



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 12 月 21 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)

扎实用户为明年; 补贴政策是关键

最新近况:

2010 年 11 月 3G 用户净增达到 112 万, 环比增长 2%。我们对这个数字基本满意, 考虑到: 1) 年底一般是集中清理用户的时间, 如中移动和中电信 11 月的移动净增用户分别环比下降-12%和-1%; 2) 今年净增 1000 万 3G 用户的任务已经完成。我们重申对联通的“推荐”评级。

随着初期不稳定用户的流失, 净增用户的数量和质量不断提高——签约用户占比增加, 离网率降低; 为明年用户数大增打下扎实的基础。

理由:

在完成了严格的预付、监控、计费 and 电子销售系统后, 手机补贴是盈利很好的“空手套白狼”(连运营资金都不需要)——不仅带来现金流的增加, 还带来更高的用户数, 更高的收入和真实净利润; 真正带动网络质量的提升。

“联通补不起手机”是非常误导的认识: 1) 手机补贴是盈利的, iPhone 用户净 ARPU 有 150 元左右, 其它智能机用户净 ARPU 也有 70 元左右 (净 ARPU 为每月的套餐 ARPU, 减去按合同期每月摊销的手机补贴费用); 2) 手机补贴带来现金流的增加, 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。而且, 苹果先给 iPhone, 等联通合约售出后才收钱; 其它合约手机的销售由第三方渠道商垫付现金拿货, 不需要占用联通自己的运营资金。

等联通网络显著改善、用户数据粘性显著提高后, 联通可以考虑逐渐降低其手机补贴的比率幅度。中国联通是中国唯一 WCDMA 运营商; 中移动的 TD 网难以赶上。

估值:

中国联通目前 A 股 2011 年真实 PE 仅 24.9 倍, 未来 2 年的复合增长率在 100%左右; 对应 1.7 倍 2011 年的市净率, 5.0 倍 EV/EBITDA。

风险:

过于保守的手机补贴政策。

主要财务信息 (600050.CH)

12月31日年末(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调整后收入	158,906	153,455	166,479	199,864	242,635
(+/-)	6.5%	-3.4%	8.5%	20.1%	21.4%
调整后 EBITDA	68,627	60,117	64,371	78,861	95,315
(+/-)	-4.2%	-12.4%	7.1%	22.5%	20.9%
调整后 EBITDA 率	43.2%	39.2%	38.7%	39.5%	39.3%
(+/-)	-4.8%	-4.0%	-0.5%	0.8%	-0.2%
调整后净利润	15,817	8,137	6,405	14,687	24,145
(+/-)	4.0%	-48.6%	-21.3%	129.3%	64.4%
调整后每股收益-港股	0.67	0.34	0.27	0.61	1.00
(+/-)	1.0%	-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%
调整后每股收益-A股	0.25	0.13	0.10	0.23	0.37
(+/-)	1.0%	-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%
市盈率(倍)-A股	23.0	44.7	56.7	24.9	15.3
市净率(倍)-A股	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (倍)-A股	5.5	7.0	6.5	5.0	4.0
股利收益率-A股	0.6%	0.5%	0.4%	0.9%	1.6%
权益收益率-A股	8.2%	3.9%	3.1%	6.9%	10.8%

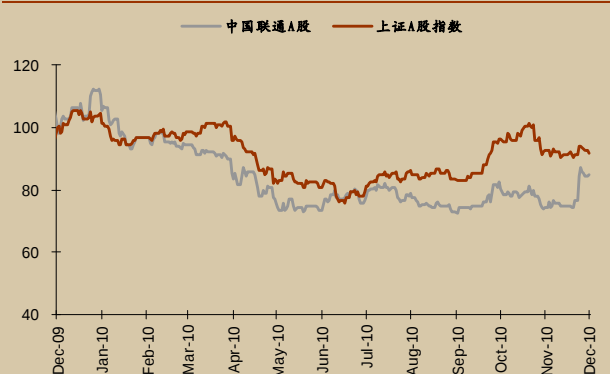
股票信息 (600050.CH)

彭博股票代码	600050.CH
目标价	Rmb9
股价	Rmb5.75
52周最高/最低	Rmb 7.85/4.86
已发行股份	21,197
最终控股股东信息(%)	中国联通集团 (57.8%)
市值-全部公司 (人民币, 百万)	360,323

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	0.5%	13.9%	16.6%	-21.1%
上证综指	-2.4%	-1.3%	10.2%	-13.1%

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

中国网通披露 2010 年 11 月净增用户数：

2010 年 11 月移动总净增用户数为 172.4 万（环比下降 1.0%，同比上升 22.6%），包括：

- 60.4 万 2G 净增用户数（环比下降 4%）
- 112 万 3G 净增用户数（环比上升 2%；2010 年 1-10 月

3G 平均净增用户数为 91.2 万户）

2010 年 11 月固网语音业务流失用户 73 万户（环比下降 75.2%，同比下降 41.4%）；2010 年 1-10 月每月平均流失 40 万户。

2010 年 11 月宽带业务净增用户 29 万（环比下降 55.4%，同比下降 10.8%）；2010 年 1-10 月份月均净增 74 万。

图表 1：历史和预测的财务指标 (600050.CH)

中国网通A股						
评级	买入					
目标价格	人民币	9				
当前价格	人民币	5.75				
总市值-折算到整体公司	人民币	360,323				
百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	166,479	199,864	242,635
同比		6.5%	-3.4%	8.5%	20.1%	21.4%
经营费用	77,552	90,280	95,337	102,108	121,003	147,320
同比		16.4%	5.6%	7.1%	18.5%	21.7%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	64,371	78,861	95,315
同比		-4.2%	-12.4%	7.1%	22.5%	20.9%
EBITDA率	48.0%	43.2%	39.2%	38.7%	39.5%	39.3%
同比		-4.8%	-4.0%	-0.5%	0.8%	-0.2%
折旧	47,678	47,961	47,587	54,719	58,955	63,629
同比		0.6%	-0.8%	15.0%	7.7%	7.9%
净利润	15,209	15,817	8,137	6,405	14,681	24,139
同比		4.0%	-48.6%	-21.3%	129.2%	64.4%
股利	6,427	4,754	3,770	2,968	6,802	12,069
同比		-26.0%	-20.7%	-21.3%	129.2%	77.4%
股利支付率	42.3%	30.1%	46.3%	46.3%	46.3%	50.0%
资本支出	45,959	70,863	112,474	73,500	72,128	84,176
同比		54.2%	58.7%	-34.7%	-1.9%	16.7%
自由现金流	18,940	-8,833	-50,839	1,780	23,395	16,396
净债务	44,633	19,419	62,914	56,728	32,041	18,134
企业价值-A股价格计算	404,956	379,742	423,237	417,051	392,364	378,457
股东权益	178,512	207,725	206,465	210,075	217,908	229,752
每股收益-港股（人民币）	0.66	0.67	0.34	0.27	0.61	1.00
每股收益-A股（人民币）	0.25	0.25	0.13	0.10	0.23	0.37
每股股利-港股（人民币）	0.20	0.20	0.16	0.12	0.28	0.50
每股股利-A股（人民币）	0.08	0.08	0.06	0.05	0.11	0.19
每股净资产-港股（人民币）	7.51	8.74	8.76	8.92	9.25	9.75
每股净资产-A股（人民币）	2.82	3.29	3.29	3.35	3.48	3.67
汇率	1.068	1.134	1.136	1.166	1.164	1.164
权益收益率	8.5%	8.2%	3.9%	3.1%	6.9%	10.8%
估值-A股						
市盈率	23.2	23.0	44.7	56.7	24.9	15.3
市净率	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.7	5.5	7.0	6.5	5.0	4.0
股利收益率	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.9%	1.6%
自由现金流收益率	4.7%	-2.3%	-12.0%	0.4%	6.0%	4.3%

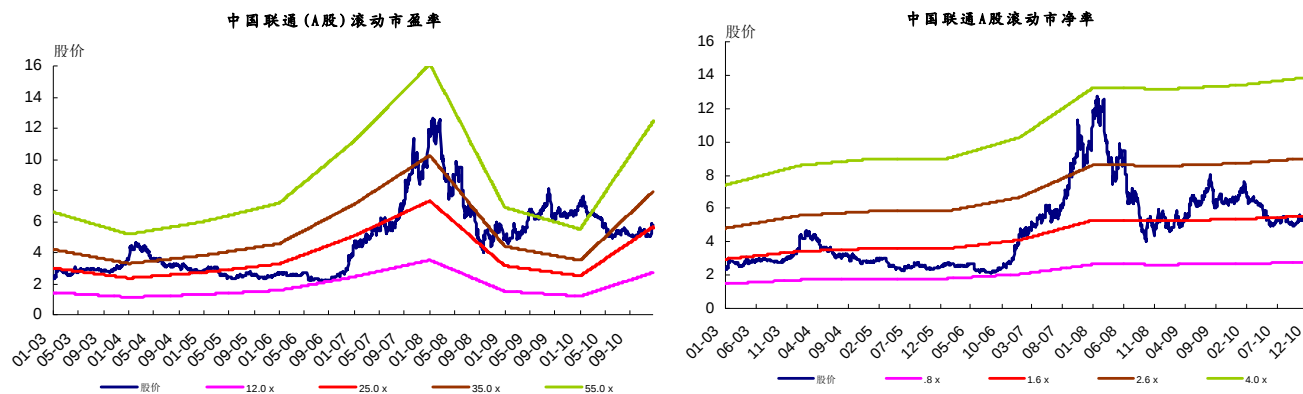
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 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	76.70	214,348.76	11.76	11.33	11.20	2.67	2.36	2.12	4.91	4.40	4.07	3.7%	3.8%	4.3%
中国联通	HKD	11.64	35,357.14	29.94	37.11	16.18	1.17	1.12	1.08	5.06	4.52	3.39	1.6%	1.2%	2.9%
中国电信	HKD	3.91	41,835.43	20.99	18.64	15.92	1.25	1.20	1.15	4.25	3.69	3.23	2.2%	2.3%	2.6%
平均				20.9	22.4	14.4	1.7	1.6	1.4	4.7	4.2	3.6	2.5%	2.4%	3.3%
中国联通A股	RMB	5.75	18,259.24	44.67	56.75	24.90	1.75	1.72	1.65	7.04	6.45	4.97	0.5%	0.4%	0.9%
美国运营商															
Verizon	USD	34.64	97,920	26.9	15.7	15.3	2.4	2.5	2.4	5.2	5.4	5.2	5.4%	5.5%	5.7%
AT&T	USD	29.21	172,631	13.8	12.7	11.6	1.7	1.5	1.5	5.7	5.5	5.3	5.6%	5.8%	5.9%
平均				20.3	14.2	13.5	2.0	2.0	1.9	5.4	5.5	5.2	5.5%	5.7%	5.8%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	184.80	22,289	n.a.	12.8	9.9	106.1	-17.3	-8.2	5.8	3.8	3.7	3.5%	3.7%	4.1%
沃达丰	GBP	170.35	138,586	29.2	11.0	10.4	1.0	1.0	1.0	7.9	7.8	7.9	4.6%	4.9%	5.3%
德国电信	EUR	9.76	55,977	122.0	12.5	12.4	1.2	1.1	1.1	4.8	4.9	5.0	8.0%	7.4%	7.4%
法国电信	EUR	15.99	55,732	14.2	8.5	8.9	1.6	1.5	1.5	5.0	4.8	4.8	8.8%	8.8%	8.9%
西班牙电信	EUR	17.06	102,362	10.0	8.6	8.9	3.6	3.3	3.1	6.5	5.9	6.1	6.7%	8.2%	9.2%
意大利电信	EUR	0.96	23,211	12.0	8.1	7.8	0.7	0.7	0.6	5.2	5.1	4.9	5.2%	5.7%	6.3%
平均				37.4	10.3	9.7	19.0	-1.6	-0.2	5.9	5.4	5.4	6.1%	6.5%	6.8%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	47,750.00	10,790	20.3	8.5	7.5	1.1	1.1	1.0	4.8	3.0	2.9	4.2%	5.3%	5.9%
SK电信	KRW	176,000.00	12,299	9.9	9.6	8.3	1.1	1.3	1.2	3.8	3.7	3.4	5.3%	5.2%	5.4%
LG电信	KRW	7,200.00	3,208	6.5	5.2	8.0	0.9	0.9	0.8	3.6	1.5	1.7	4.9%	5.0%	5.0%
平均				12.2	7.8	8.0	1.1	1.1	1.0	4.1	2.7	2.7	4.8%	5.2%	5.4%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	141,900.00	74,080	12.7	11.9	11.9	1.4	1.3	1.2	3.4	3.5	3.5	3.4%	3.7%	3.7%
KDDI	JPY	496,500.00	26,546	9.9	9.5	9.3	1.2	1.1	1.0	3.0	2.8	2.9	2.2%	2.5%	2.7%
平均				11.3	10.7	10.6	1.3	1.2	1.1	3.2	3.2	3.2	2.8%	3.1%	3.2%
印度运营商															
Bharti	INR	336.40	28,168	16.2	14.2	18.4	4.4	3.3	2.6	8.0	7.7	6.2	0.3%	0.5%	0.5%
Reliance	INR	127.90	5,815	4.4	7.0	15.4	0.6	0.6	0.6	6.9	7.4	8.7	0.6%	0.9%	0.8%
MTNL	INR	53.50	742	16.4	-7.4	-4.7	0.3	0.3	0.3	-0.9	0.6	1.4	1.9%	2.3%	1.7%
平均				12.3	4.6	9.7	1.8	1.4	1.2	4.7	5.3	5.4	0.9%	1.2%	1.0%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.38	3,845	18.5	20.2	21.3	1.7	1.7	1.7	4.8	4.9	4.8	5.8%	6.6%	6.4%
MobileOne	SGD	2.35	1,601	14.0	13.2	12.7	8.2	7.6	6.9	7.4	7.2	7.0	5.7%	6.2%	6.5%
Singtel	SGD	3.08	37,162	14.2	12.7	12.7	2.4	2.2	2.0	12.4	10.1	9.5	4.1%	4.4%	5.0%
PLDT	PHP	2,530.00	10,644	12.0	11.4	11.1	5.0	4.7	4.4	6.0	6.3	6.2	5.8%	8.3%	8.1%
中华电信	TWD	74.00	24,015	14.9	15.3	15.2	1.7	1.9	1.9	5.4	5.4	5.3	6.0%	6.6%	6.5%
台湾大哥大	TWD	68.40	8,701	14.7	14.7	14.1	3.9	4.1	4.0	8.1	6.9	6.8	7.4%	6.4%	6.8%
平均				14.7	14.6	14.5	3.8	3.7	3.5	7.4	6.8	6.6	5.8%	6.4%	6.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 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