

中国联通（600050）事项点评

用户再上百万 竞争力循环增强

中信证券研究部 通信组

维持评级：买入

张兵

电话：010-84588511

邮件：zhangb@citics.com

执业证书编号：S1010200010061

宫俊涛

电话：010-84588159

邮件：gjt@citics.com

执业证书编号：S1010210060002

事项：

9 月 20 日中国移动、中国电信、中国联通各自公布了 2010 年 8 月用户数据。移动、联通、电信分别新增移动电话用户 542.8 万户（其中 3G 用户为 158.5 万）、160.2 万户（其中 3G 用户为 101 万）、262 万户；联通、电信新增固话用户分别为-42 万、-104 万；联通、电信新增宽带用户分别为 84.6 万、83 万。

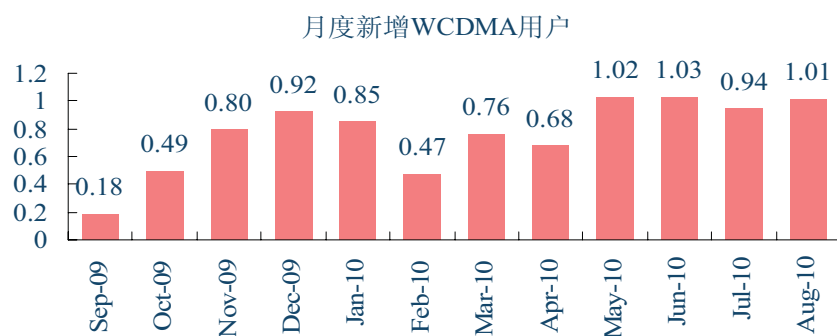
评论：

1. 联通新增 3G 用户于百万平台企稳

8 月联通新增 3G 用户 101 万户，较上月的 94 万户有所增加，新增用户连续 4 月处于百万平台，在 iPhone 供应不足的情况下，该数据是较为理想的。

图 1：中国联通 3G 用户持续较快增长

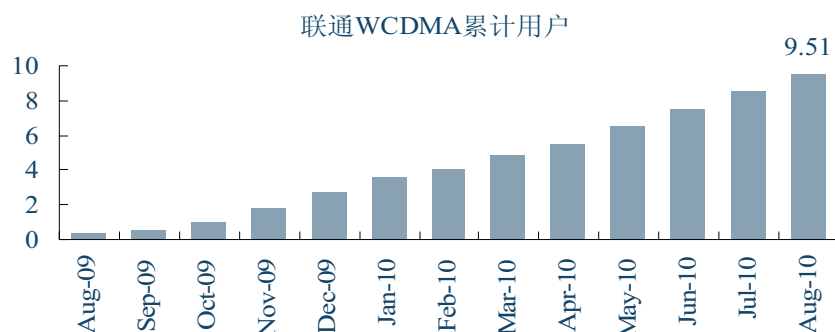
单位：百万户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 2：中国联通累计 3G 用户数达到 951 万户

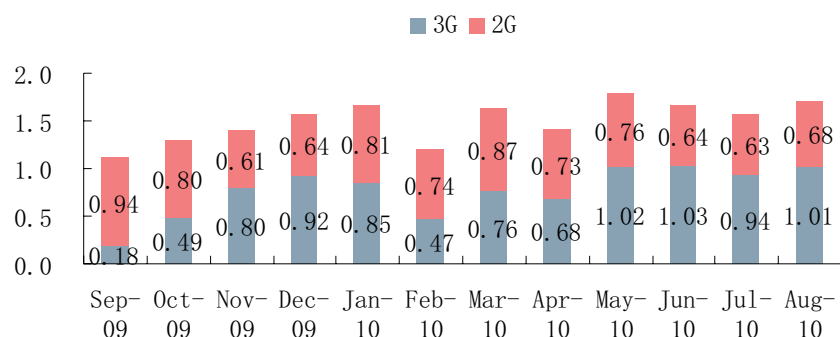
单位：百万户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

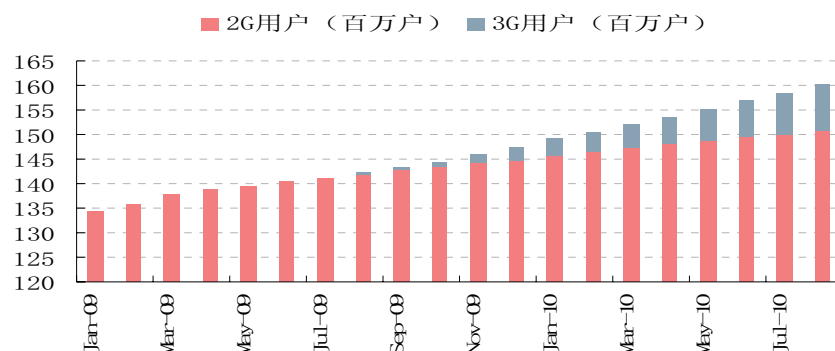
图 3：中国联通月度新增用户数（2G+3G）

单位：百万户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 4：中国联通用户总数达到 1.6 亿户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

2. 联通 4 季度新增 3G 用户量值得看好

联通社会渠道的发展不可小视。可以说联通前期 3G 用户的发展主要依靠全员营销的方式进行，而现在联通正在快速弥补社会渠道短板，并且渠道建设速度超预期。以山东联通为例，其从今年初开启社会渠道建设筹划，当时社会渠道占比仅 5%，而到 8 月份已经达到 27%；其发展目标是做到社会渠道与自有渠道占比各一半的状况，国美、苏宁等皆已进入其社会渠道，我们看好后期社会渠道力量的发挥对联通 3G 用户发展的积极作用。

千元智能手机推出有望真正推动 3G 用户的规模化发展。联通于 6 月下旬着手推出千元智能机已对其 3G 用户发展产生积极影响，有效缓解了 iPhone 供应不足的压力；预期联通今年后期仍有十余款中低端智能机上市，进一步扩大联通 3G 对中高端消费群体的吸引力。

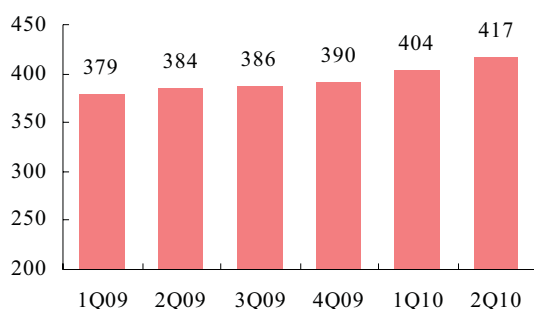
iPhone 的推动作用将持续，尤其是在 iPhone 4 以及供货改善的情况下，iPhone 对联通 3G 用户量的提升有望加强。

3. 业绩向好态势明确，且回升弹性大

从收入角度看，联通季度收入水平已连续多个季度回升，从盈利水平看，去年四季度盈利水平降至冰点，今年一季度已开始明显回升。当前联通 3G 业务对公司利润的损耗很大，公司的 2G 业务以及固网业务的正常年度盈利水平在 130 亿元左右，对应 A 股 EPS 为 0.21 元，因此，只要联通 3G 业务盈亏平衡，联通的盈利水平将会显著回升，而明年联通 3G 实现盈亏平衡的可能性较大。联通业绩向好的态势明确，而且业绩回升弹性大。

图 5：联通收入水平连续回升

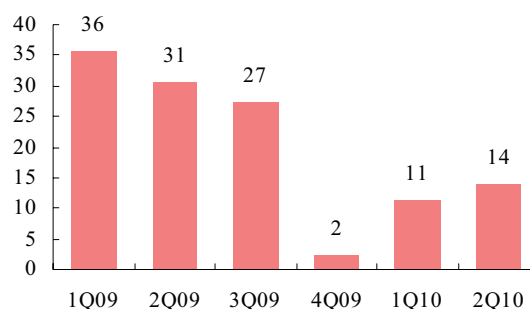
单位：亿元



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 6：联通净利润逐步回升

单位：亿元

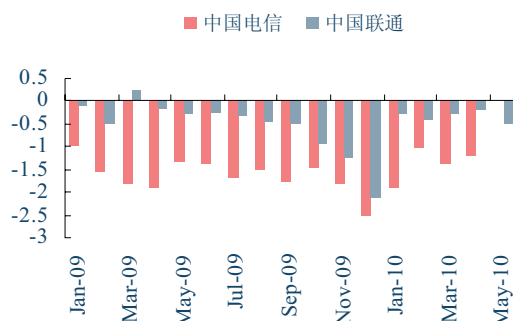


资料来源：公司公告，中信证券研究部。

4. 固网用户发展延续前期趋势，固网下滑显著减缓

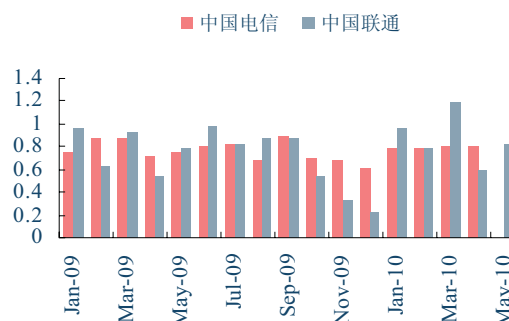
8 月联通新增固话和宽带用户分别为-42 万户、84.6 万户。在固话流失减缓，宽带保持快速增长的情况下，上半年联通的固网业务同比下滑仅为 1.1%，且出现环比 0.8%的回升态势，固网下滑已显著减缓，预计明年将止跌回升。

图 7：联通、电信月度新增本地电话用户情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部。单位：百万户。

图 8：联通、电信月度新增宽带用户情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部。单位：百万户。

5. 维持“买入”评级

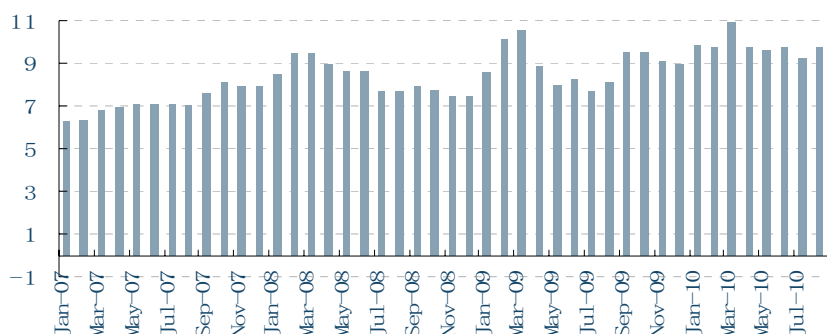
“终端优势 + 渠道突破 + 管理改善”强化联通的用户争夺力；业绩方面已呈现明确向好态势，且业绩回升弹性大，按照明年 0.2 元的 EPS 看（0.2 元的情况下尚未体现联通 3G 的盈利能力，而这是联通后续业绩增长的主动力），联通当前估值不高，投资价值凸现。

预计公司 10/11/12 年 EPS 为 0.09/0.20/0.35 元，10/11/12 年 PE 55/25/14，维持“买入”评级，目标价 7.5 元。

月度数据概览：

1. 8 月合计新增移动电话用户 974 万户

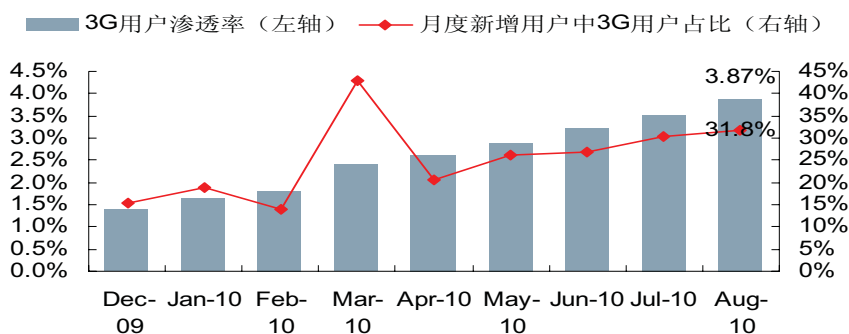
图 9：8 月三大运营商合计新增移动电话用户 974 万



资料来源：中国移动、中国电信、中国联通公告，中信证券研究部。

2. 3G 占月新增用户比例快速提升

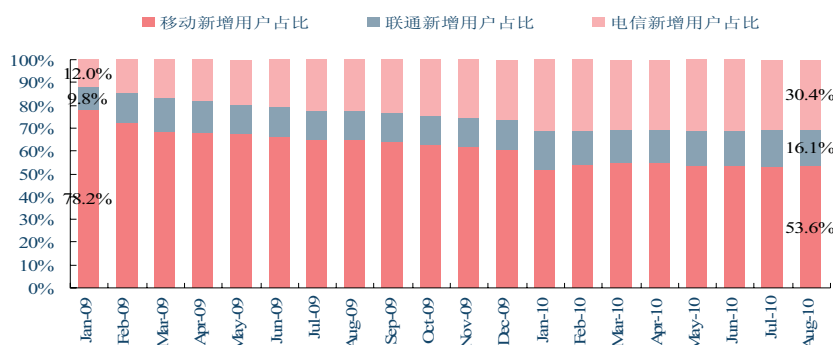
图 10：3G 占月新增用户比例超过 30%



资料来源：中国移动、中国电信、中国联通公告，中信证券研究部。中国电信部分月份 3G 用户数为估计值。

3. 运营商用户市场结构

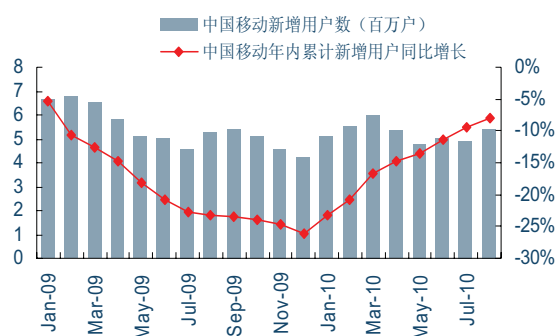
图 11：近月各大运营商用户份额相对平稳 但 3G 用户份额变化较大



资料来源：中国移动、中国电信、中国联通公告，中信证券研究部。

4. 各运营商月度新增用户数据

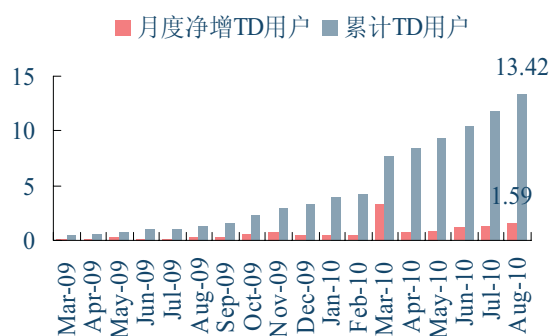
图 12：中国移动月度新增移动用户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

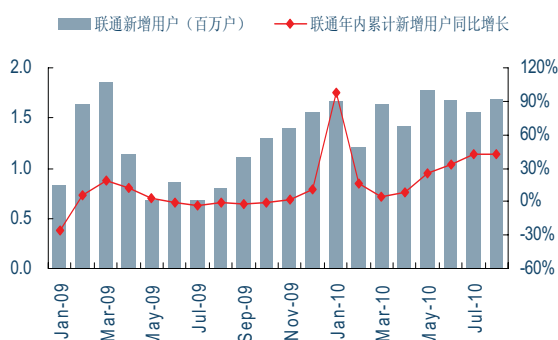
图 13：中国移动 TD 用户

单位：百万户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

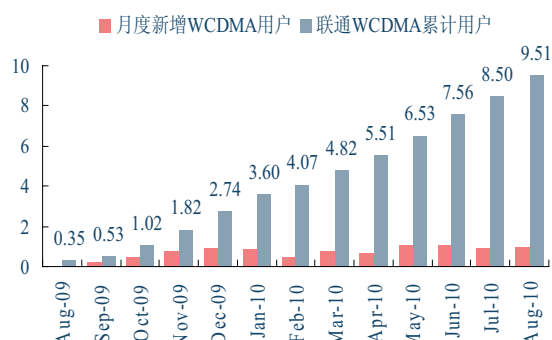
图 14：中国联通月度新增移动用户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

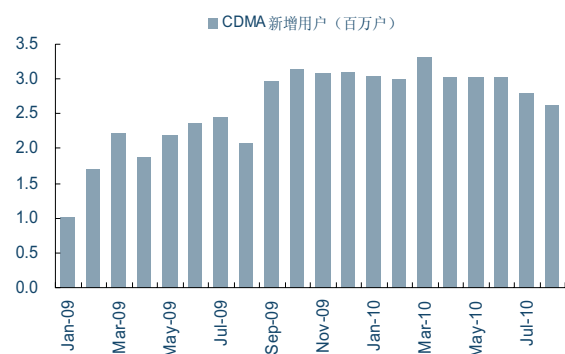
图 15：中国联通 WCDMA 用户

单位：百万户



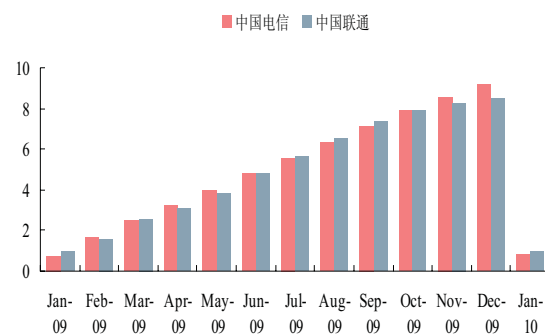
资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 16：中国电信月度新增移动用户



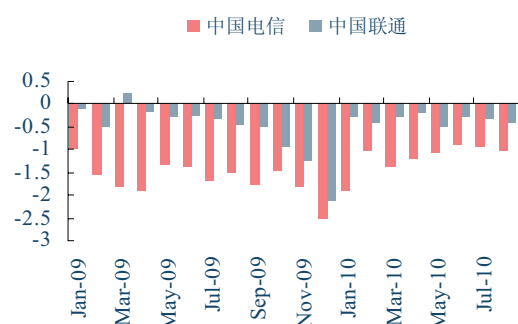
资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 17：联通、电信年内累计新增宽带用户



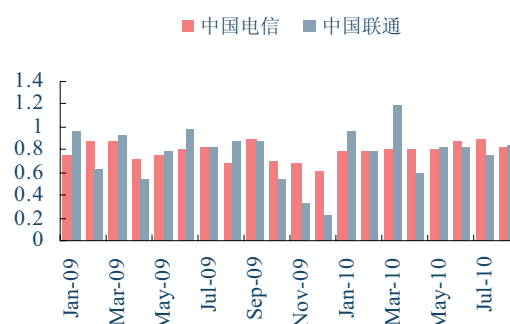
资料来源：公司公告，中信证券研究部。单位：百万户。

图 18：联通、电信月度新增本地电话用户情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部。单位：百万户。

图 19：联通、电信月度新增宽带用户情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部。单位：百万户。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人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，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，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中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准			
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中信标普 300 指数的涨跌幅：			

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852)22376409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852)21046580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			