

3G 新增用户首破 300 万大关，终端演进成就来年看点

公司研究简报

◆11 月 3G 新增用户数达 338 万

2011 年 11 月份，中国联通 3G 用户净增数为 338.4 万户，环比上升 15.9%，首次站上 300 万大关，以此推算，公司距实现全年 2500 万的目标仅一步之遥。与此同时，其 2G 新增用户仅 21.4 万，较上月有较大幅度下降。

截至本月底，中联通 3G 用户累计达 3653.4 万户，占移动总用户的比例上升到 18.6%，较上月提升 1.4 个百分点，这一数据也印证了我们在年度策略中的观点，即未来 3G 用户的增长将更多来自于 2G 用户的升级和运营商转网，用户争夺战将更加激烈。

◆终端演进成就来年看点

受益于 iPhone 系列终端的强大市场号召力和千元智能机战略的推进，中国联通在终端上的优势得以体现。2012 年，终端的演进升级将成为市场的主要看点。

一方面，公司主推 1000-2000 元价位的 3G 智能手机，在保证终端品牌、品质的同时，对于锁定中端用户，保证 ARPU 值稳定有积极意义。目前，公司联合中兴通讯推出的 Skate V960 已“整装待发”，有望再现 Blade 的热销盛况。另一方面，技术升级将进一步提升用户体验。HSPA 终端向 HSPA+ 终端的演进以及双网双待 WCDMA 终端的快速发展将更大程度地体现 WCDMA 的制式优势，为用户拓展奠定基础。

◆宽带业务竞争加剧不容忽视

本月，中国联通新增宽带用户数为 48.4 万户，环比下滑 5.5%。我们认为，随着中国电信在宽带业务上持续保持扩张性战略，公司该业务压力有所增加。同时，反垄断审查虽然短期内难以打破宽带市场“平分天下”的格局，但长期看，中移动、广电的加入亦将加剧行业竞争。

◆维持全年盈利预测，给予“增持”评级

总体而言，本月 3G 用户数增长对公司基本面影响积极。通过分析过去数月的数据，我们也发现中国联通新增用户占比正逐月提升，3G 用户渗透率也快速攀升，表明其 3G 业务的弹性正在显现。同时，我们认为，明年终端补贴和人员薪资的上升将构成其成本开支的主要压力。

经测算，我们预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.10 元、0.19 元，维持目标价 5.7 元，给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	158,369	176,168	218,449	262,139	306,702
营业收入增长率	3.67%	11.24%	24.00%	20.00%	17.00%
净利润(百万元)	3,137	1,228	2,209	4,127	5,450
净利润增长率	-84.11%	-60.87%	79.91%	86.88%	32.04%
EPS(元)	0.15	0.06	0.10	0.19	0.26
ROE(摊薄)	4.42%	1.73%	3.05%	5.46%	6.88%
P/E	32	81	49	26	19

增持(维持)

当前价/目标价：4.85/5.70 元

目标期限：6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号：S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人

宋嘉吉

021-22169315

songjiagi@ebsecn.com

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：211.97

总市值(亿元)：1227.28

一年最低/最高(元)：4.43/6.37

近 3 月换手率：20.92%

股价表现(一年)

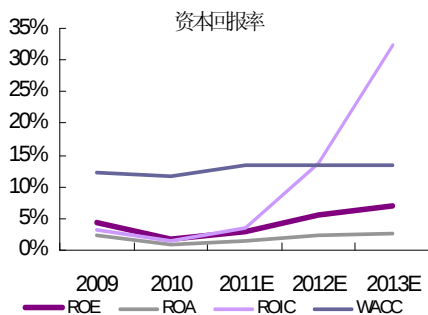
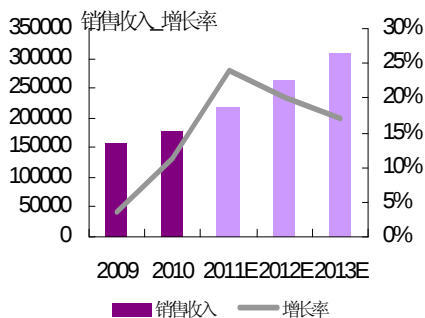
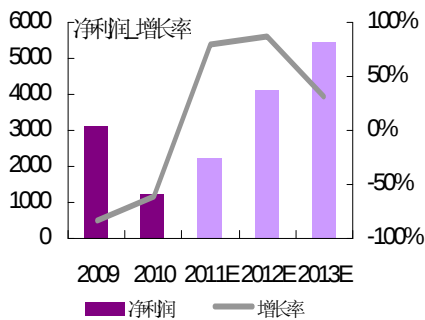
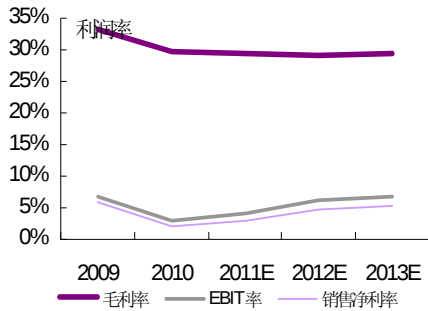


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.07	5.45	11.06
绝对	-9.59	-7.34	-15.02

相关研报

收入继续较快增长、净利润环比出现下滑
..... 2011-10-27
走出盈利低谷，二季度增长显著
..... 2011-08-24
规模扩张和成本管控双管齐下才能盈利
..... 2011-06-21



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	158,369	176,168	218,449	262,139	306,702
营业成本	105,654	123,735	154,422	186,078	216,781
折旧和摊销	49,343	56,675	59,816	64,470	69,201
营业税费	4,487	4,871	6,357	7,078	7,974
销售费用	20,957	23,733	27,743	31,981	36,804
管理费用	14,048	16,113	17,913	19,136	22,389
财务费用	944	1,625	1,379	717	-195
公允价值变动损益	1,239	0	0	0	0
投资收益	212	485	700	800	900
营业利润	11,356	3,914	8,598	16,214	21,449
利润总额	12,181	4,647	8,817	16,476	21,755
少数股东损益	6,237	2,444	4,404	8,230	10,867
归属母公司净利润	3,137.02	1,227.61	2,208.59	4,127.35	5,449.77

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	419,232	443,466	442,553	560,310	628,318
流动资产	30,723	42,293	43,988	158,614	221,824
货币资金	8,828	22,791	23,158	152,512	209,815
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	9,871	10,408	8,738	0	0
应收票据	25	61	0	0	0
其他应收款	6,667	1,617	3,408	0	0
存货	2,412	3,728	3,432	-100	4,886
可供出售投资	7,977	6,214	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	15	48	48	48	48
固定资产	285,035	304,423	319,078	326,816	333,679
无形资产	19,645	19,870	20,241	20,594	20,929
总负债	210,387	235,286	228,305	334,696	388,241
无息负债	138,631	140,355	226,843	333,234	386,779
有息负债	71,756	94,931	1,462	1,462	1,462
股东权益	208,845	208,180	214,242	225,607	240,070
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
公积金	28,619	28,504	28,725	29,137	29,682
未分配利润	21,188	21,153	22,590	25,313	28,364
少数股东权益	137,862	137,344	141,748	149,978	160,845

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	59,309	68,210	163,753	202,764	134,461
净利润	3,137	1,228	2,209	4,127	5,450
折旧摊销	49,343	56,675	59,816	64,470	69,201
净营运资金增加	-37,072	-3,870	-83,086	-118,935	-45,410
其他	43,901	14,177	184,814	253,101	105,219
投资活动产生现金流	-90,250	-71,348	-67,986	-71,700	-75,500
净资本支出	80,929	77,708	74,900	72,500	76,400
长期投资变化	15	48	0	0	0
其他资产变化	-171,194	-149,104	-142,886	-144,200	-151,900
融资活动现金流	28,526	17,824	-95,399	-1,709	-1,658
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	41,762	23,174	-93,468	0	0
无息负债变化	30,584	1,724	86,487	106,392	53,545
净现金流	-2,415	14,686	367	129,354	57,302

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.67%	11.24%	24.00%	20.00%	17.00%
净利润增长率	-84.11%	-60.87%	79.91%	86.88%	32.04%
EBITDA 增长率	5.88%	2.56%	11.93%	16.65%	11.11%
EBIT 增长率	43.07%	-53.41%	83.59%	73.87%	26.17%
估值指标					
PE	32	81	49	26	19
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	8	7	6	3	3
EV/EBIT	42	92	42	17	12
EV/NOPLAT	54	116	53	23	16
EV/Sales	3	3	2	1	1
EV/IC	2	2	2	3	5
盈利能力 (%)					
毛利率	33.29%	29.76%	29.31%	29.02%	29.32%
EBITDA 率	38.01%	35.04%	31.63%	30.75%	29.20%
EBIT 率	6.85%	2.87%	4.25%	6.15%	6.64%
税前净利润率	7.69%	2.64%	4.04%	6.29%	7.09%
税后净利润率 (归属母公	1.98%	0.70%	1.01%	1.57%	1.78%
ROA	2.24%	0.83%	1.49%	2.21%	2.60%
ROE (归属母公司) (摊	4.42%	1.73%	3.05%	5.46%	6.88%
经营性 ROIC	3.07%	1.41%	3.60%	13.81%	32.47%
偿债能力					
流动比率	0.15	0.21	0.20	0.48	0.58
速动比率	0.14	0.19	0.18	0.48	0.56
归属母公司权益/有息债务	0.99	0.75	49.58	51.72	54.18
有形资产/有息债务	5.41	4.34	288.81	369.10	415.38
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.15	0.06	0.10	0.19	0.26
每股红利	0.05	0.03	0.05	0.09	0.12
每股经营现金流	2.80	3.22	7.73	9.57	6.34
每股自由现金流(FCFF)	0.76	-0.50	3.68	5.88	2.64
每股净资产	3.35	3.34	3.42	3.57	3.74
每股销售收入	7.47	8.31	10.31	12.37	14.47

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

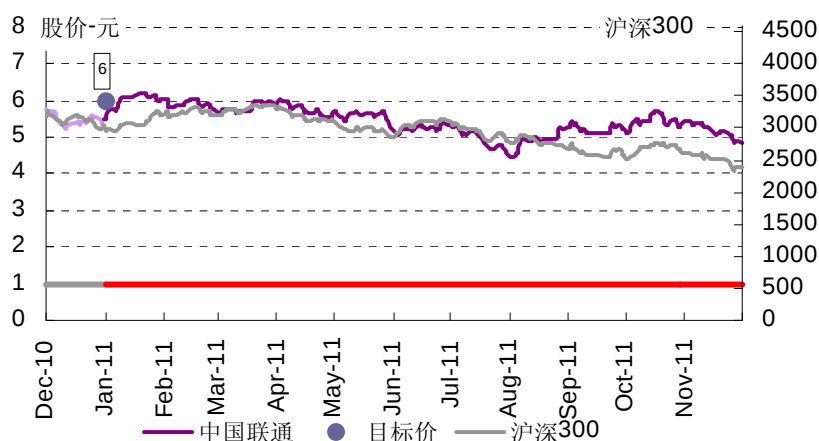
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。2011 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第二名、第一名，2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

投资建议历史表现图

中国联通 (600050)



日期	股价	目标价	评级
2011-01-20	5.41	6.00	增持
2011-01-24	5.41	6.00	增持
2011-02-20	5.41	6.50	增持
2011-03-30	5.64	6.70	买入
2011-06-21	5.15	7.00	买入
2011-08-25	4.56	7.00	买入
2011-10-09	5.12	7.00	买入
2011-10-28	5.35	5.70	增持

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：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。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com