

买入 维持

中国联通 (600050)

2012 年 01 月 20 日

2011 年 3G 用户目标达成 竞争力全面提升

2012 年 1 月 19 日收盘价: 5.09 元

6 个月目标价: 7.00 元

通信行业高级分析师: 袁兵兵
SAC 执业证书编号: S0850511100003
ybb6053@htsec.com

021-23219770

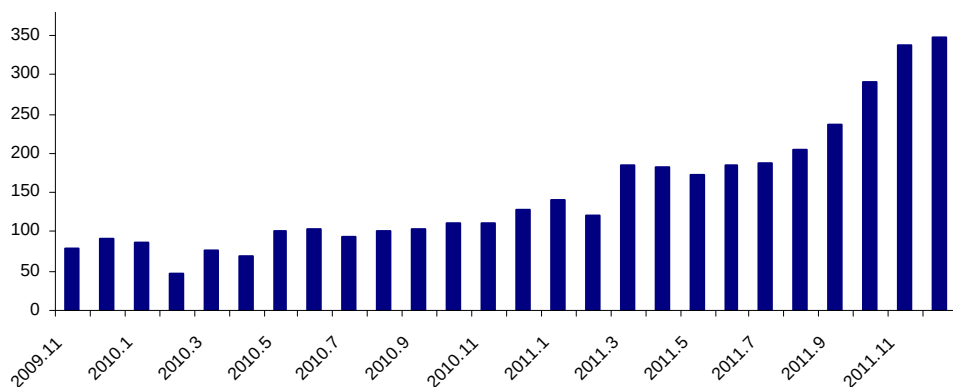
联系人: 侯云哲

hyz6671@htsec.com

021-23219815

事件: 2011 年 12 月, 中国联通 3G 用户数累计达到 4001.9 万户, 12 月份净增 3G 用户数 348.5 万, 环比增长 2.98%。

图 1 中国联通 3G 月度净增用户数 (单位: 万户)

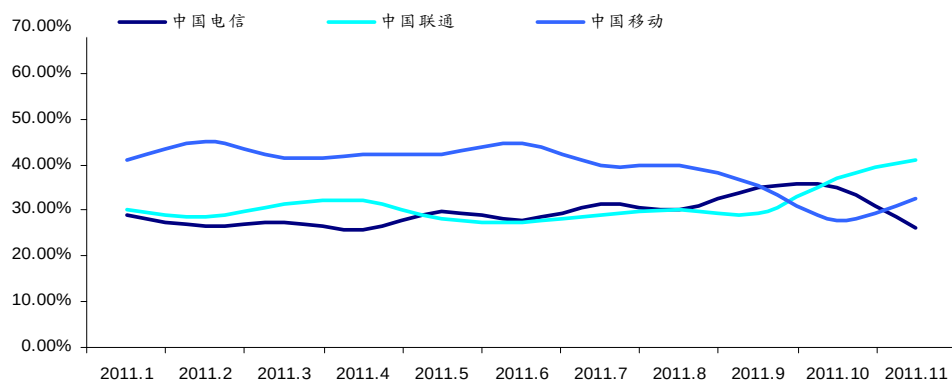


资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

点评:

1. 公司全年 3G 用户净增 2500 万用户的目标超额完成, 3G 业务竞争力大幅提升。2011 年, 在千元智能机带动下, 公司全年净增 3G 用户 2595.9 万, 略超公司年初 2500 万净增用户数目标。更重要的是, 公司月度净增 3G 用户的市场份额从 2011 年 1 月的 30.01% 大幅上升至 11 月的 41.15%, 公司 3G 业务市场竞争力显著增强。

图 2 2011 年中国三大运营商 3G 用户月度净增市场份额比较



资料来源: 中国联通, 中国电信, 中国移动, 海通证券研究所

2. 中端智能机发布、千元智能机升级、iPhone4S 上市，2012 年公司智能机市场实现全面布局、全面覆盖 3G 用户市场。

1) 2011 年 12 月 22 日，中国联通 Skate V960 发布，打响中端用户市场开拓发令枪。

表 1 Blade V880 与 Skate V960 参数比较

	Blade V880	Skate V960
显示屏	TFT 3.5 寸	TFT 4.3 寸
分辨率	480 × 800	480 × 800
内存	256M RAM + 512M ROM	512M RAM + 512M ROM
主摄像头像素	320 万	500 万
电池	1250mAh	1400mAh
操作系统	Android 2.2	Android 2.3
参考定价(单位:元)	999	1499

资料来源：中国联通，海通证券研究所

2) 2011 年 12 月 26 日，新定义千元智能机上市，显著提升千元智能机用户体验。

表 2 千元智能机和新定义千元智能机比较

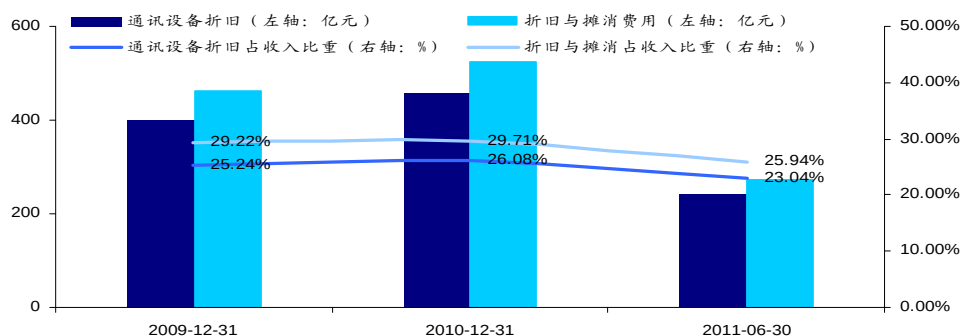
	千元智能机	新定义千元智能机
显示屏	3.5 寸	4 寸
触摸屏	电容触摸屏	电容触摸屏
CPU 主频	>=600MHz	>=800MHz
参考定价(单位:元)	999	1299
制造商个数	5	8

资料来源：中国联通，海通证券研究所

3) 2012 年 1 月 13 日，iPhone4S 上市，高端用户市场进一步扩大。iPhone4S 的硬件增强和功能提升吸引新的高端用户，带来高端用户增量市场。

3. 在 3G 用户和数据流量的高速增长下，我们判断公司为了提升用户体验，将主动增加网络设备投资。但在 3G 业务规模效应带动下，设备的折旧与摊销费用占营业收入的比重不会大幅提升。2011 年上半年，通信设备折旧费用占营业收入比重已经相对 2009 和 2010 年有明显的下降。

图 3 2009 - 2011H1 折旧与摊销占营业收入比重



注：其中折旧与摊销费用不包括管理费用中的折旧与摊销

资料来源：中国联通年报，中国联通半年报，海通证券研究所

4. 考虑公司在国内 3G 用户市场实现全面布局，3G 业务竞争力优势越发明显以及规模效应带来的费用率降低，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.11 元、0.25 元、0.45 元，给予联通 2.1 倍 P/B 估值，对应 6 个月目标价 7.00 元、给予“买入”评级。

风险提示：公司 3G 业务拓展成本超出预期。

表 3 中国联通合并利润表预测（单位：亿元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1583.70	1761.70	2053.22	2536.85	3007.05
营业成本	1100.43	1298.10	1509.76	1832.19	2078.05
网间结算支出	129.55	137.27	153.99	164.90	165.39
折旧及摊销	478.98	547.86	605.70	710.32	811.90
网络、营运及支撑成本	237.28	263.83	287.45	317.11	345.81
雇员薪酬及福利开支	219.34	233.31	266.92	339.94	420.99
信息通信技术成本	8.39	8.95	10.27	12.68	15.04
销售通信产品支出	26.89	106.88	185.43	287.25	318.93
营业税金及附加	-44.87	-48.71	-56.67	-70.02	-82.99
销售费用	209.57	237.33	275.13	304.42	342.80
管理费用及其他	96.59	100.38	108.82	109.08	117.27
财务费用	9.44	16.25	19.51	25.37	31.57
资产减值损失	-23.76	-26.64	-10.27	-12.68	-15.04
公允价值变动收益	12.39	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.12	4.85	5.75	7.10	8.42
营业利润	113.56	39.14	78.82	190.19	347.74
营业外收入	11.01	10.60	12.32	15.22	18.04
营业外支出	-2.75	-3.27	-4.11	-5.07	-6.01
利润总额	121.81	46.47	87.03	200.33	359.77
所得税	-28.07	-9.75	-18.28	-42.07	-75.55
净利润（红筹）	93.74	36.72	68.75	158.26	284.21
少数股东损益	62.37	24.44	45.76	105.33	189.16
归属母公司净利润	31.37	12.28	22.99	52.93	95.06
股本	211.97	211.97	211.97	211.97	211.97
EPS（单位：元）	0.15	0.06	0.11	0.25	0.45

资料来源：公司 2009 - 2010 年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

袁兵兵：通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、海能达、新海宜、国腾电子、烽火通信、信维通信、日海通讯、盛路通信、大富科技、三维通信、光迅科技、金信诺

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队

姜 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431
周 霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733
李 珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

联系人

陈 瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队

吴光兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峰嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨卉 (021) 23219760

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

联系人

武 亮 (021) 23219883
黄 轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

联系人

倪玉娟 (021) 23219820 nyj6638@htsec.com

计算机行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

lyy5991@htsec.com
yyj7006@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374
联系人
黄 媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白 洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人:
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业

联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑 琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

联系人
赵 健 (021) 23219472

zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383
牛 品 (021) 23219390
联系人
房 青 (021) 23219692
徐柏乔 (021) 23219171

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

公用事业		银行业		社会服务业	
陆凤鸣（021）23219415	lufm@htsec.com	联系人		林周勇（021）23219389	lzy6050@htsec.com
联系人		刘瑞（021）23219635	lr6185@htsec.com	联系人	
汤砚卿（021）23219768	tyq6066@htsec.com	汤婧（021）23219809	tj6639@htsec.com	胡宇飞（021）23219810	hyf6699@htsec.com
房地产业		造纸轻工行业		通信行业	
涂力磊（021）23219747	tl5535@htsec.com	徐琳（021）23219767	xl6048@htsec.com	袁兵兵（021）23219770	ybb6053@htsec.com
谢盐（021）23219436	xiey@htsec.com	联系人		联系人	
联系人		马浩博（021）23219822	mhb6614@htsec.com	侯云哲（021）23219815	hyz6671@htsec.com
贾亚童（021）23219421	jiayt@htsec.com				

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
（021）63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
（021）23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清（0755）82775962	ctq5979@htsec.com	高 溱（021）23219386	gaoqin@htsec.com	孙 俊（010）58067988	sunj@htsec.com
刘晶晶（0755）83255933	liujj4900@htsec.com	季唯佳（021）23219384	jiwj@htsec.com	张广宇（010）58067931	zgy5863@htsec.com
辜丽娟（0755）83253022	gulj@htsec.com	胡雪梅（021）23219385	huxm@htsec.com	王秦豫（010）58067930	wqy6308@htsec.com
高艳娟（0755）83254133	gyj6435@htsec.com	黄 毓（021）23219410	huangyu@htsec.com	隋 巍（010）58067944	sw7437@htsec.com
伏财勇（0755）23607963	fcy7498@htsec.com	朱 健（021）23219592	zhuj@htsec.com		
邓 欣（0755）23607962	dx7453@htsec.com	肖文宇（021）23219442	xiaowu@htsec.com		
		王丛丛（021）23219454	wcc6132@htsec.com		
		朱 昂（021）23219397	za6533@htsec.com		

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com