

千元智能机的力量：联通 3G 用户再超预期

事件：

- 联通例行公布了每月的营运数据。
- 移动业务中：3G 用户本月净增数 338.4 万户（累计到达数 3653.4 万户）；2G 用户本月净增数 21.4 万户（累计到达 15,943.9 万户）；
- 固网业务：宽带用户本月净增数 48.4 万户（累计到达数 5553.3 万户）；固话用户本月净增加 -59.3 万户（累计到达数 9370.4 万户）。

研究结论：

- **千元智能机给力，联通 3G 用户数再次超出市场预期。**暨联通 11 月 3G 用户数超出市场预期达到 292 万后，11 月用户数更加给力，一举达到 338.4 万，一而再、再而三地给市场以惊喜。我们认为，这得益于多方面的因素，一是千元智能机供货瓶颈的解决，使得千元智能机对 11 月用户数贡献颇多；二是联通公司本身营销体系跟上，员工观念转到以 3G 发展为核心的道路上来；三是在行业大势上，与我国移动互联网爆发的时间节点相符合，这是由于移动互联网应用的丰富拉动终端用户的需求。
- **预计 12 月用户数将继续靓丽。**联通在连续三个月给了市场惊喜以后，我们预计 12 月的用户数将继续靓丽。从历史经验来看，由于年末翘尾因素的影响，11 和 12 月一般是移动用户发展的旺季。在千元智能机的引领下，今年联通 3G 发展势头更是迅猛，与 12 月年末效应叠加，预计 12 月的用户数表现将更加亮丽。
- **3G 和宽带业务拉动电信业务收入在十二五前期增速再超 GDP，根据业绩弹性，联通依然是我们的首选标的。**根据我们的测算，2011 年-2012 年电信业务收入增速将分别达到 10.28% 和 11.61%，预计将超过不变价格计算的 GDP 增速水平。3G 数据业务的高速发展，是推动移动业务收入高速增长的主要因素。联通是三家运营商中 3G 业务弹性最高的标的，是我们首推的品种。
- **投资建议：**受系统性风险的影响，最近几个交易日公司股价波动加剧。但是公司基本面情况依然良好，用户数不断超出市场预期，我们认为，今年的用户数将有望转化为公司的业绩，公司的投资价值已经显现。预计公司 2011 年到 2013 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.24 和 0.50 元，每股净资产分别为 3.42 元、3.58 元和 3.93 元。维持 2.4 倍 PB 的估值水平，目标价 8.18 元，维持公司买入评级。
- **风险因素：**大盘系统性风险，3G 用户发展低于预期

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究报告为做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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 12 月 19 日) 4.85 元

目标价格 8.18 元

总股本/A 股 (亿股) 211.97

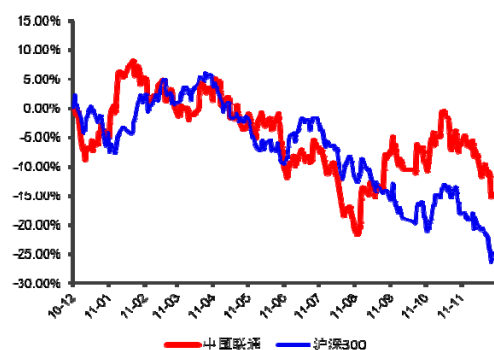
A 股市值 (亿元) 1136

国家/地区 中国

行业 通信

报告发布日期 2011 年 12 月 20 日

股价表现



资料来源：WIND

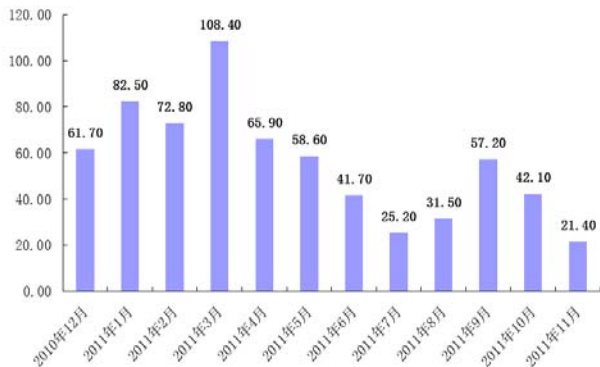
财务预测 (单位：亿元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	176,168	199,634	224,254	267,806
利润总额	4,647	8,753	19,868	41,936
净利润	3,671	6,565	14,901	31,452
EBITDA	59,522	66,575	82,109	109,070
EPS (元)	0.06	0.10	0.24	0.50
每股经营现金	3.22	4.10	4.27	5.65
每股净资产	3.34	3.42	3.58	3.93
净资产收益率	1.7%	3.1%	6.6%	12.7%
P/E (倍)	92.55	51.25	22.58	10.70
P/B (倍)	1.60	1.57	1.50	1.36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

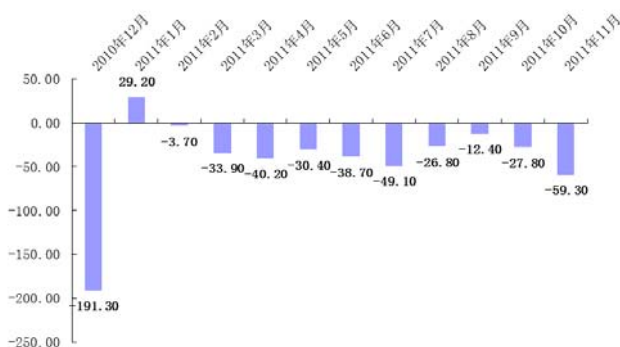
相关报告	时间
中国联通动态跟踪——一步步惊喜，向 2500 万冲刺！	2011.11.21
iPhone 合约价格调整，恢复 286 套餐是亮点	2011.10.14

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

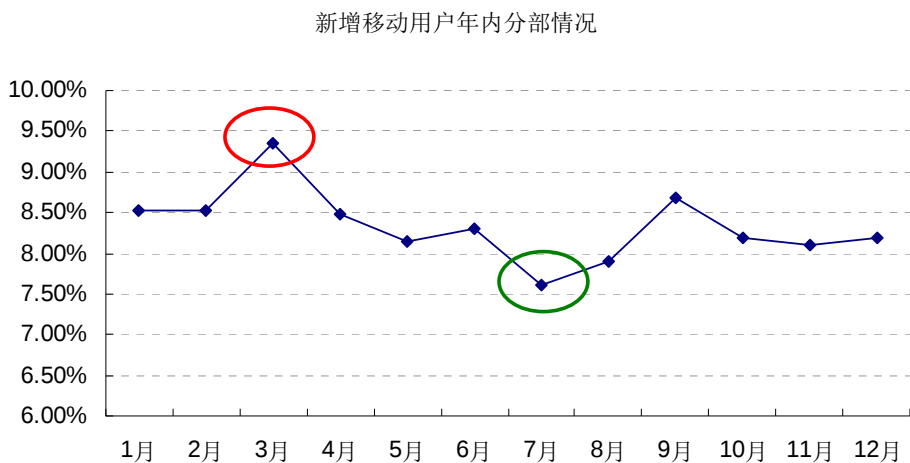

资料来源：公司公告、东方证券研究所

1. 用户数发展势头迅猛，2500 万用户完成指日可待

千元智能机给力，联通 3G 用户数再次超出市场预期。暨联通 11 月 3G 用户数超出市场预期达到 292 万后，11 月用户数更加给力，一举达到 338.4 万，一而再、再而三地给市场以惊喜。我们认为，这得益于多方面的因素，一是千元智能机供货瓶颈的解决，使得千元智能机对 11 月用户数贡献颇多；二是联通公司本身营销体系跟上，员工观念转到以 3G 发展为核心的道路上来；三是在行业大势上，与我国移动互联网爆发的时间节点相符合，这是由于移动互联网应用的丰富拉动终端用户的需求。

预计 12 月用户数将继续靓丽。联通在连续三个月给了市场惊喜之后，我们预计 12 月的用户数将继续靓丽。从历史经验来看，由于年末翘尾因素的影响，11 和 12 月一般是移动用户发展的旺季。在千元智能机的引领下，联通 3G 发展势头迅猛，与 12 月年末效应叠加，预计 12 月的用户数表现将更加亮丽。

图 5：新增移动用户在 7 月份是传统淡季，3 月是传统旺季



资料来源：工信部，东方证券研究所

2. 联通业绩处于高速增长期，资本开支压力不大

随着四季度成本和费用进账，以及补贴费用的增加，预计联通今年业绩超预期的可能性不大。不过，需要强调的是四季度历来是联通业绩的低点，由于地处北方，暖气费等季节性费用的计提较大，以及四季度成本的确认等原因，导致公司四季度是利润的低点。但是，即使以悲观预测的 55 亿净利润计算，相对于去年的同比增速依然有 43%，联通今年业绩的高增长已较确定。

联通这几年的业绩都处于高速增长期，从明年来看，预计随着 3G 用户数的进一步发展，明年 3G 通信服务收入预计为 678 亿元，相对于今年的 333.48 亿元（估）有翻倍的增长。收入增加 300 多亿，即使成本和费用由相应的增加，但增速肯定小于收入增速，则其业绩弹性将非常大，也体现了运营商商业模式的规模效应。

表 1：联通三季报分析

3G 通服收入		2012 净增用户数				
		4000	4500	5000	5500	6000
2012 3G ARPU	77	554.4	577.5	600.6	623.7	646.8
	82	590.4	615.0	639.6	664.2	688.8
	87	626.4	652.5	678.6	704.7	730.8
	92	662.4	690.0	717.6	745.2	772.8
	97	698.4	727.5	756.6	785.7	814.8

资料来源：公司公告，东方证券研究所

市场也有担心由于联通明年提升 3G 覆盖导致的资本开支高企。我们分析认为，从现金流和盈利两个角度来看，资本开支都不会对联通构成压力。我们预计联通今年的自由现金流有望转正，在明年收入大幅增

长的情况下，明年经营性现金流也会大幅增加，那么即使明年资本开支增加到 950 亿，对联通也不会构成现金流的压力。

从盈利角度来看，由于明年 3G 通服收入翻倍增加，带动公司整体通服收入增加 19%。而资本开支增加 950 亿的话，按照 8% 的年折旧率，明年新增折旧 76 亿，在联通整体折旧规模约 600 亿的基础上，折旧增速 13% 左右，成本端增速依旧小于收入端的增速。

3. 联通盈利健康可持续

- **3G 通信服务收入高速增长，业绩同比已经转正。**公司三季度单季度实现 3G 通信服务收入 93.03 亿元，比二季度增加 15.63 亿。3G 通信服务收入的高速增长，得益于公司 3G 用户数的快速发展，和 3G ARPU 值保持稳定，公司 3G 业务的 ARPU 值为 115 元，仅比半年报下降 2 元，依然维持在高位。得益于 3G 通服收入的高速增长，公司业绩同比明显改善，公司目前业绩已经同比转正，说明公司业绩迎来了同比的拐点（环比拐点已经于今年一季度看到）。
- **补贴费用环比持平，用户补贴效益进一步提升。**公司三季度补贴支出约为 11 亿，与二季度持平，而公司三季度的净增用户数要高于二季度，这说明公司的补贴效益进一步提升。
- **西班牙电信分红及成本上升导致业绩环比有所下降。**公司持股的西班牙电信一般于二四季度进行分红，二季度由于分红 4.45 亿，而三季度无这部分投资收益，且人工成本、折旧成本等的提升，抹平了通信服务收入增长的正面贡献，从而使得业绩环比二季度有所下滑。

表 2：联通三季报分析

项目	2010 1-3Q		2011 1-3Q			2011 3Q		
	数额	共比	数额	共比	同比增长	数额	共比	同比增长
一、营业总收入	1,299.64	100.00%	1,606.10	100.00%	23.58%	561.46	100.00%	27.06%
<u>通信服务收入</u>	<u>1,238.50</u>	<u>95.30%</u>	<u>1,421.38</u>	<u>88.50%</u>	<u>14.77%</u>	<u>489.47</u>	<u>87.18%</u>	<u>15.08%</u>
移动业务	620.70	47.76%	781.07	48.63%	25.84%	276.80	49.30%	25.94%
* GSM	545.20	41.95%	552.04	34.37%	1.25%	183.77	32.73%	-0.77%
* 3G	75.50	5.81%	229.03	14.26%	203.35%	93.03	16.57%	168.87%
固网业务	608.70	46.84%	632.99	39.41%	3.99%	210.27	37.45%	4.09%
* 宽带	227.70	17.52%	269.82	16.80%	18.50%	92.24	16.43%	17.50%
* 固话						118.03	21.02%	
* 差额								
不可分摊项目	9.10	0.70%	9.10	0.57%	0.00%	4.18	0.74%	17.84%
<u>信息与通信技术服</u>								
<u>务收入及其他收入</u>								
<u>销售通信产品收入</u>								
<u>固网初装费递延</u>	<u>1.70</u>	<u>0.13%</u>						
二、营业总成本	1,249.04	96.11%	1,556.86	96.93%	24.64%	540.98	96.35%	24.79%
营业成本	892.05	68.64%	1,143.87	71.22%	28.23%	402.17	71.63%	28.96%
营业税金及附加	35.44	2.73%	46.78	2.91%	32.00%	16.14	2.87%	35.22%
销售费用	171.10	13.17%	206.34	12.85%	20.60%	70.38	12.54%	21.98%

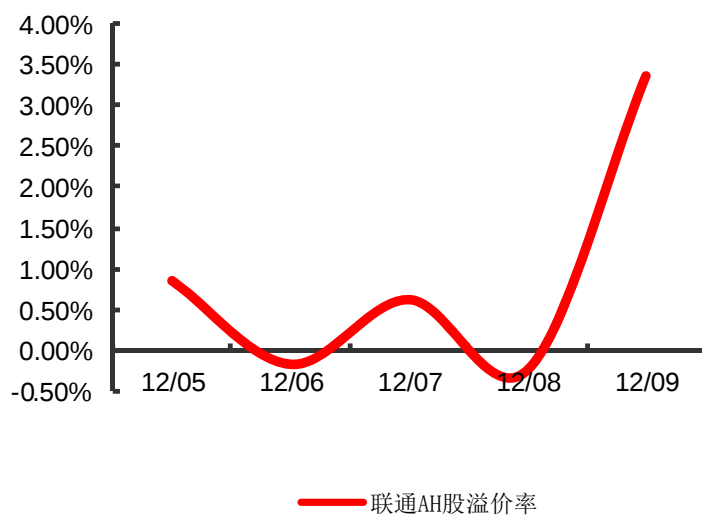
管理费用	116.90	9.00%	129.50	8.06%	10.77%	44.74	7.97%	10.77%
财务费用	12.44	0.96%	8.26	0.51%	-33.60%	0.54	0.10%	-87.29%
资产减值损失	21.55	1.66%	22.11	1.38%	2.58%	7.02	1.25%	-5.51%
三、其他经营收益								
投资净收益	2.35	0.18%	4.41	0.27%	88.04%	-0.03	-0.01%	-244.55%
四、营业利润	52.50	4.04%	53.66	3.34%	2.20%	20.45	3.64%	143.28%
加：营业外收入	4.31	0.33%	6.46	0.40%	49.76%	3.25	0.58%	79.20%
减：营业外支出	1.88	0.14%	3.93	0.24%	109.60%	2.31	0.41%	263.24%
五、利润总额	54.94	4.23%	56.19	3.50%	2.27%	21.39	3.81%	123.18%
减：所得税	13.49	1.04%	14.57	0.91%	7.96%	5.60	1.00%	122.63%
六、净利润	41.44	3.19%	41.62	2.59%	0.42%	15.80	2.81%	123.37%
减：少数股东损益	27.45	2.11%	27.56	1.72%	0.42%	10.46	1.86%	123.01%
归属于母公司所有者的净利润	14.00	1.08%	14.06	0.88%	0.42%	5.34	0.95%	124.10%
七、每股收益(全面摊薄)	0.066		0.066			0.025		1.2409892

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4. 投资建议

受系统性风险的影响，最近几个交易日公司股价波动加剧。但是公司基本面情况依然良好，用户数不断超出市场预期，我们认为，今年的用户数将有望转化为公司的业绩，公司的投资价值已经显现。预计公司 2011 年到 2013 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.24 和 0.50 元，每股净资产分别为 3.42 元、3.58 元和 3.93 元。维持 2.4 倍 PB 的估值水平，目标价 8.18 元，维持公司买入评级。

图 6：联通 A-H 股折价又现



资料来源：Wind，东方证券研究所

5. 风险提示

大盘系统性风险

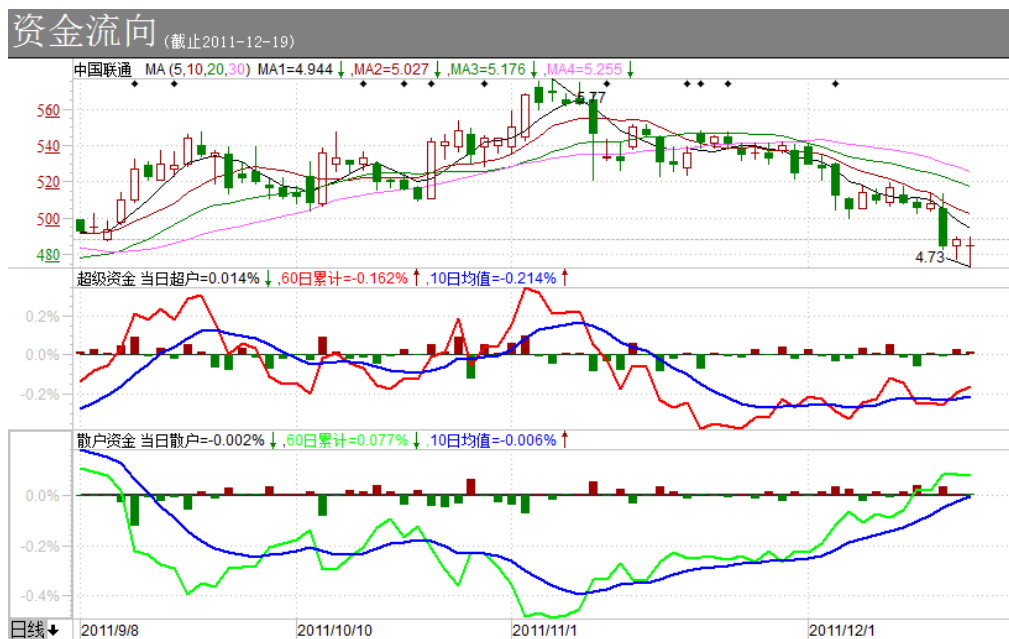
3G 业务发展低于预期

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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	22791	19963	22425	36254	营业收入	176168	199634	224254	267806
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	123735	140549	151069	166509
应收账款	12024	13921	16080	19203	毛利	52433	59085	73186	101297
存货	3728	4235	4544	4991	%营业收入	29.8%	29.6%	32.6%	37.8%
预付账款	3067	3484	3737	4105	营业税金及附加	4871	5519	6200	7404
其他流动资产	621	672	711	787	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	42293	42344	47576	65433	销售费用	23733	26186	27656	31140
可供出售金融资产	6214	6214	6214	6214	%营业收入	13.5%	13.1%	12.3%	11.6%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	16113	16899	17947	19354
长期股权投资	48	48	48	48	%营业收入	9.1%	8.5%	8.0%	7.2%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1625	2096	2048	1803
固定资产合计	363651	392678	408372	413786	%营业收入	0.9%	1.1%	0.9%	0.7%
无形资产	19870	20295	20729	21172	资产减值损失	2664	902	840	1214
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	3667	226	210	304	投资收益	485	440	440	440
其他非流动资产	7724	7724	7724	7724	营业利润	3914	7922	18935	40822
资产总计	443466	469528	490872	514680	%营业收入	2.2%	4.0%	8.4%	15.2%
短期贷款	36911	35910	28670	0	营业外收支	733	830	933	1114
应付款项	94280	107102	114906	126198	利润总额	4647	8753	19868	41936
预收账款	29971	33963	38152	45561	%营业收入	2.6%	4.4%	8.9%	15.7%
应付职工薪酬	3402	3865	4147	4554	所得税费用	975	2188	4967	10484
应交税费	1484	1957	2835	4541	净利润	3671	6565	14901	31452
其他流动负债	31845	35739	38218	42056	归属于母公司所有者	1227.6	2216.9	5032.1	10621.3
流动负债合计	197894	218535	226928	222911	的净利润				
长期借款	1462	1462	1462	1462	少数股东损益	2444	4348	9869	20831
应付债券	33558	33558	33558	33558	EPS（元/股）	0.06	0.10	0.24	0.50
递延所得税负债	40	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2332	2332	2332	2332		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	235286	255888	264281	260263	经营活动现金流净额	68210	86943	90514	119791
归属于母公司所有者	70836	72388	75910	83345	取得投资收益收回现金	562	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137344	141692	151561	172392	无形资产投资	0	-2208	-2255	-2303
股东权益	208180	214080	227471	255737	固定资产投资	-77708	-83800	-75000	-70000
负债及股东权益	443466	469968	491752	516000	其他	6360	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-71348	-86008	-77255	-72303
EPS	0.058	0.105	0.237	0.501	债券融资	50026	0	0	0
BVPS	3.34	3.42	3.58	3.93	股权融资	0	0	0	0
PE	92.55	51.25	22.58	10.70	银行贷款增加（减少）	-26469	-1001	-7239	-28670
PEG	0.88	0.49	0.21	0.10	筹资成本	5732	-2761	-3557	-4989
PB	1.60	1.57	1.50	1.36	其他	-11464	0	0	0
EV/EBITDA	2.73	2.47	1.89	1.03	筹资活动现金流净额	17824	-3762	-10797	-33659
ROE	1.7%	3.1%	6.6%	12.7%	现金净流量	14686	-2827	2462	13829

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