

WCDMA 市场即将引爆

中国联通 WCDMA 最新进展评述

报告关键点：

- WCDMA网络建设已近尾声；
- 营销渠道的扩张不断创新；
- 100亿买断500万iphone；
- WCDMA市场即将引爆。

报告摘要：

- **284城市WCDMA网络将于9月底通过测试：**近日，联通决定追加15亿元用于建设7省50个新城市的WCDMA网络，使其3G网络覆盖城市达到334个；这标志着联通的城市WCDMA覆盖进入补缺阶段。联通WCDMA建设的推进速度超出预期，除北京、上海两个特大城市外，一期二期的其余282个城市主体工程已经基本完成建设和工程优化，9月底前联通将对这284个城市进行验收和商用准入。
- **WCDMA营销渠道铺至零售卖场：**昨日，广东联通与家乐福宣布结成战略联盟，将联通的3G体验销售厅设在家乐福珠江三角洲16家门店内。这是联通首次在综合性零售大卖场建立全业务终端销售渠道，是联通渠道扩张策略的重要一步。据估计，这种跨界合作模式将占联通3G销售的两成以上。而就在本月初，联通宣布与百思买中国达成战略合作，在后者所有专营店内引入联通3G业务；这也是联通的3G业务首次进入全球最大的3C连锁零售渠道。
- **100亿买断500万iphone：**据悉，联通已与苹果谈妥引入iphone事项，联通以2000元/部的单机采购价，一次性采购WCDMA制式的iPhone手机500万部，并将于9月份上市。这一结果比我们此前预计的情况要好。本来我们预计如果iphone在国内的零售价为2000元左右，联通将为每部iphone补贴300美金；而按照现在的谈判价格，联通基本不需为销售iphone进行补贴或只需补贴很少，这将减少联通未来两年的财务压力。假设联通iphone用户的平均ARPU值为300元/月，那么500万iphone用户将在10年为联通贡献108亿的收入，11年为联通贡献180亿的收入，这将使得联通10年和11年的EPS分别增加近6分和1毛1分钱。
- **WCDMA市场即将引爆：**中移动和中电信强大的广告攻势和在终端补贴上的不遗余力并未使3G出现预期的井喷现象。中移动一季度全国TD手机销量仅为8000部，其主推的上网本、上网卡的销售也很不理想；中电信113万的3G终端销量中，上网卡就占了100万。我们认为，手机上网将成为3G的“杀手级”应用；而iphone作为手机上网的“杀手级”终端，将引爆WCDMA的市场需求。而这最初的500万iphone用户会成为营销学上所说的“意见领袖”，他们通过iphone获得的良好3G数据体验，将引领大众更快地由2G转向3G。WCDMA最晚会在10月初全国规模商用，市场将很快看到联通远高于移动和电信的3G用户增长速度。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：
11.06 元

期限： 6 个月 上次预测： 11.06 元

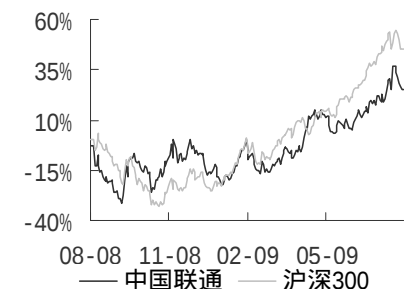
现价： 7.42 元

报告日期：
2009-08-12

市场数据

总市值(百万元)	157,278.75
流通市值(百万元)	157,278.75
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12 个月最高/最低	3.95/8.16 元
十大流通股股东(%)	14.32%
股东户数	1,312,157

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.24)	(18.08)	(20.54)
绝对收益	4.41	9.45	24.97

研究员

黄文戈
行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	162,433	189,489	234,690
Growth(%)	4.1%	52.1%	6.3%	16.7%	23.9%
净利润	5,633	19,741	5,655	7,761	16,034
Growth(%)	166.4%	250.5%	-71.4%	37.2%	106.6%
毛利率(%)	38.8%	37.0%	43.3%	47.0%	54.8%
净利润率(%)	5.6%	12.9%	3.5%	4.1%	6.8%
每股收益(元)	0.27	0.93	0.27	0.37	0.76
每股净资产(元)	2.95	3.23	3.45	3.62	4.41
市盈率	27.9	8.0	27.8	20.3	9.8
市净率	2.5	2.3	2.2	2.0	1.7
净资产收益率(%)	10.0%	16.1%	7.5%	9.4%	16.4%
ROIC(%)	11.7%	42.7%	8.6%	7.8%	16.2%
EV/EBITDA	5.9	5.6	4.1	3.2	1.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	2.0%

前期研究成果

iphone 是翼，联通是虎：试析引入 iphone 对中国联通的影响

2009-07-09

中国联通深度报告：买入联通正当时

2009-04-20

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-12**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	162,433	189,489	234,690	成长性					
减: 营业成本	61,478	96,191	92,085	100,511	106,162	营业收入增长率	4.1%	52.1%	6.3%	16.7%	23.9%
营业税费	2,369	4,164	4,061	4,737	5,867	营业利润增长率	67.6%	-47.7%	369.5%	32.7%	97.2%
销售费用	18,241	17,079	21,437	29,731	28,369	净利润增长率	166.4%	250.5%	-71.4%	37.2%	106.6%
管理费用	5,787	12,558	17,539	19,821	28,369	EBITDA 增长率	10.6%	69.8%	76.6%	21.6%	35.0%
财务费用	-214	2,169	1,901	974	-578	EBIT 增长率	41.3%	-25.2%	260.2%	27.0%	90.0%
资产减值损失	1,890	15,191	0	0	0	NOPLAT 增长率	108.7%	294.3%	-49.1%	30.5%	98.4%
加: 公允价值变动收益	-569	0	0	0	0	投资资本增长率	7.9%	153.8%	43.4%	-4.5%	-17.7%
投资和汇兑收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	23.0%	124.9%	7.5%	9.6%	18.1%
营业利润	10,348	5,413	25,411	33,715	66,501	利润率					
加: 营业外净收支	2,807	2,069	-2,971	-2,919	-2,875	毛利率	38.8%	37.0%	43.3%	47.0%	54.8%
利润总额	13,155	7,482	22,440	30,796	63,625	营业利润率	10.3%	3.5%	15.6%	17.8%	28.3%
减: 所得税	3,836	1,702	5,610	7,699	15,906	净利率	5.6%	12.9%	3.5%	4.1%	6.8%
净利润	5,633	19,741	5,655	7,761	16,034	EBITDA/营业收入	31.6%	35.3%	58.7%	61.1%	66.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.1%	5.0%	16.8%	18.3%	28.1%
货币资金	7,332	9,488	12,995	15,159	69,947	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	352	401	579	525	386
应收帐款	5,394	23,964	10,325	12,044	14,917	流动营业资本周转天数	-138	-146	-131	-67	-64
应收票据	72	45	1,068	1,246	1,543	流动资产周转天数	67	62	72	58	95
预付帐款	993	1,488	1,580	1,680	1,787	应收帐款周转天数	21	17	20	18	18
存货	2,528	1,171	2,523	2,754	2,909	存货周转天数	9	5	4	5	4
其他流动资产	518	6	6	6	6	总资产周转天数	513	579	797	704	575
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	290	351	576	568	409
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	0	0	20	20	20	ROE	10.0%	16.1%	7.5%	9.4%	16.4%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	6.4%	9.7%	4.5%	6.3%	12.5%
固定资产	99,443	241,182	281,608	271,558	232,143	ROIC	11.7%	42.7%	8.6%	7.8%	16.2%
在建工程	13,393	35,738	39,312	43,243	37,603	费用率					
无形资产	7,078	18,550	17,314	16,159	15,082	销售费用率	18.2%	11.2%	13.2%	15.7%	12.1%
其他非流动资产	7,759	15,407	5,020	5,020	5,020	管理费用率	5.8%	8.2%	10.8%	10.5%	12.1%
资产总额	144,509	347,037	371,769	368,890	380,976	财务费用率	-0.2%	1.4%	1.2%	0.5%	-0.2%
短期债务	0	10,780	80,367	45,017	10	三费/营业收入	23.7%	20.8%	25.2%	26.7%	23.9%
应付帐款	32,810	70,735	27,752	30,291	31,994	偿债能力					
应付票据	834	1,040	252	275	291	资产负债率	35.7%	39.8%	39.6%	33.2%	23.7%
其他流动负债	13,553	30,732	21,798	28,998	37,916	负债权益比	55.5%	66.0%	65.4%	49.8%	31.0%
长期借款	1,661	997	997	997	997	流动比率	0.34	0.29	0.20	0.28	1.08
其他非流动负债	492	12,005	4,983	4,983	4,983	速动比率	0.29	0.28	0.18	0.26	1.05
负债总额	51,572	138,041	147,054	122,630	90,203	利息保障倍数	-47.28	3.50	14.37	35.60	-114.06
少数股东权益	38,513	138,679	149,854	165,191	196,876	分红指标					
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197	DPS(元)	-	-	0.05	0.07	0.15
留存收益	33,227	49,140	53,664	59,873	72,700	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	92,937	208,997	224,715	246,260	290,772	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	2.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	9,319	5,780	5,655	7,761	16,034	EPS(元)	0.27	0.93	0.27	0.37	0.76
加: 折旧和摊销	26,145	49,264	67,961	81,149	90,497	BVPS(元)	2.95	3.23	3.45	3.62	4.41
资产减值准备	1,890	15,191	0	0	0	PE(X)	27.9	8.0	27.8	20.3	9.8
公允价值变动损失	569	0	0	0	0	PB(X)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.7
财务费用	797	-382	1,974	1,901	974	P/FCF	-10.3	-1.7	-6.1	-11.4	6.9
投资收益	0	0	0	0	0	P/S	1.6	1.0	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	3,687	13,986	11,175	15,336	31,685	EV/EBITDA	5.9	5.6	4.1	3.2	1.9
营运资金的变动	-11,850	4,047	-30,749	8,697	9,149	CAGR(%)	35.3%	12.3%	55.8%		
经营活动产生现金流量	32,630	59,430	55,943	113,917	146,788	PEG	0.8	0.6	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-24,778	-24,755	-110,020	-69,844	-49,607	ROIC/WACC	1.5	5.4	1.1	1.0	2.1
融资活动产生现金流量	-13,418	-38,063	58,359	-37,877	-47,636	REP	1.5	0.3	1.2	1.3	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034