

## 中国联通 (600050.SH) 无线通信行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130511030023

(8621)61038242

chenyh@gjzq.com.cn

## 全年用户目标将超预期, 业绩恐受拖累;

## 事件

自 2011 年 12 月 1 日起, 中国联通将调整千元智能机 0 元购机政策, 将 0 元购机套餐档从 96 元下调至 66 元。机型主要包括中兴 V880、联想 A60、华为 Sonic、酷派 W706、夏新 N79、酷派 W708 等。

## 评论

10 月份联通单月新增用户已经达到 292 万, 后续两个月只需每月达到 295.5 万便可完成全年 2500 万目标, 此次资费调整将进一步刺激用户的快速发展, 预计全年目标将超预期完成, 之前千元智能机的补贴率已经高达 63%, 本次调整之后千元智能机的补贴率将提到至 87%, 我们认为有以下几个原因促使联通采取如此激进措施: **(1) 3G 用户已经达到爆发拐点, 快速占领用户市场为首要目标:** 从 09 年发放牌照以来, 3G 用户数的发展一直不温不火, 今年 6 月份, 联通宣布重新定义千元智能机, 单月新增用户数连续 5 个月出现环比正增长, 其中千元智能机的贡献有目共睹, 到今年 9 月份, 全国 3G 用户数突破 10% 临界点, 从以往的发展经验来看, 后续用户数的发展将会加速, 联通此举无疑是在当前用户数爆发的拐点上把握先机; **(2) 三家运营商竞争加剧, 采取低价策略争取用户:** 初期移动和电信面临产业链不完善的窘境, 均未采取大规模的补贴, 然而从今年下半年开始, 中国电信在手机款式方面已经不再处于弱势地位, 再通过采取和固话、宽带的捆绑方式, 使得 3G 用户在 9 月份达到 282 万, 又在近期推出了 3 款新千元智能机以加速低端用户的拓展, 中国移动手机款式相较其它两家数量不多, 但从 8 月底开始采取办理套餐送购物卡活动及其它资费优惠活动, 在一定程度上保留住了一部分中高端用户, 面对如此激烈的竞争, 联通则采取了低价策略争取用户;

此次资费的调整会带来用户数更快的发展, 全年用户数将超预期, 但我们需要关注以下几个问题: **(1) 业绩恐受拖累:** 资费调整从今年 12 月份开始, 按照联通收入的计算方法, 单个用户当期的通信产品收入将少计 389 元 (假设所有用户均选择 66 元套餐), 考虑到因资费调整会使得用户比原定用户多增加一部分, 多增加用户的数量需达到原定用户的 45% 才能保证收入平衡, 但通信产品成本将会大幅增加, 因此两者都会对全年的业绩产生一定影响;

**(2) 下一步需关注网络质量, 关注 12 年资本投资状况:** 在之前的报告中我们就已经提到, 3G 的发展将遵循终端为王、网络为王和业务为王, 因此明年联通除了要继续大力发展用户之外, 还必须要面对 3G 网络的优化和扩容。

## 投资建议

我们依旧维持前期观点, 给予联通“买入”评级, 目标价位 6.38 元, 下月需关注 11 月份用户数据的披露及 iPhone 4S 的上市。

千元智能机补贴调整跟踪

图表1: 调整前 96 元零元购机, 补贴率为 63%

套餐月费	46	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格	1399										
优惠购机款	509	239	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预存款	890	1160	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399
入网返还金额	178	232	279	279	279	279	279	279	279	279	279
分月返还金额	29	38	46	46	46	46	46	46	46	46	46
合约期	24个月										
补贴	874	1144	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383
总花费	1613	1823	2304	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
补贴率	54.18%	62.75%	60.03%	45.73%	36.94%	30.98%	25.50%	20.15%	14.93%	9.83%	6.50%

来源: 国金证券研究所

图表2: 调整后 66 元零元购机, 补贴率 87%

套餐月费	46	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格	1399										
优惠购机款	449	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预存款	950	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399
入网返还金额	190	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279
分月返还金额	31	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
合约期	24个月										
补贴	934	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383
总花费	1553	1584	2304	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
补贴率	60.14%	87.31%	60.03%	45.73%	36.94%	30.98%	25.50%	20.15%	14.93%	9.83%	6.50%

来源: 国金证券研究所

- 假使原定用户可发展 X 万户, 因资费调整可带来 Z 万的新增用户, 若通信产品收入保持平衡, 则  $1244.16X=855.36(X+Z)$ ,  $Z=0.45X$ 。

图表3: 单个用户当期通信产品收入少计 388 元

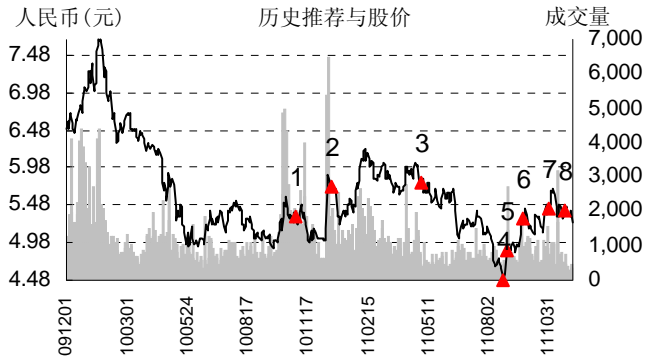
套餐类型	96	66	差额
两年总花费	2304	1584	720
当期通信产品收入 (本年12月份)	1244.16	855.36	388.8
后续24个月每月通 信服务收入	44.16	30.36	13.8

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-01	买入	5.34	N/A
2	2010-12-17	买入	5.73	7.12 ~ 7.12
3	2011-04-28	买入	5.77	6.48 ~ 6.91
4	2011-08-22	买入	4.48	6.33
5	2011-08-25	买入	4.87	6.38 ~ 6.38
6	2011-09-19	买入	5.30	6.50
7	2011-10-28	买入	5.44	6.38 ~ 6.38
8	2011-11-21	买入	5.42	6.38

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B