

3G 阵痛期即将过去，期待联通 2011 年的表现！



事件：

- 中国联通公告，预计 2010 年度公司实现归属于母公司普通股股东的净利润较公司于 2009 年度下降 50% 以上。

研究结论：

- **联通业绩下滑在预期之内，幅度小幅超出我们预期。**我们认为，这主要由于联通的 3G 业务仍处于运营初期，折旧及摊销、网络运营及支撑成本和销售费用，特别是 3G 终端补贴费用增长较快，给公司 2010 年度的盈利带来较大压力。联通的业绩下滑在预期之内，下滑幅度略超过我们的预期，但依然可以接受。
- **收入增长表明 3G 业务健康运营。**2010 年公司营业收入快速增长，表明公司的 3G 业务运营健康，3G 将成为公司一个重要的收入增长点（见图 1）。3G 收入的大幅增长，表明联通以 3G 业务为核心的战略得以贯彻实施，预期只要度过了折旧摊销和补贴费用的阵痛期，联通的 3G 业务将从收入增长点落实到利润增长点，从而有望带动联通盈利在高基数上高速增长。我们期待 2011 年联通在盈利上的表现。
- **宽带业务成长稳健，虽略慢于预期，但依然高于电信。**联通 2010 年的战略中心向 3G 业务倾斜，但其宽带业务依然高速发展，用户数增加 22.4%，虽慢于我们年初的预计，但依然高于电信 18.74% 的宽带用户增长。
- **收入、费用相匹配的会计政策下，公司的 3G 业务收入将有所增加。**由于公司的 3G 终端补贴将补贴支出一次性计入费用，而收入则分在 24 个月体现，我们预计，依据匹配性要求联通将有可能参考软银和 AT&T 的会计政策，将手机补贴的预存款中相应比例计入预存当期，以体现收入、费用相匹配的会计要求。我们预期这一会计变动可能将使得公司的 2010 年 3G 收入增加 18.25 亿，EPS 增加 0.009 元，具体测算见表 1。
- 我们预计联通 3G 折旧可能略超预期，预测上调 3G 部分折旧 10 亿，此外调低联通 2010 年的宽带用户数增速至 22.4%，调增 3G 业务收入 18.25 亿以体现“收入、费用匹配”的会计政策下的收入水平，综合以上预测，我们小幅下调公司 2010 年的盈利预测 0.01 元，预计公司 2010—2012 年的 EPS 为 0.07 元、0.17 元和 0.35 元，维持公司的“买入”评级。
- 风险因素：大盘系统性风险，3G 业务发展低于预期

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

通信行业分析师

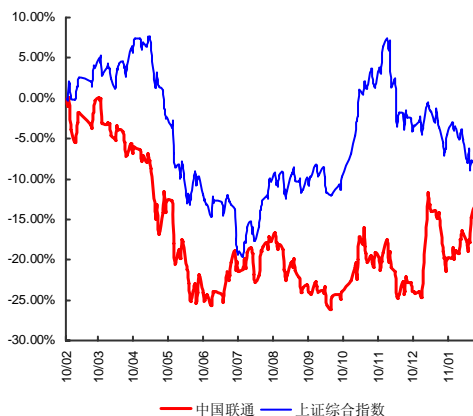
18601712550

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 1 月 28 日)	6.11 元
目标价格	8.18 元
总股本/A 股 (亿股)	211.97
A 股市值 (亿元)	1195
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2011 年 1 月 31 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

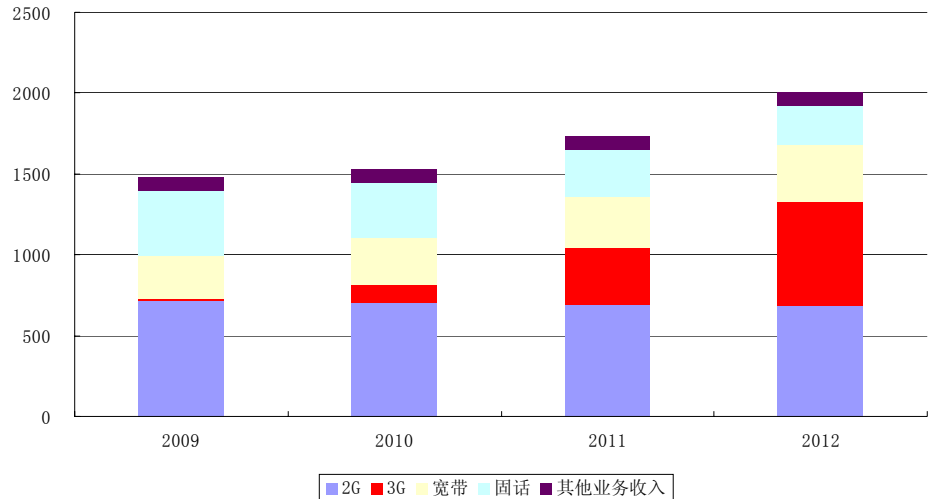
(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158,369	163,915	184,057	211,059
利润总额	12,181	6,148	14,000	28,358
净利润	9,374	4,734	10,780	21,836
EBITDA	59,499	56,301	68,227	85,492
EPS (元)	0.15	0.07	0.17	0.35
每股经营现金	2.80	2.94	1.76	2.40
每股净资产	3.35	3.41	3.55	3.82
净资产收益率	4.4%	2.2%	4.8%	9.0%
P/E(X)	41.28	81.66	35.86	17.70
P/B(X)	1.82	1.79	1.72	1.60

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：3G 将成为联通新的收入增长点


资料来源：东方证券研究所

表 1：若联通采取收入、费用相一致的会计政策，将使得 3G 部分收入增加 18.25 亿，EPS 增加 0.009 元

2010 年月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	总收入差距
用户数新增	85.3	47	75.9	68.1	102.3	103.2	94.1	101	104.3	110.2	112	128	
iPhone 补贴用户新增					11.55	11.65	10.62	11.40	11.77	12.44	12.64	14.45	
当月新增每用户对应的收入 (元) - 原会计准则					2288	2002	1716	1430	1144	858	572	286	
当月新增用户对应的收入 (万元) - 原会计准则					26424	23325	18230	16305	13470	10674	7232	4133	
当月新增每用户对应的收入 (元) - 新会计准则					3827	3637	3447	3257	3068	2878	2688	2498	
当月新增用户对应的收入 (万元) - 新会计准则					44196	42374	36621	37141	36120	35802	33986	36098	
两种方法补贴收入差距					17772	19049	18391	20836	22649	25127	26754	31966	18.25 亿

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8828	9015	10123	11608	营业收入	158369	163915	184057	211059
交易性金融资产	0	600	1100	1600	营业成本	105654	115430	125068	136994
应收账款	16538	17526	20172	23978	毛利	52715	48484	58988	74065
存货	2412	2642	2858	3124	%营业收入	33.3%	29.6%	32.0%	35.1%
预付账款	1853	2030	2196	2400	营业税金及附加	4487	4644	5215	5980
其他流动资产	1066	1154	1206	1213	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	30723	39524	45017	52366	销售费用	20957	23346	23250	21106
可供出售金融资产	7977	7977	7977	7977	%营业收入	13.2%	14.2%	12.6%	10.0%
持有至到期投资	5000	5000	5000	5000	管理费用	14048	14540	16326	18722
长期股权投资	15	15	15	15	%营业收入	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	944	1737	1760	1706
固定资产合计	730237	735214	726452	705222	%营业收入	0.6%	1.1%	1.0%	0.8%
无形资产	19645	18663	17730	16843	资产减值损失	2376	-263	46	-197
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	1239	600	500	500
递延所得税资产	4081	0	11	0	投资收益	212	200	200	200
其他非流动资产	-378445	-378445	-378445	-378445	营业利润	11356	5281	13090	27448
资产总计	419232	427948	423756	408978	%营业收入	7.2%	3.2%	7.1%	13.0%
短期贷款	63997	57066	66813	54578	营业外收支	825	867	910	910
应付款项	101948	111642	83727	55630	利润总额	12181	6148	14000	28358
预收账款	21136	21876	24564	28168	%营业收入	7.7%	3.8%	7.6%	13.4%
应付职工薪酬	3598	3940	4263	4660	所得税费用	2807	1414	3220	6522
应交税费	912	757	1055	1563	净利润	9374	4734	10780	21836
其他流动负债	8021	8758	9391	10064	归属于母公司所有者	3137.0	1586.0	3611.9	7315.9
流动负债合计	199612	204040	189813	154662	的净利润				
长期借款	759	759	759	759	少数股东损益	6237	3148	7168	14520
应付债券	7000	7000	7000	7000	EPS (元/股)	0.15	0.07	0.17	0.35
递延所得税负债	266	138	115	115	现金流量表 (百万元)				
其他非流动负债	2749	2749	2749	2749		2009A	2010E	2011E	2012E
负债合计	210387	214686	200436	165286	经营活动现金流净额	59309	62250	37325	50910
归属于母公司所有者	70984	72253	75142	80995	取得投资收益收回现金	272	200	200	200
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137862	141009	148178	162698	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	208845	213262	223320	243693	固定资产投资	-80929	-53278	-43681	-34221
负债及股东权益	419232	427948	423756	408978	其他	-9321	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-90250	-53078	-43481	-34021
EPS	0.148	0.075	0.170	0.345	债券融资	0	0	0	0
BVPS	3.35	3.41	3.55	3.82	股权融资	0	0	0	0
PE	41.28	81.66	35.86	17.70	银行贷款增加(减少)	43833	-6931	9747	-12234
PEG	1.27	2.50	1.10	0.54	筹资成本	6505	-2054	-2483	-3169
PB	1.82	1.79	1.72	1.60	其他	-21812	0	0	0
EV/EBITDA	3.23	3.29	2.84	2.11	筹资活动现金流净额	28526	-8985	7264	-15403
ROE	4.4%	2.2%	4.8%	9.0%	现金净流量	-2415	187	1108	1485

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60日累计：当日净量的60日累计值；
 10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn