

## 强烈推荐-A (维持)

## 中国联通 600050.SH

目标估值: 8.00 元

当前股价: 5.30 元

2011年9月19日

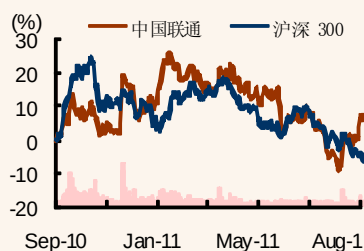
## 3G净增用户再创新高, 四季度千元智能机将大量铺货

### 基础数据

|            |            |
|------------|------------|
| 上证综指       | 2438       |
| 总股本(万股)    | 2119660    |
| 已上市流通股(万股) | 2119660    |
| 总市值(亿元)    | 1123       |
| 流通市值(亿元)   | 1123       |
| 每股净资产(MRQ) | 3.4        |
| ROE(TTM)   | 1.8        |
| 资产负债率      | 52.7%      |
| 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 | 11 | -9 | 4   |
| 相对表现 | 17 | 7  | 8   |



### 相关报告

- 1、《中国联通(600050)-七月运营数据点评: 本月3G发展情况正常, 期待开学季用户放量增长》2011/8/22
- 2、《中国联通(600050)-中报大幅超预期, 业绩反转形势确立》2011/8/24

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn  
S1090511040042

研究助理

陈鹏

0755-83271951  
chenpeng4@cmschina.com.cn

周炎

0755-82853775  
zhouyan3@cmschina.com.cn

### 事件:

公司于9月19日公布了2011年8月主要运营数据。

数据显示, 2011年8月份中国联通3G用户净增长204.9万户, 3G用户累积达到2786.8万户, 其中3G数据卡用户净增17.08万户; 2G用户增长31.5万户, 2G用户总数达到15823.2万户。本地电话用户减少26.8万户, 降至9469.9万户; 宽带用户增长76.7万户, 累积达到5375.8万户。

### 评论:

#### 1、3G净增用户再创新高, 其他业务发展稳定

中国联通8月份净增3G用户204.9万户, 同比增长102.9%, 环比增长9.3%, 用户总数达到2786.8万户, 3G月净增用户和日净增用户再创历史新高。除此之外, 其他各项业务获得稳定发展。

#### 2、低端智能手机即成为未来全球发展主流, 第四季度中国联通多款千元智能机将大量铺货, 全年3G净增2500万目标无忧

iSuppli数据显示, 2015年前低端手机复合年均增长率为115.4%, 中高端智能机则为16.4%, 低端智能手机即成为未来全球发展主流。中国联通10-12月预计会向全渠道提供千元大屏3G智能手机800万部。本身9-12月是行业的传统旺季, 再加上针对开学季推出36元“沃派”校园套餐, 以及可能在第四季度推出的新一代iPhone手机, 我们认为其全年3G净增2500万目标无忧。

#### 3、维持“强烈推荐-A”投资评级

我们认为, 联通业绩反转形势已经确立, 未来公司业绩将大幅增长。预测公司2011-2013年EPS分别为0.12/0.32/0.53元, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 给予公司6个月目标价8.00元, 对应2011-2013年PE分别为67.7/25.4/15.2。

#### 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(百万元) | 158369 | 176168 | 213149 | 258021 | 294821 |
| 同比增长      | 4%     | 11%    | 21%    | 21%    | 14%    |
| 营业利润(百万元) | 11356  | 3914   | 8854   | 24590  | 41489  |
| 同比增长      | 110%   | -66%   | 126%   | 178%   | 69%    |
| 净利润(百万元)  | 3137   | 1228   | 2550   | 6707   | 11171  |
| 同比增长      | -84%   | -61%   | 108%   | 163%   | 67%    |
| 每股收益(元)   | 0.15   | 0.06   | 0.12   | 0.32   | 0.53   |
| PE        | 35.8   | 91.5   | 44.1   | 16.8   | 10.1   |
| PB        | 1.6    | 1.6    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |

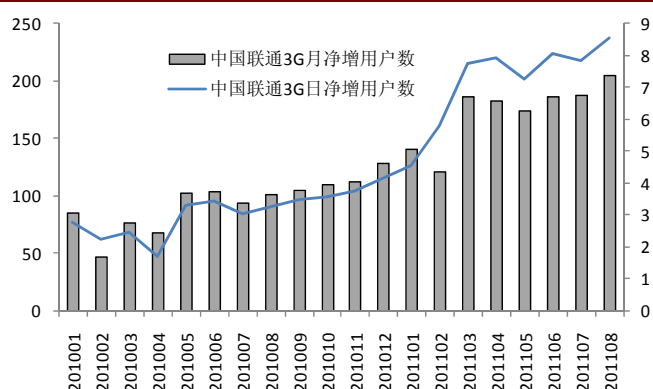
资料来源: 招商证券

## 一、3G 净增用户再创新高，其他业务发展稳定

中国联通 8 月份净增 3G 用户 204.9 万户，同比增长 102.87%，环比增长 9.34%，用户总数达到 2786.8 万户，3G 月净增用户和日净增用户再创历史新高。

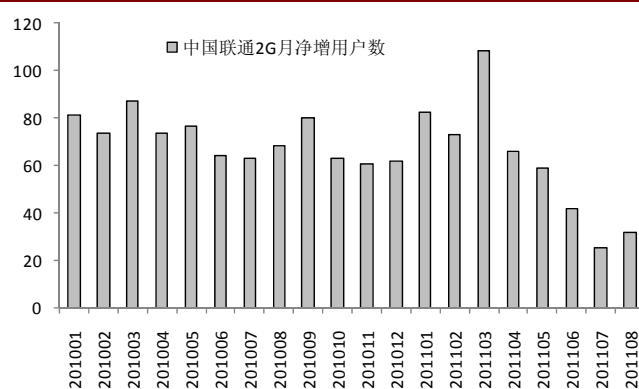
2G 方面，8 月份净增用户 31.5 万户，环比增长 25.00%，用户总数达到 15823.2 万户，随着联通 2G 用户向 3G 迁移方案的推出和实施，3G 用户稳步增长的同时，2G 用户增长将不断趋缓。

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）

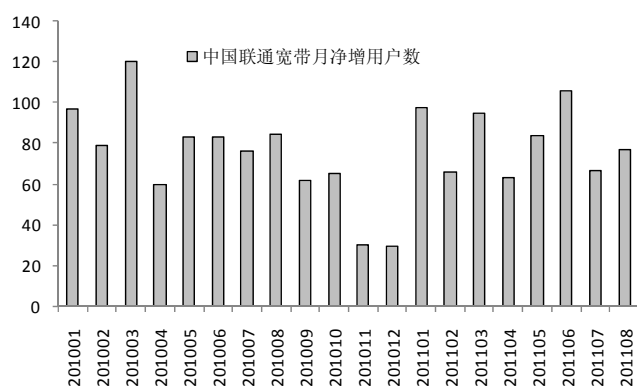


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

宽带方面，8 月份宽带用户净增 76.7 万户，环比增长 14.65%，用户总数达到 5375.8 万户。

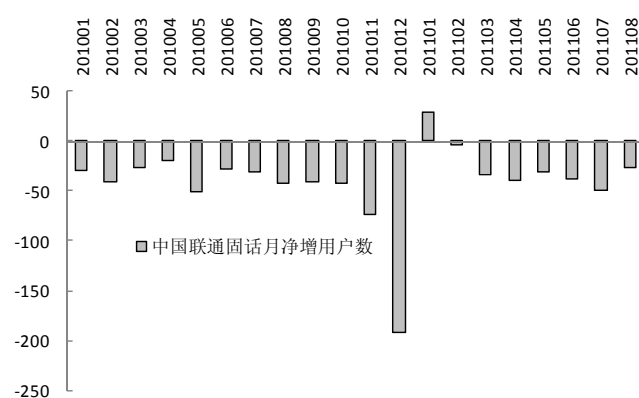
固话方面，8 月固话用户流失 26.8 万户，用户总数降低到 9469.9 万户。

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、低端智能手机即成为未来全球发展主流，第四季度中国联通多款千元智能机将大量铺货，全年 3G 净增 2500 万目标可以完成

### 1、低端智能手机即将成为未来全球发展主流

根据市场调查公司 iSuppli 的一项最新数据，智能手机的销售份额已经从 2009 年的 15.8% 升到今年的 32.5%，预计将在 2015 年飙升至 54.4%，在智能手机的出货量中，今年低端机型的销量达到了 4.78 亿部，预计在 2015 年还将达到 10.3 亿部。

iSuppli 表示，2015 年前低端手机的销量将预计以 115.4% 的复合年均增长率增长。而其中大部分智能手机将销往像中国、印度、南亚和非洲这样的地方，这些地方的个人电脑仍不够普及。

与低端智能机相比，中高端智能机同期的复合年均增长率则为 16.4%，这也是苹果、三星等手机制造商争相开发低端机型的原因。此外，已经很廉价的 3G 基带处理器与开放式操作系统 Android 的捆绑销售，这也保证了智能手机在新兴市场中的价格不会太过昂贵。

### 2、第四季度中国联通多款千元智能机将大量铺货，全年 3G 净增 2500 万目标可以完成

中国联通销售部总经理于英涛近日表示，中国联通将通过发展新定义的千元大屏 3G 智能手机争夺 3G 用户，10-12 月将会向全渠道提供中兴 V880 200 万部，联想 A60 200 万部，酷派 W706 200 万部，华为 X 系列 200 万部。预计今年第四季度将发展超过 700 万名相关用户，在整个的中国联通新增 3G 合约手机用户的占比将达到 55%-60%。

截止到 2011 年 8 月，中国联通 3G 净增用户数达到 1380 万，距离全年 2500 万的目标还有 1120 万的差距。

我们认为“沃派”套餐已经在校园推广中发挥成效，并会在往后的 3G 新增用户方面不断发挥作用。在我们看来，相比白领商务人群，学生群体具有客户黏性较弱、价格敏感、终端性价比追求高等特点，同时学生群体对新技术和新业务的需求也较为旺盛。“沃派”36 元得套餐价位和各种语音包、流量包等套餐，无疑对新生以及在校生同时具有很强的吸引力，并且配合千元大屏智能手机，与学生群体的需求特征匹配程度比起以往任何一种套餐都要高，并且与中国移动的校园传统品牌“动感地带”形成很强的竞争力。在业务方面，由于智能机 APP 的普及，使得联通与移动相比，由于在新业务方面的不足带给用户的体验上的差异被不断弱化。因此，“沃派”结合千元智能机的拓展将是联通迈上第三个 3G 业务发展平台-月增 250 万用户的催化剂。

此外，本身 9-12 月是行业的传统旺季，包括 9 月的开学行情、10 月的国庆行情以及 12 月的元旦行情，如果第四季度中国联通 3G 千元智能机铺货达到 800 万部的话，加上针对开学季推出 36 元沃派校园套餐，以及可能在第四季度推出的新一代 iPhone 手机，我们认为其全年 3G 净增 2500 万目标无忧。

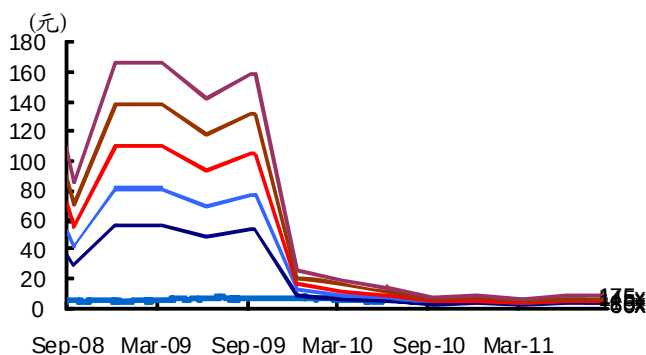
### 三、维持“强烈推荐-A”投资评级

我们认为，联通具有的优势及背后的成长逻辑依然没有改变，联通已经渡过经营拐点，其业绩反转形势已经确立，未来公司业绩将大幅增长。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.12/0.32/0.53 元，维持“强烈推荐-A”投资评级，给予公司 6 个月目标价 8.00 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 67.7/25.4/15.2，给予公司 12 个月目标价 9.30 元。

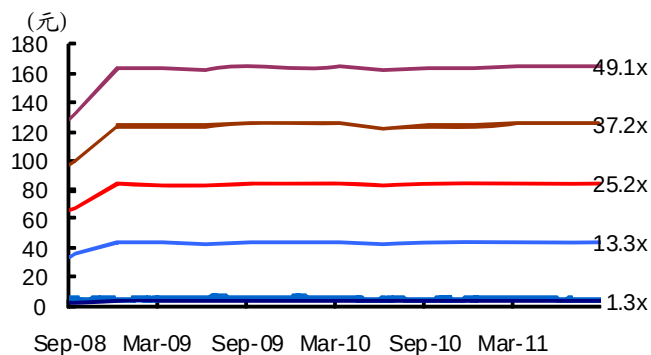
主要风险：行业爆发非理性价格战；电信引进 CDMA 版 iPhone。

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
- 5、《中国联通（600050）-六月运营数据点评：千元智能终端全国热销，3G 发展有望旺季爆发》2011/7/18
- 6、《中国联通（600050）-七月运营数据点评：本月 3G 发展情况正常，期待开学季用户放量增长》2011/8/22
- 7、《中国联通（600050）-中报大幅超预期，业绩反转形势确立》2011/8/24

## 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         | 54998         | 92468         | 133516        |
| 现金             | 8828          | 22791         | 35043         | 68721         | 106871        |
| 交易性投资          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收票据           | 25            | 61            | 74            | 90            | 103           |
| 应收款项           | 9871          | 10408         | 9087          | 11000         | 12569         |
| 其它应收款          | 6667          | 1617          | 1956          | 2368          | 2705          |
| 存货             | 2412          | 3728          | 4370          | 5069          | 5527          |
| 其他             | 2920          | 3688          | 4468          | 5221          | 5741          |
| <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>470191</b> | <b>516063</b> | <b>564143</b> |
| <b>流动负债</b>    | 199612        | 197894        | 217543        | 244502        | 262184        |
| 短期借款           | 63909         | 36727         | 36000         | 36000         | 36000         |
| 应付账款           | 100567        | 93695         | 113556        | 131718        | 143631        |
| 预收账款           | 21136         | 29971         | 25513         | 29593         | 32270         |
| 其他             | 14001         | 37501         | 42474         | 47190         | 50283         |
| <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>254935</b> | <b>281894</b> | <b>299576</b> |
| 股本             | 21197         | 21197         | 21197         | 21197         | 21197         |
| 资本公积金          | 28060         | 27819         | 27819         | 27819         | 27819         |
| 留存收益           | 21727         | 21821         | 23820         | 29382         | 37542         |
| 少数股东权益         | 137862        | 137344        | 142421        | 155772        | 178009        |
| 母公司所有者权益       | 70984         | 70836         | 72835         | 78397         | 86558         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>419232</b> | <b>443466</b> | <b>470191</b> | <b>516063</b> | <b>564143</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          | 88807          | 105887         | 111865         |
| 净利润            | 3137           | 1228           | 2550           | 6707           | 11171          |
| 折旧摊销           | 45875          | 52339          | 59080          | 61142          | 62584          |
| 财务费用           | 944            | 1625           | 1793           | 1564           | 1204           |
| 投资收益           | (1451)         | (485)          | (500)          | (500)          | (500)          |
| 营运资金变动         | 25144          | 27820          | 20595          | 22405          | 14164          |
| 其它             | (14340)        | (14317)        | 5289           | 14569          | 23242          |
| <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          | (2755)         | (2208)         | (3715)         |
| 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)          | (1145)         | (3011)         |
| 其他             | 27538          | 18403          | (1293)         | (1064)         | (704)          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(2415)</b>  | <b>14686</b>   | <b>12253</b>   | <b>33678</b>   | <b>38150</b>   |

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 | 213149 | 258021 | 294821 |
| 营业成本             | 105654 | 123735 | 149963 | 173949 | 189681 |
| 营业税金及附加          | 4487   | 4871   | 5755   | 6967   | 7960   |
| 营业费用             | 20957  | 23733  | 27363  | 30102  | 32107  |
| 管理费用             | 14048  | 16113  | 17320  | 18750  | 20280  |
| 财务费用             | 944    | 1625   | 1793   | 1564   | 1204   |
| 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   | 8854   | 24590  | 41489  |
| 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   | 9654   | 25390  | 42289  |
| 所得税              | 2807   | 975    | 2027   | 5332   | 8881   |
| <b>净利润</b>       | 9374   | 3671   | 7627   | 20058  | 33409  |
| 少数股东损益           | 6237   | 2444   | 5077   | 13351  | 22237  |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 3137   | 1228   | 2550   | 6707   | 11171  |
| <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%   | 21%   | 21%   | 14%   |
| 营业利润           | 110%  | -66%  | 126%  | 178%  | 69%   |
| 净利润            | -84%  | -61%  | 108%  | 163%  | 67%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 33.3% | 29.8% | 29.6% | 32.6% | 35.7% |
| 净利率            | 2.0%  | 0.7%  | 1.2%  | 2.6%  | 3.8%  |
| ROE            | 4.4%  | 1.7%  | 3.5%  | 8.6%  | 12.9% |
| ROIC           | 3.5%  | 1.8%  | 3.3%  | 7.6%  | 11.2% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 50.2% | 53.1% | 54.2% | 54.6% | 53.1% |
| 净负债比率          | 15.4% | 8.7%  | 8.0%  | 7.3%  | 6.6%  |
| 流动比率           | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 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   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 59.0  | 40.3  | 37.0  | 36.9  | 35.8  |
| 应收帐款周转率        | 16.5  | 17.4  | 21.9  | 25.7  | 25.0  |
| 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  | 4.19  | 5.00  | 5.28  |
| 每股净资产          | 3.35  | 3.34  | 3.44  | 3.70  | 4.08  |
| 每股股利           | 0.07  | 0.05  | 0.03  | 0.05  | 0.14  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 35.8  | 91.5  | 44.1  | 16.8  | 10.1  |
| PB             | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| EV/EBITDA      | 14.8  | 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。

**周炎**，理学硕士，3 年运营商从业经验，目前为招商证券通信行业研究员。

## 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。