



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 11 月 22 日

电信服务

研究部

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020075
chenhf@cicc.com.cn

推荐

中国联通(600050.CH/762.HK)

净增用户数增加; 战略优势逐渐显现

最新近况:

我们重申对中国联通的“推荐”评级。2010 年 10 月 3G 用户净增达到 110 万, 同比增长 7.9%, 环比增长 5.7%。值得注意的是, 这个“净增”用户数是在去除了很多早期通过压营销任务发展起来的低质量的无补贴、无合约用户后实现的。

理由:

我们预期净增用户数将稳步提高:

1) 第三方销售渠道承诺销售 WCDMA 手机, 并为中国联通发展用户。对于每个带补贴的较好的 WCDMA 机型, 手机销售渠道为了从中国联通获得独家销售许可, 可以承诺每年发展 100 万用户。如果 2011 年有 20 个以上这样的好机型, 将带来: 1) 2000 万锁定的合约用户; 2) 补贴现金流出约 300 亿人民币; 但预存款现金流入约 600 亿, 即产生 300 亿现金净流入。3) 锁定 1000 亿的未来收入 (手机补贴是按合约期总收入 30% 来制定的)。

2) 逐渐卸下历史负担 (低质量用户)。新用户质量不断提高——签约用户占比增加, 离网率降低, ARPU 提高。

手机补贴越多越好: 1) 手机补贴带来盈利, iPhone 用户净 ARPU 超过 100 元, 其它智能手机用户净 ARPU 也有 50—70 元。(净 ARPU 为每月的套餐资费 ARPU, 减去按合同期每月摊销的手机补贴费用); 2) 现金流增加, 因为手机补贴会带来相当于自身 1.5 倍到 2 倍的现金预存款。

两年后, 当联通网络显著改善后, 我们相信其手机补贴可显著降低。毕竟中国联通是中国唯一 WCDMA 运营商; 而中国移动只拥有 TD。

估值:

中国联通目前 A 股对应 1.5 倍 2011 年市净率, 4.6 倍 EV/EBITDA; 2011 年真实 PE 仅为 35 倍, 未来几年的复合增长率超过 50%。

风险:

过于保守的手机补贴政策。

主要财务信息 (600050.CH)

人民币 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	152,527	163,200	157,879	172,081	194,642
(+/-)		7.0%	-3.3%	9.0%	13.1%
EBITDA	71,496	68,596	60,090	55,316	67,805
(+/-)		-4.1%	-12.4%	-7.9%	22.6%
EBITDA 率	46.9%	42.0%	38.1%	32.1%	34.8%
(+/-)		-4.8%	-4.0%	-5.9%	2.7%
营业利润	21,752	6,833	11,356	448	7,420
(+/-)		-68.6%	66.2%	-96.1%	1555.6%
调整后净利润	6,642	20,236	2,660	734	2,454
(+/-)		204.6%	-86.9%	-72.4%	234.3%
调整后每股收益 (元)	0.313	0.955	0.126	0.035	0.116
(+/-)		204.6%	-86.9%	-72.4%	234.3%
市盈率 (倍)	16.1	5.3	40.2	145.8	43.6
市净率 (倍)	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA (X)	3.5	4.0	5.1	5.7	4.6
权益回报率	7.9%	26.2%	3.8%	1.0%	3.4%
投入资本回报率 (%)	13.8%	49.4%	6.5%	1.4%	4.4%
DPS (元)	0.07	0.07	0.05	0.02	0.06
股息收益率 (%)	1.3%	1.3%	1.1%	0.4%	1.2%

股票信息 (600050.CH)

股票代码	600050 CH
当前股价	RMB5.05
52 周最高价/最低价	RMB 4.86/7.85
发行股数 (百万股)	21,197
主要股东 (持股比例)	Unicom Group (61.05%)
市值 (人民币, 百万)	107,043
市值 (美元, 百万)	16,145

最近估值走势 (600050.CH)

	1 周变化	1 个月变化	3 个月变化	年初至今
中国联通	3.6%	10.3%	6.2%	-25.0%
上证综指	5.3%	13.8%	21.9%	-9.9%

最近估值走势 (600050.CH)



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

中国联通披露 2010 年 10 月净增用户数：

2010 年 10 月移动总净增用户数为 173.4 万（环比下降 6.0%，同比上升 33.3%），包括：

- 63.2 万 2G 净增用户数（环比下降 21%）
- 110.2 万 3G 净增用户数（环比上升 6%；2010 年 1-9 月 3G 平均净增用户数为 86.8 万户）

2010 年 10 月固网语音业务流失用户 42 万户（环比下降 2.2%，同比上升 55.8%）；2010 年 1-9 月每月平均流失 35 万户。

2010 年 10 月宽带业务净增用户 65 万（环比上升 5.2%，同比上升 20.6%）；2010 年 1-9 月份月均净增 83 万。

图表 1：月度运营数据

	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10
固网用户数(百万)	106.18	104.93	102.82	102.52	102.11	101.84	101.64	101.13	100.85	100.54	100.11	99.70	99.28
月净增用户	-0.95	-1.25	-2.11	-0.30	-0.41	-0.27	-0.20	-0.51	-0.28	-0.32	-0.42	-0.41	-0.42
环比%	-86.4%	-32.2%	-68.5%	85.8%	-36.7%	33.2%	26.6%	-153.7%	46.1%	-15.3%	-33.8%	3.3%	-2.2%
同比%	-19.6%	17.6%	56.7%	-140.0%	18.2%	-222.9%	-17.5%	76.5%	-7.8%	-4.2%	12.0%	-19.3%	55.8%
宽带用户(百万)	38.01	38.33	38.55	39.52	40.31	41.50	42.10	42.93	43.76	44.52	45.36	45.98	46.63
月净增用户	0.54	0.33	0.22	0.97	0.79	1.20	0.60	0.83	0.83	0.76	0.85	0.62	0.65
环比%	-38.0%	-39.7%	-32.6%	340.6%	-18.0%	51.5%	-50.3%	38.9%	0.4%	-8.7%	11.5%	-27.0%	5.2%
同比%	56.2%	38.9%	1095.5%	-0.6%	24.6%	29.2%	10.4%	6.3%	-15.2%	-6.8%	-2.9%	-28.9%	20.6%
移动用户数(000)	144,621	146,027	147,587	149,249	150,455	152,087	153,501	155,287	156,962	158,531	160,223	162,067	163,801
--2G	143,600	144,205	144,845	145,654	146,390	147,263	147,996	148,759	149,402	150,030	150,712	151,513	152,145
---3G	1,021	1,822	2,742	3,595	4,065	4,824	5,505	6,528	7,560	8,501	9,511	10,554	11,656
月净增用户	1,301	1,406	1,560	1,662	1,206	1,632	1,414	1,786	1,675	1,569	1,692	1,844	1,734
--2G	801	605	640	809	736	873	733	763	643	628	682	801	632
环比%	-14.3%	-24.5%	5.8%	26.4%	-9.0%	18.6%	-16.0%	4.1%	-15.7%	-2.3%	8.6%	17.4%	-21.1%
同比%	-34.3%	-39.3%	50.9%	-3.6%	-55.1%	-52.8%	-35.8%	11.9%	-25.4%	-7.6%	-15.5%	-14.3%	-21.1%
---3G	500	801	920	853	470	759	681	1,023	1,032	941	1,010	1,043	1,102
环比%	n.a.	60%	15%	-7%	-45%	61%	-10%	50%	1%	-9%	7%	3%	6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标 (600050.CH)

中国联通估值						
评级	推荐					
当前价格	人民币	5.05				
市值	人民币 百万	107,043				

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	152,527	163,200	157,879	172,081	194,642	218,507
同比		7.0%	-3.3%	9.0%	13.1%	12.3%
经营费用	94,047	102,081	105,654	117,271	126,153	135,936
同比		8.5%	3.5%	11.0%	7.6%	7.8%
EBITDA	71,496	68,596	60,090	55,316	67,805	82,801
同比		-4.1%	-12.4%	-7.9%	22.6%	22.1%
EBITDA 率	46.9%	42.0%	38.1%	32.1%	34.8%	37.9%
同比		-4.8%	-4.0%	-5.9%	2.7%	3.1%
折旧	46,403	46,848	46,282	53,107	58,185	63,708
同比		1.0%	-1.2%	14.7%	9.6%	9.5%
净利润	6,642	20,236	2,660	734	2,454	5,077
同比		204.6%	-86.9%	-72.4%	234.3%	106.9%
股利	1,424	1,424	1,136	429	1,255	2,417
同比		0.0%	-20.2%	-62.2%	192.4%	92.7%
股利支付率	21.4%	22.9%	42.7%	58.4%	51.1%	47.6%
自由现金流	22,665	59,974	-53,165	4,349	2,539	9,336
净债务	46,572	19,410	62,928	68,354	67,198	63,862
企业价值	250,485	265,873	305,452	312,989	314,669	316,797
股东权益	83,943	70,691	70,984	70,512	71,965	74,765
每股收益 (人民币)	0.31	0.95	0.13	0.03	0.12	0.24
每股股利 (人民币)	0.07	0.07	0.05	0.02	0.06	0.11
每股净资产 (人民币)	3.96	3.34	3.35	3.33	3.40	3.53
股数 (百万)	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197

估值						
市盈率	16.1	5.3	40.2	145.8	43.6	21.1
市净率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.5	4.0	5.1	5.7	4.6	3.8
股利收益率	1.3%	1.3%	1.1%	0.4%	1.2%	2.3%
自由现金流收益率	9.0%	22.6%	-17.4%	1.4%	0.8%	2.9%

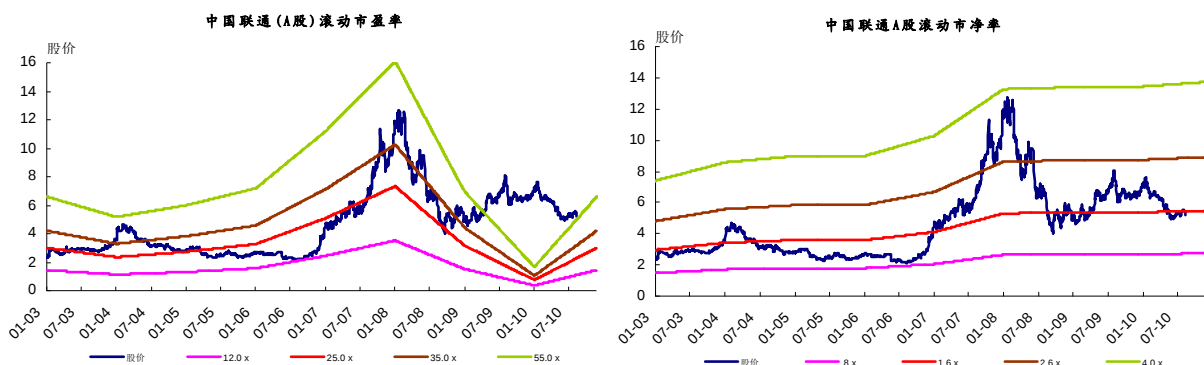
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

公司名称	货币	股价 (当地货币)	总市值 (百万美元)	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
国内运营商															
中国移动	HKD	78.00	201,836.30	13.59	13.23	12.73	3.09	2.75	2.46	4.64	4.51	4.33	3.2%	3.3%	3.5%
中国联通	HKD	10.56	33,043.20	27.16	80.86	27.65	1.06	1.05	1.03	4.69	4.85	3.97	1.7%	0.6%	1.7%
中国电信	HKD	3.99	41,645.09	22.17	20.46	17.12	1.46	1.37	1.30	4.31	4.22	4.01	1.9%	1.9%	2.1%
平均				21.0	38.2	19.2	1.9	1.7	1.6	4.5	4.5	4.1	2.3%	1.9%	2.4%
中国联通A股	RMB	5.05	15,764.77	40.24	145.79	43.62	1.51	1.52	1.49	5.08	5.66	4.64	1.1%	0.4%	1.2%
美国运营商															
Verizon	USD	32.65	92,294	25.3	14.7	14.4	2.2	2.3	2.2	5.2	5.4	5.2	5.7%	5.9%	6.0%
AT&T	USD	28.44	168,080	13.4	12.5	11.4	1.6	1.5	1.4	5.7	5.5	5.3	5.8%	5.9%	6.1%
平均				19.4	13.6	12.9	1.9	1.9	1.8	5.4	5.4	5.2	5.8%	5.9%	6.1%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	164.80	20,541	n.a.	11.4	9.0	94.6	n.a.	n.a.	5.8	3.8	3.7	3.9%	4.2%	4.6%
沃达丰	GBP	167.15	140,497	28.6	10.8	10.1	1.0	1.0	0.9	7.9	7.8	7.9	4.6%	5.0%	5.4%
德国电信	EUR	10.14	60,552	126.8	13.2	13.0	1.2	1.2	1.2	4.8	4.9	4.9	7.7%	7.1%	7.1%
法国电信	EUR	16.80	60,942	14.9	8.9	9.4	1.7	1.6	1.5	5.0	4.8	4.8	8.3%	8.4%	8.5%
西班牙电信	EUR	18.08	113,071	10.6	9.1	9.4	3.8	3.5	3.3	6.5	6.0	6.1	6.4%	7.7%	8.7%
意大利电信	EUR	1.02	25,545	12.7	8.8	8.4	0.8	0.7	0.7	5.2	5.1	5.0	4.9%	5.5%	6.0%
平均				38.7	10.4	9.9	17.2	1.6	1.5	5.9	5.4	5.4	6.0%	6.3%	6.7%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	46,900.00	10,821	19.9	8.3	7.5	1.1	1.1	1.0	4.8	3.0	2.9	4.3%	5.5%	6.0%
SK电信	KRW	171,500.00	12,236	9.6	9.2	8.0	1.1	1.2	1.1	3.8	3.7	3.5	5.5%	5.5%	5.7%
LG电信	KRW	7,300.00	3,321	6.6	5.2	7.9	0.9	0.9	0.8	3.6	1.5	1.6	4.8%	5.1%	5.0%
平均				12.0	7.6	7.8	1.0	1.1	1.0	4.1	2.7	2.7	4.8%	5.3%	5.6%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	137,800.00	72,486	12.3	11.6	11.5	1.3	1.3	1.2	3.4	3.5	3.5	3.5%	3.8%	3.8%
KDDI	JPY	493,500.00	26,586	9.9	9.5	9.2	1.2	1.1	1.0	3.0	2.8	2.9	2.2%	2.5%	2.7%
平均				11.1	10.5	10.4	1.3	1.2	1.1	3.2	3.2	3.2	2.9%	3.1%	3.3%
印度运营商															
Bharti	INR	328.45	27,534	15.9	13.9	17.6	4.3	3.3	2.6	8.0	7.7	6.1	0.3%	0.6%	0.5%
Reliance	INR	148.25	6,755	5.1	8.1	17.0	0.7	0.7	0.7	6.9	7.4	8.6	0.5%	0.8%	0.7%
MTNL	INR	57.15	795	17.5	-7.9	n.a.	0.3	0.3	0.4	-0.9	0.6	1.3	1.7%	2.1%	1.6%
平均				12.8	4.7	17.3	1.8	1.4	1.2	4.7	5.3	5.3	0.9%	1.1%	0.9%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.34	3,831	18.3	22.6	20.7	1.7	1.7	1.7	4.9	5.0	4.8	5.9%	6.6%	6.6%
MobileOne	SGD	2.27	1,575	13.5	12.8	12.3	7.9	7.3	6.9	7.4	7.2	7.0	5.9%	6.8%	7.1%
Singtel	SGD	3.12	38,368	14.4	12.8	12.8	2.4	2.2	2.0	12.4	10.1	9.6	4.0%	4.4%	4.9%
PLDT	PHP	2,420.00	10,318	11.5	10.9	10.6	4.8	4.5	4.2	6.0	6.3	6.2	6.1%	8.7%	8.4%
中华电信	TWD	75.20	24,050	15.2	15.6	15.6	1.8	1.9	2.0	5.4	5.4	5.4	5.9%	6.5%	6.3%
台湾大哥大	TWD	69.70	8,738	15.0	15.0	14.2	4.0	3.9	3.8	8.1	6.9	6.8	7.2%	6.3%	6.7%
平均				14.6	14.9	14.4	3.8	3.6	3.4	7.4	6.8	6.6	5.8%	6.5%	6.7%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 4：历史 P/E 和 P/B (600050.CH)



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED