

通信运营 II

中国联通 (600050. SH) / 5.48 元

3G 和 LTE 时代，当能笑到最后

事项

1月19日，中国联通发布2010年12月用户数据公告：净增128.4万3G用户，较上月多增了16万，3G总用户数达到1406万户。2G方面，当月净增61.7万，较60.4增加了1.3万用户。

1月20日，中国移动也公布了2010年12月的用户发展数据：截止到2010年12月31日，使用3G终端的G3客户数为2070.2万户。同日，中国电信也公布了3G用户数据：截止到2010年底，3G用户为1229万。

主要观点

(1) 从3G用户数据上看，在中国三大电信运营商正式运作3G业务的2010年，

中国联通无疑是跑出了“头棒”的好成绩。

从三大运营商公开的数据看，去年12月联通的数据是最超市场预期的，一般预期净增用户最高120万就很好了，但实际上达到了创记录的128.4万。

另外，全年来看，2010年中国联通净增1132万用户，新增用户占3G总用户的80.50%，对应中国移动的数据分别为2070万和83.54%以及822万和66.88%。

考虑到三大运营商对3G用户的认定标准各不相同：中国移动仅根据终端是否支持3G技术来判断是否为3G用户；中国电信是根据用户是否使用了CDMA2000 EV-DO网络并发生数据业务流量来判定；而中国联通则是用联通号段和SIM卡来判定是否为3G用户。显然，中国联通的数据是最真实、最有价值的数据。

在考虑一定的合理折算之后，中国联通1406万3G用户应该占到总的3G用户的37%左右，无疑是“头狼”的角色。其实从网络质量、网络速度、终端品质、用户体验等多种综合因素来说，联通3G的口碑确实是最好的，“头棒”的美誉是当之无愧的。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：刘洪军

Tel: 010-59370828

Email: liuhongjun@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐

评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	2119660
流通A股/B股(万股)	2119660/0
资产负债率(%)	0.00
每股净资产(元)	3.35
市盈率(倍)	37.03
市净率(倍)	1.64
12个月内最高/最低价	7.44/4.86

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《中国联通拜访交流纪要》

2010-11-26

图表一 中国三大运营商用户数据（截止到 2010 年 12 月 31 日，单位：万）

运营商	3G 用户数	3G 占比（/总的 3G 用户数）	2010 年新增	新增用户占比	移动用户总数	3G 占比（/移动总用户）	移动用户总数占比
联通	1406	29.88%	1131.8	80.50%	15337	9.17%	18.52%
移动	2070	44.00%	1729.4	83.54%	58402	3.54%	70.54%
电信	1229	26.12%	822	66.88%	9052	13.58%	10.93%
合计	4705	100%	3683.2		82790		100%

资料来源：华创证券研究所

(2) 从成长性的角度看，2011、2012 都将大幅增长甚至翻番。在整个 3G 以及 LTE 运营的年代里，尤其是 2010 到 2013、2014 年宝贵的可谓是中国联通的“战略机遇期”的 2-3 年的时间窗口，给联通补好、补牢“短板”提供了充分的时间和最佳的机遇。

目前资本市场不看好中国联通的理由是：1) 中国联通整体的管理不及中国移动；2) 目前中国联通的业绩差强人意。

我们先看管理上，无论是营销策略，竞争手段，服务品质，反映能力，客户满意度和亲和度上，联通和移动相比，目前确实还有不小的差距，这确实是联通当前最需要补上的“短板”。倘若套用战略上的术语，联通当前只能算是“守势”，移动是“攻势”。

但事情正在起变化：受制于网络局限，移动目前采取各种方案来捆绑高端的“全球通”用户，阻止或延缓其向联通 3G 网络迁移，而不是积极培育、拼抢 TD-SCDMA 的 3G 用户，这是在“守”。

另外，反过来想，如果我们坚信 WCDMA 和 LTE 将是这个时代的“主角”，那么在这个时代剩下的宝贵的 2-3 年的“战略机遇期”，联通补上管理这块短板不是不可能的：今年以来，**联通变化很大**---3G 之前发展策略是仅“追求高端”，2010 5 月起采取新的资费政策，拼抢中、低端，2010 年 12 月起 C 套餐再度向移动的“神州行”客户冲锋，不再单纯依赖高端的 iPhone；手机补贴政策也非常积极：2010 年全年可能达到 50 亿以吸引用户；除了苏宁电器外，大胆启用包括五星电器等在内的中小渠道经销商，一方面削弱移动、电信的固有优势，同时也补上自己“渠道弱”的既有短板，一起作大用户这块大蛋糕。。。

“守”向“攻”的转变代表公司最重要的经营战略变化和实际的综合实力上升；“变”也一定是一个公司向好的方向转折的必要前提。

再看业绩，诚然，从资本市场惯用的 PE 来看，高达 80 倍的 PE 让人却步。但我们知道：联通目前采取的财务收入确认方法是最保守、最稳健的。

举个例子：目前 286 元的套餐，成本下月全额计入 5880 元，但收入只记 286 元，从财务结果看显然是会计期间当期亏损了 5594 元（=5880-286）。

如果按照日本、香港某些运营商的收入确认方式（当然也是完全符合国际会计准则规定的），那么 EPS（每股收益）将高很多，甚至是现在的两三倍。即便是按现在的收入确认方式推算，2011、2012 年的业绩都将大幅增长甚至翻番。

(3) 2011 年将是联通 3G 用户增长的关键之年，一定会在联通的发展历史上留下重重一笔。

2011 年，是中国运营 3G 的第 3 个年头，按全世界一般用户发展规律，总用户比例会越过 10% 这个坎，相信中国联通是第一个真真正正、踏踏实实的越过这一步的。跨过这个坎，意味着用户的增速会大大加快。加上 2011 年 Ipad 的引入，以及各种各样的 Xpad

的争相上市，必将大大提升 3G 上网卡的用户，从而拉升整体 3G 用户数。

根据 NTT DoCoMo 3G 用户增长情况，2001 年 10 月 1 日正式商用，3 年后到 2004 年 7 月 19 日，用户达到 500 万，同时这个时点也是其 3G 用户占整体用户刚过 10%的“转折点”。到 2005 年 2 月 21 日，即之后的 7 个月，3G 用户数翻倍到 1000 万（3G 用户占整体用户达到 24%），再过了 9 个月即 2005 年 12 月 29 日，再度翻番到 2000 万（3G 用户占整体用户也达到 46%）。

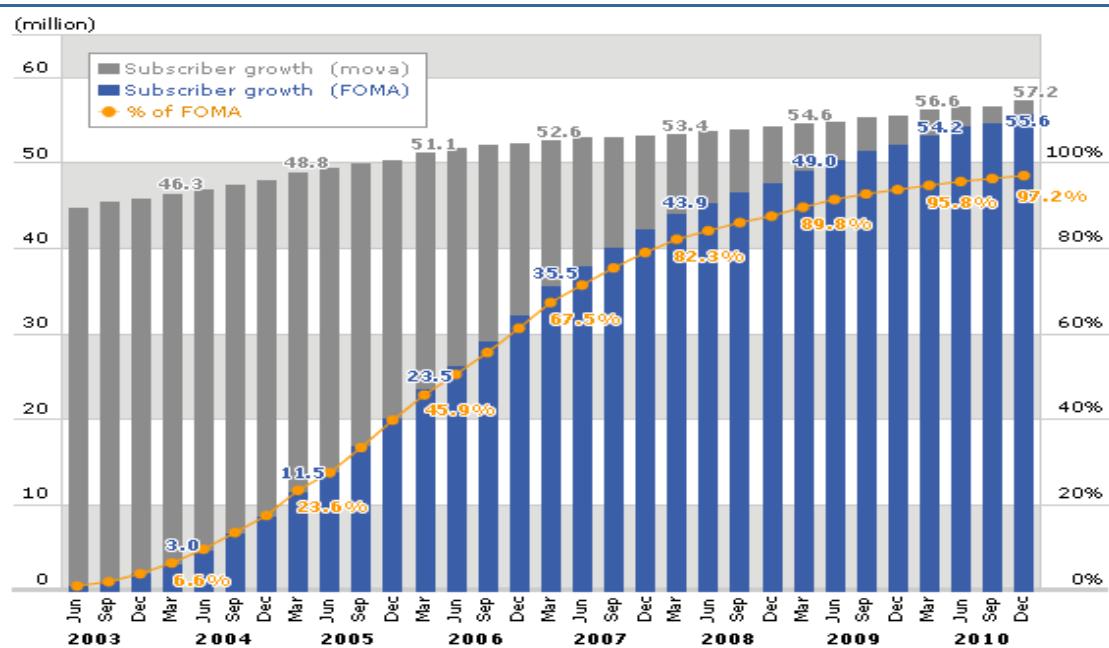
假设联通 2011 年 1 月 3G 净增用户 130 万，2011 年 2 月净增 115 万，那么到 2011 年 2 月 3G 总用户数将达到 1651 万，跨过 10%的“转折点”。7 个月后即 2011 年 9 月翻倍到 3302 万，2011 年 10 月起的 3 个月里按 2011 年前 9 个月的平均数也将净增 632 万[$(3302-1406)/9*3$]，那么到 2011 年底 3G 总用户数将达到 3934 万（ $=632+3302$ ），则 2011 年将净增 2528 万（ $=3934-1406$ ）。如果考虑联通用户数基数比 NTT DoCoMo 大很多，从而用比例来推算的话，可能会更高。

图表二 NTT DoCoMo 3G 用户增长里程碑

Date	Milestone
October 1, 2001	Official launch
September 30, 2003	1 million
July 19, 2004	5 million
February 21, 2005	10 million
December 29, 2005	20 million
June 18, 2006	50% of DOCOMO subscribers
November 4, 2006	30 million
September 29, 2007	40 million
June 11, 2009	50 million

资料来源：NTT DoCoMo，华创证券研究所

图表三 NTT DoCoMo 3G 用户占整体用户比例



资料来源：NTT DoCoMo，华创证券研究所

另外，不管是来自国资委的期望，还是联通管理层自身的抱负，在联通近日来不断的“变化”谋求更大发展、追求更好业绩的大背景下，加上最好质量的网络、最高速度的体验、最爽用户体验的享受的最给力的支撑，联通完全有可能在 3G 和 LTE 时代“笑到最后”。

即便短期来看，在未来 2-3 年，联通赶上移动 1/3（也应该是方方面面的最终愿景）甚至一半的业绩是完全可能的，按移动现在 15000 亿的市值计算，联通的未来更值得期待。

(4) 业绩预测。我们仍然按现在的收入确认方式进行预测，2010 年到 2012 年 EPS 分别为 0.057 元，0.123 元,0.242 元，对应的 PE 分别为 96.94 倍，44.58 倍，22.66 倍，首次给予“推荐”评级。考虑到这是联通净增 3G 用户数据连续第 5 个月在 100 万之上，且呈现越来越快的加速的趋势，2011 年 2 月跨过 10%的“转折点”之后将更快，结合 2010 年 12 月 22 日我们发布的《通信行业 2011 年度投资策略报告》里提到 2011 年或是介入良机，我们建议稳健的长线投资者从现在开始就可以积极配置。

(5) 风险提示。重大人事变动导致“变革”停滞，用户拓展速度赶不上竞争对手。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	30723	36828	102079	180770
现金	8828	13543	77535	157529
应收账款	9871	10532	10096	10166
其它应收款	6667	8354	10219	8414
预付账款	1853	1703	1774	1777
存货	2412	2107	1870	2130
其他	1091	588	584	755
非流动资产	388510	333936	280650	227686
长期投资	15	12	16	14
固定资产	285035	241318	188154	134540
无形资产	19645	23046	23646	24859
其他	83814	69561	68835	68273
资产总计	419232	370764	382728	408457
流动负债	199612	156705	168078	182293
短期借款	63909	28846	34512	42422
应付账款	100567	68989	77615	82390
其他	35136	58870	55951	57480
非流动负债	10774	10615	3719	587
长期借款	759	-367	-6467	-8955
其他	10015	10982	10186	9542
负债合计	210387	167320	171797	182880
少数股东权益	137862	140213	145327	155391
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积金	28060	28060	28060	28060
留存收益	559	621	2993	7576
归属母公司股东权益	70984	49858	52230	56813
负债和股东权益	419232	357391	369355	395083

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	59309	43925	70043	79194
净利润	9374	3550	7720	15191
折旧摊销	49343	54893	54972	55049
财务费用	944	2405	375	-1485
投资损失	-212	-240	-152	-201
营运资金变动	593	-6782	6542	7737
其它	-732	-9901	586	2904
投资活动现金流	-90250	-946	-4505	-5410
资本支出	81540	0	0	0
长期投资	1	-5289	901	1163
其他	-8708	-6235	-3605	-4247
筹资活动现金流	28526	-38264	-1546	6210
短期借款	53129	-35062	5665	7911
长期借款	-238	-1127	-6100	-2488
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1584	0	0	0
其他	-25949	-2075	-1112	787
现金净增加额	-2415	4715	63991	79994

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	158369	174222	195633	223746
营业成本	105654	121607	134068	149686
营业税金及附加	4487	4739	5321	6170
营业费用	20957	23171	26019	27297
管理费用	14048	15837	17783	20175
财务费用	944	2405	375	-1485
资产减值损失	2376	2376	2376	2376
公允价值变动收益	1239	0	0	0
投资净收益	212	240	152	201
营业利润	11356	4327	9844	19729
营业外收入	1101	630	630	630
营业外支出	275	260	260	260
利润总额	12181	4697	10214	20099
所得税	2807	1147	2494	4908
净利润	9374	3550	7720	15191
少数股东损益	6237	2352	5114	10063
归属母公司净利润	3137	1198	2606	5127
EBITDA	61642	61625	65191	73293
EPS（元）	0.148	0.057	0.123	0.242

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-3.48%	10.01%	12.29%	14.37%
营业利润	66.18%	-61.89%	127.49%	100.42%
归属母公司净利润	-84.50%	-61.80%	117.45%	96.78%
获利能力				
毛利率	33.29%	30.20%	31.47%	33.10%
净利率	1.98%	0.69%	1.33%	2.29%
ROE	4.42%	2.40%	4.99%	9.02%
ROIC	3.76%	2.23%	4.65%	13.45%
偿债能力				
资产负债率	50.18%	46.82%	46.51%	46.29%
净负债比率	30.78%	18.78%	17.15%	19.11%
流动比率	0.15	0.24	0.61	0.99
速动比率	0.14	0.22	0.60	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.44	0.52	0.57
应收帐款周转率	13	13	16	18
应付帐款周转率	1.29	1.43	1.83	1.87
每股指标(元)				
每股收益	0.148	0.057	0.123	0.242
每股经营现金	2.80	2.07	3.30	3.74
每股净资产	3.35	2.35	2.46	2.68
估值比率				
P/E	37.03	96.94	44.58	22.66
P/B	1.64	2.33	2.22	2.04
EV/EBITDA	5	5	5	4

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801