

联通 3G 业务何时盈利？

研究结论

- **踏准联通的节奏：关注积极营销促使 3G 用户数的增加。**联通通过各种手段提高 3G 用户数是其基本面向好的基本理由。我们在 3 月份就下了判断：**联通应该会采取在语音市场更积极的营销策略，并且进一步采取措施提高营销执行力。**事实证明，从 4 月开始，联通开始了更加积极的营销政策：增加手机终端、降低 3G 套餐的门槛，而这些销售政策也发挥了应有的作用，联通 5 月份的 3G 用户数新增超过 100 万户。
- **联通 3G 业务 2011 年初开始单月盈利，整体来看 12 年 6 月开始累计盈利（基本场景）。**3G 业务将会是联通一种重要的收入增长点。在考虑了联通 3G 业务的收入（ARPU 值、用户数），成本（可变、固定）之后，我们测算为联通的 3G 业务最早可于 2011 年 3 月开始单月盈利（基本场景），而 3G 业务作为一个项目来说，累计要到 2012 年 6 月开始盈利（基本场景）。
- **基本场景，甚至比基本场景更乐观的情况的发生是大概率事件：**
 - 3G 用户数的增加速度可以符合预期。目前从我们草根调研的情况来看，联通的部分版本的 iPhone 已经供不应求，前期联通套餐价格过高的问题也积累了相当部分的用户需求。更加重要的是用户观念的改变：在中国的 3G 业务中，联通已经成为了优势运营商，其 W 网也成为了用户办理 3G 业务的首选制式，其效用已经大于用户换号的成本。
 - 从海外市场来看，ARPU 值的平均下滑速率为每年 10% 左右，我们假设的 15% 已经较为谨慎，已经考虑了 3G 业务原本 ARPU 值较高的基数效应。
 - 我们预计 3G 方面的资本支出为 230 亿、200 亿和 170 亿。从联通 2009 年的情况来看，其 2008 年中报中预计 09 年 3G 的资本支出为 387 亿，最后实际支出为 364 亿，小于预算。因此，我们认为后续 2010 年实际的资本支出也不排除小于 230 亿预算的可能性。
- 我们认为，下半年随着 3G 用户数进一步好转，以及其 3G 业务开始真正贡献利润，市场会认可联通的投资价值。我们预计中国联通 2010—2012 年的 EPS 分别为 0.18、0.24、0.35 元，维持“买入”评级。从联通的历史 PB 走势来看，目前的 PB 水平处于历史 PB 的低位，具有较高的安全边际。
- 风险因素：大盘系统性风险，3G 业务发展低于预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

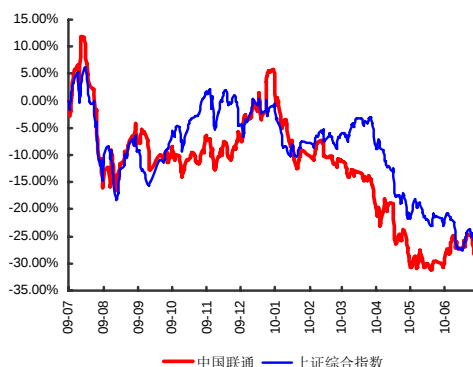
63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

投资评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价（2010 年 7 月 21 日）	5.42
目标价格	10.00
总股本（万股）	2119659.64
国家/地区	中国
行业	通信
报告日期	2010 年 7 月 21 日

股价表现



财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158369	165344	186449	213420
利润总额	12181	14947	19669	28536
净利润	9373.9	11509.1	15145.1	21972.6
EBITDA	59499.10	64600.56	72051.65	82750.37
EPS（元）	0.15	0.18	0.24	0.35
每股经营现金	2.80	2.14	2.92	2.39
每股净资产	3.35	3.49	3.69	3.96
净资产收益率	4.4%	5.2%	6.5%	8.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

3G 用户数连续两月突破 100 万	2010.07.21
终端瓶颈解决，W 网用户数增长可持续	2010.06.24
积极营销政策见效，3G 用户数增长可期	2010.05.20
用户数发力在即	2010.04.22

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

基本面向好，踏准联通的节奏	4
3G 业务何时盈利？——联通 3G 业务分析框架	6
对 ARPU 值的假设与预测	7
对用户数的假设与预测	8
IHPONE 用户占比的假设	10
对资本支出与折旧摊销的假设与预测	10
对可变成本的预测与假设	11
联通 3G 业务最早 2011 年初开始单月盈利	12
中国联通盈利预测	13
中国联通业务分析	13
中国联通盈利预测与估值	15
风险因素	15

图表目录

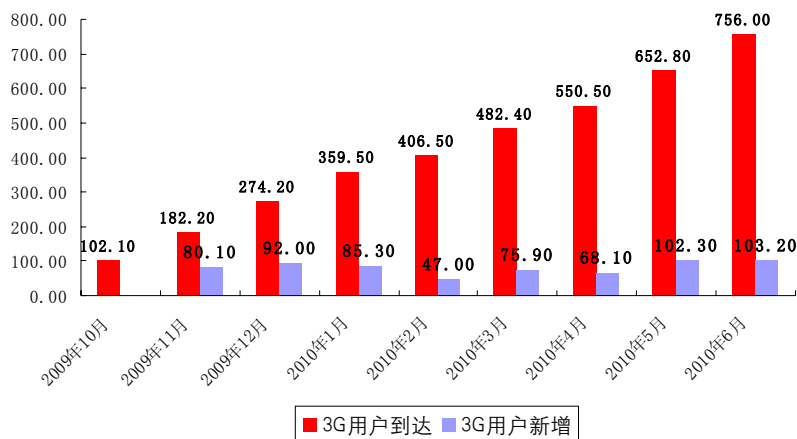
图 1：中国联通 3G 新增用户数及到达数	4
表 1：东方证券通信组对联通基本面的判断	4
图 2：联通 3G 业务分析框架	6
图 3：NTT Docomo 公司 2G 与 3G 业务的 ARPU 值走势	7
表 2：未来三年联通 3G 业务 ARPU 值假设	7
图 4：我国未来 3 年移动用户数预测	8
表 3：未来三年联通 3G 业务用户数假设	8
图 5：中移动未来 3 年移动用户数预测	9
图 6：联通 3G 用户数的年内分布情况	9
表 4：未来三年联通 3G 资本支出假设	10
图 7：联通固定资产投资的年内分布情况	10
表 5：联通固定资产折旧政策	11
图 8：联通 3G 业务固定资产折旧预测	11
表 6：联通 3G 业务手机补贴预测（相对于销售收入百分比）	11
表 7：联通 3G 业务其他假设	12
图 9：联通 3G 业务单月盈利情况	12
图 10：联通 3G 业务累计盈利情况	13
表 8：联通业务收入预计	13
图 10：联通 3G 业务对其业务的收入占比影响越来越大	14
图 11：中国联通 PB Band	15

基本面向好，踏准联通的节奏

中国联通自 2009 年的 5 月 17 日试商用，在全国 55 个城市启动 3G 业务的试商用友好体验活动以来，其 3G 用户数稳步上升。今年 4 月份开始积极的营销政策，3G 用户数更是有了长足的增长。我们认为，对于运营商来说，在 ARPU 逐步下降的背景下，其主要的策略在两个方面：一是延缓 ARPU 值的下降（甚至通过提供新业务以提升 ARPU 值），另一个方面是提升用户数。

因此，我们认为，联通通过各种手段提高 3G 用户数是其基本面向好的基本理由。对于联通来说，3G 用户数的提升，是一种革命性的、市场格局的变化，是联通在 3G 时代成长为与其他两大运营商争一日之短长的资本。

图 1：中国联通 3G 新增用户数及到达数



资料来源：公司公告，东方证券研究所

鉴于 3G 用户数对于联通基本面的重大影响，我们密切关注联通在 3G 用户数上的努力，并多次提请市场关注联通基本面的变化。我们早在 3 月份就提醒市场：联通当时的 3G 业务市场策略和营销执行力仍然有很大的改善空间，否则的话其用户数很难有较大增长，无法发挥 W 网的效应。联通当时的 3G 市场策略主要是针对以数据业务为主的 3G 用户，但目前国内市场数据业务重度使用的用户比例并不高，因此对平均 ARPU 影响仍然较小，语音业务仍然是市场主要部分。据此，我们在 3 月份就下了判断：**联通应该会采取在语音市场更积极的营销策略，并且进一步采取措施提高营销执行力。**

事实证明，从 4 月开始，联通开始了更加积极的营销政策：增加手机终端、降低 3G 套餐的门槛，而这些销售政策也发挥了应有的作用，联通 5 月份和 6 月份的 3G 用户数新增均超过 100 万户。

表 1：东方证券通信组对联通基本面的判断

日期	报告名称	基本观点	联通基本面变化
2010.3.26	很快会有转机	联通的 3G 市场策略主要是针对以数据业务为主的 3G	联通开启终端补贴：四月开始，广州一线品牌手机以 5 折价格出售。

		用户。 联通需要采取在语音市场更有竞争力更激进的营销策略。	
2010.4.1	终端补贴启幕，联通发力在即	相对于 ARPU 值，我们更加看重的是联通如何以点带面尽早达到网络的规模效应	4 月份，联通的 3G 用户数突破 500 万大关，3G 营销策略见效。
2010.4.19	用户数：本月正常反弹，下月超常发展	联通很可能借五一黄金周推出更加注重上客速度的 3G 市场策略：比如推出针对语音用户的新套餐、降低套餐门槛、提高 iphone 等明星终端的补贴以及力推上网卡优势产品等营销组合拳。	根据我们走访的营业厅、数码广场、家电卖场等草根调研情况来看，联通积极的营销策略已见成效，IPHONE 等明星机型的带动、3G 套餐资费价格的下降，力推上网卡优势产品等各个手段有效激发了消费者的 3G 需求，极大地消除了原先 WCDMA 推广的瓶颈。
2010.4.26	3G 用户数发力在即	iphone 套餐价格下浮，成为联通的杀手锏 其他的 3G 套餐也会进一步降低门槛	中国联通推出新的合约计划，包括“预存话费送手机”和“购手机入网送话费”两种模式供消费者选择。
2010.5.24	积极营销政策见效，3G 用户数增长可期	联通积极的营销政策 4 月份开始实施，考虑 1-2 个月的时滞，之后其 3G 用户数将由较为显著的增长。	5 月，联通 3G 用户数净增长超过 100 万。
2010.6.21	3G 用户数首次突破 100 万，符合预期	3G 用户数增长可持续，5 月不会是最高峰。 联通的 W 网 3G 手机的终端瓶颈将得以解决。	中国联通 6 月推出系列沃 3G 千元智能手机，共五款，7-9 月份，中国联通还将推出多款。 3G 用户数在 6 月又创新高
2010-7-21	3G 用户数连续两月突破 100 万	3G 用户数可持续地增加	

资料来源：东方证券研究所

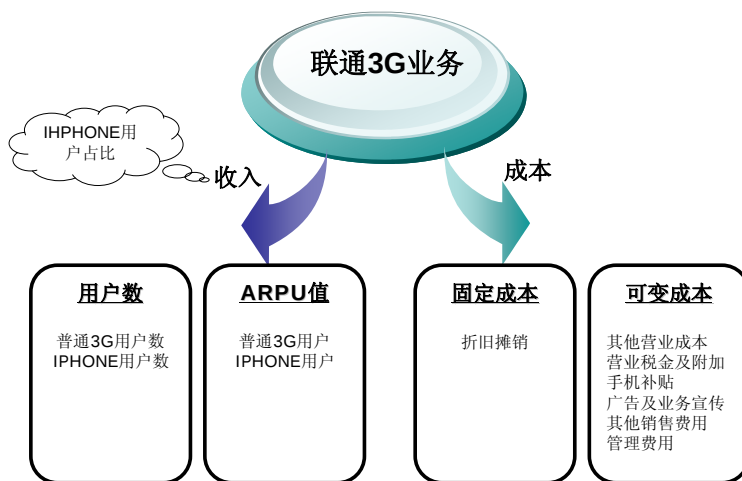
我们 3 月份开始提醒市场关注联通的基本面的好转，但是基本面的改善究竟有多少会反映在联通的业绩上，并成为股价的驱动因素呢？我们对联通的业务进行了定量的分析。联通的四大块业务中，2G 业务比较稳定、固网电话业务下滑趋势已成、固网宽带业务稳定增长，只有 3G 业务有可能享受较大的增长，因此，我们对联通的 3G 业务进行了比较深入的研究，并通过建立业务模型对联通的 3G 业务进行了场景分析。

3G 业务何时盈利？——联通 3G 业务分析框架

3G 业务固然能提升联通的 ARPU 值，我们也认为联通的 3G 用户数在逐渐好转，3G 业务将会是联通一种重要的收入增长点，不过由于 3G 基础设施的建设，市场上普遍关心联通的 3G 业务何时能盈利，使得联通能将 3G 的收入真正转换为盈利。

我们认为，联通的 3G 业务从收支两方面考虑，收入主要受用户数与 ARPU 值的影响，鉴于联通 IPHONE 用户的 ARPU 值显著高于普通的 3G 用户，因此 IPHONE 用户占比亦会影响联通的 3G 业务收入；联通的 3G 业务成本则主要包括由于资本支出导致的折旧（固定成本）以及相关费用与税费影响（可变成本）。

图 2：联通 3G 业务分析框架



资料来源：东方证券研究所

联通的 3G 业务模型一共区分了基本、乐观和悲观三种场景。

基本场景：用户数稳步发展，10-12 年分别发展 1329 万、3017 万和 4396 万户；ARPU 值以 15% 的速度下滑；10-12 年资本支出分别为 230 亿、200 亿和 170 亿，三年的手机补贴分别为 30%、25%和 20%。

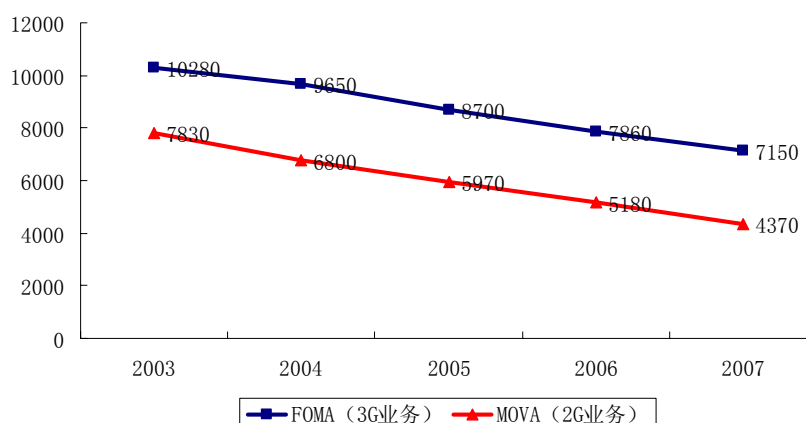
乐观场景：用户数发展比基本场景快 15%；ARPU 值的下滑速度放慢，为 12%左右；10-12 年资本支出分别为 200 亿、180 亿和 150 亿，后期折旧压力有所减小；补贴支出也较少，今后三年分别为 25%、22%和 18%。

悲观场景：用户数发展低于预期，比基本场景慢 15%；ARPU 值的下滑加快，速率为 18%；10-12 年资本支出分别为 250 亿、230 亿和 200 亿，后期折旧压力严重；为了促进用户数的增长，手机补贴依然较多，今后三年分别为 35%、28%和 22%。

对 ARPU 值的假设与预测

ARPU 值是运营商所提供的服务的单价。对于通信运营商来说，某个单一的业务来的 ARPU 值是在一个逐步向下的轨道中。

图 3: NTT Docomo 公司 2G 与 3G 业务的 ARPU 值走势



资料来源：东方证券研究所

Docomo 的 2G 业务和 3G 业务的 ARPU 值的下滑速度都在 10% 左右 (2G 为 13.6%, 3G 为 8.68%)，总的来说，某个单向业务的 ARPU 值的下滑不可避免。

根据联通的公司公告，2009 年新增 3G 业务后，其 2009 年 3G 的 ARPU 值为 141.7 元，2010 年 1 季度为 139.0 元，总的来说也是在下降的趋势。我们预计，由于 4 月份以来联通开始了积极的营销政策，3G 套餐门槛有所下滑，我们预计其 3G 业务的 ARPU 值下滑速率在每年 15%，而 IPHONE 套餐由于 ARPU 值绝对数额更大，下滑速率可能会更快一些，预计为每年 18%。

表 2: 未来三年联通 3G 业务 ARPU 值假设

假设	乐观	基本	悲观
一般 3G 用户 ARPU (元) -2010 年	132	115	98
一般 3G 用户 ARPU (元) -2011 年	116	98	80
一般 3G 用户 ARPU (元) -2012 年	102	83	66
一般 3G 用户 ARPU 值递减率	12%	15%	18%
IPHONE 用户 ARPU (元) -2010 年	230	200	170
IPHONE 用户 ARPU (元) -2011 年	196	164	136
IPHONE 用户 ARPU (元) -2012 年	166	134	109
IPHONE 用户 ARPU 值递减率	15%	18%	20%

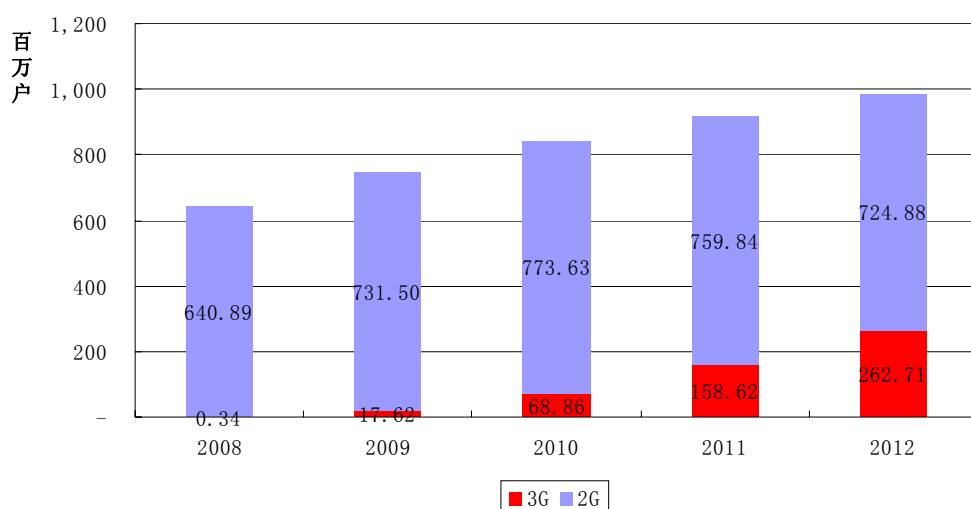
资料来源：东方证券研究所

对用户数的假设与预测

我们预计在 3G 时代，运营商的竞争格局将发生巨大的改变。由于联通 W 网的技术优势和产业链的成熟优势，其摆脱 CDMA 业务后避免了“左右手”互搏的尴尬境地，加上联通关注于 3G 业务加强营销的策略，联通的竞争地位将大幅度提升。在 3G 时代，联通将一改弱势运营商的企业形象和市场地位，我们认为，在 3G 时代，联通取得 3G 用户市场份额的三分之一强是大概率事件。

总的来说，2009 年 2G 与 3G 用户分别增长 9061 和 1728 万户。随着 2G 用户不断向 3G 升级，2009-2012 年分别年均增长 2100 万和 6559 万，3G 新增为 2G 新增的 3 倍多。

图 4：我国未来 3 年移动用户数预测



资料来源：东方证券研究所

我们预计，在中国的 3G 市场上，联通将改变弱势运营商的形象，一举成为了能够与移动与电信争短长的优势运营商。因此，我们预计联通在 3G 市场的累计用户将能够分别达到：1603 万，4620 万和 9016 万。

表 3：未来三年联通 3G 业务用户数假设

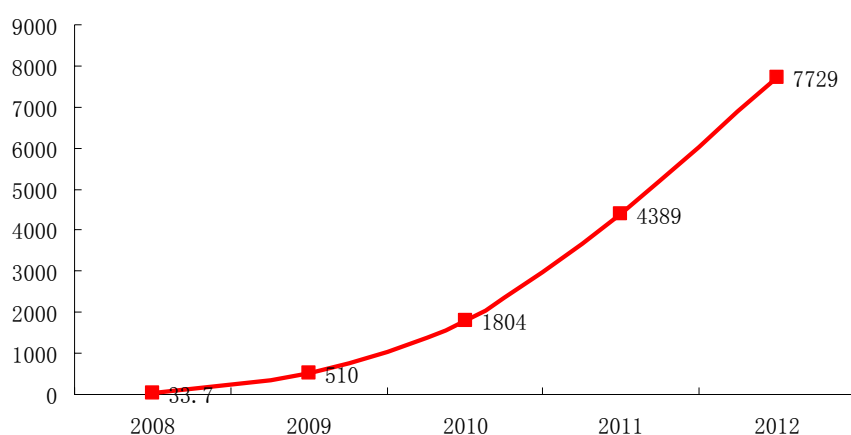
假设 (万户)	乐观	基本	悲观
2009 年累计发展 3G 用户	274	274	274
2010 年新增 3G 用户	1,471	1,329	1,186
2010 年累计 3G 用户	1,843	1,603	1,362
2011 年新增 3G 用户	3,314	3,017	2,548
2011 年累计 3G 用户	5,158	4,620	3,911
2012 年新增 3G 用户	5,055	4,396	3,737
2012 年累计 3G 用户	10,213	9,016	7,647

资料来源：东方证券研究所

中国联通高层也估计，今年联通的 3G 用户增长每月都将达 100 万，从 5 月份的情况来看，今年新增的数额达到我们预计的 1329 万应该是个大概率事件。

根据工信部的预测数据显示，中移动 TD 用户数在 10-12 年末将分别达到 1804 万户、4389 万户和 7729 万户，鉴于联通的技术产业链优势，以及开展的营销补贴，我们预计联通的 3G 用户数与移动的将大体相当。

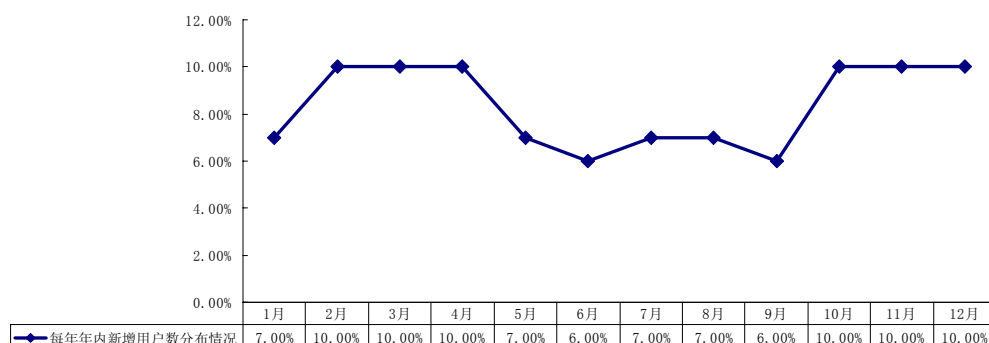
图 5：中移动未来 3 年移动用户数预测



资料来源：MIIT，东方证券研究所

此外，移动用户数的增加在一年之中不是均匀的，由于年初的春节行情以及 10 月及年末的国庆行情，用户数的净增加会高于其他月份。因此，为了更加精确的预测联通 3G 用户数的增加情况，我们预计联通 3G 用户数的年内分布情况如下表所示。

图 6：联通 3G 用户数的年内分布情况



资料来源：东方证券研究所

IHPONE 用户占比的假设

根据媒体披露，在 09 年底，联通的 3G 用户总量已经达到 300 万户，而此时联通版 iPhone 总销量达到了约 30 万部。虽然这个数字包括卖裸机的数额，但是由于联通 10 年开始对 IPHONE 的促销计划，以及保证签约用户的优先供应，IPHONE 裸机数额将有所降低，因此，我们假设 iPhone 用户占联通所有 3G 用户的比率为 10% 左右。

对资本支出与折旧摊销的假设与预测

根据联通 09 年的年报披露，09 年 3G 的投资支出为 364 亿，同时预计 10 年的 3G 投资支出约为 230 亿。我们预计，随着 3G 基础设施的进一步完善，2011 年之后联通 3G 的资本支出将会进一步缩小，预计为 200 亿，12 年达到 170 亿。

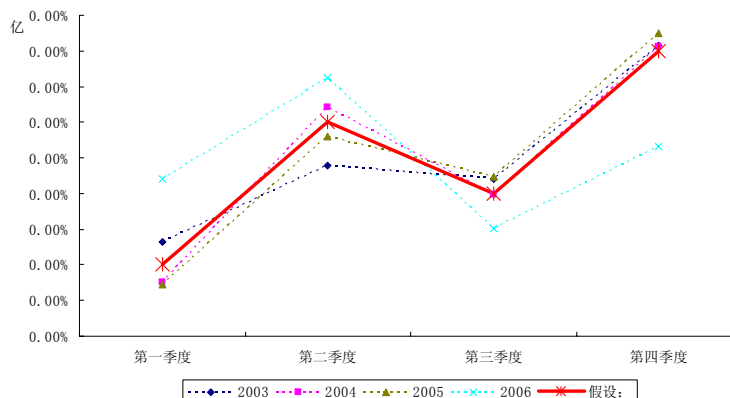
表 4：未来三年联通 3G 资本支出假设

假设（万户）	乐观	基本	悲观
2009 年资本支出	-	3,640,000	-
2010 年资本支出	2,000,000	2,300,000	2,500,000
2011 年资本支出	1,800,000	2,000,000	2,300,000
2012 年资本支出	1,500,000	1,700,000	2,000,000

资料来源：东方证券研究所

通过对联通 2003-2006 年 2G 网络建设时，其固定资产投资的分布来看，每年的 2、4 季度为固定资产账面原值增加的高峰期，1、3 季度固定资产增加相对缓慢。根据历史情况，我们预计联通 3G 固定资产投资年内分布为：1 季度 10%、2 季度 30%，3 季度 20%，4 季度 40%。而每个季度的折旧摊销假设在季度内的三个月中是均匀分布的。

图 7：联通固定资产投资的年内分布情况



资料来源：东方证券研究所

联通的固定资产可以分为三类：房屋及建筑物、通信设备以及办公设备及其他等，根据年报披露，三种固定资产的占比分别为 10%、80%和 10%左右，在 3G 业务模型中我们维持这一占比。

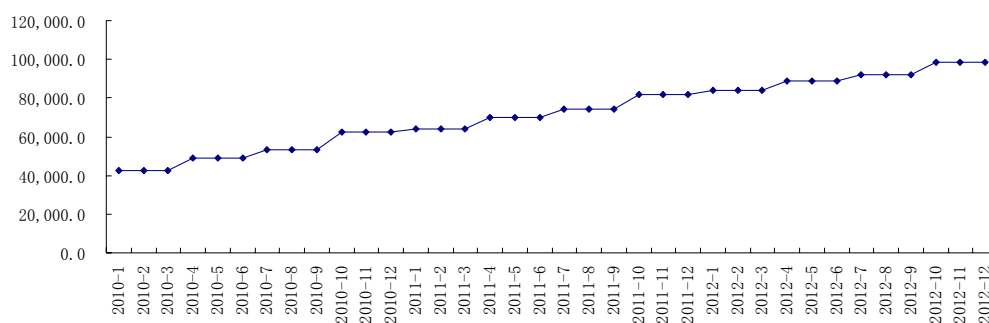
表 5：联通固定资产折旧政策

	预计使用寿命	预计净残值率	年折旧率
房屋及建筑物	10-30 年	3%-5%	3.17%-9.70%
通信设备	5-10 年	3%-5%	9.5%-19.40%
办公设备及其他	5-10 年	3%-5%	9.5%-19.40%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

根据上述假设，我们可以得到联通 3G 业务模型中固定资产的预测，如下图所示。

图 8：联通 3G 业务固定资产折旧预测



资料来源：东方证券研究所

对可变成本的预测与假设

联通的可变成本主要如下表所示，其中，变数最大的是补贴及代办手续费，联通 08 年代办手续费占比约 15%，电信 10 年预算拟拿出 CDMA 收入的 30%进行补贴，我们认为，根据联通也在进行积极的营销政策，假定联通跟进，在 10 年也补贴了 30%，随着 3G 业务的逐渐成熟，我们预计这一比率在 11 年和 12 年将逐年降低，基本假设见下表。

表 6：联通 3G 业务手机补贴预测（相对于销售收入百分比）

假设（万户）	乐观	基本	悲观
2010 年手机补贴及代办手续费率	25.00%	30.00%	35.00%
2011 年手机补贴及代办手续费率	22.00%	25.00%	28.00%
2012 年手机补贴及代办手续费率	18.00%	20.00%	22.00%

资料来源：东方证券研究所

中国联通相关费用的其他假设如下。

表 7：联通 3G 业务其他假设

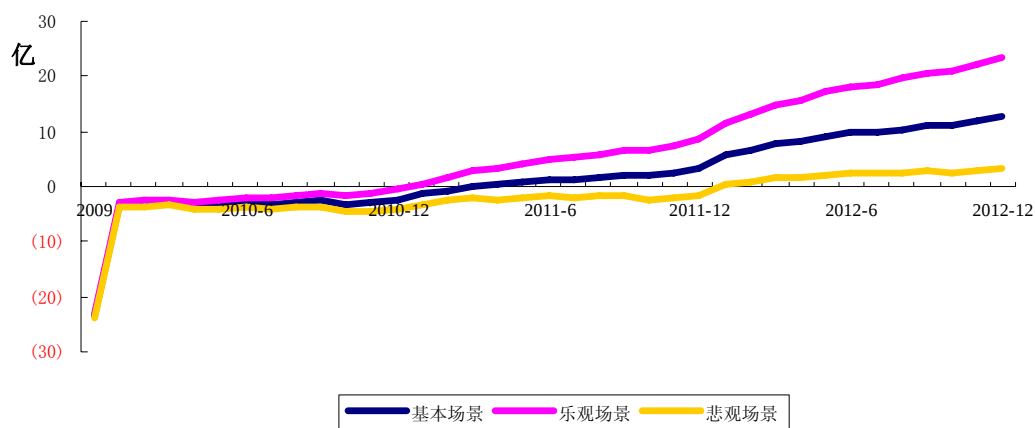
假设（万户）	基本（相对于销售收入）
其他营业成本	31.5%
营业税金及附加	2.56%
广告及业务宣传费	2.00%
其他销售费用率	3.00%
管理费用率	6.00%

资料来源：东方证券研究所

联通 3G 业务最早 2011 年初开始单月盈利

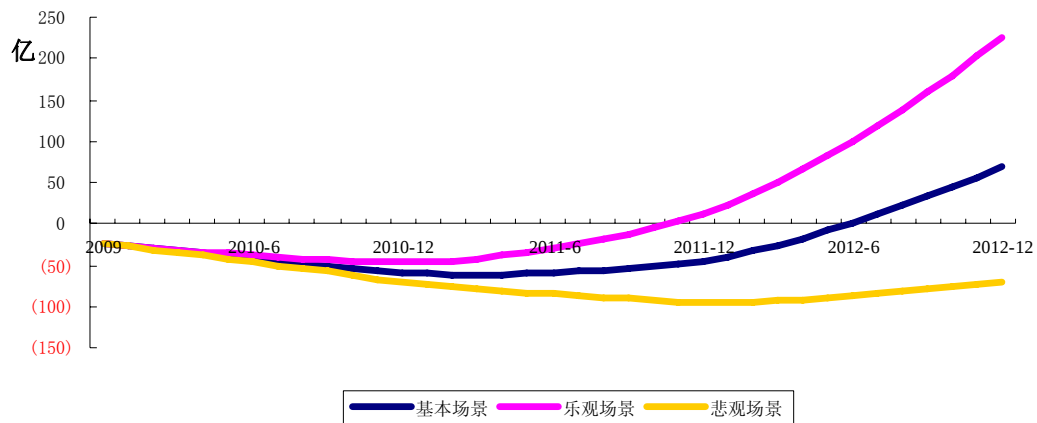
根据我们模型的结果，联通的 3G 业务最早可于 2011 年初开始单月盈利（乐观情况），最晚 2011 年底开始单月盈利（悲观情况）。而 3G 作为一个项目来说，累计要到 2012 年 6 月开始盈利（基本情况），最早为 2011 年 10 月（乐观），悲观情况的估计要到 2013 年。

图 9：联通 3G 业务单月盈利情况



资料来源：东方证券研究所

图 10: 联通 3G 业务累计盈利情况



资料来源: 东方证券研究所

我们认为, 基本场景, 甚至比基本场景更乐观的情况的发生是大概率事件:

- 3G 用户数的增加速度可以符合预期。目前从我们草根调研的情况来看, 联通部分版本的 iPhone 已经供不应求, 前期联通套餐价格过高的问题也积累了相当部分的用户需求。而更重要的是用户观念的改变: 在中国的 3G 业务中, 联通已经成为了优势运营商, 其 W 网也成为了用户办理 3G 业务的首选制式, 其效用已经大于用户换号的成本。
- 从海外市场来看, ARPU 值的平均下滑速率为每年 10%左右, 我们假设的 15%已经较为谨慎, 已经考虑了 3G 业务原本 ARPU 值较高的基数效应。
- 我们预计 3G 方面的资本支出为 230 亿、200 亿和 170 亿。从联通 2009 年的情况来看, 其 2008 年中报中预计 09 年 3G 的资本支出为 387 亿, 最后实际支出为 364 亿, 小于预算。因此, 我们认为后续 2010 年实际的资本支出也不排除小于 230 亿预算的可能性。

中国联通盈利预测

中国联通业务分析

我们预测联通未来三年的收入如下所示:

表 8: 联通业务收入预计

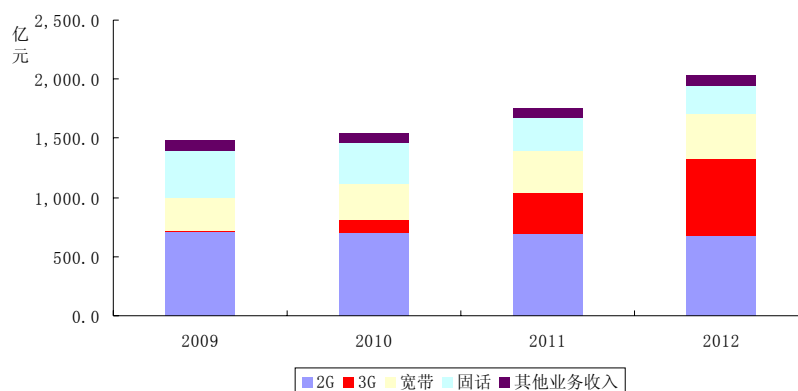
		2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
2G	2G 用户存量		14,484.5	15,788.1	17,209.0
	2G 用户增量		1,303.6	1,420.9	1,548.8
	2G ARPU 值 (元)		37.1	33.4	30.4

	2G 移动电话收入		7,025,075.2	6,891,598.8	6,835,776.8
3G	3G 移动电话收入*		1,122,339.7	3,537,523	6,406,603
移动业务小计		7,155,500	8,147,414.9	10,429,121.8	13,242,379.8
宽带	宽带 用户 (万户)		3,855.0	4,934.4	6,168.0
	宽带用户净增		1,079.4	1,233.6	1,418.6
	宽带 ARPU 值 (元)		51.48	46.332	41.6988
	宽带业务收入	2,464,300	3,048,274.9	3,429,309.3	3,796,245.4
固话	固话 用户 (万户)		10,299.6	9,681.6	9,100.7
	固话用户净增		-657.4	-618.0	-580.9
	固话 ARPU 值 (元)		28.3	25.4	22.9
	固话业务收入	4,192,000	3,381,321.4	2,860,597.9	2,420,065.9
	固网其他业务	1,490,200.0	1,490,200.0	1,490,200.0	1,490,200.0
固网业务小计		8,146,500	7,919,796.4	7,780,107.2	7,706,511.3
其他业务收入		861,215.13	861,215.13	861,215.13	861,215.13
调节项目		-375,300	-394,065	-425,590	-468,149
总计收入		15,836,882	16,534,361	18,644,854	21,341,957
毛利率		33.33%	33.12%	33.87%	34.53%

*: 3G 业务收入见 3G 业务收入模型

资料来源: 东方证券研究所

图 10: 联通 3G 业务对其业务的收入占比影响越来越大

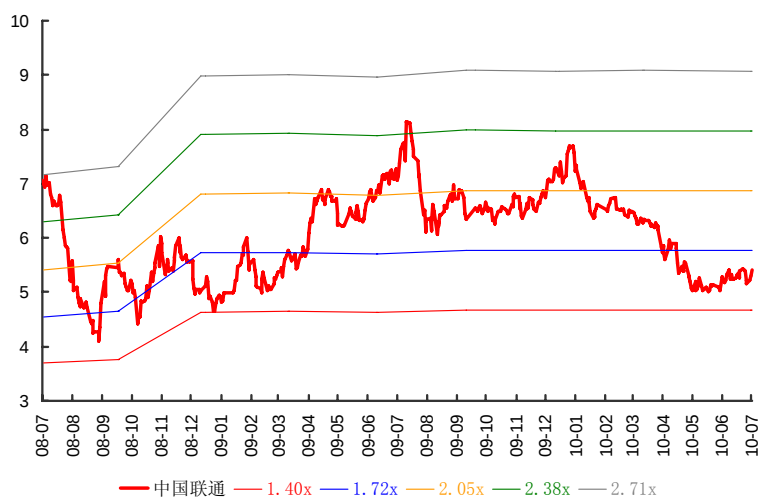


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

中国联通盈利预测

我们认为，下半年随着 3G 用户数进一步好转，以及其 3G 业务开始真正贡献利润，市场会认可联通的投资价值。我们预计中国联通 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.18、0.24、0.35 元，维持“买入”评级。从联通的历史 PB 走势来看，目前的 PB 水平处于历史 PB 的低位，具有较高的安全边际。

图 11：中国联通 PB Band



资料来源：Wind，东方证券研究所

风险因素

1. 大盘系统性风险
2. 联通 3G 业务低于预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8828	9094	10255	11738	营业收入	158369	165344	186449	213420
交易性金融资产	0	600	1100	1600	营业成本	105654	110585	123304	139731
应收账款	16538	17679	20434	24246	毛利	52715	54758	63144	73689
存货	2412	2525	2814	3188	%营业收入	33.3%	33.1%	33.9%	34.5%
预付账款	1853	1940	2162	2449	营业税金及附加	4487	4685	5283	6047
其他流动资产	1066	1076	1174	1227	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	30723	39529	45397	52984	销售费用	20957	20668	22001	21342
可供出售金融资产	7977	7977	7977	7977	%营业收入	13.2%	12.5%	11.8%	10.0%
持有至到期投资	5000	5000	5000	5000	管理费用	14048	14667	16539	18931
长期股权投资	15	15	15	15	%营业收入	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	944	1684	1198	650
固定资产合计	730237	714036	694738	673285	%营业收入	0.6%	1.0%	0.6%	0.3%
无形资产	19645	18663	17730	16843	资产减值损失	2376	-225	66	-207
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	1239	600	500	500
递延所得税资产	4081	0	15	0	投资收益	212	200	200	200
其他非流动资产	-378445	-378445	-378445	-378445	营业利润	11356	14080	18759	27626
资产总计	419232	406774	392428	377659	%营业收入	7.2%	8.5%	10.1%	12.9%
短期贷款	63997	52889	26114	10997	营业外收支	825	867	910	910
应付款项	101948	88487	82448	56763	利润总额	12181	14947	19669	28536
预收账款	21136	22067	24883	28483	%营业收入	7.7%	9.0%	10.5%	13.4%
应付职工薪酬	3598	3767	4198	4755	所得税费用	2807	3438	4524	6563
应交税费	912	1016	1226	1577	净利润	9374	11509	15145	21973
其他流动负债	8021	8320	9222	10247	归属于母公司所有者	3137.0	3856.0	5074.2	7361.8
流动负债合计	199612	176545	148091	112822	的净利润				
长期借款	759	759	759	759	少数股东损益	6237	7653	10071	14611
应付债券	7000	7000	7000	7000	EPS（元/股）	0.15	0.18	0.24	0.35
递延所得税负债	266	138	115	115	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2749	2749	2749	2749		2009A	2010E	2011E	2012E
负债合计	210387	187191	158714	123445	经营活动现金流净额	59309	45282	61813	50656
归属于母公司所有者	70984	74069	78128	84018	取得投资收益收回现金	272	200	200	200
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137862	145515	155585	170196	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	208845	219583	233714	254214	固定资产投资	-80929	-31653	-31864	-32134
负债及股东权益	419232	406774	392428	377659	其他	-9321	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-90250	-31453	-31664	-31934
EPS	0.148	0.182	0.239	0.347	债券融资	0	0	0	0
BVPS	3.35	3.49	3.69	3.96	股权融资	0	0	0	0
PE	35.61	28.97	22.01	15.17	银行贷款增加（减少）	43833	-11107	-26776	-15116
PEG	1.08	0.88	0.67	0.46	筹资成本	6505	-2455	-2212	-2122
PB	1.57	1.51	1.43	1.33	其他	-21812	0	0	0
EV/EBITDA	2.94	2.53	1.88	1.43	筹资活动现金流净额	28526	-13562	-28988	-17239
ROE	4.4%	5.2%	6.5%	8.8%	现金净流量	-2415	266	1161	1483

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该股票的研究状况, 未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 根据监管制度及本公司相关规定, 研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形; 亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该行业的研究状况, 未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn