

通信运营III

步步为营 增长强势

报告日期: 2011-11-21

评级: 推荐

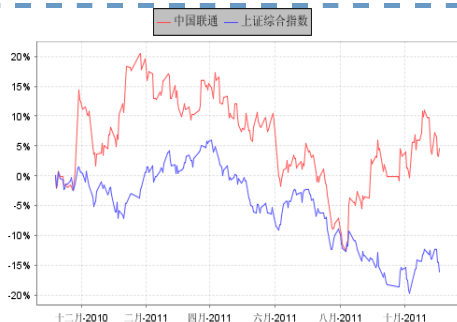
上次评级: 推荐

目标价:

上次预测: 6.5

当前价格(元)	5.36
52周价格区间(元)	4.48-6.22
总市值(百万)	113613.76
流通市值(百万)	113613.76
总股本(万股)	2119659.64
流通股(万股)	2119659.64
公司网址	www.chinaunicom-a.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
中国联通	3.08	15.77	15.53
上证综合指数	1.39	-5.58	-15.67

财富证券研究发展中心

陈炳华	易卓
0731-84403345	84779517
chenbh@cfzq.com	yizhuo@cfzq.com
S0530511050001	S0530109110976

相关研究报告:

《中国联通(600050)月度跟踪: 增长再上一个台阶 价值得到市场理解》2011-09-22

《中国联通(600050)跟踪报告: 用户增长与盈利提高 基本面改善终会带来回报》

《中国联通(600050)月度跟踪: 两大目标: 发展中低端用户与提升盈利能力》2011-06-22

预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万元)	176168.36	211402.03	266366.56
净利润(百万元)	1227.61	2751.41	5715.38
每股收益(元)	0.058	0.130	0.270
每股净资产(元)	3.342	3.412	3.558
市盈率	94.10	41.23	19.85
P/B	1.63	1.60	1.53

资料来源: 财富证券

事件: 公司近期发布10月份经营数据, 具体如下:

2011年10月份	
一、移动业务	
2G 用户累计到达数	15,922.5 万户
2G 用户本月净增数	42.1 万户
3G 用户累计到达数	3,315.0 万户
3G 用户本月净增数	292.0 万户
二、固网业务	
本地电话用户累计到达数	9,429.7 万户
本地电话用户本月净增数	(27.8) 万户
宽带用户累计到达数	5,504.9 万户
宽带用户本月净增数	51.2 万户

我们的观点:

- 公司10月份3G用户新增数连续创新高, 本月达到292万的历史最高点, 环比连续5个月实现正增长, 符合我们之前的乐观预期。呈现良好的发展态势。

具体来看, 10月新增3G用户292.0万户, 环比增长约23.62%, 创下了3G商用以来的用户新增数记录, 符合我们之前预计的最后三个月新增用户必定超过280万的乐观预期。

我们认为, 这个突破标志着公司3G发展上到一个新的台阶: (1) 从今年4月份以来, 联通修改战略大力发展中低端3G用户, 千元机持续发力, 使得之后的3G新增用户一直保持了较快增长, 直接穿透了传统的电信运营商的周期特性, 表明发展中低端用户战略取得了良好的效果; (2) 联通2G用户保持的稳定增长, (新增42.1万户), 体现了运营商的规模效应, 同时也表明了联通3G新增用户应主要为来自竞争对手的用户抢夺, 而非公司网内用户的转网。

图表 1: 联通 10-11 年经营数据一览（单位：万户）

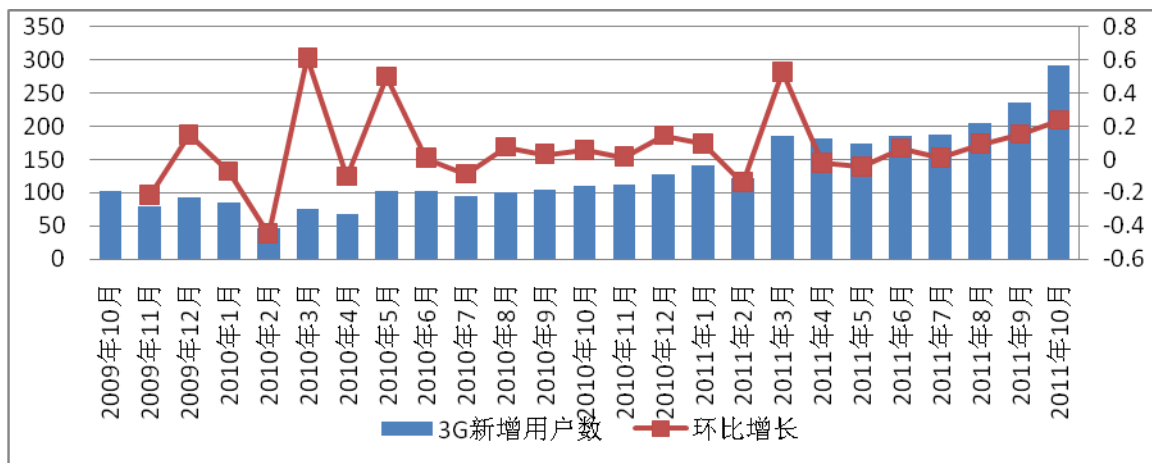
时间	2010 年				2011 年									
新增用户	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
G 网 (2G)	80.1	63.2	60.4	61.7	82.5	72.8	108.4	65.9	58.6	41.7	25.2	31.5	57.2	42.1
W 网 (3G)	104.3	110.2	112.0	128.4	140.7	121.3	185.5	181.7	173.8	185.5	187.4	204.9	236.2	292.0
3G 上网卡	9.5	16.75	16.98	17.71	28.75	15.16	18.27	20.62	17.56	20.89	21.78	17.08	20.9	18.46
本地电话	-41.0	-41.9	-73.4	-191.3	29.2	-3.7	-33.9	-40.2	-30.4	-38.7	-49.1	-26.8	-12.4	-27.8
宽带	61.8	65	30	29.2	97.3	65.9	94.6	62.8	83.4	105.8	66.9	76.7	77.9	51.2

资料来源：财富证券整理

➤ 3G 增长步入良性通道，年底冲刺或超预期，年增 2500 万计划应不成问题

截止 10 月底，公司新增 3G 用户 1909 万，那么按照 2500 万的新增目标，今年最后两个月新增用户在 295.5 万以上即可达成，或者说只要能基本上与 10 月数据持平即可，我们认为该计划的达成应该是大概率事件，原因在于（1）传统的年底是电信业消费旺季，联通的低端千元智能机战略会使得 3G 用户数据再次放量；（2）10 月 16 日公司恢复了 iPhone4 的 286 元 0 元购机套餐，对 4 月份套餐取消以来高端用户的受抑需求形成较大刺激；（3）公司在 11 月初也在所有渠道中开放了 iPhone4 8G 版本的销售，而且该销售机型的 0 元购机套餐的档位降低到了 186 元每月，进一步降低了 iPhone 的入手门槛，直接打开了中端用户市场；（4）乔布斯最后一代明星产品 iPhone4S 仍以 WCDMA 网为主，会给予公司高端用户一定的增量刺激。

图表 2: 公司 3G 新增用户环比正在提高，渗透率不断提升



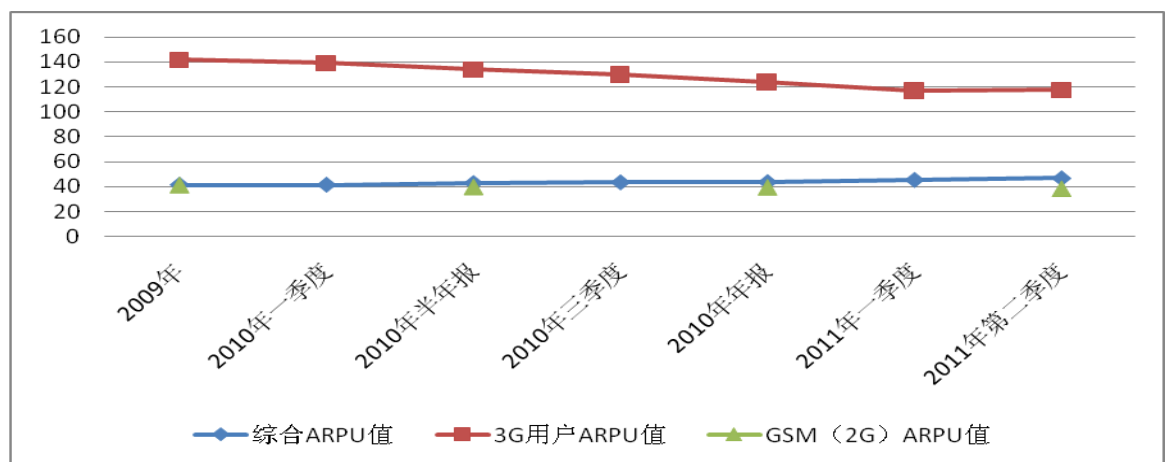
资料来源：财富证券

因此联通重新打开的高、中、低端全渠道战略+iphone4S 独家网络的支持，使得公司最后一个冲刺阶段的用户增长或会再次超出我们的预期，全年 2500 万新增用户应该不成问题。

➤ 联通盈利能力出现了大幅度改善，源于整体 ARPU 值得提升以及补贴效率的提高，公司在逐步改善用户结构与质量，并期望其带来盈利能力的持续改善。

公司大力开发中低端用户的战略，较快的实现 3G 渗透率的提升，目前公司的 3G 渗透率达到了 17.23% 左右，3G 渗透率快速提升后，对于整体的 ARPU 值带来了提升作用，从 2009 年开始，综合移动 ARPU 值有一个稳步的上升，从 09 年年报的 41.5 元上升至 2011 年 2 季度的 46.8 元。

图表 3：联通从 2009 年-2011 年 1 季度 ARPU 值的变化趋势图（单位：元）



资料来源：财富证券整理

因此，我们认为公司的盈利能力改善的趋势一直会持续下去，今年有望实现实现净利润较大增长，2011 年将是公司盈利拐点。我们认为公司未来几年的成长将以用户数的增长以及净利率回升为标志，预计到 2013 年公司将恢复净利率水平至 7%-8%。

➤ 对于联通的宽带 SP 接入反垄断调查，仅是短时期的消息面利空，中短期来看并对业绩没有大的影响，长期来看或加大宽带接入行业的竞争，但是对联通影响却有限。

近日，中国联通、中国电信宽带业务涉嫌垄断，遭遇发改委反垄断调查。依反垄断法规定，若行为成立将处以上一年营业额 1%-10% 数额的罚款。此次调查起因在于联通、电信基本上占据了我国的宽带骨干网，因此事件的具体表现为联通与电信的个别省分公司在流量批发业务中给予电信行业的竞争对手征收更高的费用，两家运营商往往给大型互联网或者小型 ISP 公司提供很大的折扣。换句话说，主要是指

中国电信、中国联通是否向不同网络接入商收取不同的网间结算费用，因此这里的宽带接入垄断其实与普通用户级别的宽带接入并无直接联系。

对此此次事件的影响，我们认为基本上仅是在短期消息面的利空上，中期来看，中国联通与中国电信并无大的业绩影响，长期来看或者可能引入的其他宽带接入商将加大行业内竞争。原因在于：

（1）首先，中国电信或中国联通每年从宽带接入获得的收入虽然达到了 500 亿以及 300 亿（2010 年数据），但是整体收入占比也仅只有 17%，而且其中大部分收入是来自于普通用户的兆级宽带申请，直接以骨干网面对各种 ISP 或者互联网公司的 SP 接入业务中获得的收入只有不足 2 亿元，所以涉案金额是相当小的，因此，即便是“证据确凿事实成立”，所处罚款也应以此为基数，而绝非数亿到数十亿元的天文数字；（2）发改委与反垄断局的调查，有可能是因为国家层面上对目前的三网融合进度不满，因此此举或是为了其他运营主体进入宽带市场做铺垫，比如广电、中国移动等，从而打破所谓的“垄断”格局，但是即便其他运营主体介入宽带接入市场，也需要一段建设周期，而且大部分存量楼宇管线资源的垄断格局是无法突破的，因此对中国联通和中国电信的中短期业绩并无实质影响；（3）而长期来看，随着宽带接入运营商数量加大，未来宽带资费会调整，一定程度上导致单位带宽资费的下降，那这也是后话；而且即便是宽带接入市场的竞争加大，对于联通的整体影响也有限（收入占比仅 17%），而我们近期看好中国联通的主要亮点是在移动业务的提升，特别在于 3G 用户数量与整体 ARPU 的良性上涨趋势，

➤ 综上，我们认为，公司的 10 月经营数据再次印证了我们对公司基本面改善的乐观预期，因此维持对公司的盈利预测，预计 2011-2013 年的每股收益可达 0.13、0.27 元，0.40 元。维持了对中国联通“推荐”的投资评级。

附表、三大财务报表

资产负债表

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	20765.28	36557.45	198365.67	296097.43
应收和预付款项	15152.50	21320.90	24480.86	32677.26
存货	3728.42	2069.48	5040.44	3728.11
其他流动资产	619.62	619.62	619.62	619.62
长期股权投资	47.71	47.71	47.71	47.71
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	363651.05	284326.27	205001.50	125676.72
无形资产和开发支出	19869.76	17261.22	14652.69	12044.16
其他非流动资产	13937.39	10075.47	6213.54	6213.54
资产总计	437771.73	372278.12	454422.02	477104.54
短期借款	59726.52	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	132328.60	119598.41	187278.19	188416.67
长期借款	35019.99	35019.99	35019.99	35019.99
其他负债	2516.17	2516.17	2516.17	2516.17
负债合计	229591.28	157134.57	224814.35	225952.83
股本	21196.60	21196.60	21196.60	21196.60
资本公积	27818.94	27818.94	27818.94	27818.94
留存收益	21820.50	23306.67	26393.83	30992.09
归属母公司股东权益	70836.04	72322.21	75409.37	80007.63
少数股东权益	137344.41	142821.34	154198.31	171144.08
股东权益合计	208180.45	215143.55	229607.68	251151.71
负债和股东权益合计	437771.73	372278.12	454422.02	477104.54

现金流量表

	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	67264.63	78834.99	162903.77	97193.94
投资性现金净流量	-76469.53	906.95	906.95	906.95
筹资性现金净流量	17824.27	-63949.77	-2002.49	-369.13
现金流量净额	8619.37	15792.17	161808.22	97731.76

利润表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	176168.36	211402.03	266366.56	332958.20
减：营业成本	123734.87	146184.51	179264.70	221084.25
营业税金及附加	4870.69	5844.82	7364.48	9205.60
营业费用	23732.61	28479.13	35883.70	44854.63
管理费用	16112.72	18488.68	23295.74	29119.68
财务费用	1624.54	2643.04	-1022.60	-4041.64
资产减值损失	2663.93	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	484.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3913.63	9761.85	21580.54	32735.70
加：其他非经营损益	732.87	1209.26	1209.26	1209.26
利润总额	4646.50	10971.12	22789.81	33944.96
减：所得税	975.23	2742.78	5697.45	8486.24
净利润	3671.28	8228.34	17092.36	25458.72
减：少数股东损益	2443.67	5476.93	11376.97	16945.77
归属母公司股东净利润	1227.61	2751.41	5715.38	8512.95

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.