

姗姗来迟的投资机会

中国联通 3G 发展趋势分析

评级: **买入-B**

上次评级: 中性-B

目标价格: **6.80 元**

期限: 3 个月 上次预测: 5.25 元

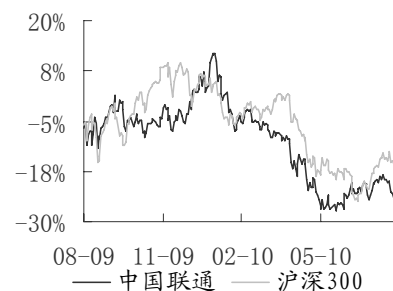
现价: 5.32 元

报告日期: **2010-08-16**

市场数据

总市值(百万元)	112,765.89
流通市值(百万元)	112,765.89
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12 个月最高/最低	4.86/7.85 元
十大流通股股东(%)	65.11%
股东户数	1,156,445

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.48)	(5.02)	(9.33)
绝对收益	3.21	(3.14)	(21.96)

研究员

黄文戈 行业分析师
 010-66581635 huangwg@essence.com.cn
 证书编号 S1450210030004

前期研究成果

中国联通: 3G 用户增长和手机补贴之惑	2010-06-28
联通 5 月新增 3G 用户数据点评	2010-06-19
联通估值的最大不确定性: 日本案例研究	2010-05-31
何时买入中国联通	2010-05-04

报告关键点:

- 触摸屏智能手机的普及是3G需求爆发的关键,这也是跟日本案例所不同的地方;
- 市场低估了6、7月新增3G用户数的意义,联通3G用户数在9、10月将会爆发;
- 除网间结算外,运营商各项成本主要都是跟用户数相关,而跟使用量关系不大;
- 我们上调联通的投资评级到“买入-B”,3个月目标价6.80元。

报告摘要:

- 姗姗来迟的投资机会:** 我们在5月初的报告“何时买入中国联通”中曾指出,联通3G的发展存在着很大的不确定性,还需要进一步的市场调查和对联通策略及用户数据的观察,才能对联通3G发展的未来趋势做出判断。经过3个多月时间,我们认为不确定性已逐一消除,买入联通的时机已经成熟。
- 触摸屏智能手机的普及是3G需求爆发的关键:** 之前我们对日本当年3G发展的案例分析显示,3G需求尚不足以吸引NTT DoCoMo的用户转网,这意味着联通很难抢到移动的用户。但3G目前在中国的发展跟当时的日本最大的不同在于有了触摸屏智能手机。触摸屏智能手机的出现彻底改变并提升了手机上网的用户体验,使得手机上网成为3G的“杀手级”应用,从而3G需求有了爆发的可能。但触摸屏智能手机的普及需要满足三个条件:一是终端的丰富性(不同价位、多种款式);二是在初期智能手机平均价位较高,运营商须给予用户补贴;三是补贴须走社会渠道,让消费者能随处买到。
- 对联通3G用户数据的重新解读:** 由于6、7月是手机销售的淡季,而1月、5月和10月是旺季,因此按新增3G用户数跟手机销售数量之比来看,联通6、7月的用户数据其实已经反映了市场策略调整的成效。9、10月随着手机销售的回暖,再加上智能手机的铺货和社会渠道真正到位、3G预付费套餐的推广、iphone 4上市,新增3G用户数将会明显上升;10月更可能会冲上150万。
- 规模效应:** 通信行业的规模效应并不仅仅表现在折旧费用率上。网络运营及支撑成本、人工成本和管理费用,加起来占到联通营业收入的近30%;这三者都是相对固定的,并不会随着收入的增长而线性变化,所以会大大增强联通的规模效应。对中移动的进一步分析显示,除去网间结算支出,移动运营商的各项成本主要都只跟用户数量相关,而跟通讯使用量关系不大;这意味着联通的手机补贴和话费补贴对盈利的负面影响有限。
- 风险提示:** iphone推出CDMA和TD版;过度的价格战导致两败俱伤。
- 盈利预测、估值和投资评级:** 我们预计2010-12年联通的EPS分别为0.08、0.17和0.34元。由于前两年3G用户还没形成规模,而3G成本却增加了很多,再加上手机补贴一次性计入当季,前两年联通的盈利出不来;因此我们用2012年的EPS来给联通估值,给予联通20倍的动态市盈率,则目标价为6.8元。我们上调公司的投资评级到“买入-B”。如果用户数据超预期,估值还有进一步提升的空间。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	167,872	184,116	208,284
Growth(%)	52.1%	3.7%	6.0%	9.7%	13.1%
净利润	19,741.4	3,137.0	1,675.6	3,601.3	7,193.4
Growth(%)	250.5%	-84.1%	-46.6%	114.9%	99.7%
毛利率(%)	37.0%	33.3%	30.8%	34.9%	40.4%
净利润率(%)	12.9%	2.0%	1.0%	2.0%	3.5%
每股收益(元)	0.93	0.15	0.08	0.17	0.34
每股净资产(元)	9.86	9.85	9.71	10.21	11.21
市盈率	5.7	35.9	67.3	31.3	15.7
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净资产收益率(%)	16.1%	4.5%	2.4%	4.9%	8.9%
ROIC(%)	42.7%	4.8%	2.2%	3.0%	5.3%
EV/EBITDA	4.7	5.1	7.0	6.5	5.3

敬请参阅报告结尾处免责声明

1. 姗姗来迟的投资机会

我们在 5 月初的报告“何时买入中国联通”中曾指出，由于联通 3G 的发展存在着很大的不确定性，因此还需要进一步的市场调查和对联通市场策略及用户数据的观察，才能对联通 3G 发展的未来趋势做出判断。

1.1. 不确定性一：3G 需求不足

今年头四个月，联通 3G 的发展严重低于市场预期。我们认为，主要原因是 3G 需求不足。虽然 3G 可以带来很多新的应用，但人们使用手机最基本的需求还是通话和收发短信，3G 似乎只能算作“奢侈品”，而非必需品；换句话说，人们只有在已经满足了通话这样的基本需求之后，才会考虑 3G 这样的应用。但由于中国目前还没有实施携号转网，所以换号对很多人（尤其是高端用户）来说意味着通话这样的基本需求可能会受到妨碍；而 3G 需求似乎还没强烈到让用户去换号。

我们一直认为真正影响联通价值的是，联通凭借 WCDMA 的优势在不能携号转网的情形下究竟能从中移动抢到多少中高端用户；而这取决于 3G 需求能否快速增长、强烈到超出转网带来的对基本通话需求的影响。

那么，随着更多的市场宣传、3G 应用的增加和智能手机性价比的提升，3G 需求会不会出现爆发式增长呢？因为几乎所有的新产品和新服务上市都会先经历一个较慢的导入期，然后再进入一个爆发期。如果真能这样，那么联通的价值将来会提升很多。

但关于这一点，在当时看来尚存在着较大的不确定性。

1.2. 不确定性二：3G 发展中存在的悖论

3G 的发展中存在着一个悖论：一边是，很多高端用户有消费能力，但对 3G 的需求不够强烈，并且换号成本很高、不愿轻易换号；另一边是，很多年轻中低端用户对移动数据需求量很大，并且换号成本低、号码忠诚度差，但却缺乏消费能力。

这导致，虽然智能手机最能体现 3G 的高速率的价值，但由于智能手机的价格初期比较贵，在很大程度上超出了中低端用户的承受能力，从而抑制了 3G 需求的发展。

那么手机补贴似乎是一个不错的市场策略。我们认为，高端用户对价格不太敏感，他们不太会因为补贴而换号转网；中低端用户对价格敏感，补贴会大大促成他们换号转网，他们将成为转网的主力。

但当时我们还不太确定中端用户对手机补贴的敏感性，或者说手机补贴的弹性。如果中端用户对补贴敏感，那么新增的 ARPU 值超过 100 元的 3G 用户数会上升很快，从而实现联通管理层提出的 2010 年新增 1000 万 ARPU 值在 100 元以上 3G 用户的目标；否则会有较大难度。

1.3. 买入联通的时机已经成熟

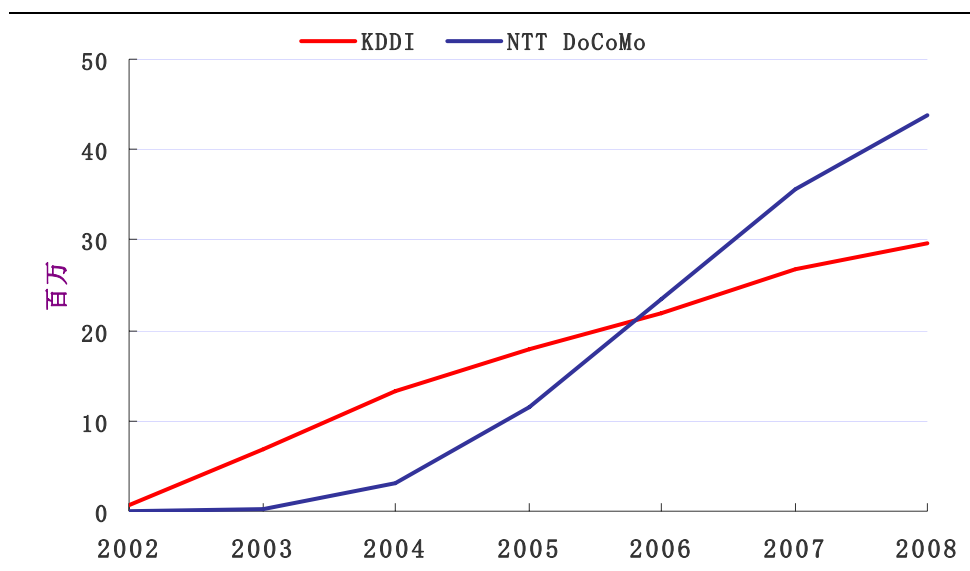
过去三个多月，通过深入广泛的市场调研和对联通市场策略及用户数据的持续跟踪，我们认为上述的不确定性已逐一消除；虽然来得晚了些，但买入联通的时机终于到了。由于一直有人在喊“狼来了”，市场都已经有些麻木了；但这次“狼”是真的来了。

2. 触摸屏智能手机的普及是 3G 需求爆发的关键

2.1. 日本案例分析

我们在 5 月初对日本当年 3G 发展的案例分析显示，3G 需求并没有出现爆发式增长。

图 1 NTT DoCoMo 公司和 KDDI 公司 3G 用户发展情况对比

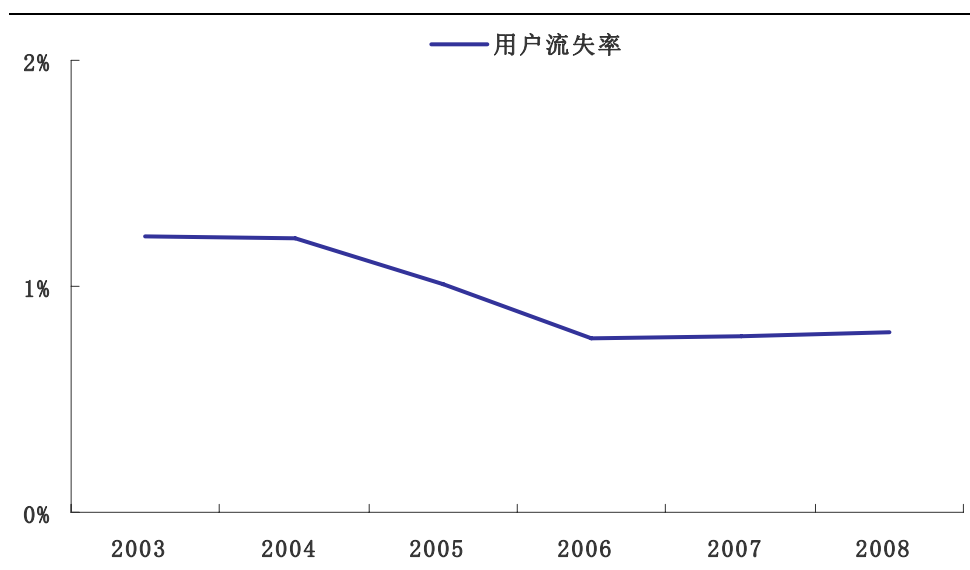


数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

NTT DoCoMo 是日本 2G 时代最大的移动运营商，拥有大部分的手机用户，3G 选择了 WCDMA 制式。而 KDDI 位居第二，3G 选择了 CDMA2000 制式。不过，当时 CDMA2000 手机终端的款式、重量、待机时间以及网络的覆盖率均远远优于 WCDMA。这跟中国目前的情形非常相似，弱势运营商获得了成熟的制式，而强势运营商却拿到不够成熟的制式；而且当时日本也没有实行携号转网政策。

很明显，最初 3 年内 KDDI 3G 用户数的增长远远快于 NTT DoCoMo。但是，KDDI 最初的 3G 用户主要是来自自身的 2G 用户呢还是从 NTT DoCoMo 抢过来的？

图 2 NTT DoCoMo 用户流失率



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

我们看到，NTT DoCoMo 的用户流失率一直很低，最高的时候也才 1.25%。

我们以 2003 和 2004 年为例，NTT DoCoMo 的用户流失率分别为 1.22% 和 1.21%；NTT DoCoMo 的总用户数分别为 4386 万和 4593 万；那么 NTT DoCoMo 流失的用户数就分别为 53.5 万和 55.5 万。而 KDDI 在 2003 和 2004 年的新增 3G 用户数分别为 615 万和 640 万。可见，当时 KDDI 并没有从 NTT DoCoMo 抢到多少用户；它更多地是把自己的 2G 用户转化成了 3G 用户。这说明当时 3G 需求尚不足以吸引 NTT DoCoMo 的用户转网。

而 NTT DoCoMo 也没能把自己的 2G 用户转化为 3G 用户，一直到 2005 年以后，随着终端数量的逐渐丰富、终端功能的有效提高和网络覆盖问题的逐步解决，NTT DoCoMo 的 3G 业务才迅速发展起来，其 3G 用户数量才超过了 KDDI。

如果中国的情形跟日本当年一样，那么移动的用户也不大可能因为 3G 需求而转到联通；他们更可能会一直使用移动的 GSM 网络，直到 TD 的网络和终端成熟。如果是这样的话，中国的 3G 需求就不会爆发，联通也就抢不到多少移动的中高端客户，那联通的价值也就不大了。

但是，3G 目前在中国的发展有两点跟当时的日本不同：一是以 iPhone 为代表的手机触摸屏技术的进步和智能手机的发展，使得通过手机上网变得更加方便、用户体验也更好；二是目前 3G 网络已经由当时的 3G 发展到现在的 3.5G，网络速率较当时已经有了较大的提升。

那么，这两点（尤其是第一点）能否促使中国的 3G 需求出现爆发式增长，从而走出一条跟当年日本不同的路径呢？

2.2. 触摸屏智能手机的出现使得手机上网成为 3G 的“杀手级”应用

手机上网虽然在 2G 时代就已经有了，但主要是 WAP 应用，受的局限性很大；而且，网络速度的低下使得上网体验非常差。3G 的高速率，使得使用手机快速上网成为可能。我们很多时候都会碰到身边没带电脑但却需要上网的情况；很多时候想查一个小东西，却又不愿花几分钟去启动电脑；也会有好些时候坐在车上或躺在沙发上上网，感觉拿着电脑很不方便……

但有了高速率只是解决了问题的一半，就像有了高速公路，没有好的车也不行。以 iPhone 为代表的触摸屏智能手机的发展，彻底改变并提升了手机上网的用户体验，使得手机上网成为 3G 的“杀手级”应用。

● 触摸屏技术

触摸屏技术是既键盘和鼠标之后在输入方式上一个划时代的创新。之前，手机上网主要以下载和简单的阅读为主，因为用那么小的键盘很难带来像在电脑上那么随心所欲的交互式的上网体验。而现在，多点触摸屏技术使得在很小的手机屏幕上也能像在电脑屏幕上那么方便地浏览网页。

● 智能手机

所谓智能手机，是指“像个人电脑一样，具有独立的操作系统，可以由用户自行安装软件、游戏等第三方服务商提供的程序，通过此类程序来不断对手机的功能进行扩充，并可以通过移动通讯网络来实现无线网络接入的这样一类手机的总称”。

高速上网对手机的运算速度、内存容量、功能的可扩充性等提出了很高的要求，传统的普通手机远远无法满足。

2.3. 触摸屏智能手机的普及是 3G 需求爆发的关键

触摸屏智能手机的出现使得手机上网成为 3G 的“杀手级”应用，而这在当时的日本是没有的；也就是说，触摸屏智能手机的出现使得 3G 需求的爆发成为可能。

但 3G 需求的真正爆发，必然意味着触摸屏智能手机的普及；这还需要同时满足三个条件：

● 终端的丰富性（想要买）

由于中国人口众多，消费者需求趋于多样化，因此推出不同价位、款式多样的智能手机是智能手机普及的前提。

联通 3G 从去年 10 月 1 日正式商用以来，在今年 5 月之前主要就推出了 iPhone 这么一款智能手机。由于 iPhone 价位较高，因此基本就把中低端用户排除在外了。智能手机终端的缺乏是导致今年头几个月联通 3G 发展低于预期的重要原因。虽然 WCDMA 制式在全球最为成熟，手机终端也最多（近两千种），但由于触摸屏智能手机是这两年才发展起来的，因此之前真正的 WCDMA 智能手机并不多。

联通于 5 月份推出乐 phone，于 7 月份推出 5 款千元级智能手机（分别是诺基亚 5235、索尼爱立信 M1i、天语 W366、中兴 X850 和 华为 U8110），才在一定程度上解决了终端丰富性的问题。

● 运营商补贴（买得起）

由于触摸屏智能手机功能强、价格高，这对联通 3G 的初期发展造成了障碍，尤其是联通最可能从移动抢到的是中端用户。有没有足够多足够好的终端是一回事，买不买得起又是一回事。

为了降低中低端用户的 3G 进入门槛，运营商给予消费者手机补贴或话费补贴是必然的选择。在我们看来，手机补贴和话费补贴除了在会计方面和用户感受方面的不同，其实在本质上是一样的，都是让消费者用得起智能手机。

联通从最初的不补贴，到后来的少量补贴，再到现在的大力度补贴，正是为了解决 3G 发展中的悖论。

● 通过社会渠道进行补贴（买得到）

7 月份之前，联通的补贴一直都只在自有营业厅进行，消费者要入 3G 就必须到联通的营业厅去办理。由于联通的营业厅数量远远少于社会渠道，因此大大制约了 3G 用户的发展。

从 7 月开始，联通一方面通过手机销售渠道商进行补贴，比如把诺基亚 5235 让天音公司包销，把中兴 X850 给中邮普泰包销；另一方面跟苏宁电器进行战略合作，联通的合作营业厅全面进驻苏宁。

补贴走社会渠道将真正实现触摸屏智能手机的普及。

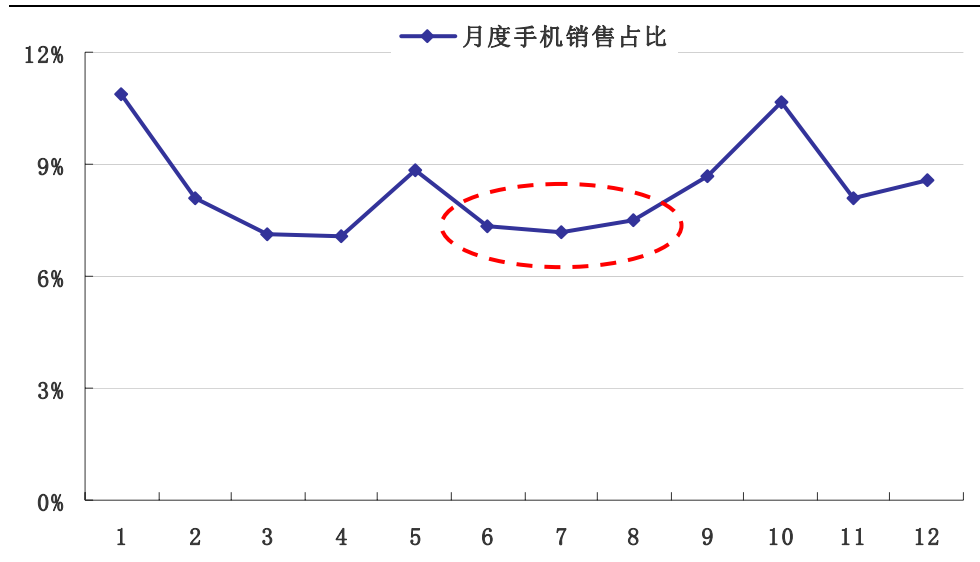
3. 对联通 3G 用户数据的重新解读

联通在 5 月初采取了加大补贴力度、改进套餐结构和降低 3G 套餐门槛等市场措施，新增 3G 用户数由 4 月的 68 万直线上升到 5 月的 102 万。应该说，市场策略调整、尤其是加大补贴力度的效果是立竿见影的。

但接下来的6月为103万，7月我们预计也是100万出头，似乎有点低于市场的预期。但除去新出智能手机铺货和补贴社会渠道化有一个过程、iphone 3因补贴力度加大而卖断货、用户因等待iphone 4而暂时压制需求等因素外，我们认为市场在一定程度上低估了6、7月份数据的意义。

消费者选择联通的3G往往是在换新手机或第一次买手机的时候，因此在其它条件相同的情形下，联通新增3G用户数跟当月全国的手机销售数量是线性相关的。

图3 手机销售数量的季节性波动

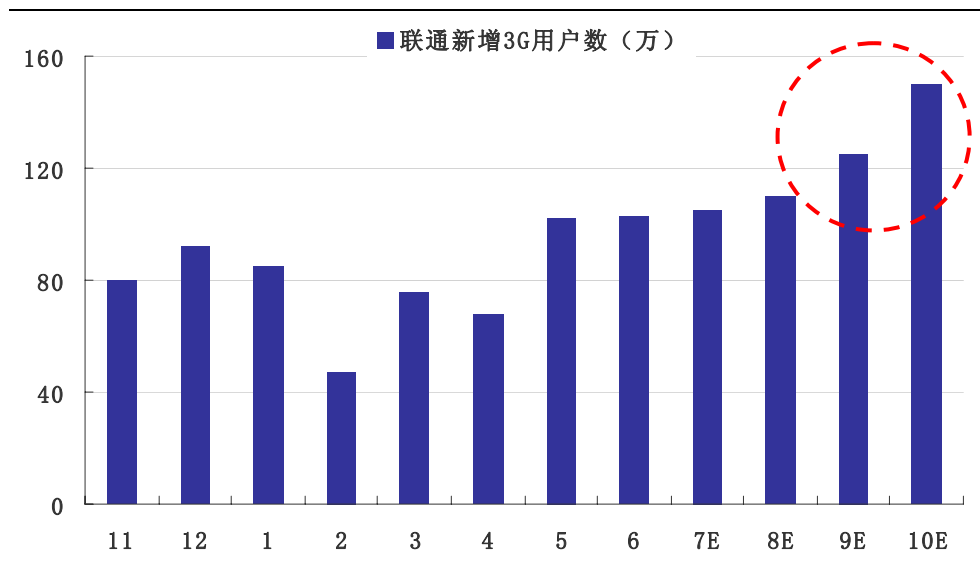


数据来源：天音控股资料、安信证券研究中心

从上图我们可以看到，5月份联通新增3G用户数上升很快的一个原因是5月是手机销售的旺季。由于接下来的6、7月份是手机销售的传统淡季，因此6、7月的新增3G用户数跟5月的数据不完全具有可比性。

9月、10月随着手机销售的回暖和新的旺季的到来，再加上智能手机的铺货和社会渠道真正到位、3G预付费套餐的推广、iphone 4上市，联通新增3G用户数将会明显上升；10月更可能会冲上150万。

图4 联通新增3G用户数预测



数据来源：中国联通公告、安信证券研究中心

4. 规模效应

4.1. 收入的规模效应

我们在 2009 年 4 月的联通深度分析报告中曾经指出,由于联通用户数量少并且 ARPU 值低,所以联通的折旧费用率远高于移动。但随着联通凭借 WCDMA 的优势从移动抢到部分客户,联通的收入和 ARPU 值会上升;从而联通的规模效应会充分显现出来,带来折旧费用率的下降和利润率的上升。

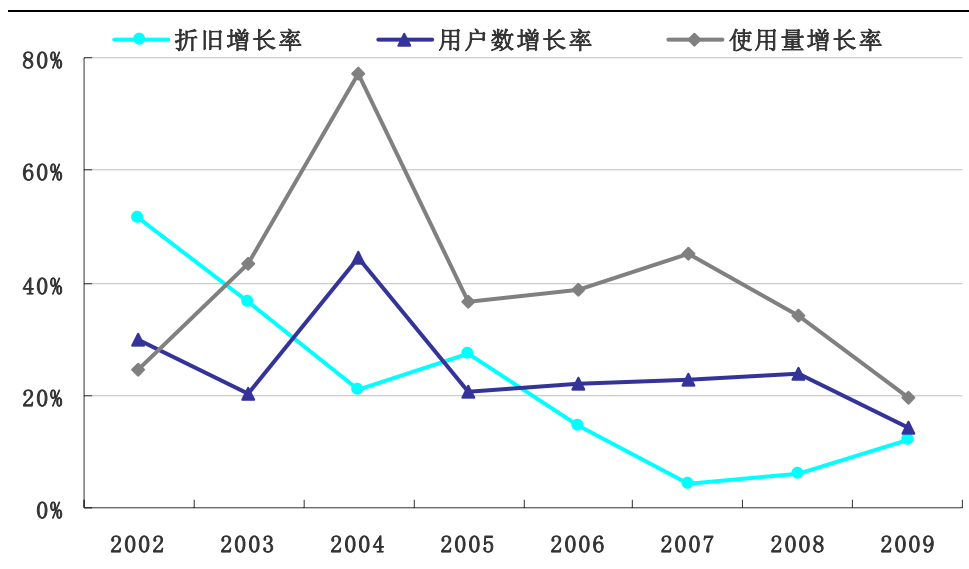
其实,移动通信行业的规模效应并不仅仅表现在折旧费用率上。网络运营及支撑成本、人工成本和管理费用,加起来占到联通营业收入的近 30%。网络运行及支撑成本主要包括修理及运行维护费、水电取暖动力费、房屋设备及通信电路租赁费等;人工成本主要是运营成本中的人员工资;管理费用主要是办公相关费用。这三者主要由网络规模、公司规模和通货膨胀决定,并不会随着收入的增长而线性变化,所以会大大增强联通的规模效应。

4.2. 通讯使用量的规模效应

接下来我们将通过分析中移动的数据,来研究运营商的折旧和费用跟用户数和通讯使用量的关系。

● 折旧

图 5 折旧增长跟通讯使用量关系不大



数据来源：中移动年报、安信证券研究中心

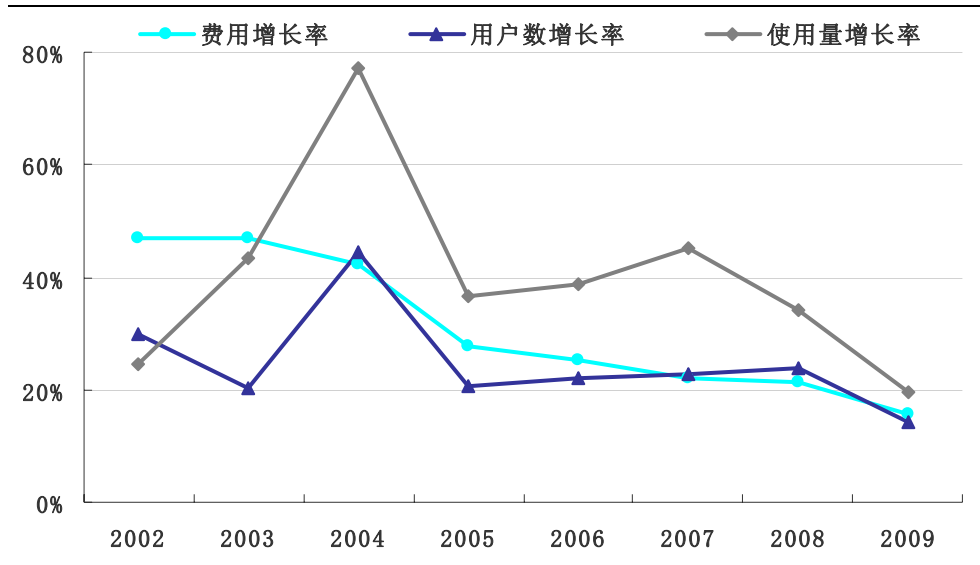
从上图我们可以看出,运营商折旧的增长一般来说低于用户数的增长,更远低于通讯使用量的增长(为了方便比较,此处的通讯使用量我们是用总通话分钟数来代表的)。

● 费用

运营商的费用主要包括网络运营及支撑成本、人工成本、管理费用和销售费用。销售

费用主要包括代办手续费和广告宣传费，主要跟用户数和收入配比。

图 6 费用增长跟通讯使用量关系不大



数据来源：中移动年报、安信证券研究中心

从上图我们可以清楚地看到，中移动费用的增长跟用户数的增长的相关性很强，而远远低于通讯使用量的增长。

● 补贴对盈利的负面影响有限

手机补贴和话费补贴，除去会计上处理的不同和用户的感受不同，二者在本质上是一回事，都等于在给用户提供等量服务的同时少向用户收钱；换句话说，就是用户的 ARPU 值下降，但通讯使用量保持不变。

从上面的分析我们可以看出，无论是折旧还是费用，都主要是跟用户数相关，而跟通讯使用量关系不大；换句话说，也就是通讯使用量的规模效应很明显。这意味着联通采用补贴的方式争取用户，对联通盈利的负面影响不大。

联通通过补贴从移动抢到中低端用户。中端用户可以为联通创造很大的价值；低端用户虽然起不了太大作用，但就像印度市场之于中兴通讯一样，至少可以摊销费用。

5. 风险提示

5.1. 苹果公司推出 CDMA 和 TD 版 iPhone

最近有两条消息都显示苹果公司可能在明年初会为 Verizon 推出 CDMA 版的 iPhone 手机。一是传苹果为了准备 CDMA 版本的 iPhone 已经向高通下单订购了数百万片 CDMA 芯片；二是 At&T 在向美国证券交易委员会提交的季度备案文件中称 iPhone 等专营协议终止不会对公司业绩产生重大负面影响。

如果苹果推出 CDMA 版 iPhone，中国电信必然会争取引进；而且，中移动至今仍未放弃让苹果推出 TD 版 iPhone 的努力。如果苹果真的推出其它制式的 iPhone，对联通来说肯定会是利空。

但我们认为这不是短时间就能实现的，联通仍然有着很大的领先优势。而且，移动的 TD-SCDMA 面临的不仅仅是终端的问题，现阶段连网络都还很成问题。再有，iPhone

手机对于联通，最大的作用在于提升品牌形象和初期消费者的手机上网体验，真正占领市场还得更多地靠款式众多的其它智能手机；比如三星新出的 i9000 手机，就足以与 iPhone 抗衡。

5.2. 恶性竞争

市场一直比较担心，由于补贴这一竞争手段的同质性，如果移动和电信采取更大力度的价格战，靠加大补贴究竟能吸引到多少用户还不好说，而且还会造成行业利润率的下降。

我们认为，全面爆发价格战的可能性较小。原因有二：

一是联通的补贴是在用自己的 3G 打移动的 2G，因为移动的 TD 现在还不堪一击；因此一方面这是不同质的竞争，另一方面移动也很难用全面补贴 2G 用户的方式来反击。

二是 WCDMA 具有天然的产业链优势。一方面，WCDMA 手机款式众多，这为消费者提供了更多的选择，在很大程度上避免了产品同质化带来的价格战；二是因为规模效应，WCDMA 手机的性价比比 CDMA2000 和 TD-SCDMA 高很多，这在很大程度上已经形成了对消费者的间接“补贴”。

6. 盈利预测、估值和投资评级

我们先假设今年余下的 5 个月平均每个月新增 3G 用户数为 120 万，2011 年平均每个月新增 3G 用户数为 150 万，2012 年平均每月新增 3G 用户数为 200 万。如果移动和电信发展 3G 用户的速度跟联通一样，那么到 2012 年底全国总的 3G 用户数就是 1.7 亿左右，3G 渗透率约为 18%；这应该不算一个很强的假设。

我们再假设新增 3G 用户中，中高端用户（ARPU 值在 100 元以上）和低端用户（ARPU 值在 100 元以下）各占 50%。新增用户中 75% 来自中移动，联通 WCDMA 优势的窗口期持续到 2012 年底。

接下来再假设 2010-12 年联通的手机补贴分别为 30 亿、50 亿和 70 亿元；假设话费补贴平均为用户实际话费的 30%。

基于以上假设，我们预计 2010-12 年联通的 EPS 分别为 0.08、0.17 和 0.34 元。由于前两年 3G 用户还没形成规模，而 3G 成本却增加了很多，再加上手机补贴一次性计入当季，前两年联通的盈利不出来；因此我们用 2012 年的 EPS 来给联通估值。按照市场目前的平均估值水平，给予联通 20 倍的动态市盈率，则目标价为 6.8 元。我们上调公司的投资评级到“买入-B”。

由于我们上面对联通 3G 用户数的预测相对保守；因此，如果联通新增用户数超预期的话，估值还有进一步上升的空间。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-16

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	167,872	184,116	208,284	成长性					
减: 营业成本	96,190.6	105,653.8	116,163.2	119,829.3	124,200.2	营业收入增长率	52.1%	3.7%	6.0%	9.7%	13.1%
营业税费	4,163.8	4,487.0	4,700.4	5,155.3	5,832.0	营业利润增长率	-47.7%	109.8%	-51.4%	131.6%	106.2%
销售费用	17,078.8	20,956.7	23,984.0	28,430.3	33,482.0	净利润增长率	250.5%	-84.1%	-46.6%	114.9%	99.7%
管理费用	12,558.3	14,047.9	14,299.9	14,715.0	15,294.5	EBITDA 增长率	69.8%	7.8%	4.0%	15.5%	21.0%
财务费用	2,169.3	943.5	1,059.0	1,045.1	1,030.1	EBIT 增长率	-25.2%	62.2%	-46.5%	110.3%	98.1%
资产减值损失	15,190.8	2,375.6	2,366.0	2,392.0	2,334.3	NOPLAT 增长率	294.3%	-71.3%	-44.3%	98.4%	92.6%
加: 公允价值变动收益	-	1,239.1	-	-	-	投资资本增长率	153.8%	20.0%	47.5%	8.9%	-0.1%
投资和汇兑收益	-	212.2	224.9	246.6	279.0	净资产增长率	124.9%	-0.1%	-1.5%	5.1%	9.8%
营业利润	5,412.8	11,355.5	5,524.2	12,796.1	26,390.0	利润率					
加: 营业外净收支	2,069.5	825.5	876.0	959.7	1,086.7	毛利率	37.0%	33.3%	30.8%	34.9%	40.4%
利润总额	7,482.2	12,181.0	6,400.2	13,755.9	27,476.8	营业利润率	3.5%	7.2%	3.3%	7.0%	12.7%
减: 所得税	1,701.8	2,807.1	1,472.0	3,163.8	6,319.7	净利润率	12.9%	2.0%	1.0%	2.0%	3.5%
净利润	19,741.4	3,137.0	1,675.6	3,601.3	7,193.4	EBITDA/营业收入	35.3%	36.7%	36.0%	37.9%	40.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.0%	7.8%	3.9%	7.5%	13.2%
货币资金	9,487.5	8,828.1	13,429.7	14,729.3	16,662.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	401	598	654	652	602
应收帐款	23,963.9	16,538.1	3,771.4	41,968.5	47,477.3	流动营业资本周转天数	-146	-227	-123	30	53
应收票据	44.7	24.5	1,103.8	1,210.6	1,369.5	流动资产周转天数	62	76	100	163	187
预付帐款	1,487.8	1,853.3	1,969.5	2,089.3	2,213.5	应收帐款周转天数	17	27	17	42	74
存货	1,170.7	2,412.4	41,373.2	42,678.9	44,235.7	存货周转天数	5	4	47	82	75
其他流动资产	5.7	1,066.3	1,066.3	1,066.3	1,066.3	总资产周转天数	579	871	926	910	850
可供出售金融资产	-	7,976.9	-	-	-	投资资本周转天数	351	534	680	772	711
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	15.0	20.0	20.0	20.0	ROE	16.1%	4.5%	2.4%	4.9%	8.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	2.2%	1.1%	2.2%	4.3%
固定资产	241,181.8	285,035.4	324,481.1	342,683.0	353,585.8	ROIC	42.7%	4.8%	2.2%	3.0%	5.3%
在建工程	35,738.3	57,843.9	34,706.9	20,824.8	12,495.5	费用率					
无形资产	18,550.4	19,645.3	18,335.7	17,113.4	15,972.6	销售费用率	11.2%	13.2%	14.3%	15.4%	16.1%
其他非流动资产	15,406.9	17,993.0	3,782.7	2,273.0	1,367.2	管理费用率	8.2%	8.9%	8.5%	8.0%	7.3%
资产总额	347,037	419,232	444,040	486,657	496,466	财务费用率	1.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
短期债务	10,780.0	63,908.5	171,205.5	194,420.4	172,789.2	三费/营业收入	20.8%	22.7%	23.4%	24.0%	23.9%
应付帐款	70,735.1	108,348.4	35,008.1	36,113.0	37,430.2	偿债能力					
应付票据	1,039.9	1,380.9	318.3	328.3	340.3	资产负债率	39.8%	50.2%	53.6%	55.5%	52.1%
其他流动负债	30,732.3	25,646.0	27,580.0	34,576.4	42,491.2	负债权益比	66.0%	100.7%	115.7%	124.9%	109.0%
长期借款	997.3	759.5	759.5	759.5	759.5	流动比率	0.29	0.15	0.27	0.39	0.44
其他非流动负债	12,005.2	10,015.0	2,748.7	2,748.7	2,748.7	速动比率	0.28	0.14	0.09	0.23	0.27
负债总额	138,041	210,387	238,224	270,249	258,901	利息保障倍数	3.50	13.04	6.22	13.24	26.62
少数股东权益	138,679	137,862	141,114	148,105	162,069	分红指标					
股本	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	DPS(元)	-	0.07	-	-	-
留存收益	49,140.4	49,806.8	43,505.5	47,106.8	54,300.2	分红比率	0.0%	45.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	208,997	208,845	205,816	216,408	237,565	股息收益率	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5,780.4	9,373.9	1,675.6	3,601.3	7,193.4	EPS(元)	0.93	0.15	0.08	0.17	0.34
加: 折旧和摊销	49,264.0	49,342.6	53,909.7	56,022.4	57,140.9	BVPS(元)	9.86	9.85	9.71	10.21	11.21
资产减值准备	15,190.8	2,375.6	2,366.0	2,392.0	2,334.3	PE(X)	5.7	35.9	67.3	31.3	15.7
公允价值变动损失	-	-1,239.1	-	-	-	PB(X)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用	-381.7	1,973.9	744.6	1,059.0	1,045.1	P/FCF	-1.2	9.3	-5.7	-16.1	-8.1
投资收益	-	-212.2	-224.9	-246.6	-279.0	P/S	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	13,986.4	6,236.9	3,252.6	6,990.7	13,963.7	EV/EBITDA	4.7	5.1	7.0	6.5	5.3
营运资金的变动	4,046.6	-12,510.5	-83,306.3	-30,919.6	2,934.5	CAGR(%)	-32.0%	31.2%	78.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	59,430	59,309	-21,268	38,885	84,318	PEG	-0.2	1.2	0.9	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-24,755	-90,250	-65,305	-59,755	-59,723	ROIC/WACC	6.8	0.8	0.4	0.5	0.8
融资活动产生现金流量	-38,063	28,526	91,193	22,170	-22,661	REP	0.2	1.5	3.2	2.3	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律焯	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034