

强烈推荐-A (维持)

中国联通 600050.SH

目标估值: 8.00 元

当前股价: 5.42 元

2011年11月21日

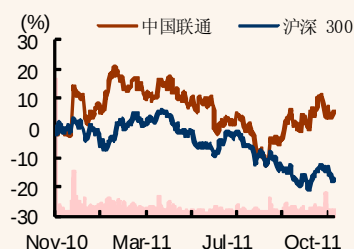
3G用户增长再度提速，未来优势将持续

基础数据

上证综指	2415
总股本(万股)	2119660
已上市流通股(万股)	2119660
总市值(亿元)	1149
流通市值(亿元)	1149
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	1.7
资产负债率	52.1%
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	2	-2	8
相对表现	1	15	25



相关报告

- 1、《中国联通(600050)-中报大幅超预期，业绩反转形势确立》2011/8/24
- 2、《中国联通(600050)-季报点评：3G发展势头良好，营运成本影响盈利能力》2011/10/27

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11月18日公布了2011年10月主要运营数据。

数据显示，2011年9月份中国联通3G用户净增长292万户，环比增长23.6%，3G用户数累计达到3315万户，其中3G数据卡用户净增18.46万户；2G用户增长42.1万户，用户总数达到15922.5万户。本地电话用户减少27.8万户，降至9429.7万户；宽带用户增长51.2万户，累积达到5504.9万户。

评论：

1、3G业务再度提速，净增用户数实现跨越式增长，全年目标实现无忧

中国联通10月份3G净增用户首次同时超越电信和移动，同比增长165%，环比增长23.6%，累计达到3315万户，3G渗透率达到17.5%。3G月净增用户和日净增用户创出历史新高，且占新增移动用户比例提升到87.4%，照此增速，公司全年新增2500万3G用户的目标触手可及。

2、国内3G增长进入快车道，公司优势将持续

短期内，受iPhone 4合约套餐调整和营销范围扩大影响，终端补贴有望环比回升，但3G业务ARPU值维持稳定，对收入贡献日益突出。展望明年，联通的网络优势继续保持，届时将是联通继续扩大3G业务优势，实现业绩大幅增长的关键时点。

3、维持“强烈推荐-A”投资评级

我们认为，公司3G用户未来将持续高增长，公司已经渡过经营拐点，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。

4、风险提示

行业爆发非理性价格战；用户数高速增长带来的成本费用增加超预期；TD-LTE进程超预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主 收入(百万元)	158369	176168	211951	255180	292023
同比增长	4%	11%	20%	20%	14%
营业利润(百万元)	11356	3914	8977	25042	41496
同比增长	110%	-66%	129%	179%	66%
净利润(百万元)	3137	1228	2477	6853	11200
同比增长	-84%	-61%	102%	177%	63%
每股收益(元)	0.15	0.06	0.12	0.32	0.53
PE	36.1	90.3	45.2	16.9	10.2
PB	1.6	1.6	1.6	1.5	1.3

资料来源：招商证券

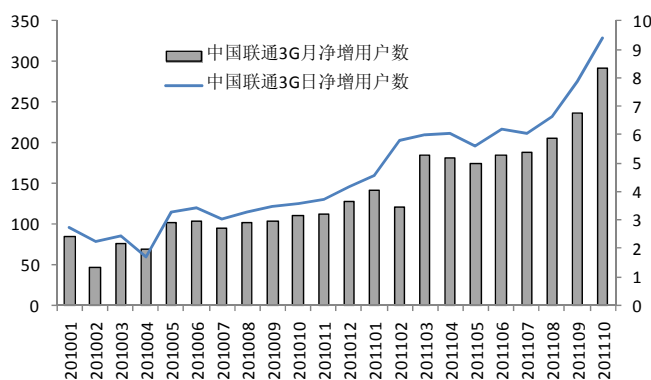
一、3G 净增用户数再度提速

中国联通 10 月份净增 3G 用户 292 万户，同比增长 165%，环比增长 23.6%，用户总数累计达到 3315 万户，3G 用户的渗透率达到 17.5%。3G 月净增用户和日净增用户创出历史新高，并且 3G 占新增移动用户的比例提升到 87.4%。

2G 方面，10 月份净增用户 42.1 万户，环比下降 26.4%，同比下降 33.4%，用户总数达到 15922.5 万户。

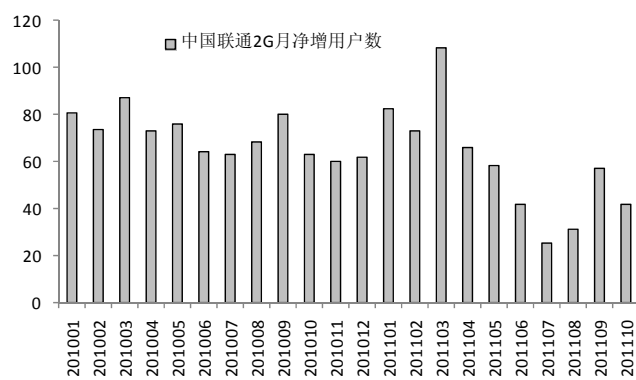
受益于 3G 用户的跨越式增长，10 月份移动用户一举突破 300 万关口，整体净增加 334.1 万户，达到历史高值。

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）

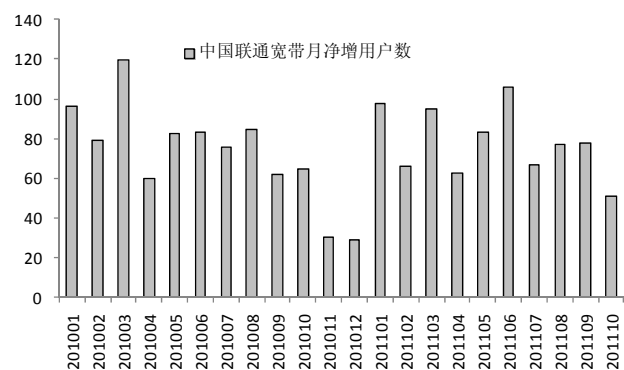


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

宽带方面，10 月份宽带用户净增 51.2 万户，同比和环比分别减少 21.2%和 34.3%，用户总数达到 5504.9 万户。

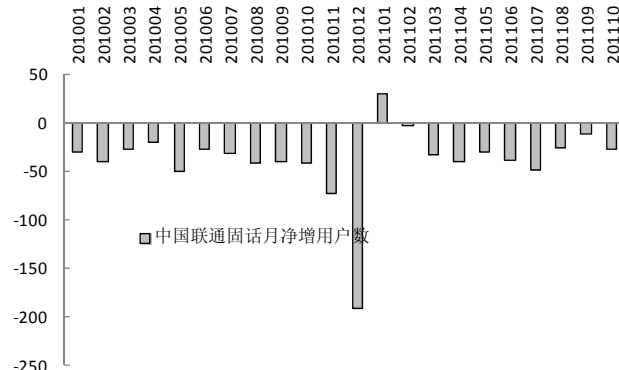
固话方面，10 月固话用户流失 27.8 万户，用户总数降低到 9429.7 万户。

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、市场策略显成效，全年目标实现无忧，未来公司优势将持续

1、市场策略发挥成效，全年 2500 万目标实现无忧

中国联通下半年“沃派”和“千元智能机”策略收到显著成效，10 月份 3G 用户数净增 292 万户，直接跨越 250 万户的门槛，直逼月增 300 万户的新台阶。截止目前，公司年内新增 3G 用户 1909 万户，照此增速，年初制定的全年新增 2500 万 3G 用户的目标触手可及。

联通的 3G 业务发展情况是判断未来成长的重要因素，虽然上半年用户增长曾一度陷入胶着，但下半年差异化市场策略“沃派”和“千元智能机”推出后，在中低端市场取得很好效果。尤其以 90 后为代表的学生市场正逐渐成为市场的消费主力，联通“沃派”的“定制化套餐+特色应用+合约终端”的创新业务模式，已经先行构建起青少年“移动互联生态圈”的雏形，并且近日“沃派”与湖南卫视《天天向上》栏目合作，借助其超高人气和收视率进行推广，逐步将“沃派”打造成青少年的明星品牌，在学生市场与移动的“动感地带”形成有力的竞争。

同时，在高端市场，iPhone 策略重新调整，继上个月“286 零元购机”套餐回归后，又以略低于苹果官方的价格推出 8G 版 iPhone 4，继续加强对高端用户市场的争夺。并且，进入 11 月下旬，有消息称 WCDMA 版 iPhone 4S 在工信部下属检测机构所做检测已经全部结束，联通最快有望 12 月正式对外发售。而 CDMA 版 iPhone 4S 此次是否能够获得入网许可证仍不明朗，我们认为联通将借助 iPhone 4s 继续保持在 3G 高端市场的领跑优势。

先通过 iPhone 占领高端市场，再依靠“千元智能机”占领中低端市场，下一步，联通将继续进军中端市场。中国联通销售部总经理于英涛 20 日表示，公司将继续关注新定义千元智能机及其升级产品，同时计划推出一系列 1500-2000 元的中端精品智能机，合作对象范围有望扩大到热门程度仅次于 iPhone 的小米手机等。本月 3G 用户的突增即是联通市场策略及竞争优势的良好佐证，移动的优势在于其用户基础，电信在于其网络覆盖和固网绑定策略，联通的优势在于网络质量和产业链优势，随着移动互联网应用的不断推成出新，以及 3G 用户对使用体验的追求，联通的竞争优势已经得到了市场的认可。

2、国内 3G 增长进入快车道，公司优势将持续

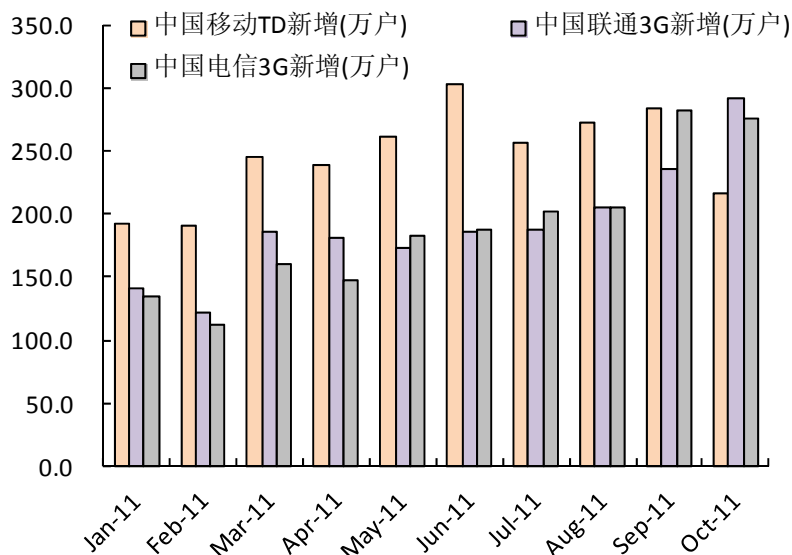
短期内，受 iPhone 4 合约套餐调整和营销范围扩大影响，终端补贴有望环比回升。但我们认为联通现行策略能够帮助公司有效抢占市场，为 3G 发力赢得先机。

根据本月三大运营商的数据显示，我国 3G 用户数逾一亿，累计达到 10966.8 万户，渗透率 11.5%，3G 市场已成规模。根据国外运营商的经验，当一个国家的 3G 渗透率达到 10%后，将迎来高峰期，这意味着，我国的 3G 已经进入到规模化应用的关键时期，未来基于 3G/WLAN 的移动互联网应用也将迎来新的发展高峰。

相比之下，联通的 3G 渗透率已达到 17.5%，并且在新增移动用户的占比高达 87.4%。从三季报情况看，3G 业务持续快速增长，完成服务收入 221.92 亿元，所占移动服务

收入比重由去年同期的 12% 上升到 29.2%，并且 3G 用户的 ARPU 值稳定在 115 元左右，MOU 658 分钟，平均每用户每月数据流量为 270M，均远高于 2G 用户水平，3G 业务的贡献日益突出。并且，本月联通的 3G 新增用户数已经成功超越电信和移动，保持环比 23.6% 的高增长。

图 5：三大运营商新增 3G 用户数对比



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

从市场格局方面看，明年移动将在 TD-LTE 上继续探索和试验，中国电信目前由于在 LTE 的抉择面前而放缓了对 EV-DO Rev.B 的升级进程，而今年年中联通即在 56 个主要城市推出了 HSPA+ 服务，明年服务范围将进一步扩大，网络优势继续保持，所以我们认为明年将是联通继续扩大 3G 业务优势，实现业绩大幅增长的关键年份。再加上移动互联网的发展带来用户端需求的提升，将加快 2G 用户向 3G 迁移，我们认为明年联通新增 3G 用户有望实现翻倍增长，未来收入贡献将明显加快。

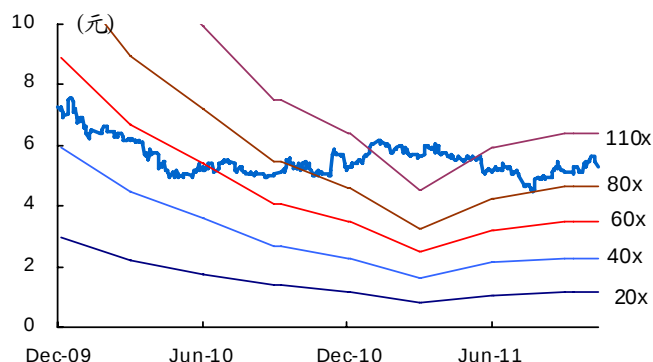
三、维持“强烈推荐-A”投资评级

我们认为，联通具有的优势及背后的成长逻辑持续成立，3G 用户稳定持续增长，今年 2500 万新增用户的目标实现无忧，并且明年有望实现成倍增长。再加上公司已经渡过经营拐点，业绩反转形势确立，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。

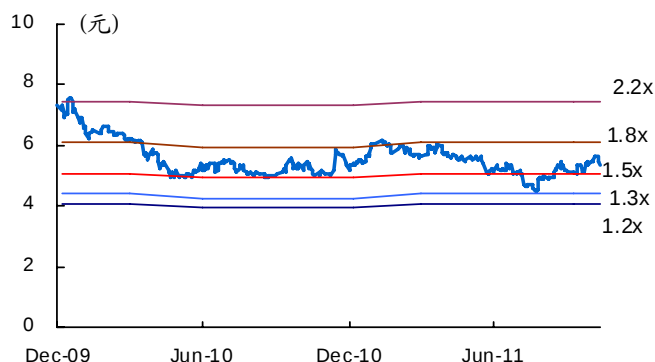
主要风险：行业爆发非理性价格战；用户数高速增长带来的成本费用增加超预期；TD-LTE 进程超预期。

图 6：中国联通历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 7：中国联通历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

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
- 8、《中国联通（600050）-八月运营数据点评：3G 净增用户再创新高，四季度千元智能机将大量铺货》2011/9/19

9、《中国联通（600050）-九月运营数据点评：3G 用户发展符合预期，公司多重发力备战四季度》2011/10/19

10、《中国联通（600050）-三季报点评：3G 发展势头良好，营运成本影响盈利能力》2011/10/27

11、《中国联通（600050）-“电信、联通反垄断事件”点评：短期难有实质性影响，长期利好公司宽带业务》2011/11/10

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	54012	87887	128494
现金	8828	22791	34160	64530	102259
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	61	74	89	102
应收款项	9871	10408	9036	10879	12449
其它应收款	6667	1617	1945	2342	2680
存货	2412	3728	4350	4943	5390
其他	2920	3688	4447	5104	5614
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	469205	511482	559122
流动负债	199612	197894	216775	239671	256894
短期借款	63909	36727	36000	36000	36000
应付账款	100567	93695	113039	128464	140067
预收账款	21136	29971	25397	28862	31469
其他	14001	37501	42340	46345	49358
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	254168	277063	294286
股本	21197	21197	21197	21197	21197
资本公积金	28060	27819	27819	27819	27819
留存收益	21727	21821	23746	29487	37610
少数股东权益	137862	137344	142275	155916	178210
母公司所有者权益	70984	70836	72762	78503	86626
负债及权益合计	419232	443466	469205	511482	559122

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	59309	68210	87129	102271	111554
净利润	3137	1228	2477	6853	11200
折旧摊销	45875	52339	59080	61142	62584
财务费用	944	1625	998	1289	1248
投资收益	(1451)	(485)	(500)	(500)	(500)
营运资金变动	25144	27820	19951	18659	13723
其它	(14340)	(14317)	5123	14828	23299
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	(1959)	(1901)	(3825)
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)	(1112)	(3076)
其他	27538	18403	(498)	(789)	(748)
现金净增加额	(2415)	14686	11369	30370	37729

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	158369	176168	211951	255180	292023
营业成本	105654	123735	149281	169651	184974
营业税金及附加	4487	4871	6147	7400	8469
营业费用	20957	23733	27130	30048	32056
管理费用	14048	16113	16920	18750	20280
财务费用	944	1625	998	1289	1248
资产减值损失	2376	2664	3000	3500	4000
公允价值变动收	1239	0	0	0	0
投资收益	212	485	500	500	500
营业利润	11356	3914	8977	25042	41496
营业外收入	1101	1060	700	1500	1700
营业外支出	275	327	300	600	800
利润总额	12181	4647	9377	25942	42396
所得税	2807	975	1969	5448	8903
净利润	9374	3671	7408	20494	33493
少数股东损益	6237	2444	4931	13641	22294
母公司所有者净利润	3137	1228	2477	6853	11200
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%	20%	20%	14%
营业利润	110%	-66%	129%	179%	66%
净利润	-84%	-61%	102%	177%	63%
获利能力					
毛利率	33.3%	29.8%	29.6%	33.5%	36.7%
净利率	2.0%	0.7%	1.2%	2.7%	3.8%
ROE	4.4%	1.7%	3.4%	8.7%	12.9%
ROIC	3.5%	1.8%	3.1%	7.7%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	53.1%	54.2%	54.2%	52.6%
净负债比率	15.4%	8.7%	8.0%	7.3%	6.7%
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
速动比率	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5
营运能力					
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	36.5	35.8
应收帐款周转率	16.5	17.4	21.8	25.6	25.0
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	4.11	4.82	5.26
每股净资产	3.35	3.34	3.43	3.70	4.09
每股股利	0.07	0.05	0.03	0.05	0.15
估值比率					
PE	37.0	94.4	46.8	16.9	10.4
PB	1.6	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.7	14.8	12.4	9.8	8.1

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。