

移动的困境和联通的机会

中国联通 2010 年 3 季报点评

报告关键点:

- 业绩下滑在预计之中, 市场关注的重点应该是联通未来3G用户的增长趋势;
- 智能手机的普及导致了移动2G网络的压力, 并将置移动于两难的困境;
- 联通的3G终端和销售渠道正日渐丰富、完善, 优势的显现指日可待。

报告摘要:

- 前3季度业绩回顾:** 今年前3季度, 公司实现营业收入1286.1亿元, 同比增长9.0%; 实现归属于上市公司股东的净利润10.7亿元, 同比下降约65%; EPS为0.05元, 符合市场预期。公司业绩大幅下滑的主要原因, 是随着网络规模的扩大和3G、宽带等重点业务的加快发展, 折旧及摊销、网络营运及支撑成本和销售费用、3G 终端补贴支出增长较快; 尤其是第3季度手机补贴上升到18.2 亿元。
- 移动的困境和联通的机会:** 最近我们注意到两则新闻: 一是著名电信专家、北邮教授舒华英提到, 目前中移动迫于现有用户的压力正在加速扩容2G, 原因在于中移动用户低速数据业务占据了2G网络大部分资源。二是在中移动一次重要内部会议上, 核心领导指出, 中移动网络部近期对30个城市的2G网络质量做了对比测试, 不少城市的网络质量已落后于竞争对手, 令人担忧。结合这两则新闻, 我们可以推断出数据业务流量的增加已导致移动原本领先的2G网络出现了问题。那么, 是什么原因导致了移动用户2G数据流量的突然增加呢? 据我们了解和分析, 智能手机的日渐普及是主要因素; 因为智能手机使得人们有了更大的下载各类应用和移动上网的需求。我们在上一篇报告中曾指出, 明年1000元以上的手机几乎将全都是3G智能手机, 2G手机会越来越来少; 今年3G智能手机的市场占比仅为10%左右, 明年会到30%, 2012年会达到50%。由于很大比例的用户购买了WCDMA手机, 仍然会使用中移动的2G网络; 那么面对成倍增长的用户, 移动2G网络的压力会越来越大, 扩容难以跟上, 从而导致网络质量的大幅下降。而另一方面, 由于TD-SCDMA网络建设和终端性能的落后, 使得移动无法把这些数据通信需求转移到TD上面, 从而陷入两难的困境。虽然移动力图加快TD-LTE的建设, 但LTE的网络、尤其是手机终端距离真正的规模商用还差得很远, 这之前至少会有2-3年的“真空期”。显然, 移动的困境意味着联通的机会, 会有更多的用户因选择优质的网络而转投联通。
- 终端和渠道日趋成熟:** 联通的3G智能手机正逐渐丰富, 比如继5款千元级智能手机和iphone 4上市后, 索爱在日本表现出色的娱乐智能手机XPERIA E15i也已入选联通战略终端, 加入联通“预存话费送手机”或“购手机入网送话费”的计划。在销售渠道方面, 联通的资费补贴除了通过国代商走社会渠道和跟苏宁全面合作外, 近期更是跟京东商城进行战略合作, 积极拓展网上销售和服务渠道。联通3G终端的丰富和销售渠道的完善将使得WCDMA网络的优势充分显现。

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	5.8	36.5	68.3	31.8	15.9
市净率	0.5	0.5	0.6	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	4.8	5.2	7.1	6.6	5.3
股息收益率	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级: **买入-B**

上次评级: 买入-B

目标价格: **6.80 元**

期限: 6 个月 上次预测: 6.80 元

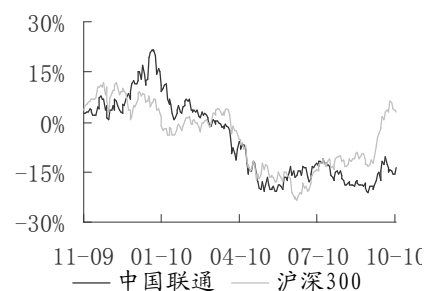
现价: 5.40 元

报告日期: **2010-10-30**

市场数据

总市值(百万元)	114,461.62
流通市值(百万元)	114,461.62
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(%)	65.71%
股东户数	1,169,461

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.90)	(19.45)	(16.81)
绝对收益	6.24	(1.63)	(13.77)

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: LTE 之前真空期的受益者
2010-10-25
- 中国联通: 下半年的看点是 3G 用户增长
2010-08-30
- 中国联通: 姗姗来迟的投资机会
2010-08-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-30

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%	50.6%	8.8%	-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%	2.4%	5.0%	9.4%
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%	1.2%	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)	5.8	36.5	68.3	31.8	15.9
公允价值变动损失	-	-1,239.1	-	-	-	PB(X)	0.5	0.5	0.6	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	9.4	-5.8	-16.4	-8.2
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	4.8	5.2	7.1	6.6	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

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