

中国联通(600050)

公司研究/动态报告

推荐 维持评级

合理估值: 7.5—9 元

中国联通投资逻辑分析

—智能手机的爆发必然带来联通 3G 用户的高增长

民生精品---动态研究报告/通信行业

2011 年 02 月 09 日

报告摘要:

● 3G 智能手机在 2011 年的爆发必然带来联通 3G 用户的高增长

3G 智能手机在 2011 年将呈爆发式增长, 市场占比将从 10 年的 10% 上升到 11 年的 30%。一方面, 智能手机的普及将激发用户潜在的移动数据需求, 从而使得更多的用户选择更快的 WCDMA 网络, 并将大大增加移动 2G 网络的压力; 另一方面, 随着智能手机的爆发, 联通的补贴政策可以更大范围地实施, 同时使得移动陷入两难的困境。

● 补贴政策对联通盈利的影响不大

市场担心联通的补贴政策对联通盈利的影响。对中移动的分析显示, 除去网间结算支出, 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; 这意味着联通的补贴对盈利的负面影响有限。

● 盈利预测和估值

我们预计 2010-12 年联通的 EPS 分别为 0.07、0.15 和 0.30 元。我们用 2012 年的 EPS 来给联通估值; 由于收入的滞后效应、费用的规模效应和手机补贴已计入前期, 使得联通盈利的增长在 2013 年仍然会有很大的弹性, 因此应该给予联通较高的估值水平。我们给予联通 25-30 倍市盈率, 对应目标价 7.5-9 元。维持“推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	158,369	167,560	189,650	221,531
增长率(%)	3.67%	5.80%	13.18%	16.81%
归属母公司股东净利润(百万元)	3,137	1,501	3,249	6,359
增长率(%)	-84.11%	-52.15%	116.44%	95.73%
每股收益(元)	0.15	0.07	0.15	0.30
毛利率(%)	33.3%	29.7%	31.7%	35.3%
净资产收益率 ROE(%)	4.5%	2.2%	4.4%	8.0%
每股净资产(元)	9.85	9.69	10.14	11.02
PE	41.01	85.71	39.60	20.23
PB	0.62	0.63	0.60	0.55

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 卢婷

执业证书编号: S0100210090003

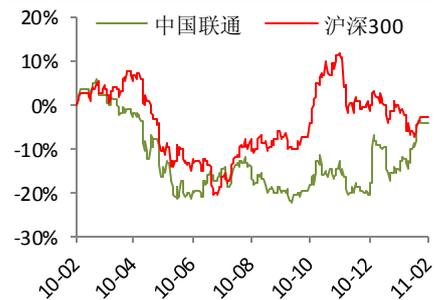
联系人: 黄文戈(行业专家)

电话: 010-85127650

 Email: huangwenge@mszq.com

 地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



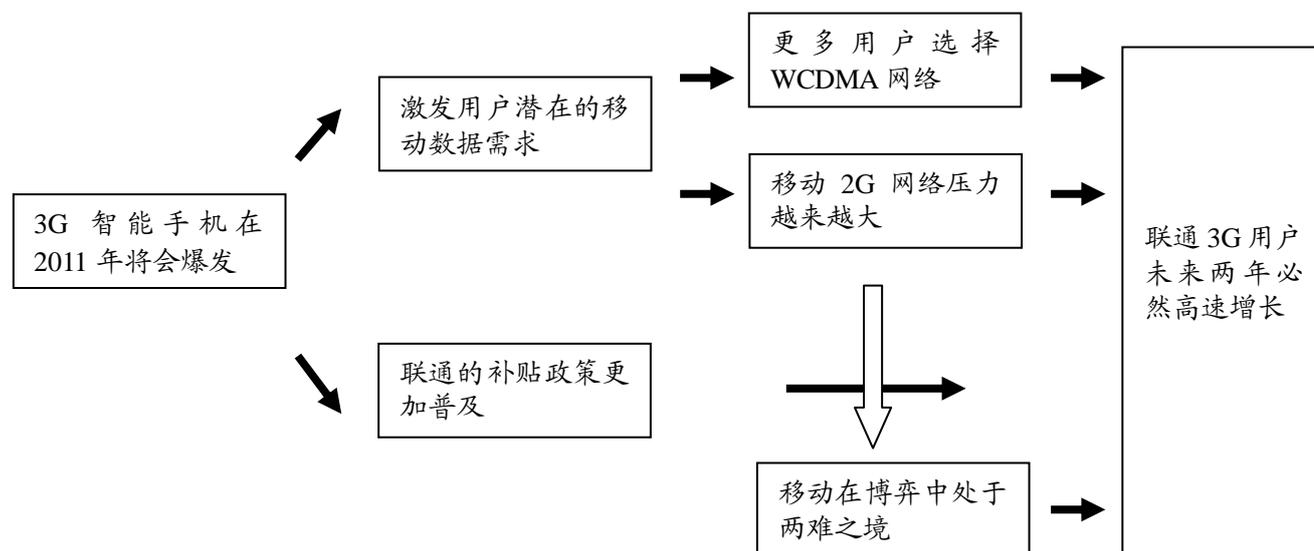
交易数据(2011-02-09)

收盘价(元)	6.07
近 12 个月最高/最低	6.76/4.81
总股本(百万股)	21196.6
流通股本(百万股)	211966.6
流通股比例%	100
总市值(亿元)	1286.63
流通市值(亿元)	1286.63

相关研究

投资要点:

➤ 投资逻辑



➤ 有别于大众的认识

- 1、3G 智能手机的爆发必然带来联通 3G 用户数的高增长。
- 2、补贴政策对联通盈利的影 响不大。
- 3、由于收入的滞后效应、费用的规模效应和手机补贴已计入前期，使得联通盈利的增长在 2013 年仍然会具有很大的弹性，因此应该给予联通较高的估值水平。

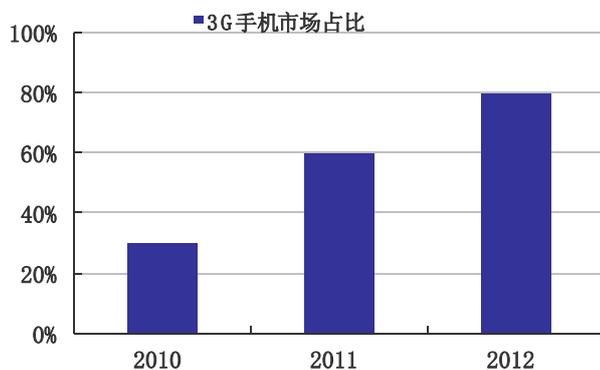
目录

一、智能手机在 2011 年将会爆发	4
二、智能手机的爆发将使得更多的用户选择联通.....	4
（一）智能手机的普及将激发用户潜在的移动数据需求.....	4
（二）移动数据需求的爆发将使得更多的用户选择联通.....	5
三、智能手机的爆发将使得联通的补贴政策更加普及.....	5
（一）智能手机的爆发将使得联通的补贴政策更加有效.....	5
（二）智能手机的爆发将置移动于两难的困境.....	5
四、补贴政策对联通盈利的影​​响不大.....	6
五、风险分析.....	7
六、盈利预测和估值.....	7
（一）规模效应.....	7
（二）盈利预测.....	8
（三）估值.....	8

一、智能手机在 2011 年将会爆发

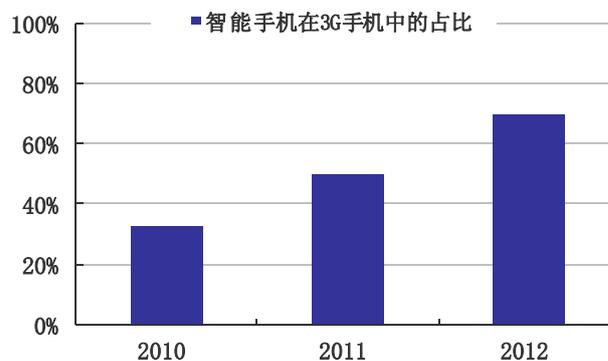
我们对天音控股等手机国代商的调研表明，今年 3G 手机将成为市场的主流，2G 手机会越来越来少；而且 1000 元以上的手机将基本都是智能手机。

图 1: 3G 手机市场占比变化趋势



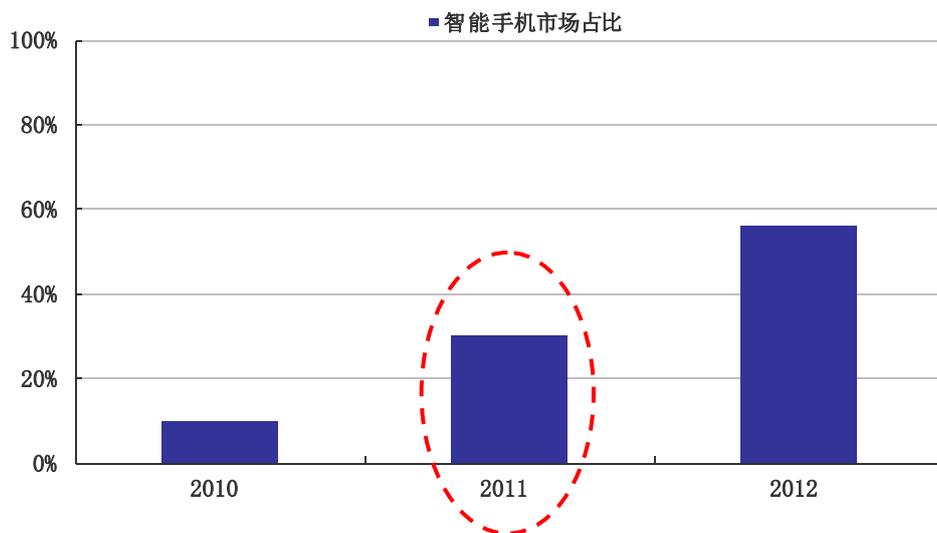
资料来源：天音控股，民生证券研究所

图 2: 智能手机在 3G 手机中的市场占比



资料来源：天音控股，民生证券研究所

图 3: 3G 智能手机在 2011 年将会爆发



资料来源：天音控股，民生证券研究所

从以上分析我们可以看出，3G 智能手机的市场占比将从 2010 年的 10% 上升到 2011 年的 30%，呈现出爆发式增长。

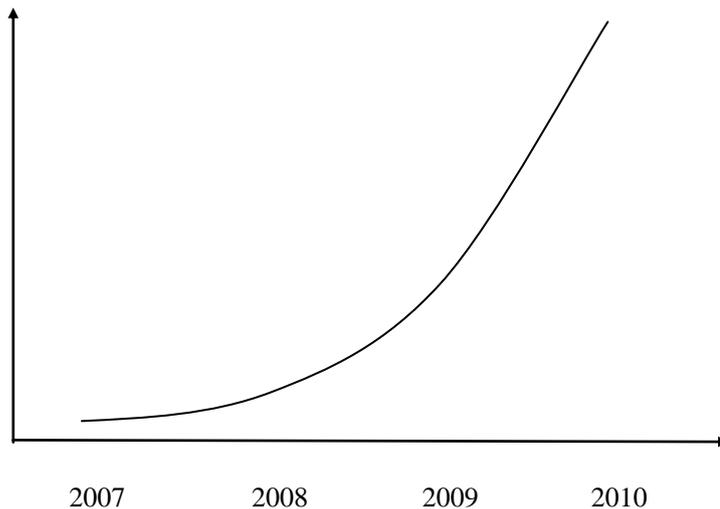
二、智能手机的爆发将使得更多的用户选择联通

(一) 智能手机的普及将激发用户潜在的移动数据需求

智能手机，尤其是触摸屏智能手机的普及，将极大地激发用户潜在的移动数据需求；因为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 真正的“杀手级”应用。

以 AT&T 引入 iPhone 为例，我们可以看到，作为一款卓越的触摸屏智能手机，iPhone 的普及导致了 AT&T 移动数据流量的飞速增长。

图 4：引入 iPhone 后 AT&T 的移动数据流量呈爆发式增长



资料来源：AT&T，民生证券研究所

（二）移动数据需求的爆发将使得更多的用户选择联通

移动数据需求的爆发，在一方面会使得更多购买智能手机的用户为了获得更快更好的上网体验而直接选择联通的 WCDMA 网络。

在另一方面，由于很大比例的用户购买了 WCDMA 手机后，仍然会使用中国移动的 2G 网络；那么面对成倍增长的智能手机用户和随之而来的移动数据需求，本来带宽就处于劣势的移动 2.75G 数据网络的压力会越来越大，扩容也难以跟上，从而导致网络质量和用户体验的大幅下降。这最终将导致很多本身留在移动的用户转投联通。

三、智能手机的爆发将使得联通的补贴政策更加普及

（一）智能手机的爆发将使得联通的补贴政策更加有效

手机补贴和话费补贴是联通在初期发展 3G 用户的重要手段。由于智能手机是这两三年才发展起来的，虽然 WCDMA 制式的手机终端种类繁多、相对成熟，但过去多是非智能手机；因此在 2010 年联通在手机终端上的优势远未充分体现出来。也由于好的智能手机相对缺乏，联通的补贴政策并未普及。随着今年 3G 智能手机在品种和数量上的爆发，联通的补贴政策可以更大范围地实施，从而进一步促进 3G 用户的高增长。从天音控股等国代商处了解的情况看，由于今年市场上销售的主要都将是 WCDMA 制式的手机，再加上联通的补贴支持和佣金返还政策，为联通发展用户已是它们的必然选择。

（二）智能手机的爆发将置移动于两难的困境

而从运营商博弈的角度来看,对中移动来说,当然不愿意看到自己的用户因为联通的补贴而流失。但一方面,移动没法对 WCDMA 手机进行手机补贴;另一方面,即使移动加大话费补贴力度,使更多购买 WCDMA 手机的用户仍留在移动,那么移动 2G 网络的压力也必然会越来越大,从而导致网络质量和用户体验的大幅下降。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移动数据需求转移到 TD 上面。因此,面对联通的补贴攻势,移动是补也不是,不补也不是,从而陷入两难的困境。

四、补贴政策对联通盈利的影 响不大

一方面由于 3G 智能手机的价格在初期还比较高,另一方面也是为了吸引用户尝试 3G 体验,手机补贴和话费补贴是联通在初期发展 3G 用户的必然选择。其实从本质上讲,手机补贴和话费补贴并没有什么区别,只是为了满足不同的用户需求;而对运营商而言,手机补贴意味着可以维持较高的 ARPU 值,而话费补贴则是直接降低用户的 ARPU 值。

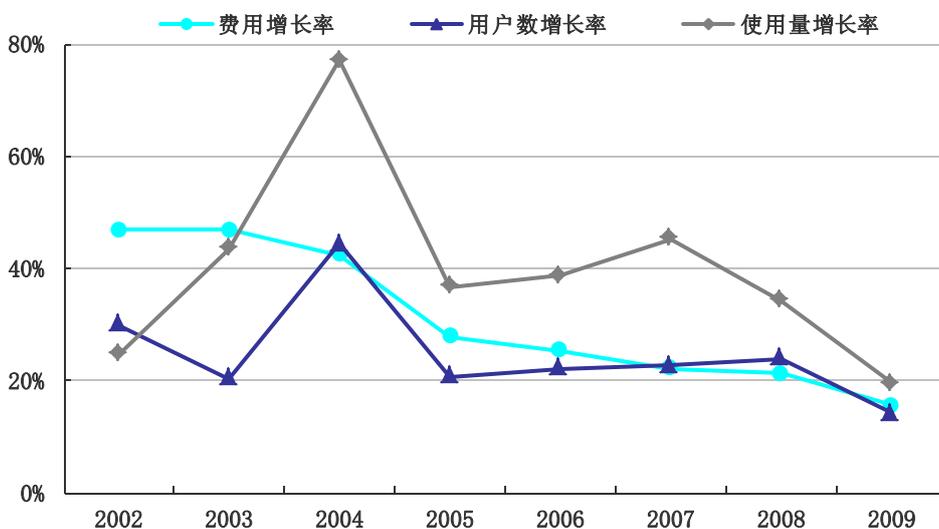
市场上有一种担心,过高的补贴是否会使得联通虽然用户数据上去了,但盈利的改善却跟不上。

我们对中移动数据的分析显示,运营商的成本主要跟用户数相关,而跟通信使用量的关系并不大(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);这意味着补贴政策对联通盈利的负面影响不大,因为补贴的本质就是给用户提供更多的通信使用量。

运营商的成本主要由费用和折旧组成:

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。前三者主要由网络规模、公司规模和通货膨胀决定;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。

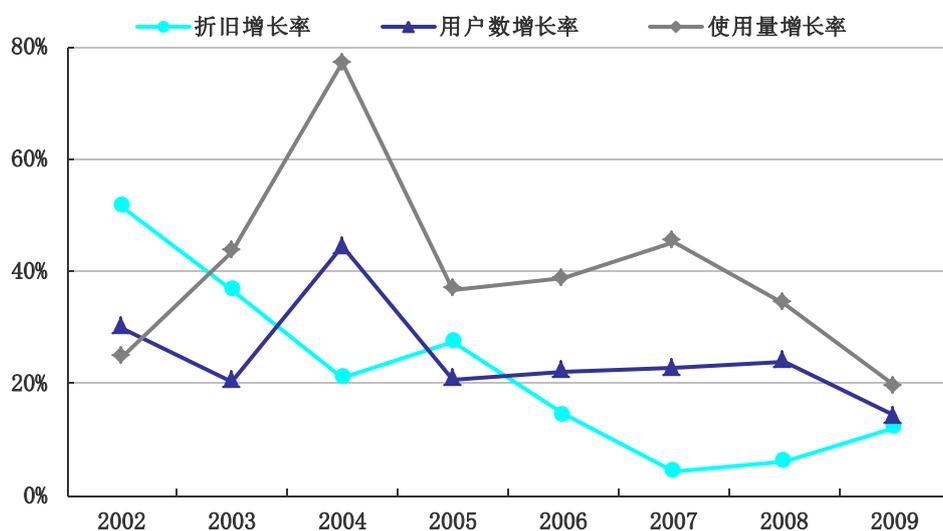
图 5: 费用的增长跟通信使用量关系不大



资料来源:中移动年报,民生证券研究所

而从下图我们可以看出,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。

图 6: 折旧增长跟通信使用量关系不大



资料来源: 中移动年报, 民生证券研究所

五、风险分析

市场一直比较担心恶性价格竞争会造成行业利润率的下降;但我们认为,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”。

而在我们看来, 联通面临的风险主要有两个:

一是网络覆盖和质量还不如移动, 如果这点不能得到有效的改善, 联通很难争取到在乎通话质量的移动高端用户。

二是联通的服务水平和人员素质尚需进一步提升, 这是事关用户体验和品牌形象的大事。

六、盈利预测和估值

(一) 规模效应

3G 用户的高增长必然带来收入的高增长，收入的高增长必然带来明显的规模效应：

首先，我们在前期报告中曾经指出，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，带来折旧费用率的大幅下降和利润率的上升。

其次，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工工资；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。

（二）盈利预测

我们假设联通 2011 年平均每个月新增 3G 用户数为 200 万，平均 ARPU 为 110 元，手机补贴为 100 亿元；2012 年平均每月新增 3G 用户数为 300 万，平均 ARPU 为 100 元，手机补贴为 150 亿元。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 2.2 亿左右，3G 渗透率约为 23%；相对保守地假设联通 WCDMA 优势的窗口期只是持续到 2012 年底。

基于以上假设，我们预计 2010-12 年联通的 EPS 分别为 0.07、0.15 和 0.30 元。

（三）估值

由于前两年 3G 用户还没形成规模，而 3G 成本却增加了很多；再加上手机补贴是一次性计入当季，收入和成本不匹配；因此我们用 2012 年的 EPS 来给联通估值。

由于收入的滞后效应（2012 年新发展用户的收入在当年轻体现出一半）、费用的规模效应和手机补贴已记入前期，使得即使不考虑 2013 年联通的 3G 用户增长，联通盈利的增长在 2013 年仍然会具有很大的弹性；因此我们认为应该给予联通较高的估值水平。我们给予联通 25-30 倍的市盈率，则联通的合理价格区间为 7.5-9 元人民币。我们维持公司“推荐”的投资评级。

最后有一点需要强调，由于联通 3G 用户数据在未来 2 年出现大幅增长是必然的趋势，因此市场没有必要过分纠结于某个月的数据；某个月的数据带来的往往只是交易性机会，而且因为手机销售的季节性波动很大，要想踩准节奏难度也较大。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	158,369	167,560	189,650	221,531
减：营业成本	105,654	117,738	129,492	143,234
营业税金及附加	4,487	4,692	5,310	6,203
销售费用	20,957	22,621	24,654	28,799
管理费用	14,048	14,455	15,407	16,702
财务费用	944	1,090	1,153	1,200
资产减值损失	2,376	2,329	2,464	2,554
加：投资收益	212	224	254	297
二、营业利润	11,356	4,860	11,422	23,136
加：营业外收支净额	825	874	989	1,156
三、利润总额	12,181	5,734	12,411	24,291
减：所得税费用	2,807	1,319	2,855	5,587
四、净利润	9,374	4,415	9,556	18,704
归属于母公司的利润	3,137	1,501	3,249	6,359
五、基本每股收益 (元)	0.15	0.07	0.15	0.30

主要财务指标				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	5.40	6.40	5.42	4.28
成长能力:				
营业收入同比	3.67%	5.80%	13.18%	16.81%
营业利润同比	109.8%	-57.2%	135.0%	102.5%
净利润同比	-84.11%	-52.15%	116.44%	95.73%
营运能力:				
应收账款周转率	13.58	14.45	19.38	19.67
存货周转率	88.40	59.44	56.00	59.30
总资产周转率	0.41	0.40	0.45	0.51
盈利能力与收益质量:				
毛利率	33.3%	29.7%	31.7%	35.3%
净利率	2.0%	0.9%	1.7%	2.9%
总资产净利率 ROA	2.2%	1.0%	2.2%	4.3%
净资产收益率 ROE	4.5%	2.2%	4.4%	8.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.15	0.17	0.19	0.24
资产负债率	50.2%	51.4%	49.9%	46.4%
利息保障倍数	13.0	5.5	10.9	20.3
每股指标:				
每股收益	0.15	0.07	0.15	0.30
每股经营现金流量	2.80	2.10	3.83	4.45
每股净资产	9.85	9.69	10.14	11.02

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8,828	13,405	15,172	17,723
应收票据	25	46	52	61
应收账款	14,008	9,181	10,392	12,139
预付账款	1,853	1,971	2,101	2,244
其他应收款	7,175	7,345	8,313	9,711
存货	2,412	3,226	3,548	3,924
其他流动资产	1,066	1,066	1,066	1,066
流动资产合计	30,723	36,240	40,644	46,867
长期股权投资	15	20	20	20
固定资产	285,035	384,185	459,579	528,816
在建工程	57,844	34,707	20,825	12,495
无形资产	19,645	18,336	17,113	15,973
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	388,510	385,955	388,270	388,578
资产总计	419,232	422,195	428,914	435,445
短期借款	63,909	108,441	90,859	60,049
应付票据	1,381	1,613	1,774	1,962
应付账款	100,567	64,514	70,955	78,484
预收账款	21,136	27,503	34,710	43,128
其他应付款	7,781	9,677	10,643	11,773
应交税费	912	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	241	636	1,586	2,957
流动负债合计	199,612	213,384	210,546	198,373
长期借款	759	759	759	759
其他非流动负债	2,749	2,749	2,749	2,749
非流动负债合计	3,508	3,508	3,508	3,508
负债合计	210,387	216,892	214,054	201,881
股本	21,197	21,197	21,197	21,197
资本公积	28,060	20,083	20,083	20,083
盈余公积	559	559	559	559
未分配利润	21,188	22,689	25,939	32,298
少数股东权益	137,862	140,776	147,083	159,428
所有者权益合计	208,845	205,303	214,860	233,564
负债和股东权益合计	419,232	422,195	428,914	435,445

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	59,309	44,486	81,230	94,266
投资活动现金流量	(90,250)	(65,306)	(59,748)	(59,705)
筹资活动现金流量	28,526	29,377	(19,714)	(32,010)

插图目录

图 1: 3G手机市场占比变化趋势.....	4
图 2: 智能手机在 3G手机中的市场占比.....	4
图 3: 3G智能手机在 2011 年将会爆发.....	4
图 4: 引入 iphone 后 AT&T 的移动数据流量呈爆发式增长.....	5
图 5: 费用的增长跟通信使用量关系不大.....	6
图 6: 折旧增长跟通信使用量关系不大.....	7

分析师与行业专家简介

黄文戈，通信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院MBA。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璜	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。