，其最大的亮点在于全国漫游被叫免费；长途、市话、漫游一口价，超出后市话、长途、漫游、最低至 0.19 元/分钟；高上网流量、通话时长等，赠送来电显示、139 邮箱 5 元版，并可以优惠价格享受短信包、彩信包、音乐包等专属优惠包。

如为上网达人所增设的上网套餐，赠送的流量高达 200M~400M，超出后流量单价 1 元/MB。商旅套餐则为经常出差的商务人士所量身定做的，全国漫游接听免费；含超值国内通话时长，超出后长途、漫游、市话最低至 0.19 元/分钟。

免费畅享 WLAN 上网

同时，所有套餐年底前在全国范围内免费畅享 WLAN 上网体验。并且专门为这两大套餐用户准备了全球通数据业务可选包，以满足用户的个性化需求，打造独具特色的“1+N”的服务优势。

288 元套餐享受 VIP 银卡服务

也就是用户在选择确定上网套餐、商旅套餐的基础上，可选择短信包、彩信包、全球通尊享包、全球通凤凰资讯包，其中一个或几个的任意组合。全球通特有的 VIP 专属服务也将降低门槛，原来 488 元套餐以上才能享受 VIP 银卡服务，以后选择 288 元套餐的用户也可以轻松实现。

一直以来，全球通深刻敏锐洞悉客户群体新的需求，并不断创新优化专属服务体系，以满足客户群体的消费趋势。此次推出的新套餐更体现了显著的针对性和简化特点，业务消费透明，专属服务惠及范围更广、优惠幅度空前，意味着全球通进入了“亲民”新时代。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	22791	21167	31901	70292	营业收入	176168	211666	245947	275979
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	123735	143354	159313	172656
应收账款	12024	14760	17635	19789	毛利	52433	68312	86634	103323
存货	3728	4313	4784	5176	%营业收入	29.8%	32.3%	35.2%	37.4%
预付账款	3067	3547	3935	4257	营业税金及附加	4871	5852	6800	7630
其他流动资产	621	747	851	955	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	42293	44608	59192	100566	销售费用	23733	28575	32465	36429
可供出售金融资产	6214	6214	6214	6214	%营业收入	13.5%	13.5%	13.2%	13.2%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	16113	19359	22135	24838
长期股权投资	48	48	48	48	%营业收入	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1625	1964	1726	1552
固定资产合计	363651	377262	387641	388912	%营业收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%
无形资产	19870	20295	20729	21172	资产减值损失	2664	1228	1118	837
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	3667	258	235	176	投资收益	485	220	220	220
其他非流动资产	7724	7724	7724	7724	营业利润	3914	11553	22610	32255
资产总计	443466	456408	481781	524811	%营业收入	2.2%	5.5%	9.2%	11.7%
短期贷款	36911	14182	0	0	营业外收支	733	500	500	500
应付款项	94280	109063	120970	130895	利润总额	4647	12053	23110	32755
预收账款	29971	36010	41842	46952	%营业收入	2.6%	5.7%	9.4%	11.9%
应付职工薪酬	3402	3936	4366	4724	所得税费用	975	2530	4850	6875
应交税费	1484	2128	2957	3682	净利润	3671	9523	18259	25880
其他流动负债	31845	37208	41558	45406	归属于母公司所有者	1227.6	3184.4	6105.6	8653.9
流动负债合计	197894	202527	211693	231658	的净利润				
长期借款	1462	1462	1462	1462	少数股东损益	2444	6339	12154	17226
应付债券	33558	33558	33558	33558	EPS（元/股）	0.06	0.15	0.29	0.41
递延所得税负债	40	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2332	2332	2332	2332		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	235286	239879	249045	269011	经营活动现金流净额	68210	96331	104529	114843
归属于母公司所有者	70836	73065	77339	83397	取得投资收益收回现金	562	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137344	143683	155837	173064	无形资产投资	0	-2208	-2255	-2303
股东权益	208180	216748	233176	256460	固定资产投资	-77708	-70100	-73800	-70000
负债及股东权益	443466	456628	482221	525471	其他	6360	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-71348	-72308	-76055	-72303
EPS	0.058	0.150	0.288	0.408	债券融资	50026	0	0	0
BVPS	3.34	3.45	3.65	3.93	股权融资	0	0	0	0
PE	96.69	37.28	19.44	13.72	银行贷款增加（减少）	-26469	-22728	-14182	0
PEG	1.05	0.41	0.21	0.15	筹资成本	5732	-2919	-3558	-4149
PB	1.68	1.62	1.53	1.42	其他	-11464	0	0	0
EV/EBITDA	2.82	2.04	1.36	0.80	筹资活动现金流净额	17824	-25647	-17740	-4149
ROE	1.7%	4.4%	7.9%	10.4%	现金净流量	14686	-1624	10734	38391

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn