

借力社会渠道是关键

中国联通 2010 年 10 月份 3G 用户数据点评

报告关键点:

- 联通10月份3G用户增长110.2万户，草根调研显示新增用户增长迅速；
- 新颁布的“存话费、送话费”合约套餐打破了现有战略终端的局限；
- 联通给予社会渠道的激励力度不小，极大地调动了社会渠道的积极性。

报告摘要:

- **联通10月份3G用户数据简评:** 联通公告了10月新增用户数，3G新增110.2万。过去三个月分别为101、104、110.2万，环比向上的趋势已然形成。联通目前最为关键的是3G新增用户数，虽然公布的净增用户数为110万，但从草根调研的情况看，10月份新增用户明显多于9月；所以我们认为公司仍在排挤以前的一些水分，即今年上半年3G低迷期时一些质量不佳的离网用户。
- **新套餐打破了现有战略终端的局限:** 在周末的调研中我们注意到，联通新推出的“存话费、送话费”合约计划：用户只要在苏宁、国美等联通签约的社会渠道购买任何一款智能终端，同时选择在该店入网，则可享受该合约；这使得卖场所有智能终端均可享受补贴计划。我们认为，这一资费套餐最大的意义在于打破了现有战略终端的局限，使得市场上所有销售的智能手机均可享受补贴。
- **对社会渠道的激励力度不小:** 调研中我们同时了解到，社会渠道发展的该类套餐用户，联通给予社会渠道本身的酬金为套餐的10%*12月或24月。即假设社会渠道发展一个226元套餐的一年/两年合约用户，只要该用户在网内，该社会渠道可在未来一年/两年内每个月获得22.6元；这极大地调动了社会渠道的积极性。
- **调研中了解到的其它信息:** 半个月前调研时，我们发现苏宁仅有最初的NOKIA 5235、索爱 Mli等5款终端，另加乐phone 和iphone；本次调研我们看到索爱的Mli 10 和MOTO XT 701开始进入社会渠道。苏宁等社会渠道柜台均贴有醒目的“3G购机优惠，预存话费送话费，预存多少送多少，详情咨询营业员”之类标志；事实上，由于目前社会渠道90%以上的智能终端为W制式，这也使得以销售终端为主的社会渠道只能选择联通作为合作伙伴。相对于“沃WO”的铺天盖地，中移动的社会渠道则要冷清很多。由于缺乏终端，中移动在社会渠道上的发言权显得越来越弱。
- **调研结论:** 终端、渠道和人气在向联通汇聚。以社会渠道为代表的市场环境正在发生根本性的变化，这将为联通发展用户打下坚实的基础，也代表着联通竞争地位的提和和根本面的全面改观。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-B

目标价格:

6.80 元

期限: 6 个月 上次预测: 6.80 元

现价: 5.05 元

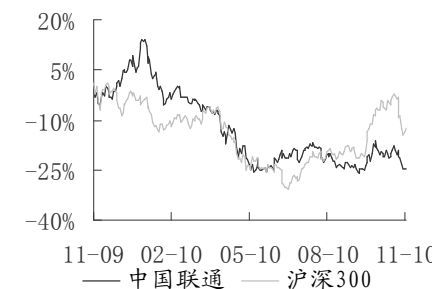
报告日期:

2010-11-20

市场数据

总市值(百万元)	107,042.81
流通市值(百万元)	107,042.81
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(%)	65.71%
股东户数	1,109,853

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.92)	(13.49)	(12.01)
绝对收益	(7.34)	(3.81)	(24.46)

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	5.4	34.1	63.9	29.7	14.9
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	4.6	5.0	6.9	6.4	5.2
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: 移动的困境和联通的机会
2010-11-01
- 中国联通: LTE 之前真空期的受益者
2010-10-25
- 中国联通: 下半年的看点是 3G 用户增长
2010-08-30
- 中国联通: 姗姗来迟的投资机会
2010-08-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-11-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	167,872	184,116	208,284	成长性					
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%
营业利润	5,412.8	11,355.5	5,524.2	12,796.1	26,390.0	利润率					
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%
利润总额	7,482.2	12,181.0	6,400.2	13,755.9	27,476.8	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%
净利润	19,741.4	3,137.0	1,675.6	3,601.3	7,193.4	EBITDA/营业收入	35.3%	36.7%	36.0%	37.9%	40.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	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	运营效率					
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	-	-	-	-	-	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	347,037	419,232	444,040	486,657	496,466	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	偿债能力					
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
负债总额	138,041	210,387	238,224	270,249	258,901	利息保障倍数	3.50	13.04	6.22	13.24	26.62
少数股东权益	138,679	137,862	141,114	148,105	162,069	分红指标					
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%
股东权益	208,997	208,845	205,816	216,408	237,565	股息收益率	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
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)	5.4	34.1	63.9	29.7	14.9
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	-1.1	8.8	-5.4	-15.3	-7.7
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	4.6	5.0	6.9	6.4	5.2
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%
经营活动产生现金流量	59,430	59,309	-21,268	38,885	84,318	PEG	-0.2	1.1	0.8	-0.3	-0.1
投资活动产生现金流量	-24,755	-90,250	-65,305	-59,755	-59,723	ROIC/WACC	6.9	0.8	0.4	0.5	0.9
融资活动产生现金流量	-38,063	28,526	91,193	22,170	-22,661	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

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