

终端政策多元化过程中的波动不改 3G 竞争优势

报告日期： 2011 年 6 月 21 日

——中国联通(600050) 5 月用户数据点评

事件:

- 1、 中国联通6月20日晚间公布了5月用户发展数据: 5月净增3G用户173.8万户, 2G用户58.6万户, 固定电话用户-30.4万户, 宽带用户83.4万户。
- 2、 6月20日中国移动公布5月运营数据: 净增TD用户261.6 万户, 净增移动用户502万户。中国电信: 5月净增移动用户260万户, 3G用户183万户, 净增宽带用户104万户, 固定电话减少48万户。

点评:

- 1、 与中国电信和中国移动的净增用户数相比, 中国联通3G用户净增略低于预期, 市场普遍预期5-6月3G净增用户高于200万户。中国联通2G和宽带用户发展符合预期, 固定电话流失高于预期。
- 2、 中国联通5月的3G用户数据略低于预期的主要直接原因为联通自4月12日开始取iPhone4 286套餐, iPhone用户发展受到一定影响。但从补贴政策的有效性而言取消补贴率高达60%的286补贴政策有助于整体终端补贴的有效利用。
- 3、 从长期而言中国联通必须充分发挥WCDMA终端丰富的产业链优势, 单纯依赖iPhone 不利于合作中掌握主动, 因而我们认为短期的3G用户数的低于预期是终端政策多元化进程中的波动。
- 4、 中国联通在终端多元化进程中将逐步形成三个层次: 以iPhone为代表的高端智能终端, 价格在4000-6000元左右, 突出对明星机型的补贴; 价格在2000-3000元左右的主流Android 智能终端以及价格在1000元左右的普及型智能终端。近期中国联通加大了对入门级互联网手机的支持如中兴Blade V880, 提出了“互联网手机”的全新定义为以3.5寸以上屏幕, CPU处理能力在600MHz以上, 价格在千元以下的智能手机。目前在iPhone层次的终端明星效应较为突出, 尤其是iPhone4 光芒甚至盖过联通业务, 但在另两个层次的规模化明星机型还有待于培育。
- 5、 我们对中国联通全年净增2500万户3G用户发展预期不变, 短期的调整不改变对公司在3G市场的竞争能力, 维持在下半年通信行业策略报告对中国联通强烈推荐的投资评级。

分析师

靳雪翔

☎ (86-10) 88366060—8739

✉ jxx@cgws.com

执业证书编号: S1070511010001

联系人

王林

☎ (86-10) 88366060—8757

✉ wanglin@cgws.com

从业证书编号: S1070111010002

投资评级: 强烈推荐 (维持)

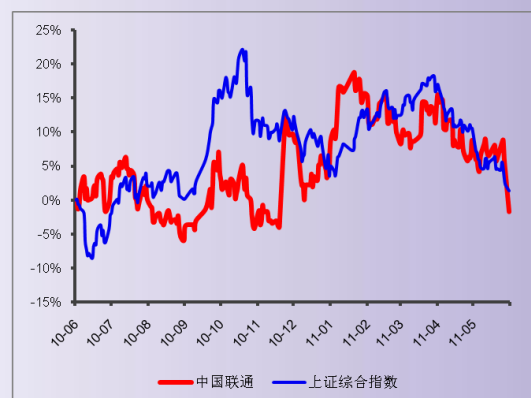
市场数据

总市值 (亿元)	1087.39
流通市值 (亿元)	1087.39
总股本 (万股)	2119660
流通股本 (万股)	2119660
12 个月最高/最低股价 (元)	6.37/4.86

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	225848	279148	323812
(+/-%)	28.2%	23.6%	16.0%
净利润	2665	6859	9213
(+/-%)	117.1%	157.3%	34.3%
摊薄每股收益	0.13	0.32	0.43
PE	40.8	15.9	11.8

公司股价表现



相关报告

移动互联网和光通信两大投资主线依然光明
——2011 下半年通信行业投资策略

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测

利润表（百万元）					主要财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	176168	225848	279148	323812	成长性				
营业成本	123735	161481	192333	222070	营业收入增长	11.2%	28.2%	23.6%	16.0%
销售费用	23733	26198	27915	30762	营业成本增长	17.1%	30.5%	19.1%	15.5%
管理费用	16113	18068	20936	22667	营业利润增长	-65.5%	138.1%	172.5%	35.5%
财务费用	1625	2273	2586	2674	利润总额增长	-61.9%	119.9%	157.3%	34.3%
投资净收益	485	400	400	400	净利润增长	-60.9%	117.1%	157.3%	34.3%
营业利润	3914	9319	25396	34422	盈利能力				
营业外收支	733	900	900	900	毛利率	29.8%	28.5%	31.1%	31.4%
利润总额	4647	10219	26296	35322	销售净利率	0.7%	1.2%	2.5%	2.8%
所得税	975	2248	5785	7771	ROE	0.6%	1.2%	2.9%	3.5%
少数股东损益	2444	5306	13652	18339	ROIC	2.2%	4.1%	9.7%	15.3%
净利润	1228	2665	6859	9213	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	13.5%	11.6%	10.0%	9.5%
流动资产	42293	82419	159881	253157	管理费用/营业收入	9.1%	8.0%	7.5%	7.0%
货币资金	22791	58456	130627	219274	财务费用/营业收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
应收帐款	10408	11292	13957	16191	投资收益/营业利润	12.4%	4.3%	1.6%	1.2%
应收票据	61	79	97	113	所得税/利润总额	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%
存货	3728	4037	4808	5552	应收帐款周转率	17.4%	20.8%	22.1%	21.5%
非流动资产	401173	408119	399762	380204	存货周转率	40.3%	41.6%	43.5%	42.9%
固定资产	363651	375680	372404	357929	流动资产周转率	4.8%	3.6%	2.3%	1.6%
资产总计	443466	490538	559643	633360	总资产周转率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
流动负债	197894	233994	279588	322755	偿债能力				
短期借款	36727	56727	66727	76727	资产负债率	53.1%	55.9%	57.7%	58.3%
应付款项	94280	106578	126940	146566	流动比率	0.21	0.35	0.57	0.78
非流动负债	37392	40392	43392	46392	速动比率	0.19	0.33	0.55	0.77
长期借款	1462	4462	7462	10462	每股指标（元）				
负债合计	235286	274387	322980	369147	EPS	0.06	0.13	0.32	0.43
股东权益	208180	216151	236662	264214	每股净资产	9.82	10.20	11.17	12.46
股本	21197	21197	21197	21197	每股经营现金流	3.22	4.08	6.09	6.87
留存收益	49639	52305	59163	68376	每股经营现金/EPS	55.6	32.4	18.8	15.8
少数股东权益	137344	142650	156302	174641	估值				
负债和权益总计	443466	490538	559643	633360		2010A	2011E	2012E	2013E
现金流量表（百万元）					PE	88.6	40.8	15.9	11.8
经营活动现金流	68210	86466	129170	145647	PEG	0.65	0.26	0.46	-
其中营运资本减少	27856	11641	30301	28538	PB	0.5	0.5	0.5	0.4
投资活动现金流	-71348	-73800	-70000	-70000	EV/EBITDA	1.17	1.22	1.02	0.96
其中资本支出	-78083	-73800	-70000	-70000	EV/SALES	42.69	43.48	39.84	38.36
融资活动现金流	17824	23000	13000	13000	EV/IC	0.28	0.38	0.50	0.70
净现金总变化	14686	35666	72170	88647	ROIC/WACC	0.27	0.49	1.16	1.82
					REP	1.06	0.77	0.43	0.38

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

靳雪翔: 清华大学工学博士，2010年9月加入长城证券研究所，从事有色、TMT行业研究，三年证券从业经验。

王林: 厦门大学工商管理硕士，通信行业工作经验十五年，曾任省级电信运营商市场及销售部门经理四年，2010年9月加入长城证券研究所，从事通信行业研究。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>