

## 强烈推荐-A (维持)

## 中国联通 600050.SH

目标估值: 9.3 元

当前股价: 5.33 元

2011 年 7 月 18 日

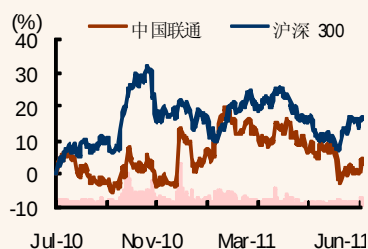
## 千元智能终端全国热销, 3G 发展有望旺季爆发

### 基础数据

|            |            |
|------------|------------|
| 上证综指       | 2817       |
| 总股本(万股)    | 2119660    |
| 已上市流通股(万股) | 2119660    |
| 总市值(亿元)    | 1130       |
| 流通市值(亿元)   | 1130       |
| 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  | -4 | -1  |
| 相对表现 | -11 | -5 | -21 |



### 相关报告

- 1、《中国联通(600050)-一季报发布, 公司经营拐点出现》2011/4/27
- 2、《中国联通(600050)-四月运营数据点评: 3G 用户增长超预期, 业绩触底反弹趋势明显》2011/5/19
- 3、《中国联通(600050)-五月运营数据点评: 3G 业务胶着, 但联通的光明已很接近》2011/6/21

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 7 月 18 日公布了 2011 年 6 月主要运营数据。

数据显示, 2011 年 6 月份中国联通 3G 用户净增长 185.5 万户, 3G 用户累积达到 2394.5 万户, 其中 3G 数据卡用户净增 20.89 万户; 2G 用户增长 41.7 万户, 2G 用户总数达到 15766.5 万户。本地电话用户减少 38.7 万户, 降至 9545.8 万户; 宽带用户增长 105.8 万户, 累积达到 5232.2 万户。

### 评论:

#### 1、3G 用户回到加速增长的正常轨道

中国联通 6 月份净增 3G 用户 185.5 万户, 同比增长 79.7%, 环比增长 6.73%, 在 5 月 3G 净增用户出现环比下降的情况下, 6 月 3G 净增用户环比重归上升趋势, 3G 用户回到加速增长的正常轨道, 月净增用户数及日净增用户数重回历史高点。

#### 2、资费套餐到位, 3G 千元智能手机已经开始全面铺货及全国热销, 联通 3G 业务正在向第三个门槛迈进, 有望在传统旺季 8-9 月实现跨越

联通 3G 业务已站稳月增 180 万用户的快速发展平台, 正在向第三个门槛月增 250 万用户的平台迈进。资费套餐到位, 3G 千元智能手机已经开始全面铺货及全国热销, 3G 用户发展有望在传统旺季爆发, 8-9 月跨越第三个门槛。

#### 3、联通上半年业绩预计在 15 亿左右

联通在停掉 286 元 iPhone 4 零元购机合约后, 同时加大话费补贴力度, 我们认为联通将在 2 季度出现业绩反转, 预计上半年业绩在 15 亿左右。联通业绩触底反弹趋势非常明显, 3G 用户增长也将很快迈过门槛, 光明已很接近。

#### 4、风险提示

电信引进 CDMA 版 iPhone4; 行业爆发非理性价格战。

### 财务数据与估值

| 会计年度     | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(亿元) | 1584 | 1762 | 2089  | 2544  | 2948  |
| 同比增长     | 4%   | 11%  | 19%   | 22%   | 16%   |
| 营业利润(亿元) | 114  | 39   | 85    | 245   | 419   |
| 同比增长     | 110% | -66% | 116%  | 190%  | 71%   |
| 净利润(亿元)  | 31   | 12   | 24    | 67    | 113   |
| 同比增长     | -84% | -61% | 99%   | 173%  | 69%   |
| 每股收益(元)  | 0.15 | 0.06 | 0.12  | 0.32  | 0.53  |
| PE       | 36.0 | 92.0 | 46.2  | 16.9  | 10.0  |
| PB       | 1.6  | 1.6  | 1.6   | 1.4   | 1.3   |

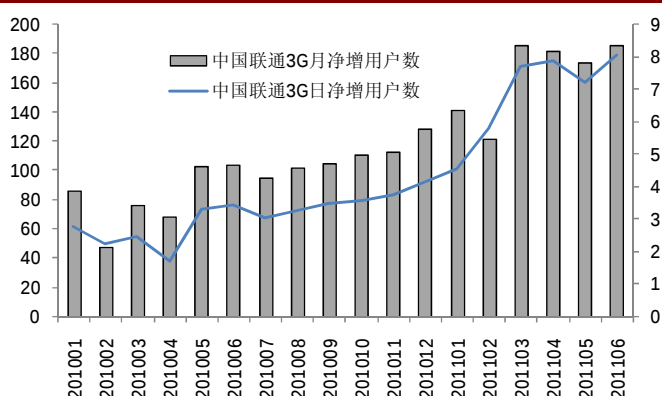
资料来源: 招商证券

## 一、3G 用户回到加速增长的正常轨道

中国联通 6 月份净增 3G 用户 185.5 万户，同比增长 79.7%，环比增长 6.73%，用户总数达到 2394.5 万户。在 5 月 3G 净增用户出现环比下降的情况下，6 月 3G 净增用户环比重归上升趋势，3G 用户回到加速增长的正常轨道，月净增用户数及日净增用户数重回历史高点。

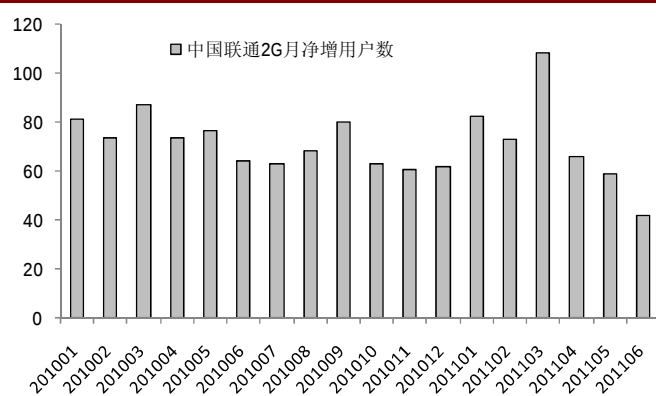
2G 方面，6 月份净增用户 41.7 万户，环比降低 28.84%，用户总数达到 15766.5 万户，随着联通 2G 用户向 3G 迁移方案的推出和实施，3G 用户稳步增长的同时，2G 用户增长趋缓也符合我们的预期。

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）

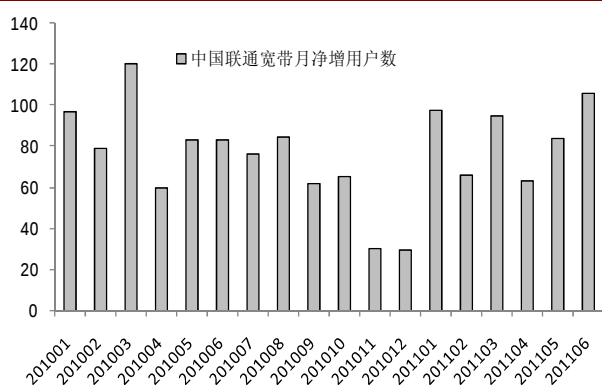


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

宽带方面，6 月份宽带用户净增 105.8 万户，同比增长 27.3%，环比增长 26.86%，用户总数达到 5232.2 万户。随着运营商普遍加大对宽带网络的投资力度，预计未来宽带用户还将继续稳步增长。

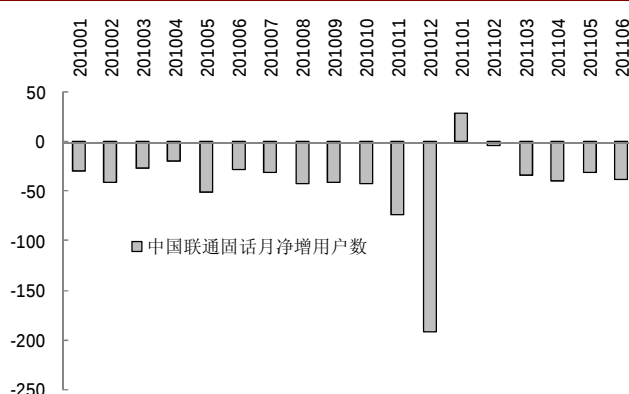
固话方面，6 月固话用户流失 38.7 万户，用户总数降低到 9545.8 万户。

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、资费套餐到位，3G 千元智能手机已经开始全面铺货及全国热销，联通 3G 业务正在向第三个门槛迈进，有望在传统旺季 8-9 月实现跨越

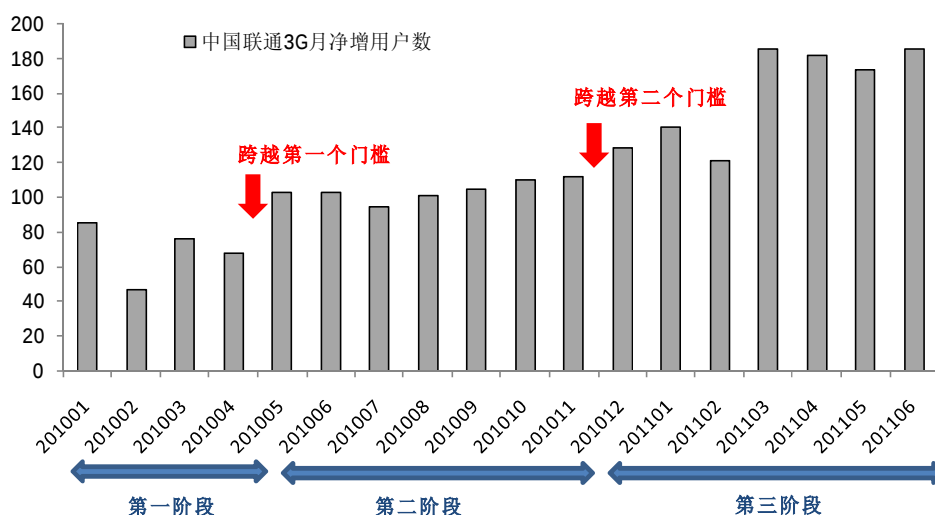
### 1、联通 3G 业务已站稳月增 180 万用户的快速发展平台，正在向第三个门槛月增 250 万用户的平台迈进

自 3G 运营以来，联通的新增 3G 用户数先后经历了三个阶段，跨过两个门槛，

首先，2010 年 5 月份以后跨过了月新增 100 万用户的门槛。当时公司经历了 3G 导入期以来的低迷，新增用户从 90 万左右下降至 40-60 万。导致公司跨过该门槛的主要驱动因素是资费改革、iPhone 3 逐步放量、引入低端智能手机、社会渠道建设初见成效等。

其次，2010 年 4 季度，公司跨越了第二个门槛，彻底摆脱月新增 100 万的胶着期，达到月新增在 120-150 万之间。这一阶段的用户放量，背后的原因是 iPhone 4 热销，以及公司社会渠道逐步上量。今年 3 月份以后，公司月新增用户数维持在 180 万左右波动。从 140 万至 180 万，公司并未发生太大变化，这种增长属于社会渠道上量后的自然增长。

图5：中国联通3G用户发展的三个阶段



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

目前，联通面临 3G 发展期的第三个门槛，这个门槛跨越后，新增用户数将可能达到每个月 250 万以上。而这个门槛的跨越，必须是依靠撬动 ARPU 值在 50-150 元之间的用户。

5 月，在取消 iPhone 4 零元购机后，3G 千元智能机也没有正式销售，联通 3G 补贴终端处于青黄不接的状况，3G 用户发展胶着，市场出现悲观情绪。

6 月，随着以中兴 Blade V880 为代表的 3G 千元智能机在全国的铺货和热卖，联通的 3G 用户增长重回历史高点，印证我们此前判断，联通 3G 业务已站稳月增 180 万用户的快速发展平台，正在向第三个门槛（月增 250 万用户）的平台迈进。这充分说明联通

近期体现在业务发展、终端补贴、市场营销等方面的一系列措施正在逐渐发挥成效。

## 2、资费套餐到位, 3G 千元智能手机已经开始全面铺货及全国热销, 3G 用户发展有望在传统旺季爆发, 8-9 月跨越第三个门槛

联通跨越月净增 250 万户这个门槛, 必须是依靠撬动 ARPU 值在 50-150 元之间的用户。千元级的智能终端+46 元和 66 元套餐, 是联通针对中端用户市场的敲门砖。资费和套餐联通早已到位, 目前 3G 用户发展的关键是 3G 千元智能手机的全面铺货及全国热销。

今年 5 月初, 中国联通启动了“沃•3G 千元智能手机新定义项目”, 新定义的千元智能机具备 3.5 寸电容屏、600M CPU 等配置, 并具备良好的互联网体验和较强的扩展性, 部分产品还具有双卡双待功能, 同时零售价格在 1000 元以内, 具有极高的性价比。

6 月 1 日首款千元智能明星机“中兴 V880”成功上市, 快速飚升至每天 4500 台的销售量, 首月销售已超过十多万部, 7 月初日销量超过 10000 台, 创造了国产 WCDMA 手机单款日销售量的新高。需要注意的是, 中兴 Blade V880 在全国的全面铺货和热卖, 也是从 6 月中旬才开始的, 在整个 6 月中兴 Blade V880 手机全国很多地方处于缺货状态, 直到 7 月情况才有所缓解。因此, 我们认为只要 3G 千元智能机能在全国全面铺开并正常供货, 联通 3G 用户发展就会大规模放量。

另外, 不仅仅是这款手机, 今年 8 月份中国联通计划再推出 3 至 4 款千元智能明星终端, 后续还将推出千元以下高配置、高性价比的智能终端。下半年中国联通还将联合国内外知名厂商, 集中资源推出数款高端智能明星产品, 以 HSPA+ (21Mbit/s) 高速下载、PSP 特色游戏、W+W 双卡双待等特色功能为主要差异化卖点, 其中第一款明星产品索尼爱立信的 PSP 手机将于近期上市, 满足高端用户市场需求, 提升品牌形象。

制定智能手机的标准, 并定制大量千元机, 同时配以超值补贴政策, 联通这些举措背后的逻辑是, 通过这些手机打开中端市场的需求, 从而使公司从目前的每个月新增 180 万左右的用户再上一个台阶。

未来三个月将是 3G 业务发展旺盛期, 理由是 7、8 月是暑期旺季, 9 月份开学迎新, 而学生是除公司白领之外 3G 业务的另一有力消费群体, 特别是联通近期大力发展千元智能终端的策略与该类用户群体的消费特征吻合。我们预计早则 8 月份, 晚则 9 月份, 联通的中端用户发展战略一定能发挥作用, 3G 用户增长跨越第三个门槛 (月增 250 万用户)。

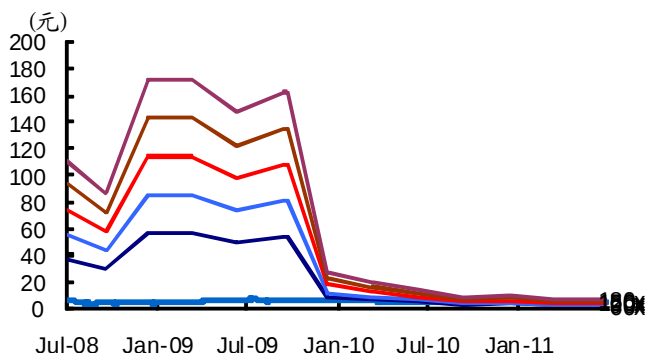
### 三、联通上半年业绩预计在 15 亿左右

联通在停掉 286 元 iPhone 4 零元购机合约后，同时加大话费补贴力度，我们认为联通将在 2 季度出现业绩反转。我们预计联通上半年业绩在 15 亿左右，这是在终端补贴仍有很大一部分极不合理的计入当期亏损后，所得到的结果。

我们认为，联通业绩会触底反弹，3G 用户增长也将很快迈过门槛，联通的光明很快就会到来。

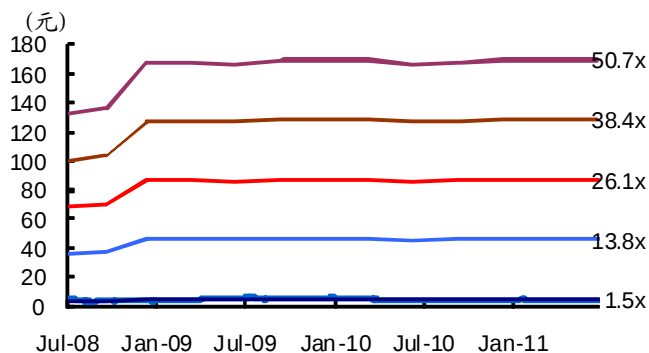
主要风险：电信引进 CDMA 版 iPhone4；行业爆发非理性价格战。

图 5：中国联通历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券研发中心

图 6：中国联通历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、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
- 3、《中国联通（600050）-四月运营数据点评：3G 用户增长超预期，业绩触底反弹趋势明显》2011/5/19
- 4、《中国联通（600050）-五月运营数据点评：3G 业务胶着，但联通的光明已很接近》2011/6/21

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 30723         | 42293         | 52833         | 91363         | 136419        |
| 现金             | 8828          | 22791         | 33205         | 67856         | 109636        |
| 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         | 8904          | 10844         | 12569         |
| 其它应收款          | 6667          | 1617          | 1917          | 2334          | 2705          |
| 存货             | 2412          | 3728          | 4322          | 5049          | 5602          |
| 其他             | 2920          | 3688          | 4412          | 5192          | 5804          |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>419232</b> | <b>443466</b> | <b>468026</b> | <b>514958</b> | <b>567046</b> |
| <b>流动负债</b>    | 199612        | 197894        | 215695        | 243753        | 265067        |
| 短期借款           | 63909         | 36727         | 36000         | 36000         | 36000         |
| 应付账款           | 100567        | 93695         | 112311        | 131214        | 145573        |
| 预收账款           | 21136         | 29971         | 25233         | 29480         | 32706         |
| 其他             | 14001         | 37501         | 42151         | 47059         | 50788         |
| <b>长期负债</b>    | 10774         | 37392         | 37392         | 37392         | 37392         |
| 长期借款           | 759           | 1462          | 1462          | 1462          | 1462          |
| 其他             | 10015         | 35930         | 35930         | 35930         | 35930         |
| <b>负债合计</b>    | <b>210387</b> | <b>235286</b> | <b>253087</b> | <b>281145</b> | <b>302459</b> |
| 股本             | 21197         | 21197         | 21197         | 21197         | 21197         |
| 资本公积金          | 28060         | 27819         | 27819         | 27819         | 27819         |
| 留存收益           | 21727         | 21821         | 23714         | 29294         | 37589         |
| 少数股东权益         | 137862        | 137344        | 142210        | 155503        | 177983        |
| 母公司所有者权益       | 70984         | 70836         | 72729         | 78310         | 86605         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>419232</b> | <b>443466</b> | <b>468026</b> | <b>514958</b> | <b>567046</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009           | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 59309          | 68210          | 86979          | 106825         | 115473         |
| 净利润            | 3137           | 1228           | 2444           | 6678           | 11293          |
| 折旧摊销           | 45875          | 52339          | 59080          | 61142          | 62584          |
| 财务费用           | 944            | 1625           | 1802           | 1577           | 1195           |
| 投资收益           | (1451)         | (485)          | (500)          | (500)          | (500)          |
| 营运资金变动         | 25144          | 27820          | 19146          | 23405          | 17353          |
| 其它             | (14340)        | (14317)        | 5006           | 14522          | 23548          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(90250)</b> | <b>(71348)</b> | <b>(73800)</b> | <b>(70000)</b> | <b>(70000)</b> |
| 资本支出           | (123979)       | (69967)        | (73800)        | (70000)        | (70000)        |
| 其他投资           | 33729          | (1381)         | 0              | 0              | 0              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 28526          | 17824          | (2764)         | (2174)         | (3693)         |
| 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)          | (1097)         | (2998)         |
| 其他             | 27538          | 18403          | (1302)         | (1077)         | (695)          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(2415)</b>  | 14686          | 10415          | 34651          | 41780          |

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  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>      | 158369 | 176168 | 208860 | 254360 | 294827 |
| 营业成本             | 105654 | 123735 | 148319 | 173283 | 192245 |
| 营业税金及附加          | 4487   | 4871   | 5639   | 6868   | 7960   |
| 营业费用             | 20957  | 23733  | 25277  | 27733  | 30007  |
| 管理费用             | 14048  | 16113  | 17270  | 18320  | 19370  |
| 财务费用             | 944    | 1625   | 1802   | 1577   | 1195   |
| 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    |
| <b>营业利润</b>      | 11356  | 3914   | 8453   | 24480  | 41950  |
| 营业外收入            | 1101   | 1060   | 1100   | 1100   | 1100   |
| 营业外支出            | 275    | 327    | 300    | 300    | 300    |
| <b>利润总额</b>      | 12181  | 4647   | 9253   | 25280  | 42750  |
| 所得税              | 2807   | 975    | 1943   | 5309   | 8978   |
| <b>净利润</b>       | 9374   | 3671   | 7310   | 19971  | 33773  |
| 少数股东损益           | 6237   | 2444   | 4865   | 13293  | 22480  |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 3137   | 1228   | 2444   | 6678   | 11293  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.15   | 0.06   | 0.12   | 0.32   | 0.53   |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 4%    | 11%   | 19%   | 22%   | 16%   |
| 营业利润           | 110%  | -66%  | 116%  | 190%  | 71%   |
| 净利润            | -84%  | -61%  | 99%   | 173%  | 69%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 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%  | 3.4%  | 8.5%  | 13.0% |
| ROIC           | 3.5%  | 1.8%  | 3.2%  | 7.6%  | 11.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 50.2% | 53.1% | 54.1% | 54.6% | 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   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 59.0  | 40.3  | 36.8  | 37.0  | 36.1  |
| 应收帐款周转率        | 16.5  | 17.4  | 21.6  | 25.8  | 25.2  |
| 应付帐款周转率        | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.15  | 0.06  | 0.12  | 0.32  | 0.53  |
| 每股经营现金         | 2.80  | 3.22  | 4.10  | 5.04  | 5.45  |
| 每股净资产          | 3.35  | 3.34  | 3.43  | 3.69  | 4.09  |
| 每股股利           | 0.07  | 0.05  | 0.03  | 0.05  | 0.14  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 36.0  | 92.0  | 46.2  | 16.9  | 10.0  |
| PB             | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.4   | 1.3   |
| EV/EBITDA      | 15.0  | 15.1  | 12.6  | 10.0  | 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。