

用户数首次超过 200 万，势头良好

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 204.9 万户（累计到达数 2786.8 万户）；2G 用户本月净增数 31.5 万户（累计到达 15,823.2 万户）；
- 固网业务：宽带用户本月净增数 76.7 万户（累计到达数 5375.8 万户）；固化用户本月净增加 -26.8 万户（累计到达数 9469.9 万户）。

研究结论：

- **3G 月度净增用户数连续创新高，首次超过 200 万。**符合我们此前预期“联通 8 月 3G 新增用户数情况预计比 7 月环比好 10% 左右，8 月份 3G 净增用户数有可能首次突破 200 万”。7 月和 8 月历来是运营商发展移动用户的淡季（见图 5），在此背景下来看，本月数据表现不错。预计 9 月份传统旺季和校园市场贡献，仍可保持乐观；而四季度三个月由于千元智能机供货不足的情况将有所缓解，我们认为用户增速将进一步提高。
- **预期全年 3G 通信服务收入将快速增长。**联通中报中 3G 通信服务业务量价齐升，表明其 3G 业务已经走上增收又增利的道路。根据我们测算，即使联通全年净增 3G 用户数为 2300 万，其全年 3G 通信服务收入也将达到 350 亿，同比增长 200%！若全年用户数完成 2500 万的目标，则 3G 通信服务收入将更高。3G 业务收入的快速增长是联通走出拐点的基本保障。
- **用户数逐步上台阶、新一代 iPhone 的引进将成为公司股价的进一步的催化剂。**我们前期提醒市场的联通第一个股价催化剂：中报超预期已经实现，预计联通股价的第二个催化剂：3G 用户数逐步上台阶，完成全年 2500 万的目标也将在年内实现。第三个催化剂：新一代 iPhone 的引进预计也将在年内兑现。
- **投资建议：**公司近期股价走强，反映了公司基本面逐步好转的态势。我们认为，公司基本面情况在持续好转，用户数逐步达成目标，公司 3G 业务走出盈亏平衡点，是推动股价上行的根本原因。预计公司 2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 0.15、0.29、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 1.54 倍，维持公司买入评级。
- **风险因素：**大盘系统性风险，3G 用户发展低于预期

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做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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

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

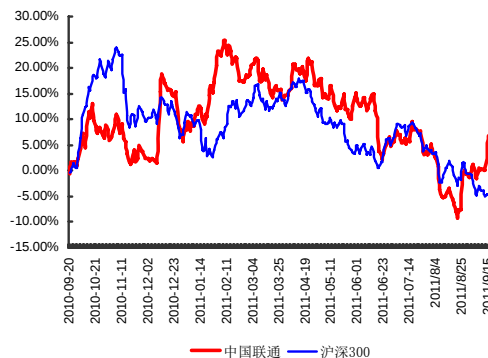
021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 19 日)	5.30 元
目标价格	8.18 元
总股本/A 股 (亿股)	211.97
A 股市值 (亿元)	1123.42
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2011 年 9 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)	91.51	35.28	18.40	12.98
P/B (倍)	1.59	1.54	1.45	1.35

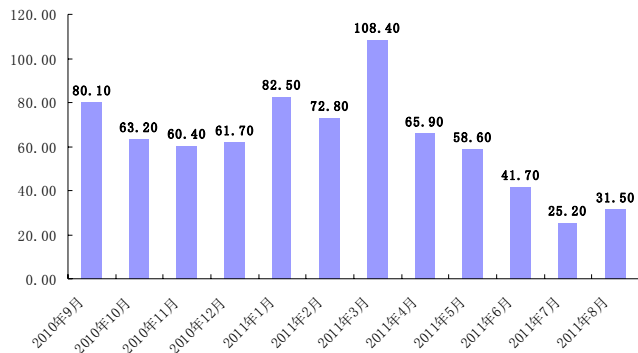
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

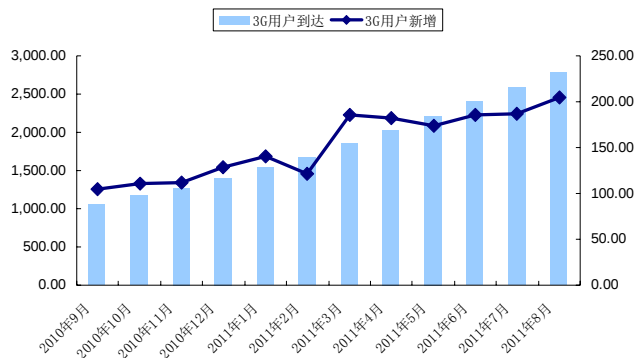
基本面不支持非理性下跌

时间

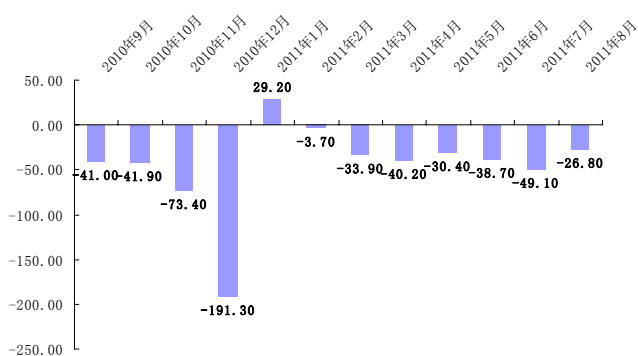
2011.08.09

图 1 中国联通 2G 新增用户数


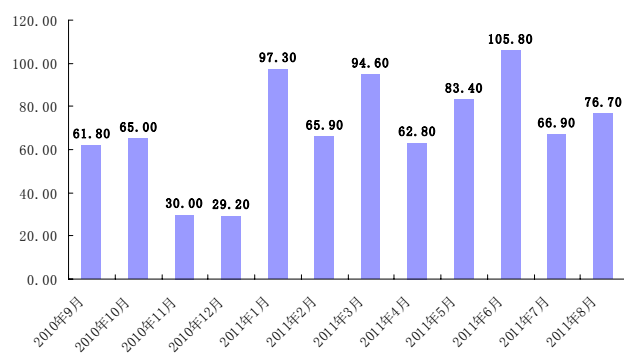
资料来源：公司公告、东方证券研究所

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


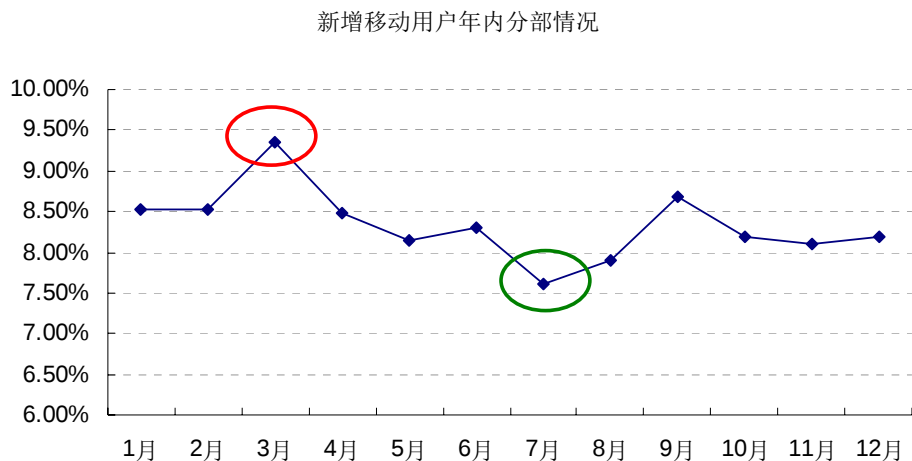
资料来源：公司公告、东方证券研究所

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

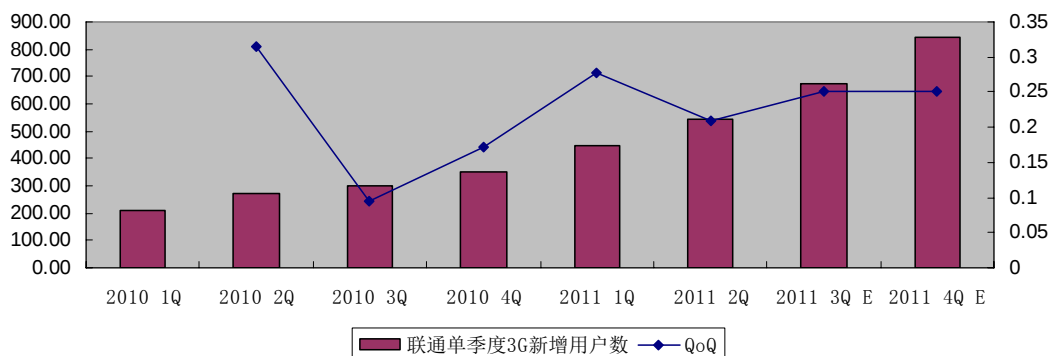
1. 维持全年 2500 万新增 3G 用户数的判断

我们对联通新增全年 2500 万用户数抱有信心。从我们草根调研的情况来看，7 月份联通的用户发展情况甚至好于 3 月份，事实也证明，联通在 7 月的净增用户数创出了历史新高。我们认为，联通在 7 月份的传统淡季，其发展势头能好于 3 月，表明其千元智能机经营策略正确，对用户数的提振明显，加上后期 9 月开学、10 月国庆、11 月和 12 月年末效应，都是运营商新发展移动用户的旺季，管理层对其全年发展 2500 万用户数的目标充满信心。

图 5：新增移动用户在 7 月份是传统淡季，3 月是传统旺季


资料来源：工信部，东方证券研究所

投资者每个月都在关注联通的用户数，我们认为，时间区间较短的话难免会受到短期波动的干扰，让我们换一个描述框架（description framework），也许大家会对联通完成全年 2500 万的目标更有信心一些。以下是联通按季度的新增用户数情况。从这个图可以看出，联通每季度的净增用户数稳步提升，从季度环比来看，联通只要维持季度 25% 用户增速的平均水平，即可完成目标。

图 6：从季度环比来看，联通只要维持季度 25% 用户增速的平均水平，即可完成目标


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 联通的盈利健康而可持续

联通中报净利润 25.67 亿人民币，完全符合我们 23-26 亿的预测，远远高于市场不到 20 亿的估计。我们分析认为，净利润超出市场预期主要原因在于 3G 通信服务收入的增加。3G 通服收入增加的原因有

两点：一是公司 ARPU 值保持稳定，二季度 ARPU 值环比甚至高于一季度，二是 3G 用户数的快速增加。我们认为，联通的 3G 业务量价齐升，表明其 3G 业务已经走上增收又增利的道路。

公司 ARPU 值依然稳定，全年 3G 通信服务收入快速增长。公司至目前为止 3G ARPU 值依然保持稳定，且全年 2500 万新增用户数的目标倒逼下半年用户数的快速增加，我们预计其 3G 通服收入将进一步高速增长，全年 3G 通服收入达到 350-380 亿左右。

二季度补贴 11.57 亿，环比一季度仅下降 7.43 亿，说明联通净利润的增加主要依靠 3G 通服收入的增长。联通二季度的补贴下滑幅度慢于我们的预期，而其 3G 通信服务的增加环比达到了 18.8 亿，表明其净利润的增长主要依靠 3G 通信服务收入的增加，补贴下滑对其净利润增长仅起到次要的作用。我们认为，补贴下滑换来的业绩增长是一次性的，而联通 3G 通服收入的增加带来的业绩增长是健康而可持续发展的。

表 1：2G 业务对 2011 年业绩的影响

项目	2010 1-2Q	2011 1Q	2011 2Q	2011 1H	同比	备注
一、营业总收入	849.64	505.29	539.35	1,044.64	22.95%	
通信服务收入	822.52	445.70	486.21	931.91	13.30%	
移动业务	401.17	239.60	264.67	504.27	25.70%	
* GSM	360.70	181.00	187.27	368.27	2.10%	
* 3G	40.57	58.60	77.40	136.00	235.20%	3G 通信服务收入快速增长
固网业务	411.21	205.90	216.82	422.72	2.80%	
* 宽带	149.23	87.10	90.48	177.58	19.00%	宽带业务收入快速增长
* 固话	214.18			182.48	-14.80%	
* 差额	47.80			62.66	31.09%	
不可分摊项目	10.14	0.20	4.72	4.92	-51.48%	
销售通信产品收入	25.82	52.70	59.88	112.58	336.07%	
二、营业总成本	815.53	503.89	511.99	1,015.88	24.57%	
营业成本	580.21	366.24	375.47	741.71	27.83%	
折旧及摊销	256.58	141.30	129.67	270.97	5.61%	
其他	17.47	153.14	174.66	19.27	10.33%	
销售通信产品	31.02	71.80	71.13	142.93	360.83%	
3G 补贴	4.91	19.00	11.57	30.57		补贴环比下降 7.43 亿
营业税金及附加	23.23	15.03	15.62	30.64	31.87%	
销售费用	113.40	67.86	68.10	135.96	19.89%	
管理费用	76.52	42.35	42.41	84.76	10.78%	
财务费用	8.23	4.77	2.96	7.73	-6.14%	
资产减值损失	14.12	7.65	7.44	15.09	6.83%	
三、其他经营收益						
投资净收益	2.33	-0.01	4.45	4.44	91.12%	
四、营业利润	36.25	1.39	31.81	33.20	-8.41%	
经调整 EBITDA-公司口径	302.70	147.10	172.86	319.96	5.70%	
加：营业外收入	2.50	1.09	2.12	3.21	28.35%	

减：营业外支出	1.24	0.36	1.26	1.62	30.71%	
五、利润总额	37.51	2.12	32.68	34.79	-7.25%	
减：所得税	9.02	0.65	8.32	8.97	-0.55%	
六、净利润	28.49	1.46	24.36	25.82	-9.38%	净利润下滑已不明显
减：少数股东损益	18.87	0.98	16.12	17.10	-9.37%	
归属于母公司所有者的净利润	9.63	0.48	8.24	8.72	-9.39%	
七、每股收益（全面摊薄）	0.045	0.002	0.039	0.041		

资料来源：公司公告，东方证券研究所

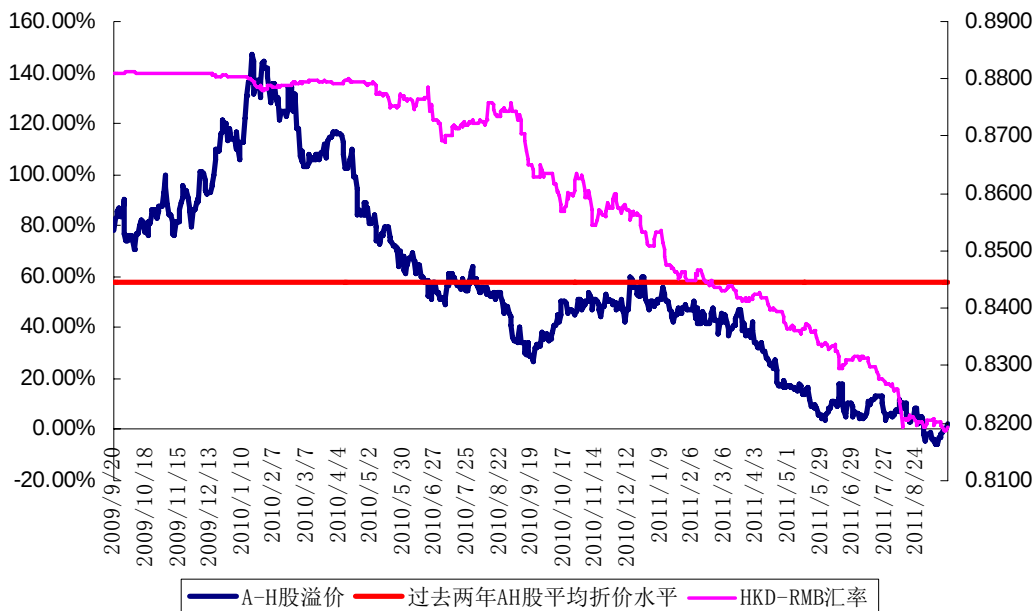
3. 公司 2G 业务对 2011 年业绩的弹性分析

联通 2G 净增用户仅为 25.2 万，我们认为原因可能是：1) 7 月淡季的季节性因素；2) 公司从紧调整了净增用户的统计口径；3) 有些省份 2G 和 3G 共享一套营销体系，使得营销资源向 3G 倾斜。2G 用户数对公司 2011 年的业绩弹性相对较小，具体弹性分析见表 1 所示。

表 2：2G 业务对 2011 年业绩的影响

EPS	ARPU 值					
	2G ARPU 下滑率	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%
	2G ARPU 到达	38.71	38.315	37.92	37.525	37.13
新增 2G 用户数	520.196	0.1613	0.1495	0.1377	0.1259	0.1140
	620.196	0.1650	0.1532	0.1413	0.1295	0.1176
	720.196	0.1687	0.1568	0.1449	0.1331	0.1212
	820.196	0.1724	0.1605	0.1486	0.1367	0.1247
	920.196	0.1762	0.1642	0.1522	0.1403	0.1283
	1020.196	0.1799	0.1679	0.1559	0.1438	0.1318
	1120.196	0.1836	0.1715	0.1595	0.1474	0.1354
	1220.196	0.1873	0.1752	0.1631	0.1510	0.1390
	1320.196	0.1910	0.1789	0.1668	0.1546	0.1425

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：中国联通 A-H 股溢价率


资料来源：Wind，东方证券研究所

预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.15、0.29、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 1.58 倍。考虑到沪深 300 可比公司的 PB 水平，维持联通 A 股 2.4 倍 PB 的估值，对应目标价 8.18 元，维持公司“买入”评级。

5. 风险提示

大盘系统性风险

3G 业务发展低于预期

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	91.51	35.28	18.40	12.98	银行贷款增加（减少）	-26469	-22728	-14182	0
PEG	1.00	0.38	0.20	0.14	筹资成本	5732	-2919	-3558	-4149
PB	1.59	1.54	1.45	1.35	其他	-11464	0	0	0
EV/EBITDA	2.71	1.96	1.29	0.74	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，未给予投资评级等相关信息。

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