

2011-02-20

通信行业

中国联通 600050.SH

维持

3G 用户增长符合预期，市场竞争带来成本压力

增持

◇ 事件：公司公布 2011 年 1 月用户增长数据

当前价格	6.06 元
目标价格	6.50 元
目标期限	6 个月

◆ 3G 用户净增 140 万符合预期，预计 2011 年 2G+3G 净增 3000 万左右

分析师：

周励谦

(执业证书编号：S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebscn.com

公司发布 2011 年 1 月份业务数据。市场最为关注的净增 3G 用户数为 140 万。其中上网卡用户近 29 万，令人欣喜。净增 3G 手机用户则为 110 余万，这并没有超出我们此前的预期。我们认为 2 月份净增 3G 用户数将由于春节因素有所回落，3 月份净增达到 150 万是大概率事件。2G 用户净增 82.5 万，我们认为这与 2010 年 12 月小灵通退网加速有关，但退网的小灵通用户并未全部成为公司的 2G/3G 用户。

根据我们的统计，2010 年国内新增移动用户 1.16 亿，公司新增移动用户占比从 15% 逐步提升至 22%（以季度计），我们认为 2011 年这一比例有望从 22% 逐步提升至 28% 左右。假设 2011 年国内新增移动用户总数仍达 1.1~1.2 亿，我们测算 2011 年公司新增移动用户应在 3000 万左右的范围内，这也是新增 3G 用户的上限。

◆ 宽带用户新增 97 万为正常波动，固话用户正增长略超预期

市场数据

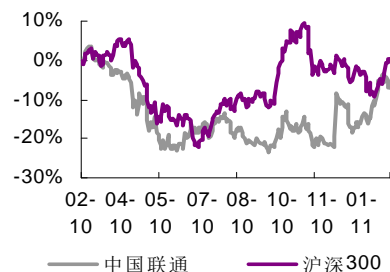
总股本(百万股)	21,197
总市值(百万元)	128,451
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	6.82/4.86
近 3 月日均成交量(百万股)	146.87
主要股东	中国联合网络通信集团有限公司

1 月份公司新增宽带用户 97.3 万，环比大幅增长。我们注意到，2009 年、2010 年 1 月的宽带用户数也均为 97 万左右，并且也都是环比显著增长，因此我们认为本月宽带用户增长明显属于正常季节性波动。2010 年公司月均新增宽带用户为 72 万左右，我们预计未来宽带市场用户争夺将更加激烈，2011 年公司月均新增宽带用户有望达到 60~70 万的水平。

此外，1 月份固话用户净增 29 万，是继 2009 年 3 月之后的首次正增长，超出我们预期。我们认为小灵通加速退网是确定性趋势，因此预计 2011 年全年固话用户数仍将以负增长为主，1 月份的净增情况应属于短期波动。

◆ 竞争加剧、运营商各自出招应对，公司未来仍面临较大成本压力

股价表现(12 个月)



2011 新年伊始，国内三大运营商紧锣密鼓地展开军备竞赛。中国电信高调启动了“宽带中国·光网城市”工程，提出了较为激进的用户目标和建设速度，大力发展光纤到户；中国移动也加速推进 4G，并希冀借铁通实现宽带业务的突破。我们认为未来电信市场竞争将更加激烈，运营商争夺用户将不可避免地付出高成本代价。

公司总经理陆益民在巴塞罗那接受采访时，指出了公司 2011 年的工作重点：加大 3G 及 2G 网络的覆盖深度和广度、加大交通干线 3G 和 EDGE 网络优化、加大宽带提速力度，此外在终端方面还将继续加大补贴力度、将补贴向终端用户倾斜。我们认为在诸多投入方向中，3G 仍将居首，如果公司跟进中国电信大举推动光纤到户，将进一步加重公司的成本压力。

◆ 行业属性不变，维持公司“增持”评级

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.53	19.04	-6.36
绝对收益	10.01	20.08	-7.57

1 月份的用户数据或为部分投资者带来乐观情绪，但我们认为从行业属性来看，充分的市场竞争、较大的成本压力依然存在，我们维持对公司的“增持”评级。

业绩预测和估值指标

相关报告：

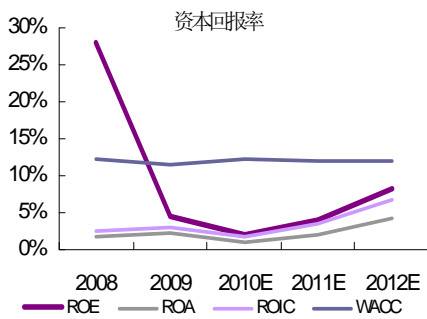
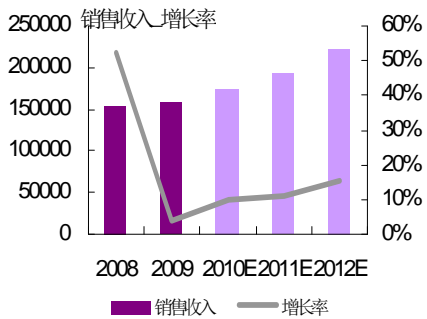
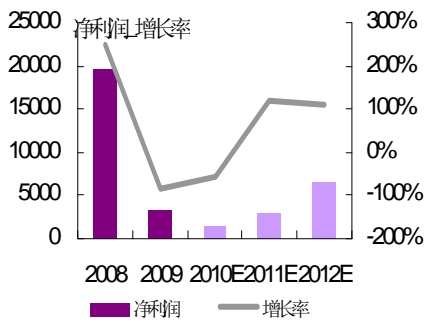
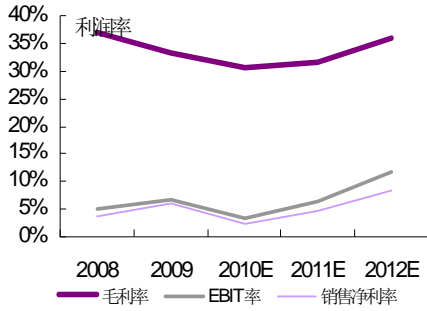
新增 3G 用户数创新高，维持“增持”评级
 2011-01-19
 新增 3G 用户数表现稳定，维持“增持”评级
 2010-12-20
 收入增速稳步提升，盈利能力尚待改善
 2010-10-31

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	152,764	158,369	174,161	192,912	222,234
营业收入增长率	52.05%	3.67%	9.97%	10.77%	15.20%
净利润(百万元)	19,741	3,137	1,375	3,031	6,403
净利润增长率	250.47%	-84.11%	-56.17%	120.46%	111.22%
EPS(元)	0.93	0.15	0.06	0.14	0.30
P/E	7	41	93	42	20
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	8	8	7	6	5

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	174,161	192,912	222,234
营业成本	96,191	105,654	120,950	131,720	142,591
折旧和摊销	49,264	49,343	54,731	59,385	64,117
营业税费	4,164	4,487	4,702	5,209	6,000
销售费用	17,079	20,957	23,891	25,802	27,866
管理费用	12,558	14,048	16,155	17,609	19,018
财务费用	2,169	944	1,815	1,502	2,153
公允价值变动损益	0	1,239	0	0	0
投资收益	0	212	400	400	400
营业利润	5,413	11,356	4,575	11,168	24,508
利润总额	7,482	12,181	5,401	11,994	25,333
少数股东损益	13,986	6,237	2,705	5,964	12,597
归属母公司净利润	19,741.41	3,137.02	1,375.03	3,031.36	6,402.96

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	347,037	419,232	424,773	441,531	459,170
流动资产	36,160	30,723	35,789	39,416	44,772
货币资金	9,488	8,828	13,933	15,433	17,779
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	9,313	9,871	11,146	12,346	14,223
应收票据	45	25	0	0	0
其他应收款	14,651	6,667	3,309	3,665	4,222
存货	1,171	2,412	2,713	2,961	3,211
可供出售投资	0	7,977	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	15	15	15	15
固定资产	241,182	285,035	304,822	317,574	329,511
无形资产	18,550	19,645	20,028	20,392	20,737
总负债	138,041	210,387	212,983	221,256	221,244
无息负债	108,047	138,631	179,825	183,188	171,715
有息负债	29,994	71,756	33,159	38,068	49,529
股东权益	208,997	208,845	211,790	220,275	237,925
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
公积金	24,682	28,619	29,027	29,926	31,826
未分配利润	24,458	21,188	21,019	22,641	25,795
少数股东权益	138,679	137,862	140,567	146,531	159,128

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	59,430	59,309	113,176	70,703	70,388
净利润	19,741	3,137	1,375	3,031	6,403
折旧摊销	49,264	49,343	54,731	59,385	64,117
净营运资金增加	-34,464	-36,904	-40,235	264	16,828
其他	24,889	43,733	97,305	8,023	-16,961
投资活动产生现金流	-24,755	-90,250	-66,523	-72,100	-76,000
净资本支出	49,116	80,929	74,900	72,500	76,400
长期投资变化	0	15	0	0	0
其他资产变化	-73,871	-171,194	-141,423	-144,600	-152,400
融资活动现金流	-38,063	28,526	-41,548	2,897	7,958
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	26,140	41,762	-38,597	4,909	11,461
无息负债变化	60,329	30,584	41,194	3,364	-11,473
净现金流	-2,743	-2,415	5,105	1,500	2,346

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.05%	3.67%	9.97%	10.77%	15.20%
净利润增长率	250.47%	-84.11%	-56.17%	120.46%	111.22%
EBITDA 增长率	54.27%	5.88%	0.88%	18.01%	26.13%
EBIT 增长率	-29.16%	43.07%	-44.78%	104.85%	114.03%
估值指标					
PE	7	41	93	42	20
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	8	8	7	6	5
EV/EBIT	58	43	74	37	19
EV/NOPLAT	75	57	98	50	25
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	37.03%	33.29%	30.55%	31.72%	35.84%
EBITDA 率	37.21%	38.01%	34.86%	37.14%	40.67%
EBIT 率	4.96%	6.85%	3.44%	6.36%	11.82%
税前净利润率	4.90%	7.69%	3.10%	6.22%	11.40%
税后净利润率 (归属母公司)	12.92%	1.98%	0.79%	1.57%	2.88%
ROA	1.67%	2.24%	0.96%	2.04%	4.14%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.07%	4.42%	1.93%	4.11%	8.13%
经营性 ROIC	2.42%	3.02%	1.85%	3.56%	6.85%
偿债能力					
流动比率	0.29	0.15	0.17	0.18	0.21
速动比率	27.98%	14.18%	15.79%	16.74%	19.09%
归属母公司权益/有息债务	2.34	0.99	2.15	1.94	1.59
有形资产/有息债务	10.61	5.41	12.21	11.06	8.85
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.93	0.15	0.06	0.14	0.30
每股红利	0.07	0.05	0.02	0.06	0.13
每股经营现金流	2.80	2.80	5.34	3.34	3.32
每股自由现金流(FCFF)	2.63	0.76	1.28	-0.18	-0.42
每股净资产	3.32	3.35	3.36	3.48	3.72
每股销售收入	7.21	7.47	8.22	9.10	10.48

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。