

三大运营商公布8月份运营数据， 两角度再论中国联通投资价值

投资要点:

1. 事件

三大运营商本周公布2012年8月份运营数据。

- **中国联通**: 8月份净增2G用户33.6万户; 净增3G用户数306.9万户(含19.10万3G无线上网卡用户), 本地电话净增用户数-16.7万户, 宽带用户净增64.7万户。

此前7月份, 中国联通净增2G用户32.7万户; 净增3G用户数308.7万户(含14.73万3G无线上网卡用户), 本地电话净增用户数0.9万户, 宽带用户净增80.8万户。

- **中国移动**: 8月份净增移动用户数512.2万, 其中净增3G用户数316万。此前7月份, 中国移动7月份净增移动用户数487.9万, 其中净增3G用户数190.1万。

- **中国电信**: 8月份净增移动用户数251万, 净增3G用户数263万, 2G用户向3G用户迁移特征明显; 本地电话净增用户数-55万户, 减少趋势明显, 宽带用户净增90万户。

此前7月份, 中国电信净增移动用户数273万, 净增3G用户数285万; 本地电话净增用户数-47万户, 宽带用户净增116万户。

2. 我们的分析与判断

联通8月份在稳健的3G用户营销政策下, 新增3G用户继续保持300万以上的水平。9月份大学、中学入学旺季和iphone5发布(联通四季度将引入国内), 有利于中国联通9月份和四季度的新增3G用户发展。

联通宽带用户数的发展速度放缓和中国联通宽带投资的进度预期相一致; 而中国电信截止7月底, 90%以上省份已超全年投资计划完成宽带接入投资, 在平衡投资节奏和宽带用户发展水平的情况下, 引发电信市场部门踩刹车, 其每月宽带新增用户8月份也自11年12月份以来首次跌破100万。

中国联通 (600050.SH)

推荐 维持评级

分析师

王家伟

☎: (8610) 6656 8272

✉: wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号: S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松: (8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2012.9.21

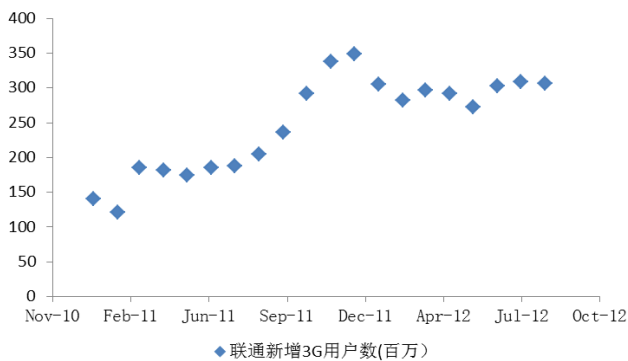
A股收盘价(元)	3.51
A股一年内最高价(元)*	5.77
A股一年内最低价(元)*	3.41
上证指数	2051.92
市净率	1.05
总股本(百万股)	21196.6
实际流通A股(百万股)	21196.6
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	744.00

注: *价格未复权

相关研究

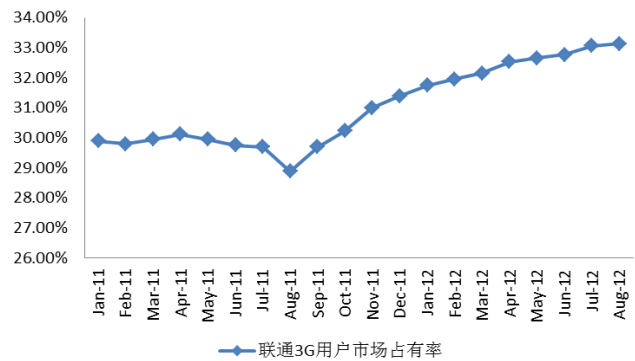
- 1、《一周观点: 关注稳外贸政策、美国QE3推出和苹果iphone5发布对通信板块的影响》
2012.09.16
- 2、《一周观点: 近期调研三季度行业分化预期仍将严重, 自下而上兼顾防御及成长》
2012.09.10

图 1: 中国联通新增 3G 用户数 3 季度稳定在 300 万以上



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 中国联通每月新增 3G 用户市场份额



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

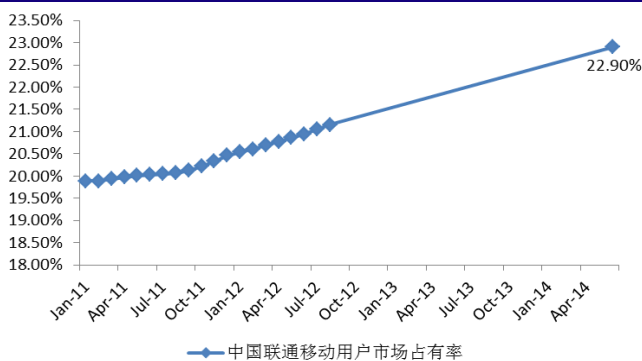
近期联通股价因中移动 TD-LTE 预期的升温因素, 出现超跌。但我们仍看好联通的防御性投资价值。

对于中移动 2013 年 TD-LTE 大规模建设启动的市场预期不断升温, 可能影响部分投资者对联通当前投资价值的顾虑。实际上我们从 2012 年中期策略报告以来, 就一直领先市场看好 2013 年中移动无线投资的大幅反弹和 12 年下半年无线设备板块基于行业预期的投资机会; 但我们认为, 中移动 2013 年 TD-LTE 大规模建设的启动和看好当前联通的防御性投资价值并不矛盾, 主要基于二点:

(1) 中国联通中期仍处于移动用户市场占有率上升通道

中移动 2013 年仅试商用 TD-LTE 用户, 终端设备也仅试商用的数据卡; 即使偏乐观点, 如期于 2014 年上半年完成 4G 牌照发放, 中国移动可以 4G 网络直面中国联通 3.75G 的 HSPA+ 网络争取用户也要在 2014 年下半年 (在不考虑智能手机产业链、网络实际优化情况可能制约的情况下), 中国联通仍有 22 个月以上的时间发展 7000 万以上的高 ARPU 值 3G 用户 (不考虑 2G 用户向 3G 用户的加速迁移), 中国联通的移动用户市占率在此期间也仍将保持持续提升。

图 3: 中国联通移动用户市场占有率仍处于上升通道



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(2) 联通估值的多角度评估，价值低估

目前中国联通 A 股 1.05 倍 PB (中国电信 1.18 倍 PB、中国移动 2.15 倍 PB)、处于历史低位的 EV/EBITDA 水平，三大运营商中估值最低；同时，基于 2011 年底的联通网络资产价值重估测算的 A 股市值提升空间在 30% 以上。

表 1: 中国联通 EV/EBITDA 处于历史低位

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	历史均值	2012/9/21	偏离值
中国移动(0941)	14.2	7.2	6.4	6.5	6.1	8.1	6.9	-14.38%
中国电信(0728)	5.8	2.7	3.2	3.7	3.8	3.9	3.9	2.39%
中国联通(0762)	4.8	2.7	3.3	3.6	5	3.9	3.4	-11.65%
中国联通(600050)	10.6	4.7	7.6	5.6	5.1	6.7	3.1	-54.27%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2: 基于 2011 年底联通网络资产价值重估测算的联通 A 股市值提升空间(+33.27%)

2011 年联通无线网络投资(单位: 亿元)	259.87
2011 年新增基站数(单位: 万个)	10.2
平均基站建设成本(单位: 万元)	25.48
截止 2011 年底联通基站总数(单位: 万个)	61.4
联通基站建设重置成本(单位: 亿元)	1564.32
联通无线投资占比(2009~2012E 平均)	39.08%
简化计算-联通网络资产重置成本(单位: 亿元)	4002.85
目前“固定资产-通信设备账面净值”+“在建工程账面净值”(单位: 亿元)	3272.24
中国联通网络资产价值低估总额(单位: 亿元; 联通 H 股)	730.61
网络资产重置价值增量(单位: 亿元; 联通 A 股)	247.53
9/23 联通 A 股市值(单位: 亿元)	744
网络资产价值重估下的联通 A 股市值提升空间:	33.27%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三、投资建议

我们维持对中国联通此前的盈利预测和“推荐”评级；预计 2012~2014 年收入分别为 2367.34 亿、2826.75 亿、3250.76 亿元，同比增速分别为 9.84%、19.41%、15.00%；归属 A 股母公司股东对应的净利润分别为 25.44 亿、44.51 亿、65.17 亿，同比增速分别为 80.18%、75.00%、47.62%，每股 EPS 分布为 0.12、0.21、0.31 元。

评级标准

推荐: 是指未来 6-12 个月, 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 超越交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐: 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 超越交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报。该评级由分析师给出。

中性: 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 与交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避: 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 低于交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系: 推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐: 是指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐: 是指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性: 是指未来 6-12 个月, 公司股价与分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避: 是指未来 6-12 个月, 公司股价低于分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王家炜, 计算机行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围:

A 股: 中兴通讯 (000063.SZ)、星网锐捷 (002396.SZ)、海格通信 (002465.SZ)、海能达 (002583.SZ)、烽火电子 (000561.SZ)、中创信测 (600485.SH)、世纪鼎利 (300050.SZ)、卓翼科技 (002369.SZ)、国脉科技 (002093.SZ)、烽火通信 (600498.SH)、亨通光电 (600487.SH)、中天科技 (600522.SH)、光讯科技 (002281.SZ)、日海通讯 (002313.SZ)、三维通信 (002115.SZ)、大富科技 (300134.SZ)、武汉凡谷 (002194.SZ)、硕贝德 (300322.SZ)、中国联通 (600050.SH) 等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn