

2011-01-19

通信行业

中国联通 600050-SH

新增 3G 用户数创新高，维持“增持”评级

◇事件：公司公布十二月份营运数据

◆3G 新增用户数再上新台阶，一季度末有望达到 150 万

公司发布 2010 年 12 月份营运数据，3G 新增用户数达 128.4 万户（其中 3G 上网卡用户为 17.71 万户），在经历了前两个月的盘整后，再创新高，3G 用户总数累计达 1406 万户。公司本月 3G 新增用户数符合我们此前预期，销售渠道的逐步完善和 3G 资费调整使联通 WCDMA 更具用户吸引力，考虑到各项政策的效果显现需要时间过程，因此我们认为未来公司每月新增 3G 用户数有望继续稳步提升，并有望在一季度末达到 150 万。

◆2G 和宽带新增用户继续维持低位，小灵通加速退网

本月联通新增 2G 用户 61.7 万，环比小幅上升 2.2%，符合我们的预期。我们认为，随着 3G 业务成为发展重点，以及公司 2G 用户逐步向 3G 迁移，未来 2G 新增用户数量有进一步减少的趋势。

宽带方面，新增用户数仅为 29.2 万，环比 11 月份下滑 2.7%，略低于我们的预期。我们认为宽带新增用户较少，主要是受季节性因素的影响。随着春节临近，新增宽带用户数有望恢复 2010 年全年的正常平均水平。此外，12 月份固话用户流失率创出新高，达 1.94%，单月流失 191.3 万。我们认为主要原因是小灵通加速退网，造成固话用户数整体出现较大幅度减少。

◆规模采购 3G 终端、推出“沃家庭”计划，有利于提升用户增速和黏性

中国联通集团 1 月上旬采购了 7 款高性价比 WCDMA 终端，总量达到约 500 万部，该批 3G 手机将于 2011 年 1 月 15 日集中上市。我们认为，随着该批高性价比终端的上市，加上套餐补贴的销售策略，3G 的进入门槛将进一步降低，有望提升 3G 新增用户的速度。

“沃家庭”是中国联通全业务品牌“沃”的延伸。此次推出的“沃家庭”AB 计划，通过“宽带+固话+2G 手机+3G 手机”的捆绑组合模式，为家庭信息化提供了“一站式”服务，体现了中国联通网络和业务齐全的优势。我们认为，在力推 3G 业务的同时，注重依托全业务优势，加强固网用户黏性，将有利于公司整体盈利的改善。

◆静待 3G 用户增长提速，维持“增持”评级

我们认为，本月 3G 新增用户数再上新台阶，说明用户对中国联通 3G 的认可。公司的投资价值将随着 3G 用户的增长而逐步体现，我们预测公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.14 元，维持“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	152,764	158,369	173,857	193,214	222,554
营业收入增长率	52.05%	3.67%	9.78%	11.13%	15.18%
净利润（百万元）	19,741	3,137	1,329	3,025	6,355
净利润增长率	250.47%	-84.11%	-57.64%	127.67%	110.07%
EPS（元）	0.93	0.15	0.06	0.14	0.30
ROE（归属母公司）	28.07%	4.42%	1.87%	4.10%	8.07%
P/E	6	37	88	39	18
P/B	2	2	2	2	1

维持

增持

当前价格	5.51 元
目标价格	6.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

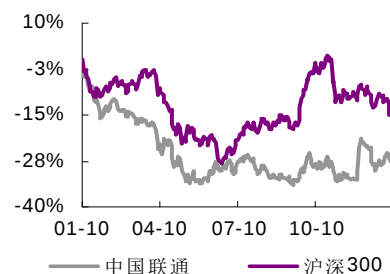
021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	21,197
总市值(百万元)	116,793
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	7.73/4.86
近 3 月日均成交量(百万股)	159.17
主要股东	中国联合网络通信集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.64	8.66	-14.74
绝对收益	-3.97	0.76	-27.76

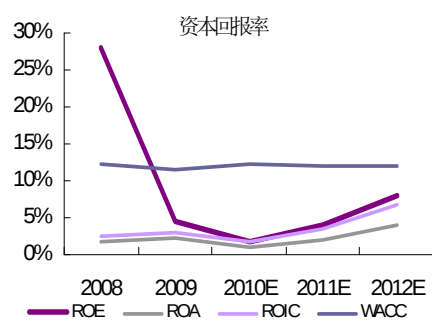
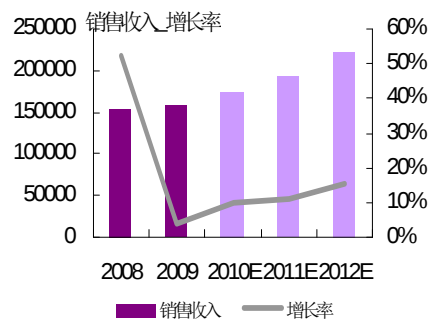
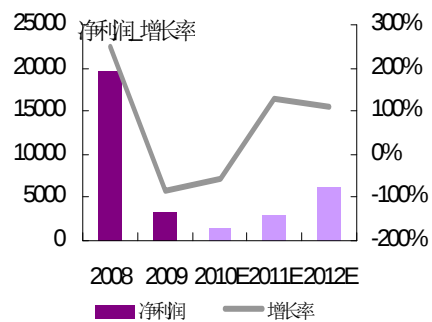
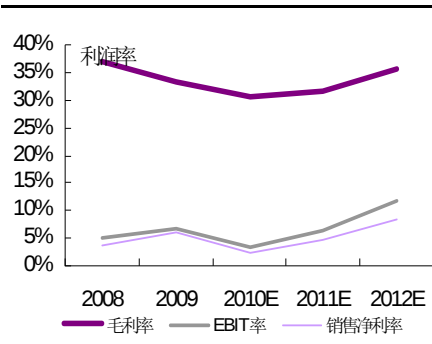
相关报告：

新增 3G 用户数表现稳定，维持“增持”评级
 2010-12-20
 新增用户数再创新高，3G 优势日益体现
 2010-11-22
 收入增速稳步提升，盈利能力尚待改善
 2010-10-31

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	173,857	193,214	222,554
营业成本	96,191	105,654	120,950	132,157	143,240
折旧和摊销	49,264	49,343	54,731	59,385	64,117
营业税费	4,164	4,487	4,694	5,217	6,009
销售费用	17,079	20,957	24,100	26,028	28,110
管理费用	12,558	14,048	15,832	17,257	18,637
财务费用	2,169	944	1,819	1,499	2,141
公允价值变动损益	0	1,239	0	0	0
投资收益	0	212	400	400	400
营业利润	5,413	11,356	4,393	11,143	24,318
利润总额	7,482	12,181	5,219	11,969	25,143
少数股东损益	13,986	6,237	2,614	5,951	12,502
归属母公司净利润	19,741.41	3,137.02	1,328.74	3,025.11	6,354.90

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	347,037	419,232	424,724	441,604	459,256
流动资产	36,160	30,723	35,739	39,489	44,858
货币资金	9,488	8,828	13,909	15,457	17,804
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	9,313	9,871	11,127	12,366	14,243
应收票据	45	25	0	0	0
其他应收款	14,651	6,667	3,303	3,671	4,229
存货	1,171	2,412	2,713	2,971	3,226
可供出售投资	0	7,977	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	15	15	15	15
固定资产	241,182	285,035	304,822	317,574	329,511
无形资产	18,550	19,645	20,028	20,392	20,737
总负债	138,041	210,387	213,071	221,468	221,609
无息负债	108,047	138,631	179,753	183,680	172,286
有息负债	29,994	71,756	33,318	37,787	49,323
股东权益	208,997	208,845	211,652	220,136	237,647
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
公积金	24,682	28,619	29,013	29,911	31,796
未分配利润	24,458	21,188	20,987	22,621	25,744
少数股东权益	138,679	137,862	140,476	146,427	158,930

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	59,430	59,309	112,997	71,171	70,298
净利润	19,741	3,137	1,329	3,025	6,355
折旧摊销	49,264	49,343	54,731	59,385	64,117
净营运资金增加	-34,464	-36,904	-40,213	-178	16,764
其他	24,889	43,733	97,150	8,939	-16,938
投资活动产生现金流	-24,755	-90,250	-66,523	-72,100	-76,000
净资本支出	49,116	80,929	74,900	72,500	76,400
长期投资变化	0	15	0	0	0
其他资产变化	-73,871	-171,194	-141,423	-144,600	-152,400
融资活动现金流	-38,063	28,526	-41,393	2,478	8,049
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	26,140	41,762	-38,438	4,469	11,536
无息负债变化	60,329	30,584	41,122	3,927	-11,395
净现金流	-2,743	-2,415	5,080	1,549	2,347

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.05%	3.67%	9.78%	11.13%	15.18%
净利润增长率	250.47%	-84.11%	-57.64%	127.67%	110.07%
EBITDA 增长率	54.27%	5.88%	0.59%	18.31%	25.90%
EBIT 增长率	-29.16%	43.07%	-46.42%	110.63%	112.85%
估值指标					
PE	6	37	88	39	18
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	8	8	7	6	5
EV/EBIT	56	42	74	37	19
EV/NOPLAT	73	55	98	49	25
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	37.03%	33.29%	30.43%	31.60%	35.64%
EBITDA 率	37.21%	38.01%	34.82%	37.07%	40.52%
EBIT 率	4.96%	6.85%	3.34%	6.34%	11.71%
税前净利润率	4.90%	7.69%	3.00%	6.19%	11.30%
税后净利润率 (归属母公司)	12.92%	1.98%	0.76%	1.57%	2.86%
ROA	1.67%	2.24%	0.93%	2.03%	4.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.07%	4.42%	1.87%	4.10%	8.07%
经营性 ROIC	2.42%	3.02%	1.79%	3.56%	6.81%
偿债能力					
流动比率	0.29	0.15	0.17	0.18	0.21
速动比率	27.98%	14.18%	15.76%	16.75%	19.09%
归属母公司权益/有息债务	2.34	0.99	2.14	1.95	1.60
有形资产/有息债务	10.61	5.41	12.15	11.15	8.89
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.93	0.15	0.06	0.14	0.30
每股红利	0.07	0.05	0.02	0.06	0.13
每股经营现金流	2.80	2.80	5.33	3.36	3.32
每股自由现金流(FCFF)	2.63	0.76	1.27	-0.16	-0.42
每股净资产	3.32	3.35	3.36	3.48	3.71
每股销售收入	7.21	7.47	8.20	9.12	10.50

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。