

中国联通：3G 用户规模上千万！

事件：

- 联通例行公布了每月的营运数据。
- 移动业务中：2G 用户本月净增数 80.1 万户（累计到达 15,151.3 万户）；3G 用户本月净增数 104.3 万户（累计到达数 1055.4 万户）；
- 固网业务：本月净减少 41.0 万户（累计到达数 9,970.1 万户）；宽带用户本月净增数 61.8 万户（累计到达数 4598.2 万户）。

研究结论：

- **3G 用户数站上千万大关。**联通 9 月份的 3G 用户数为 104.3 万，总量已经达到 1055.4 万户，突破千万大关。由于 iPhone 4 于 9 月底才正式发货，即使在这样的情况下，联通 9 月份的 3G 用户数依然保持 100 万以上，其中数据卡用户约为 9.5 万户，表明公司以语音业务为主的营销政策已经奏效，公司的营销能力提升明显。
- **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。**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，吸引更多的用户体验 3G，从而使得联通的 3G 用户数再上台阶。
- **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。**
- **联通 3G 用户数持续增加是其基本面向好的基本体现，根据我们预测，联通的 3G 业务最早可于 2011 年初开始单月盈利。**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。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



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

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 19 日） 5.61

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 20 日

股价表现



财务预测

	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	35.61	35.29	23.68	15.21
P/B	1.57	1.52	1.45	1.34

相关研究报告

市值增长空间巨大，终端优势将使得用户数 2010.10.14 再上台阶

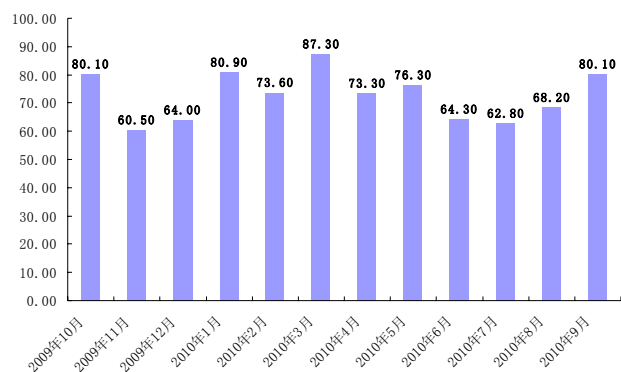
3G 用户数重上百万，hone 4 于 9 月正式引 2010.09.21 进

3G 用户数继续在百万附近 2010.08.20

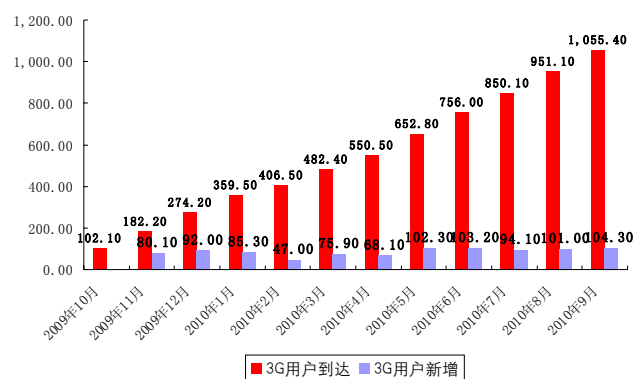
预付费套餐重拳出击“流动客户”市场 2010.07.22

联通 3G 业务何时盈利？ 2010.07.22

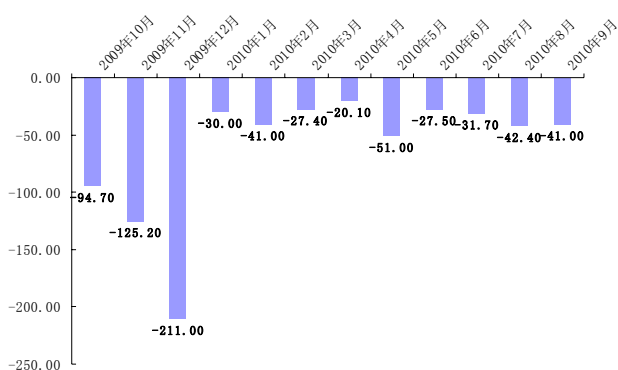
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1 中国联通 2G 新增用户数


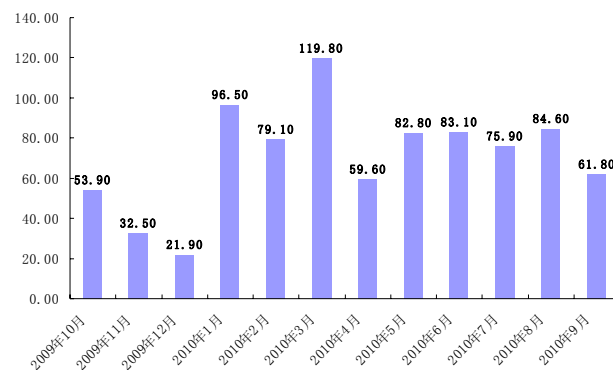
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 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

图 3 中国联通固网业务净新增数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4 中国联通宽带业务净新增数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

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