

中国联通（600050）事项点评

“终端给力、合约发力、渠道打通”正引爆用户高增

中信证券研究部 通信组

投资评级：买入（维持）

宫俊涛

电话：010-84588159

邮件：gjt@citics.com

执业证书编号：S1010510120037

联系人：陈剑

电话：010-84588585

邮件：chenjian@citics.com

事项：

中国联通2月用户数据公布：

净增3G用户121.3万户（环比-19.4万，减13.8%；同比+74.3万，增158.1%），3G用户达到1668万户；

净增2G用户72.8万户（环比-9.7万，减11.8%；同比-0.8万，减1.1%），2G用户达到1.55亿户；

净增宽带用户65.9万户（上月为+97.3万，去年同期为+79.1万），宽带用户达到4886万户；

净增固话用户-3.7万户（上月为+29.2万，去年同期为-41万），固话用户达到9689万户。

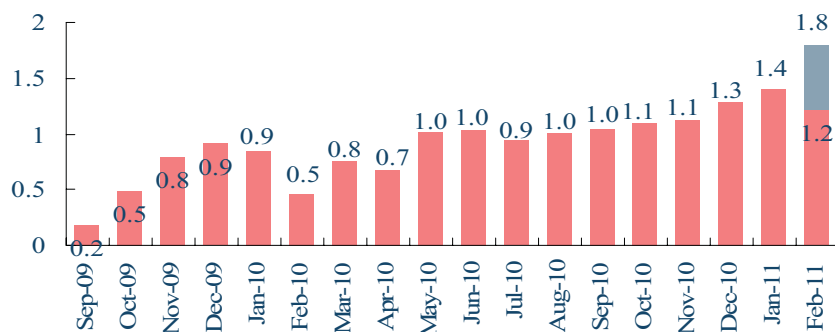
点评：

❖ 调整后2月净增3G用户相当于180万户，日均发展用户量显著提升

2月有效工作日为20天，按全月30天计算，联通相当于2月净增约180万3G用户，日均净增3G用户量从1月份的4.69万/天提升到2月的6.06万/天。

图1：中国联通3G月净增用户上升趋势明显

单位：百万户



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

❖ 3月净增用户量有望突破200万户，全年净增3000万的预期获进一步支撑

在国美加入、iPhone放量供应、自备机合约及沃家庭套餐等新因素的推动下，预期3月净增3G用户突破200万是大概率事件。如此，1-3月净增用户从140万/月上升到200万/月，则年中实现每月净增250万、全年净增3000万的预期可得到有力支撑。

❖ “终端给力、合约发力、渠道打通”定引爆用户高增，现在仅是三分力

我们认为联通今年最深刻的变化在于终端优势推动下的渠道体系发生的根本性转变，从去年7月苏宁渠道向联通全面开放到今年3月国美渠道的全面开放，联通不仅是突破了移动的渠道封锁。好终端配合好的合约使得渠道商更乐意为联通服务！我们认为中移动在产业链的核心地位亦将随之瓦解，依附于中移动的大量社会资源将转向联通，联通市场地位将处于一个循环增强的状态；联通用户今年可以爆发式增长是有坚实支撑的。

❖ 风险因素

公司措施不当延缓公司市场份额提升；竞争对手获取明星终端；行业竞争加剧等。

❖ 时势造英雄，用户高增趋势确立，买入新时代的王者

随着移动互联网的兴起，运营商收入主力从语音转向数据流量已是大势所趋，联通独享最高速3G制式，且所处3G产业链在全球具有绝对领先优势，有望顺应产业变革趋势成为新时代的王者。联通当前EPS受收入-费用不匹配影响失真，我们调整联通收入计算法，将手机补贴100%确认为当期手机销售收入后，测算联通10/11/12/13年EPS为0.10/0.19/0.36/0.67元，当前股价对应PE为57/30/16/9x，未来五年联通业绩处于高速增长期，维持公司“买入”评级。

附1：3月8日《中国联通投资价值分析报告-新时代 新王者》核心观点

从行业变革看联通价值：顺势成为新王者

- ❖ **移动互联网推动电信运营转型，好运营商应是好的流量管道商。**移动互联网时代，运营将从语音驱动转向数据驱动，数据业务收入必将超越通话业务，这一趋势已在日本等3G先行国家得到印证。转变的结果必是数据流量的暴增，用户体验将从强调话务体验转变为强调数据体验，谁能提供高质量的流量管道、绑定好的终端，谁就会胜出。
- ❖ **时势造英雄，联通将是流量时代的王者。**移动互联网时代得流量者得天下，联通能得天下靠的是其拥有最高速的3G技术及最成熟的未来演进方案，总是比对手快的网速能真正保证用户享受到最好的数据体验感；靠的是其所处的3G产业链在全球具有绝对领先优势，能总是比对手快一步的推出好用不贵的终端和设备。其实放眼全球，通信设备及终端巨头对全球通信产业链的掌控能力远超过运营商（绝大多数有明显的地域限制），全球支持联通所用的W制式网络份额超过70%，用户超过70%，这决定了这个产业链的运转是真正高效的。
- ❖ **“急”与“稳进”，移动LTE之路仍是艰难重重。**移动急LTE在于其是全球TD-LTE的主要推动者，其不带着“玩”就没人跟着“玩”；FDD-LTE的主要推动力在海外，目前已经有128家运营商承诺部署FDD-LTE，并且已经部署了17张网络，联通完全可以做到“随需而用”，此次联通网络将升至21M就是这样的情况。我们认为，LTE对联通而言就像“守着长江水，渴了就可以喝”，而移动像“身处戈壁望长江，要走的路还很远”。此外，TD-LTE的终端是个大的问题。工信部要求TD-LTE终端要向下兼容TD，如此，TD-LTE终端要实现GSM/TD/TD-LTE三模，一是成本会相当的高，二是模式切换是个大问题，因为就目前来看即使是最成熟的GSM/WCDMA切换也都不是那么完美。业内对TD-LTE终端的判断是13年能做出手持终端，15年实现手持终端的商用已属不易。而目前支持联通系列的FDD-LTE终端已有63款，这就是现实差距。我们强调观察3G（LTE、4G）应从全球产业链的角度看问题。

- ❖ **王者的价值：双重价值提升打开联通增长空间。**3G 时代联通将获得双重价值提升，一是联通借 3G 优势实现行业利润的再分配，联通盈利占行业比例有望从不足 5% 提升到 30% 以上；其次，数据消费的兴起将创造出新的价值空间，通信由人人通话扩展至物物通信，接入终端量有望增长数十倍，中高端用户的数据消费支出有望成倍增长，通信产业空间亦有望翻倍，联通是这一价值创新过程中的最大受益者。

时机已到，联通用户高增启动

- ❖ **国内 3G 用户进入规模化高增长期，新时代已至。**当前月度新增移动电话用户中 3G 用户占比近 50%，3G 终端市场占有率已超过 50%；此外，今年是千元智能机元年，智能终端渗透率有望在今年超过 30%。国际经验显示，3G 渗透率达到 16% 的爆发门槛平均需时 34 个月，达到 50% 的渗透率仅需 65 个月。预期今年国内 3G 渗透率将由去年的 5.6% 快速提升至 13.6%，基本达到 3G 用户爆发增长的渗透率门槛。
- ❖ **拨开数据迷雾，联通 3G 份额领先明显。**三大运营商 3G 统计口径并不一致，移动迫于政策压力 3G 用户统计口径宽松，根据终端是否支持 3G 技术来判断，在移动当前发展的 3G 用户中约有 40% 是无线座机用户，其 3G 发展低质低效。剔除无线座机影响后，联通 10 年 3G 份额已达 38%，借助终端、网络等优势联通已后来居上。
- ❖ **霸气已现：今年联通 3G 扩张力大幅提升，有望新增 3200 万以上用户。**联通 3G 扩张力的大幅提升体现为内外因素的良好配合与共同发力。内部关键因素为套餐、合约、网络及 IT 支撑，这些因素今年与去年相比有质的变化（即纵向比，联通能力显著提升）；外部关键因素为终端和渠道，与对手比终端优势继续领先、而渠道资源将加速流向联通（即横向比，联通借产业优势扭转市场劣势地位）。内外部因素耦合发力的逻辑主线是“终端给力、合约发力、渠道打通、循环增强”。用户单独流向中移动的局面正在扭转，对利益敏感的渠道资源倒向联通则将显著加速联通份额的提升。
 - **终端给力：**当前在售终端 50% 以上为 WCDMA 终端，款式丰富、性价比高，联通优势突出。
 - **合约发力：合约用户占比大幅提升并显著降低离网率。**合约用户占比的大幅提升缘于合约类型的增加和补贴力度的加大。除手机补贴外，联通去年底正式推出话费补贴（针对国内大量的拥有 WCDMA 水货终端却非联通用户的人群）、沃家庭合约（电信发展的 3G 用户约有一半是通过家庭捆绑合约发展），今年会全面发力。同时，联通亦加大手机补贴力度，预计今年超过 200 亿元。预计今年联通合约用户占比有望从 10 年的 20% 左右提升至 40% 以上，同时离网率在今年中期后显著下降。
 - **渠道打通：**2G 时代终端无差异，移动借助规模优势掌控了 80% 的渠道资源；但是现在联通终端出货量绝对领先，加上合约吸引力，对利益敏感的渠道资源正向联通开放，联通去年 7 月在苏宁、今年 3 月在国美的全面突破标志主流渠道资源正倒向联通。联通从 20% 的渠道资源掌控比例提升到 50% 以上可能并不需要太多时间。
 - **套餐完善。**至去年末套餐布局基本涵盖高中低各类用户，为后续用户高增长奠定基础。
 - **网络及 IT 支撑：**联通网速领先已成“固定优势”；去年 6 月联通基本完成销售渠道的 IT 系统改造，实现联通 3G 业务的社会化销售，加速渠道资源获取。

联通真实业绩：不低且高增

- ❖ **联通进入收入高增期。**3G 与宽带推动联通收入实现两位数增长，预计 10/11/12/13 年通信服务收入分别为 1624/1887/2282/2846 亿元，增长率 8.7%/16.2%/20.9%/24.7%，收入增速持续加快；预计至 15 年服务收入有望超过 4000 亿元，3G 收入占比约 65%。

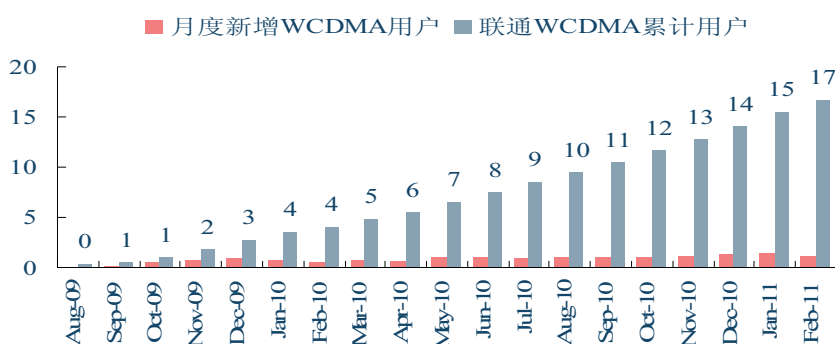
- ❖ **五年内营运支出占收入比有望下降 20 个百分点。**联通当前营运支出占收入比较中移动高出近 20 多个百分点，但随 3G 业务今年进入规模化高速增长期，其营运支出占收比有望进入下降通道。预计五年内营运支出占收比有望从 95%下降至 74%。联通盈利能力随着大幅提升。
- ❖ **当前会计准则下，某种程度上 EPS 越低越有价值。**在联通当前会计准则下，手机补贴一次性进费用，而收入分月确认，导致“收入-费用”严重不匹配，联通当前 EPS 失真。实际上联通越是加大手机补贴越是受益（由于预收合约款，补贴实际上不造成财务压力，反而大幅增加预收款，又带来用户增长）。若以当前会计准则考察联通 EPS，我们在一定程度上认为其 EPS 越低，业务发展越好。
- ❖ **联通真实业绩：不低且高增。**若按照手机补贴额从用户合约价值中等额拿出一部分在当期确认为手机销售收入，则“收入-费用”不匹配的问题可基本解决，基本可反映联通的真实业绩。按照此种方式，我们测算联通 10/11/12/13 年净利润 64.0/ 119.4/ 225.7/ 419.2 亿元，对应联通红筹 EPS 0.27/ 0.51/ 0.96/ 1.78 元，对应 A 股 ESP 0.10/ 0.19/ 0.36/ 0.67 元。未来五年业绩复合增长率近 70%。

价值低估，目标价 11 元

- ❖ **预计距 12 个月目标价有近 1 倍的上涨空间。**基于 PE 估值，联通合理股价区间为 10.82-12.63 元，对应 12 年 30-35xPE。同时，我们参考 DCF 估值结果 17.85 元，及 PB 估值区间 8.49~10.19 元，给予联通 12 个月合理目标价为 11 元，对应联通 2012 年 30x PE。

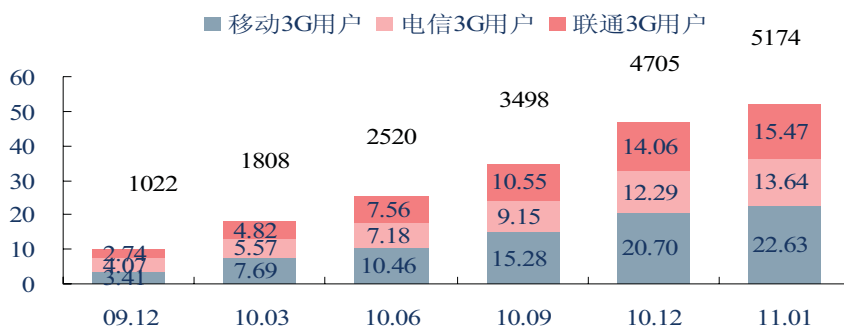
附 2：公司各业务用户发展情况

图 2：中国联通累计 3G 用户数达到 1668 万户 单位：百万户



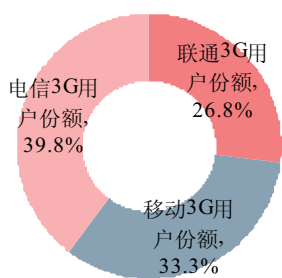
资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 3：三大运营商 3G 用户发展情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部。注：中国移动 3G 用户中包含 TD 无线座机用户。

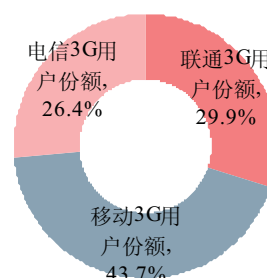
图 4：2009 年 12 月三大运营商 3G 用户市场份额



资料来源：公司公告，中信证券研究部。

注：中国移动 3G 用户中包含 TD 无线座机用户。

图 5：2011 年 1 月三大运营商 3G 用户市场份额

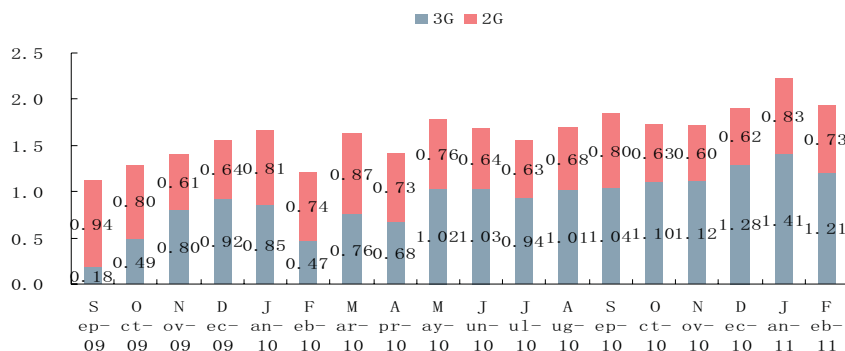


资料来源：公司公告，中信证券研究部。

注：中国移动 3G 用户中包含 TD 无线座机用户。

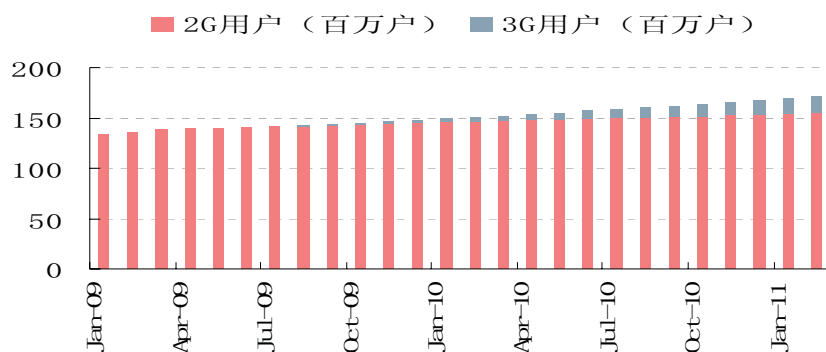
图 6：中国联通月度净增用户数（2G+3G）

单位：百万户



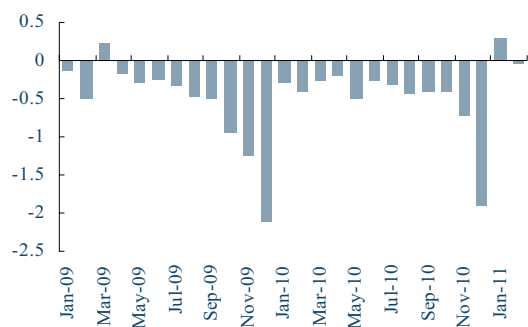
资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 7：中国联通移动电话用户总数达到 17160 万户



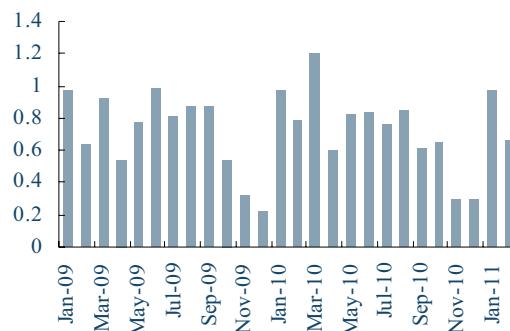
资料来源：公司公告，中信证券研究部。

图 8：联通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 9：联通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发送给或为任何就发送、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 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 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；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	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；
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；	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；

	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			