

市值增长空间巨大，终端优势将使得用户数再上台阶

研究结论：

- **联通市值增长空间巨大：联通在 3G 业务上相对于其他两家运营商具有绝对优势，有望极大改变市场份额，从而享有巨大的市值上升空间。**我们认为，随着移动通信渗透率的上升，运营商的估值将有所下降，因此，国内运营商的整体估值水平将回归国际平均水平。但是，对中国联通来说，由于中国联通的 3G 市场份额占据全国三分之一，而 3G 业务是中国运营商今后 5 年中带动业绩增长的最重要的驱动因素。因此，我们认为，由于联通在 3G 业务上相对于其他两家运营商具有绝对优势，有望极大改变市场份额，从而享有巨大的市值上升空间。根据我们的测算，**联通相对于目前 2667 亿港元的市值尚有 66% 的提升空间。**
- **联通 3G 业务现状：用户规模后来居上，ARPU 值最高，可谓亮点频频。**联通的 3G 业务的发展是做得最晚的一个，但是却是发展得最好的。目前中国联通的 3G 用户数已经超过千万，高于中国电信，也高于中国移动同一口径下的实际用户数。且联通的 ARPU 值达到 134 元，为三大运营商中最高的。此外，从网络质量来说，联通的 W 网的网络质量也是三大运营商中最好的。
- **下一步发展的驱动因素：终端的多样化将使得用户数再上台阶，从 100 万上升到 150 万数量级。**与我们前期的分析相一致，联通积极的资费策略将使得用户数从 50 万上升到 100 万数量级，促使用户数再上台阶的因素将是联通多样化的终端优势。目前，iPhone 用户占联通 3G 用户的比例不到 10%，但是用户价值很高，大部分是 286 套餐。而很多其他企业，如微软、google、三星、多普达、联想等都在推广新型手机终端，这些终端借鉴了 iPhone 的许多优点。这些终端的推出有利于打破 iPhone 一枝独秀的局面，提升联通和苹果公司的议价能力。
- **3G 业务盈利拐点将现，转债提供估值支撑。**我们测算联通的 3G 业务最早可于 2011 年 3 月开始单月盈利（基本场景），联通的 3G 业务盈利拐点将现。此外，联通发行的可转债为股价提供了有力支撑。**联通 H 股转债的转股价格为每股股份 15.85 港元，较目前 11.3 港元左右的价格存在 35% 以上的溢价。若达到公司回购均价，比目前股价要高出 70% 左右，与我们上面分析的联通市值有 66% 以上的增长空间相吻合。**
- 我们认为，3G 用户数的有效提升、iPhone 4 的火爆等将成为联通今年四季度及明年一季度的股价催化剂。预计联通 2010—2012 年的 EPS 为 0.15，0.22 和 0.35 元。我们认为，公司销售费用的增加带来了用户数的增加，表明联通基本面产生了向上的拐点，其 3G 业务拓展有序，维持公司的“买入”评级。
- 风险因素：大盘系统性风险，3G 业务发展低于预期

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhangjiawei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

张杰伟

通信行业分析师

18601712550

zhangjiawei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110080004

投资评级 **买入 增持 中性 减持（维持）**

股价（2010 年 10 月 14 日） 5.34

目标价格 10.00

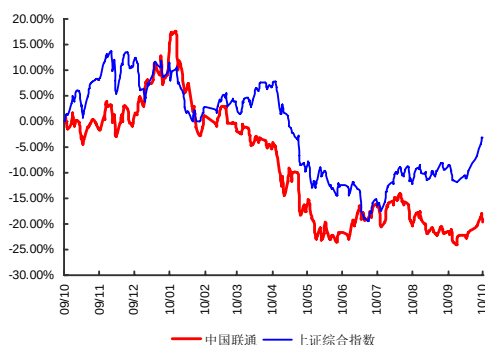
总股本（万股） 2119659.64

国家/地区 中国

行业 通信

报告日期 2010 年 10 月 14 日

股价表现



财务预测

（单位：百万）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158,369	165,344	186,449	213,420
利润总额	12,181	12,270	18,285	28,462
净利润	9,374	9,448	14,080	21,916
EBITDA	59,499	61,719	70,501	82,750
EPS（元）	0.15	0.15	0.22	0.35
每股经营现金	2.80	2.89	2.00	2.39
每股净资产	3.35	3.47	3.65	3.92
净资产收益率	4.4%	4.3%	6.1%	8.8%
P/E(X)	35.61	35.29	23.68	15.21
P/B(X)	1.57	1.52	1.45	1.34

相关研究报告

3G 用户数重上百万，hone 4 于 9 月正式引	2010.09.21
进	
3G 用户数继续在百万附近	2010.08.20
预付费套餐重拳出击“流动客户”市场	2010.07.22
联通 3G 业务何时盈利？	2010.07.22
3G 用户数连续两月突破 100 万	2010.07.21

目 录

联通市值增长空间巨大：联通将受益于运营商市场竞争结构的优化	4
联通 3G 业务发展现状：用户规模后来居上，ARPU 值最高，亮点频频	5
下一步发展驱动因素：多样化终端促使用户数再上台阶	6
3G 业务盈利拐点将现，转债提供估值支撑	8
3G 业务盈利拐点将现	8
转债提供估值支撑	11
中国联通盈利预测	11
中国联通业务分析	11
中国联通盈利预测	13
风险因素	14

图表目录

图 1：国内移动用户渗透率	4
图 2：中国联通同一口径下的实际 3G 用户数最高，ARPU 值最高	6
图 3：东方证券通信行业组对联通基本面的判断：积极的营销政策将使得用户数上升到 100 万数量级	7
图 4：中国联通终端数远超其他两家运营商	8
图 5：中国联通终端数价格分布更加合理，终端优势明显	8
图 6：联通 3G 业务分析框架	9
图 7：联通 3G 业务单月盈利情况	10
图 8：联通 3G 业务累计盈利情况	10
表 4：联通业务收入预计	12
图 9：联通 3G 业务对其业务的收入占比影响越来越大	13
图 10：中国联通 PB Band	13
表 1：中国及发达国家主要通信运营商估值情况对比	5
表 2：中国联通 3G 市场份额相对于中移动的敏感性分析	6
表 3：中国联通转债主要条款	11
附表：财务报表预测与比率分析	15

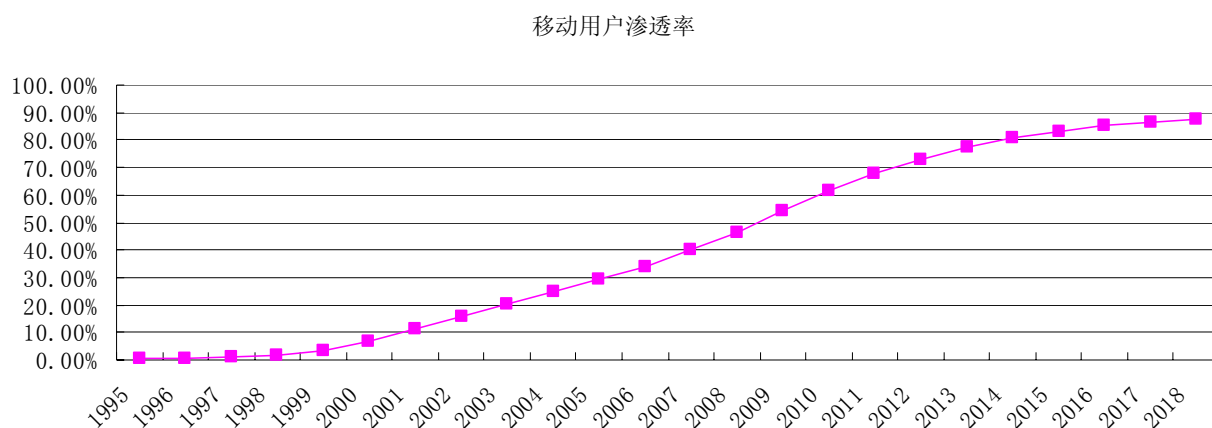
联通市值增长空间巨大：联通将受益于运营商市场竞争结构的优化

3G 时代运营商市场巨变，联通将受益于运营商竞争结构的内部优化。目前，我国的运营商整体估值水平相对于海外运营商略高，随着移动通信渗透率的上升，运营商的估值将有所下降，国内运营商的整体估值水平将回归国际平均水平。但我们认为，**由于联通在 3G 业务上相对于其他两家运营商具有绝对优势，有望极大改变市场份额，从而享有巨大的市值上升空间。**

截止到 2010 年 6 月，使用手机的世界人口已逼近 46 亿 5 千万人（普及率约为 71.5%）。而发达国家和地区的移动电话渗透率已大大超过这一比率。澳门移动电话渗透率在 2007 年已经达到 138%，2008 年，美国移动电话持有率为 90%，英国移动电话持有率为 97%。而根据工信部数据，2009 年我国的移动电话普及率仅为 56.3 部/百人。

我们认为，国内移动电话用户的渗透率将快速上升，随着渗透率的上升，国内运营商的估值将随之下降。根据我们的移动用户渗透率模型，到了 2014 年，我国的移动用户渗透率将达到 80% 以上。

图 1：国内移动用户渗透率



资料来源：东方证券研究所预测

考虑港股的三家中国运营商，其平均 PE 水平达到了 21.99 倍，而发达国家和地区的运营商估值平均水平为 13.07 倍。我们认为，考虑到随着我国通信市场成熟度进一步向发达国家市场靠拢，国内运营商的整体估值水平将回归国际平均水平。但是，对中国联通来说，由于中国联通的 3G 市场份额占据全国三分之一，而 3G 业务是中国运营商今后 5 年中带动业绩增长的最重要的驱动因素，而联通的 3G 业务占据了市场三分之一的份额。因此，我们认为，由于联通在 3G 业务上相对于其他两家运营商具有绝对优势，有望极大改变市场份额，从而享有巨大的市值上升空间。

表 1：中国及发达国家主要通信运营商估值情况对比

中文名称	货币	最新价格	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
中国联通-A	CNY	5.32	0.15	0.15	0.22	35.95	35.62	23.90
中国移动	HKD	81.25	5.74	5.91	6.11	14.16	13.76	13.29
中国联通-H	HKD	11.32	0.40	0.24	0.35	28.30	47.56	32.25
中国电信	HKD	4.23	0.18	0.19	0.23	23.50	21.92	18.39
					平均：	21.99	27.75	21.31
Verizon 通信	USD	33.03	1.29	2.21	2.29	25.60	14.93	14.41
美国电话电报集团	USD	28.32	2.12	2.31	2.51	13.36	12.26	11.31
沃达丰	GBp	161.70	16.44	15.80	16.30	9.84	10.23	9.92
法国电信	EUR	15.88	1.13	1.83	1.77	14.05	8.66	8.98
TELEFONICA 公司	EUR	18.81	1.71	1.80	1.89	11.00	10.46	9.98
意大利电信	EUR	1.03	0.08	0.11	0.12	12.84	9.01	8.35
KT 公司	KRW	45,450	2,353	5,738	6,309	19.32	7.92	7.20
SK 电信集团公司	KRW	174,500	17,808	18,934	18,558	9.80	9.22	9.40
LG Uplus 公司	KRW	7,510	1,112	1,483	1,069	6.75	5.06	7.03
NTT DOCOMO 公司	JPY	135,500	11,863	11,965	12,372	11.42	11.32	10.95
KDDI 株式会社	JPY	397,000	47,768	53,384	54,034	8.31	7.44	7.35
新加坡电信有限公司	SGD	3.07	0.25	0.25	0.27	12.51	12.28	11.58
中华电信	TWD	70.50	4.96	4.78	4.50	14.21	14.76	15.68
台湾大哥大	TWD	64.80	4.66	4.64	4.96	13.91	13.96	13.07
					平均：	13.07	10.54	10.37

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所整理

3G 业务是中国运营商今后 5 年中带动业绩增长的最重要的驱动因素，而联通的 3G 业务占据了市场三分之一的份额，那联通享受到运营商市值的三分之一亦属合理。若按此计算，三大运营商目前的总市值为 22,393 亿港元，若估值由 21.99 倍向发达国家均值 13.07 倍靠拢，则总市值将降为 13,307 亿港元，联通的合理市值即为 4436 亿港元，相对于目前 2667 亿港元的市值尚有 66% 的提升空间。

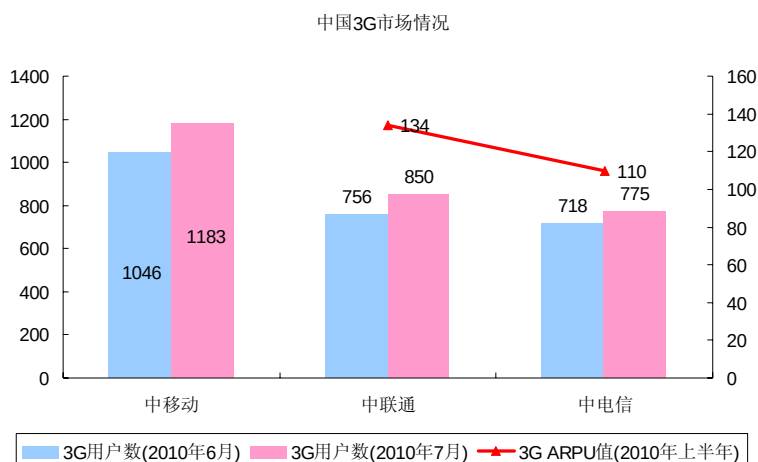
联通 3G 业务发展现状：用户规模后来居上，ARPU 值最高，亮点频频

随着我国的 3G 建设推进，根据工信部数据，截至 6 月底，全国在网 3G 用户数达到 2520 万户；截至 2010 年 7 月底，我国 3G 用户累计达到 2808 万户，环比增长 11.4%，同比增长 544.6%，

今年 1-7 月净增 1482 万户，7 月新增 287 万户。中国电信、中国移动和中国联通的 3G 用户分别达到 775 万户、1183 万户和 850 万户。到目前为止，中国联通的 3G 用户数已经超过千万，高于中国电信，考虑到统计口径的不同，中国移动的 3G 用户数有虚高的成分；若口径相同的话，中国联通的 3G 用户数将高于中国移动。

此外，根据三大运营商中报及相关媒体的披露，中国联通的 3G 用户 ARPU 值为 134 元，中国电信为 110 元左右，而中国移动的 3G ARPU 值未披露，应该低于中国联通。通过敏感性分析可以看出，即使中移动的 ARPU 值高达 130 元，在中国 3G 市场上，中国联通依然占据了三分之一的市场份额（32.03%-35.56%之间）。

图 2：中国联通同一口径下的实际 3G 用户数最高，ARPU 值最高



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

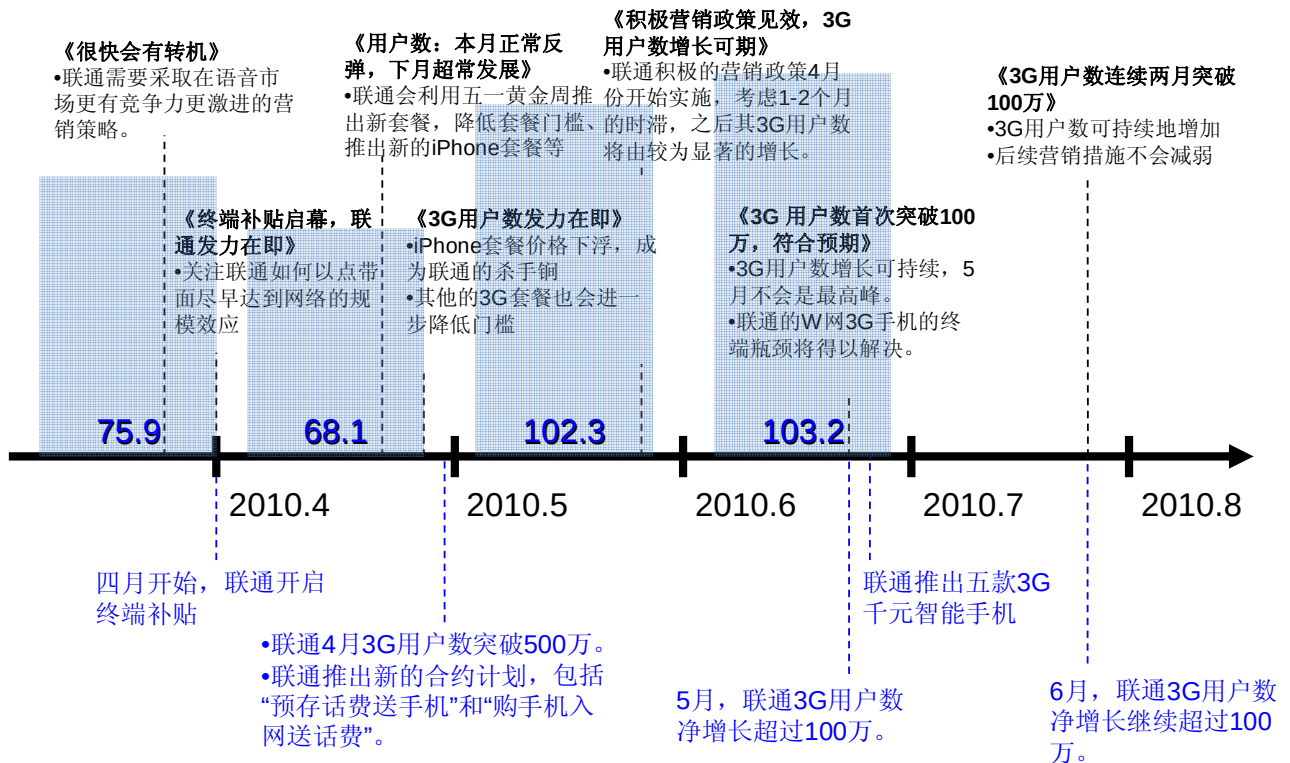
表 2：中国联通 3G 市场份额相对于中移动的敏感性分析

	3G 用户数 2010.6 月	3G ARPU 值 2010 1H	市场份额	联通的市场占有率
中移动-ARPU 100	1046	100	104,600	35.56%
中移动-ARPU 110	1046	110	115,060	34.30%
中移动-ARPU 120	1046	120	125,520	33.13%
中移动-ARPU 130	1046	130	135,980	32.03%
中国联通	756	134	101,304	
中电信	718	110	78,980	

资料来源：公司公告，东方证券研究所预测

下一步发展驱动因素：多样化终端促使用户数再上台阶

我们在前期的报告中多次指出，联通积极的资费策略和营销举措将使得用户数从 50 万上升到 100 万数量级。

图 3：东方证券通信行业组对联通基本面的判断：积极的营销政策将使得用户数上升到 100 万数量级


资料来源：东方证券研究所

中国联通的用户数发展情况也如我们预料地稳稳站上 100 万数量级。那促使用户数再上台阶，达到 150 万数量级的驱动因素是什么呢？我们认为是联通多样化的终端优势。

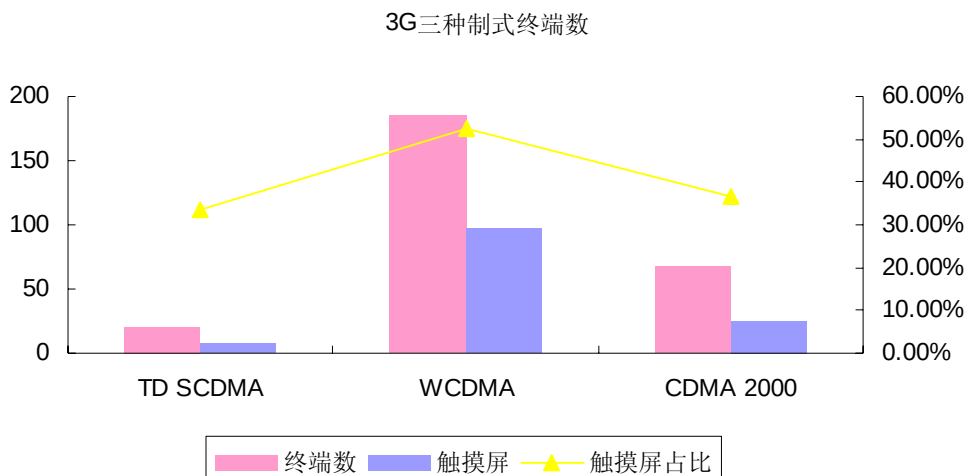
终端是用户选择运营商的首要考虑因素。终端的好坏将影响运营商的用户数，而网络质量好坏影响的是退网率，中国联通在终端上的优势将使得其用户数站稳 150 万数量级。

目前，iPhone 用户占联通 3G 用户的比例不到 10%，但是用户价值很高，大部分是 286 套餐。而很多其他企业，如微软、google、三星、多普达、联想等都在推广新型手机终端，这些终端借鉴了 iPhone 的许多优点。例如，Google 的 Android 已成为美国最受欢迎的智能手机操作系统。而微软在 10 月 12 日发布 9 款 Windows Phone 7 手机，通过 AT&T 和 T-Mobile USA 在美国销售。Windows 手机软件采用新设计，拍摄、发布照片速度更快，能够访问 Facebook 和微软 Xbox Live 服务，Windows Phone 7 软件整合了微软 Zune 音乐订阅服务和移动版 Office 应用。

这些终端的推出有利于打破 iPhone 一枝独秀的局面，提升联通相对苹果公司的议价能力。更重要的，手机终端的多样化有利于促进移动互联网的应用，从而进一步发展 3G 用户。

从京东商城上三种 3G 制式的终端数来看，中国联通的终端数远高于其他两家运营商，而且触摸屏的占比和相对数也最高，终端价位分布也更加合理。我们认为，联通的终端优势明显，并不存在过度依赖 iPhone 的问题，而且终端的多样化有利于促进移动互联网的应用，拓展 3G 用户。

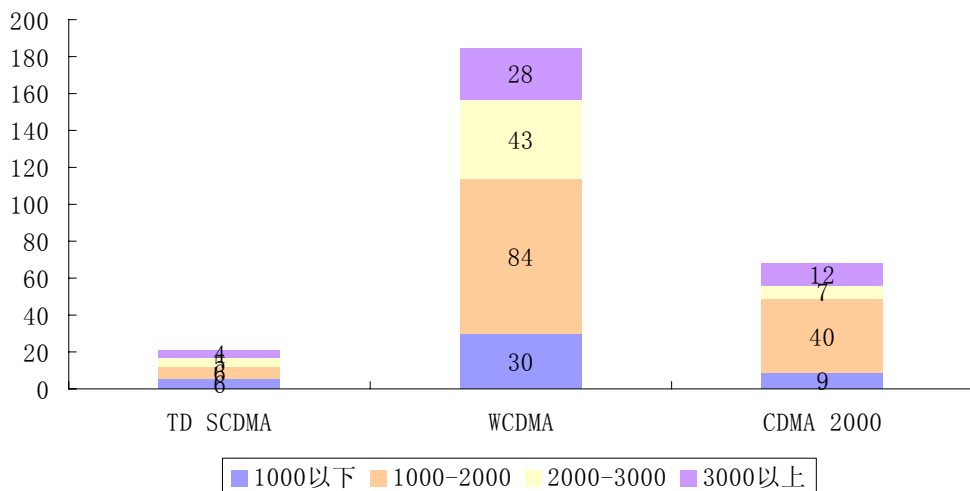
图 4：中国联通终端数远超其他两家运营商



截止到 2010 年 10 月 13 日上午 10 点 32 分

资料来源：京东商城，东方证券研究所整理

图 5：中国联通终端数价格分布更加合理，终端优势明显



截止到 2010 年 10 月 13 日上午 10 点 35 分

资料来源：京东商城，东方证券研究所整理

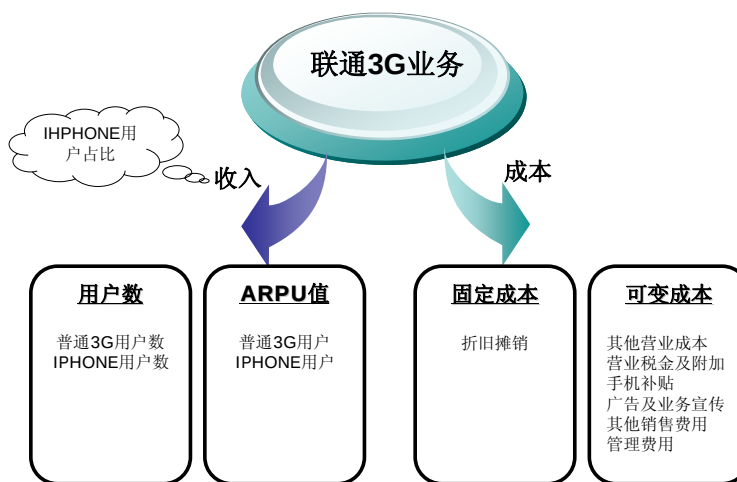
3G 业务盈利拐点将现，转债提供估值支撑

3G 业务盈利拐点将现

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 6：联通 3G 业务分析框架



资料来源：东方证券研究所

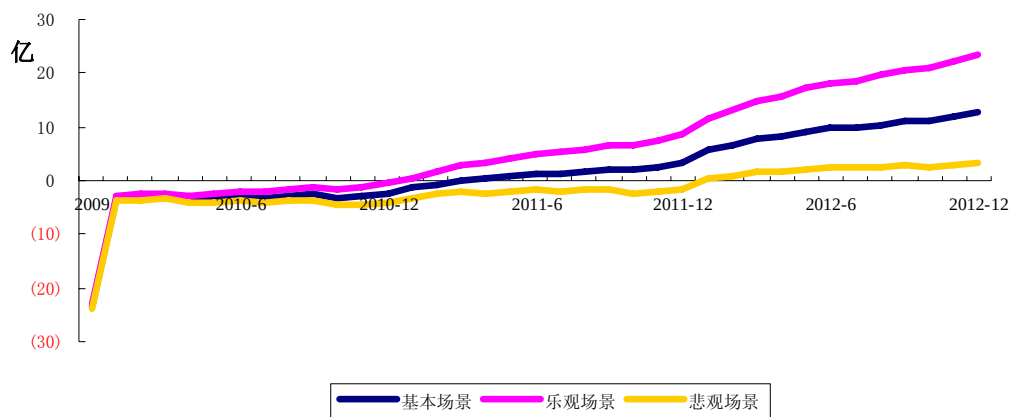
联通的 3G 业务模型一共区分了基本、乐观和悲观三种场景。

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%。

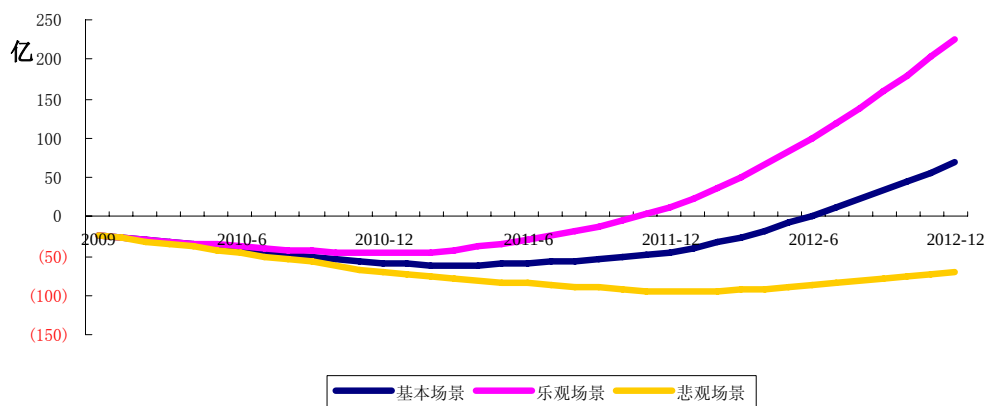
乐观场景：用户数发展比基本场景快 15%；ARPU 值的下滑速度放慢，为 12%左右；10-12 年资本支出分别为 200 亿、180 亿和 150 亿，后期折旧压力有所减小；补贴支出也较少，今后三年分别为 25%、22%和 18%。

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%。

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。详见我们前期的深度报告《联通 3G 业务何时盈利？》

图 7：联通 3G 业务单月盈利情况


资料来源：东方证券研究所预测

图 8：联通 3G 业务累计盈利情况


资料来源：东方证券研究所预测

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。

转债提供估值支撑

中国联通(香港)完成了转债的发行，募集资金约 18.39 亿美元（合 142.7 亿港元）。联通本次发行可转债所募集的资金将用于 3G 及固网宽带建设和补充公司营运资金，从而支持公司业务的发展。本次募集的资金将为公司的 3G、宽带等重点业务发展提供有力的资金支持，有利于提升公司的市场地位与竞争实力，并能够在可转换债券转股后有效增强公司资本基础。

联通 H 股转债的转股价格为每股股份 15.85 港元，较目前 11.3 港元左右的价格存在 35% 以上的溢价。若达到公司回购均价，比目前股价要高出 70% 左右，与我们上面分析的联通市值有 66% 以上的增长空间相吻合。

本次可转债发行是中国境内企业有史以来最大规模的国际可转债发行。我们认为，这次转债的成功发行不但表明了联通公司多元化的融资能力，降低了公司的融资成本，市场的积极配合和热情认购更表明市场对联通 3G 业务前景的乐观情绪，而转股价格也为公司的正股提供了 35% 以上的安全边际。

表 3：中国联通转债主要条款

本金额	可换股债券总本金额为 1,838,800,000 美元。
发行及赎回价	可换股债券本金额的 100%。
利息	可换股债券按年利率 0.75% 计息，须每半年期即每年 4 月 18 日及 10 月 18 日分期支付。
转换期	受可换股债券之条文及有关债券持有人遵守有关换股程序所规限，债券持有人可于 2010 年 11 月 28 日或之后任何时候直至 2015 年 10 月 8 日营业时间结束时期间，随时行使换股权。
换股价	初步换股价为每股股份 15.85 港元，较股份于 2010 年 9 月 27 日（即签署认购协议前之最后交易日）联交所所报之收市价 11.70 港元溢价 35.5%
债券发行人选择赎回	于 2013 年 10 月 18 日或该日之后至到期日前的任何时候，债券发行人可通过向债券持有人及受托人发出不少于 30 日且不超过 60 日之通知后，按本金额连同截至指定赎回日期应计而未支付的利息，赎回当时尚未转换之全部（而非部分）可换股债券，但前提是，截至刊发赎回通知之日前不超过五个交易日止连续 30 个交易日中 20 个交易日每日之股份收市价至少为当时换股价之 130%

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

中国联通盈利预测

中国联通业务分析

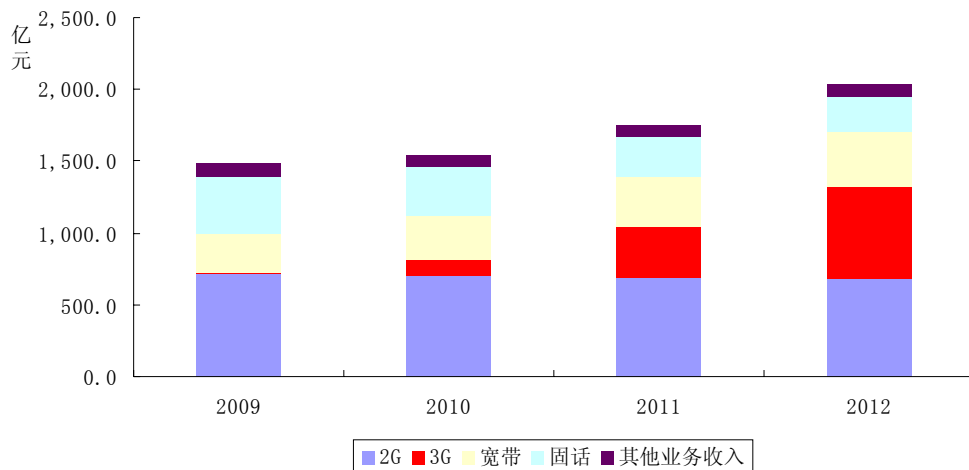
我们预测联通未来三年的收入如下所示：

表 4：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 9：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 0.15，0.22 和 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 10：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	1164	1221	1227	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	30723	39616	45445	52984	销售费用	20957	23549	23552	21342
可供出售金融资产	7977	7977	7977	7977	%营业收入	13.2%	14.2%	12.6%	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	1480	1030	724
固定资产合计	730237	714036	694738	673285	%营业收入	0.6%	0.9%	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	11403	17375	27552
资产总计	419232	406862	392475	377659	%营业收入	7.2%	6.9%	9.3%	12.9%
短期贷款	63997	36576	29026	13970	营业外收支	825	867	910	910
应付款项	101948	106719	82448	56763	利润总额	12181	12270	18285	28462
预收账款	21136	22067	24883	28483	%营业收入	7.7%	7.4%	9.8%	13.3%
应付职工薪酬	3598	3767	4198	4755	所得税费用	2807	2822	4206	6546
应交税费	912	939	1186	1575	净利润	9374	9448	14080	21916
其他流动负债	8021	8489	9314	10247	归属于母公司所有者	3137.0	3165.4	4717.3	7342.8
流动负债合计	199612	178556	151055	115792	的净利润				
长期借款	759	759	759	759	少数股东损益	6237	6282	9362	14573
应付债券	7000	7000	7000	7000	EPS（元/股）	0.15	0.15	0.22	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	189202	161678	126415	经营活动现金流净额	59309	61253	42348	50667
归属于母公司所有者	70984	73516	77290	83164	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	144144	153506	168080	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	208845	217660	230796	251244	固定资产投资	-80929	-31653	-31864	-32134
负债及股东权益	419232	406862	392475	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	0.149	0.223	0.346	债券融资	0	0	0	0
BVPS	3.35	3.47	3.65	3.92	股权融资	0	0	0	0
PE	35.61	35.29	23.68	15.21	银行贷款增加（减少）	43833	-27421	-7550	-15057
PEG	1.09	1.08	0.72	0.46	筹资成本	6505	-2113	-1974	-2192
PB	1.57	1.52	1.45	1.34	其他	-21812	0	0	0
EV/EBITDA	2.94	2.38	1.96	1.47	筹资活动现金流净额	28526	-29534	-9523	-17249
ROE	4.4%	4.3%	6.1%	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