

# 下半年的看点是 3G 用户增长

中国联通 2010 年中报点评

## 报告关键点:

- 净利润大幅下降源于折旧、网络运行及支撑成本和销售费用上升较快;
- 前两年只能是看联通3G用户数的增长而不是看它的EPS;
- 联通3G用户数在9、10月将会爆发。

## 报告摘要:

- 上半年业绩回顾:** 2010年上半年,公司实现营业收入844.2亿元,同比增长7.6%;实现净利润8.3亿元,同比下降62.1%;EPS为0.039元。公司收入和利润的增长基本符合我们的预期。净利润同比大幅下降的主要原因是公司过去一年处于3G投入期,这导致折旧、网络运行及支撑成本和销售费用上升较快,而3G用户和收入的增长却有一个滞后性。
- 下半年的看点是3G用户增长:** 由于3G在初期投入巨大,而3G需求的爆发需要一个过程,再加上手机补贴是一次性计入当季,因此前两年只能是看联通3G用户数的增长而不是看它的EPS。由于6、7月是手机销售的淡季,而1月、5月和10月是旺季,因此按新增3G用户数跟手机销售数量之比来看,联通6、7月的用户数据其实并不算差。9、10月随着手机销售的回暖,再加上千元智能手机的铺货和社会渠道真正到位、3G预付费套餐的推广、iphone 4上市,新增3G用户数将会明显上升;10月更可能会冲上150万。
- 盈利预测、估值和投资评级:** 我们预计2010-2012年联通的EPS分别为0.08、0.17和0.34元。由于上面分析的原因,前两年联通的盈利不出来;因此我们用2012年的EPS来给联通估值,给予联通20倍的动态市盈率,则目标价为6.8元。我们维持公司“买入-B”的投资评级。如果用户数据超预期,估值还有进一步提升的空间。

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:

6.80 元

期限: 3 个月 上次预测: 6.80 元

现价: 5.11 元

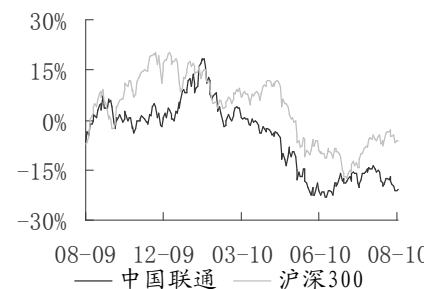
报告日期:

2010-08-27

## 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 总市值(百万元)   | 108,314.61  |
| 流通市值(百万元)  | 108,314.61  |
| 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  | 4.86/7.85 元 |
| 十大流通股股东(%) | 65.16%      |
| 股东户数       | 1,169,461   |

## 12个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月    | 十二个月    |
|------|--------|--------|---------|
| 相对收益 | (6.59) | (2.40) | (14.48) |
| 绝对收益 | (7.26) | (2.11) | (20.66) |

## 研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

证书编号

S1450210030004

## 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008     | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 152,764  | 158,369 | 167,872 | 184,116 | 208,284 |
| Growth(%) | 52.1%    | 3.7%    | 6.0%    | 9.7%    | 13.1%   |
| 净利润       | 19,741.4 | 3,137.0 | 1,675.6 | 3,601.3 | 7,193.4 |
| Growth(%) | 250.5%   | -84.1%  | -46.6%  | 114.9%  | 99.7%   |
| 毛利率(%)    | 37.0%    | 33.3%   | 30.8%   | 34.9%   | 40.4%   |
| 净利润率(%)   | 12.9%    | 2.0%    | 1.0%    | 2.0%    | 3.5%    |
| 每股收益(元)   | 0.93     | 0.15    | 0.08    | 0.17    | 0.34    |
| 每股净资产(元)  | 9.86     | 9.85    | 9.71    | 10.21   | 11.21   |
| 市盈率       | 5.5      | 34.5    | 64.6    | 30.1    | 15.1    |
| 市净率       | 0.5      | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| 净资产收益率(%) | 16.1%    | 4.5%    | 2.4%    | 4.9%    | 8.9%    |
| ROIC(%)   | 42.7%    | 4.8%    | 2.2%    | 3.0%    | 5.3%    |
| EV/EBITDA | 4.7      | 5.0     | 7.0     | 6.5     | 5.3     |
| 股息收益率     | 0.0%     | 1.3%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

## 前期研究成果

|                     |            |
|---------------------|------------|
| 中国联通: 姗姗来迟的投资机会     | 2010-08-18 |
| 联通估值的最大不确定性: 日本案例研究 | 2010-05-31 |
| 何时买入中国联通            | 2010-05-04 |

**财务报表预测和估值数据汇总**

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-27

| 利润表               | 2008            | 2009            | 2010E          | 2011E           | 2012E           | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>152,764</b>  | <b>158,369</b>  | <b>167,872</b> | <b>184,116</b>  | <b>208,284</b>  | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 96,190.6        | 105,653.8       | 116,163.2      | 119,829.3       | 124,200.2       | 营业收入增长率        | 52.1%       | 3.7%        | 6.0%         | 9.7%         | 13.1%        |
| 营业税费              | 4,163.8         | 4,487.0         | 4,700.4        | 5,155.3         | 5,832.0         | 营业利润增长率        | -47.7%      | 109.8%      | -51.4%       | 131.6%       | 106.2%       |
| 销售费用              | 17,078.8        | 20,956.7        | 23,984.0       | 28,430.3        | 33,482.0        | 净利润增长率         | 250.5%      | -84.1%      | -46.6%       | 114.9%       | 99.7%        |
| 管理费用              | 12,558.3        | 14,047.9        | 14,299.9       | 14,715.0        | 15,294.5        | EBITDA 增长率     | 69.8%       | 7.8%        | 4.0%         | 15.5%        | 21.0%        |
| 财务费用              | 2,169.3         | 943.5           | 1,059.0        | 1,045.1         | 1,030.1         | EBIT 增长率       | -25.2%      | 62.2%       | -46.5%       | 110.3%       | 98.1%        |
| 资产减值损失            | 15,190.8        | 2,375.6         | 2,366.0        | 2,392.0         | 2,334.3         | NOPLAT 增长率     | 294.3%      | -71.3%      | -44.3%       | 98.4%        | 92.6%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -               | 1,239.1         | -              | -               | -               | 投资资本增长率        | 153.8%      | 20.0%       | 47.5%        | 8.9%         | -0.1%        |
| 投资和汇兑收益           | -               | 212.2           | 224.9          | 246.6           | 279.0           | 净资产增长率         | 124.9%      | -0.1%       | -1.5%        | 5.1%         | 9.8%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>5,412.8</b>  | <b>11,355.5</b> | <b>5,524.2</b> | <b>12,796.1</b> | <b>26,390.0</b> | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 2,069.5         | 825.5           | 876.0          | 959.7           | 1,086.7         | 毛利率            | 37.0%       | 33.3%       | 30.8%        | 34.9%        | 40.4%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>7,482.2</b>  | <b>12,181.0</b> | <b>6,400.2</b> | <b>13,755.9</b> | <b>27,476.8</b> | 营业利润率          | 3.5%        | 7.2%        | 3.3%         | 7.0%         | 12.7%        |
| 减: 所得税            | 1,701.8         | 2,807.1         | 1,472.0        | 3,163.8         | 6,319.7         | 净利润率           | 12.9%       | 2.0%        | 1.0%         | 2.0%         | 3.5%         |
| <b>净利润</b>        | <b>19,741.4</b> | <b>3,137.0</b>  | <b>1,675.6</b> | <b>3,601.3</b>  | <b>7,193.4</b>  | EBITDA/营业收入    | 35.3%       | 36.7%       | 36.0%        | 37.9%        | 40.6%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>     | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | EBIT/营业收入      | 5.0%        | 7.8%        | 3.9%         | 7.5%         | 13.2%        |
| 货币资金              | 9,487.5         | 8,828.1         | 13,429.7       | 14,729.3        | 16,662.7        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -               | -               | -              | -               | -               | 固定资产周转天数       | 401         | 598         | 654          | 652          | 602          |
| 应收帐款              | 23,963.9        | 16,538.1        | 3,771.4        | 41,968.5        | 47,477.3        | 流动营业资本周转天数     | -146        | -227        | -123         | 30           | 53           |
| 应收票据              | 44.7            | 24.5            | 1,103.8        | 1,210.6         | 1,369.5         | 流动资产周转天数       | 62          | 76          | 100          | 163          | 187          |
| 预付帐款              | 1,487.8         | 1,853.3         | 1,969.5        | 2,089.3         | 2,213.5         | 应收帐款周转天数       | 17          | 27          | 17           | 42           | 74           |
| 存货                | 1,170.7         | 2,412.4         | 41,373.2       | 42,678.9        | 44,235.7        | 存货周转天数         | 5           | 4           | 47           | 82           | 75           |
| 其他流动资产            | 5.7             | 1,066.3         | 1,066.3        | 1,066.3         | 1,066.3         | 总资产周转天数        | 579         | 871         | 926          | 910          | 850          |
| 可供出售金融资产          | -               | 7,976.9         | -              | -               | -               | 投资资本周转天数       | 351         | 534         | 680          | 772          | 711          |
| 持有至到期投资           | -               | -               | -              | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -               | 15.0            | 20.0           | 20.0            | 20.0            | ROE            | 16.1%       | 4.5%        | 2.4%         | 4.9%         | 8.9%         |
| 投资性房地产            | -               | -               | -              | -               | -               | ROA            | 9.7%        | 2.2%        | 1.1%         | 2.2%         | 4.3%         |
| 固定资产              | 241,181.8       | 285,035.4       | 324,481.1      | 342,683.0       | 353,585.8       | ROIC           | 42.7%       | 4.8%        | 2.2%         | 3.0%         | 5.3%         |
| 在建工程              | 35,738.3        | 57,843.9        | 34,706.9       | 20,824.8        | 12,495.5        | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 18,550.4        | 19,645.3        | 18,335.7       | 17,113.4        | 15,972.6        | 销售费用率          | 11.2%       | 13.2%       | 14.3%        | 15.4%        | 16.1%        |
| 其他非流动资产           | 15,406.9        | 17,993.0        | 3,782.7        | 2,273.0         | 1,367.2         | 管理费用率          | 8.2%        | 8.9%        | 8.5%         | 8.0%         | 7.3%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>347,037</b>  | <b>419,232</b>  | <b>444,040</b> | <b>486,657</b>  | <b>496,466</b>  | 财务费用率          | 1.4%        | 0.6%        | 0.6%         | 0.6%         | 0.5%         |
| 短期债务              | 10,780.0        | 63,908.5        | 171,205.5      | 194,420.4       | 172,789.2       | 三费/营业收入        | 20.8%       | 22.7%       | 23.4%        | 24.0%        | 23.9%        |
| 应付帐款              | 70,735.1        | 108,348.4       | 35,008.1       | 36,113.0        | 37,430.2        | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 1,039.9         | 1,380.9         | 318.3          | 328.3           | 340.3           | 资产负债率          | 39.8%       | 50.2%       | 53.6%        | 55.5%        | 52.1%        |
| 其他流动负债            | 30,732.3        | 25,646.0        | 27,580.0       | 34,576.4        | 42,491.2        | 负债权益比          | 66.0%       | 100.7%      | 115.7%       | 124.9%       | 109.0%       |
| 长期借款              | 997.3           | 759.5           | 759.5          | 759.5           | 759.5           | 流动比率           | 0.29        | 0.15        | 0.27         | 0.39         | 0.44         |
| 其他非流动负债           | 12,005.2        | 10,015.0        | 2,748.7        | 2,748.7         | 2,748.7         | 速动比率           | 0.28        | 0.14        | 0.09         | 0.23         | 0.27         |
| <b>负债总额</b>       | <b>138,041</b>  | <b>210,387</b>  | <b>238,224</b> | <b>270,249</b>  | <b>258,901</b>  | 利息保障倍数         | 3.50        | 13.04       | 6.22         | 13.24        | 26.62        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>138,679</b>  | <b>137,862</b>  | <b>141,114</b> | <b>148,105</b>  | <b>162,069</b>  | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 21,196.6        | 21,196.6        | 21,196.6       | 21,196.6        | 21,196.6        | DPS(元)         | -           | 0.07        | -            | -            | -            |
| 留存收益              | 49,140.4        | 49,806.8        | 43,505.5       | 47,106.8        | 54,300.2        | 分红比率           | 0.0%        | 45.4%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>208,997</b>  | <b>208,845</b>  | <b>205,816</b> | <b>216,408</b>  | <b>237,565</b>  | 股息收益率          | 0.0%        | 1.3%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>     | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 5,780.4         | 9,373.9         | 1,675.6        | 3,601.3         | 7,193.4         | EPS(元)         | 0.93        | 0.15        | 0.08         | 0.17         | 0.34         |
| 加: 折旧和摊销          | 49,264.0        | 49,342.6        | 53,909.7       | 56,022.4        | 57,140.9        | BVPS(元)        | 9.86        | 9.85        | 9.71         | 10.21        | 11.21        |
| 资产减值准备            | 15,190.8        | 2,375.6         | 2,366.0        | 2,392.0         | 2,334.3         | PE(X)          | 5.5         | 34.5        | 64.6         | 30.1         | 15.1         |
| 公允价值变动损失          | -               | -1,239.1        | -              | -               | -               | PB(X)          | 0.5         | 0.5         | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| 财务费用              | -381.7          | 1,973.9         | 744.6          | 1,059.0         | 1,045.1         | P/FCF          | -1.2        | 8.9         | -5.5         | -15.5        | -7.8         |
| 投资收益              | -               | -212.2          | -224.9         | -246.6          | -279.0          | P/S            | 0.7         | 0.7         | 0.6          | 0.6          | 0.5          |
| 少数股东损益            | 13,986.4        | 6,236.9         | 3,252.6        | 6,990.7         | 13,963.7        | EV/EBITDA      | 4.7         | 5.0         | 7.0          | 6.5          | 5.3          |
| 营运资金的变动           | 4,046.6         | -12,510.5       | -83,306.3      | -30,919.6       | 2,934.5         | CAGR(%)        | -32.0%      | 31.2%       | 78.2%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>59,430</b>   | <b>59,309</b>   | <b>-21,268</b> | <b>38,885</b>   | <b>84,318</b>   | PEG            | -0.2        | 1.1         | 0.8          | -0.3         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-24,755</b>  | <b>-90,250</b>  | <b>-65,305</b> | <b>-59,755</b>  | <b>-59,723</b>  | ROIC/WACC      | 6.9         | 0.8         | 0.4          | 0.5          | 0.9          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-38,063</b>  | <b>28,526</b>   | <b>91,193</b>  | <b>22,170</b>   | <b>-22,661</b>  | REP            | 0.2         | 1.5         | 3.1          | 2.3          | 1.3          |

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

|               |                        |               |                         |
|---------------|------------------------|---------------|-------------------------|
| 潘艳            | 上海联系人                  | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68766516  | panyan@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 朱贤            | 上海联系人                  | 梁涛            | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn |
| 凌洁            | 上海联系人                  | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 李昕            | 北京联系人                  | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn   | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                  | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn    | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 律烨            | 深圳联系人                  | 曹加            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558076 | lyye@essence.com.cn    | 0755-82558045 | caojia@essence.com.cn   |
| 李国瑞           | 深圳联系人                  | 胡珍            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn    | 0755-82558073 | huzhen@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