



电信版 iPhone 4S 对联通影响有限 ——中国联通(600050)动态点评

联系人

王 林 010-88366060-8757
从业证书编号 S1070111010002
电子邮箱: wanglin@cgws.com

分析师

刘 深 010-88366060-8756
执业证书编号 S1070511050001
电子邮箱: liush@cgws.com

投资评级: 强烈推荐 (维持)

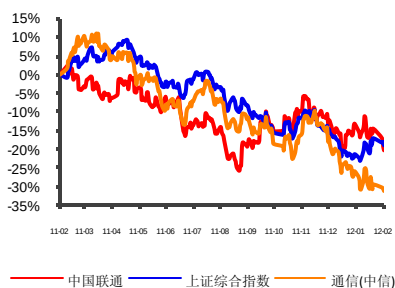
市场数据

目前股价	4.82
总市值(亿元)	1021.68
流通市值(亿元)	1021.68
总股本(万股)	2119660
流通股本(万股)	2119660
12个月最高/最低	6.33/4.43

公司盈利预测

	2011E	2012E	2012E
营业收入	225848	279148	334978
(+/-%)	28.2%	23.6%	20.0%
净利润	2133	6778	9458
(+/-%)	73.8%	217.7%	39.5%
摊薄 EPS	0.10	0.32	0.45
PE	47.7	15.0	10.8

股价表现图



数据来源: Wind 资讯

事件:

媒体热议电信版 iPhone 4S 的推出, 投资者担心电信版 iPhone 4S 对联通形成冲击, 导致中国联通股价春节后出现调整。我们认为基于联通对苹果单一依赖关系已经消除和电信新增用户中补贴用户比例过高, 电信版 iPhone 4S 对联通影响有限。

要点:

中国联通对 iPhone 的单一依赖已经基本消除。 从2011年4月中国联通取消 iPhone 286套餐以来, 联通3G对 iPhone 的依赖逐步下降, 千元智能机挑起联通3G的大梁, 我们认为到2011年底的月新增用户中 iPhone 用户的比例应小于10%。iPhone 与联通之间的关系已经是良好的合作关系, 而非单一依赖关系。随着AT&T和Verizon四季度财报公布, 由于对 iPhone 过度依赖补贴过大导致两家美国运营商的四季度亏损, 我们更充分地认为中国联通对 iPhone 和千元智能终端的布局超前合理, 实际上是中国联通推动了千元智能风暴的兴起。

中国电信新增用户中补贴用户的比例较高大大制约其对中国联通的威胁。 电信在CDMA终端产业链中号召力较强, 其地位仅次于联通之于WCDMA产业链。但受到CDMA与GSM不兼容(而WCDMA手机兼容GSM)的影响, CDMA手机终端实际社会化程度很低, 电信新增用户中补贴终端的用户占比预计超过90%, 远高于联通40-50%的水平。高补贴比例降低电信终端补贴成本的效率, 从而制约了电信对联通的威胁。

由于业绩的兑现需要较长周期验证, 联通股价对用户数和消息的反应较为敏感。 我们多次证明中国联通处于高投入和3G品牌确立的中后期, 3G用户的规模增长将带来业绩增长的高弹性。2011年净增的2500万用户带来增量业务收入为230亿元, 预计2012年净增3G用户将达到4000万-4500万户, 带来增量收入350亿元-400亿元, 完全能消化折旧和费用的增长实现业绩反转。但业绩的兑现需要较长的验证周期, 在2011年全年走势中, 联通股价对用户数和消息的反应较为敏感。

维持对中国联通的业绩预测和强烈推荐投资评级, 建议在市场非理性调整中择机买入。

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	176168	225848	279148	334978	成长性				
营业成本	123735	161481	187867	224435	营业收入增长	11.2%	28.2%	23.6%	20.0%
销售费用	23733	28231	32660	37517	营业成本增长	17.1%	30.5%	16.3%	19.5%
管理费用	16113	18068	20936	23448	营业利润增长	-65.5%	86.0%	244.6%	41.0%
财务费用	1625	2280	2616	2689	利润总额增长	-61.9%	76.0%	217.7%	39.5%
投资净收益	485	400	400	400	净利润增长	-60.9%	73.8%	217.7%	39.5%
营业利润	3914	7280	25087	35362	盈利能力				
营业外收支	733	900	900	900	毛利率	29.8%	28.5%	32.7%	33.0%
利润总额	4647	8180	25987	36262	销售净利率	0.7%	0.9%	2.4%	2.8%
所得税	975	1800	5717	7978	ROE	0.6%	1.0%	2.9%	3.6%
少数股东损益	2444	4247	13492	18827	ROIC	2.2%	3.5%	9.5%	15.6%
净利润	1228	2133	6778	9458	营运效率				
资产负债表 (百万元)					销售费用/营业收入	13.5%	12.5%	11.7%	11.2%
流动资产	42293	80828	154208	255991	管理费用/营业收入	9.1%	8.0%	7.5%	7.0%
货币资金	22791	56866	125177	221204	财务费用/营业收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
应收帐款	10408	11292	13957	16749	投资收益/营业利润	12.4%	5.5%	1.6%	1.1%
应收票据	61	79	97	117	所得税/利润总额	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%
存货	3728	4037	4697	5611	应收帐款周转率	17.4%	20.8%	22.1%	21.8%
非流动资产	401173	408119	399762	380204	存货周转率	40.3%	41.6%	43.0%	43.5%
固定资产	363651	375680	372404	357929	流动资产周转率	4.8%	3.7%	2.4%	1.6%
资产总计	443466	488947	553970	636194	总资产周转率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
流动负债	197894	233994	275747	326687	偿债能力				
短期借款	36727	56727	66727	76727	资产负债率	53.1%	56.1%	57.6%	58.6%
应付款项	94280	106578	123992	148127	流动比率	0.21	0.35	0.56	0.78
非流动负债	37392	40392	43392	46392	速动比率	0.19	0.33	0.54	0.77
长期借款	1462	4462	7462	10462	每股指标 (元)				
负债合计	235286	274387	319139	373079	EPS	0.06	0.10	0.32	0.45
股东权益	208180	214561	234831	263115	每股净资产	9.82	10.12	11.08	12.41
股本	21197	21197	21197	21197	每股经营现金流	3.22	4.00	5.91	7.22
留存收益	49639	51773	58551	68009	每股经营现金/EPS	55.6	39.8	18.5	16.2
少数股东权益	137344	141591	155083	173910	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	443466	488947	553970	636194	PE	82.9	47.7	15.0	10.8
现金流量表 (百万元)					PEG	0.61	0.22	0.38	-
经营活动现金流	68210	84875	125311	153026	PB	1.3	1.3	1.2	1.0
其中营运资本减少	27856	11641	26684	35184	EV/EBITDA	1.17	1.25	1.03	0.96
投资活动现金流	-71348	-73800	-70000	-70000	EV/SALES	42.65	43.45	39.81	37.06
其中资本支出	-78083	-73800	-70000	-70000	EV/IC	0.28	0.38	0.49	0.71
融资活动现金流	17824	23000	13000	13000	ROIC/WACC	0.27	0.42	1.14	1.86
净现金总变化	14686	34075	68311	96026	REP	1.06	0.90	0.43	0.38

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

刘 深: IT 行业分析师, 北京航空航天大学工学硕士/北京大学光华管理学院 MBA, 9 年 IT 从业经验, 3 年行业工作经验, 2011 年 3 月加盟长城证券。

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。

金 炜: 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 4 年通信行业工作经验。

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。

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。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgs.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgs.com

王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgs.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgs.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgs.com

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>

