

通信运营Ⅲ

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

执业证书编号: S0960111010004

0755-82026841

qining@cjis.cn

6-12个月目标价: 元

当前股价: 5.99 元

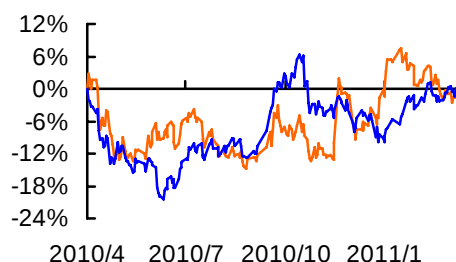
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3010.52
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1270
EPS (TTM)	0.06
每股净资产(元)	9.82
资产负债率	53.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	4.36	5.27	12.59
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

《中国联通-3G用户高速起航如约而至, 2G同步受益协同效应》2011-4-22

《中国联通-iPhone新政盈利贡献有限, 业绩表现仍以用户数为基础》2011-4-10

《中国联通-3G快速发展之势已成, 未来转向关注盈利兑现时点》2011-3-31

中国联通

600050

推荐

黎明逐渐临近, 补贴成本激增仍应理解为利好

事件: 公司发布一季报, 营收达到人民币505.3亿元, 增长21%。其中通信服务收入为445.7亿元, 剔除固话初装费后, 营业收入、通信服务收入分别同比增长21.5%、12.2%; 实现归属母公司净利润48,499,979元, 同比下降87.8%; 实现EPS 0.002元。

点评及投资要点:

■ **公司毛利环比有所改善, 业绩下滑源于终端补贴过快增长, 但从长期看仍应理解为利好。** 公司一季度毛利率约27.5%, 环比上升0.1个百分点, 反映3G占比提高带来的毛利贡献。从成本结构看, 折旧及摊销141.3亿元, 同比涨6.7%; 运维成本68.4亿元, 同比涨9.8%; 销售费用67.9亿元, 同比涨19.3%; 终端销售补贴为19.1亿元, 同比涨190%。整体来看业绩下滑源于终端补贴的大幅攀升。如果照此速度, 以2500万新增3G用户计算, 公司全年补贴总额将接近112亿元。但我们认为此补贴额反映“存话费送手机”用户仍占绝大多数比例, 但从长期来此部分用户在未来贡献收入将全部反映为利润, 为公司未来业绩加速增长奠定基础, 在长期仍应理解为利好。

■ **移动业务指标表现靓丽, 黎明逐渐临近。** 移动业务营收完成人民币292.2亿元, 同比增长42.5%; MOU值为283分钟, 提高8%, ARPU为45.5元, 提高4%。其中, 3G业务收入58.6亿元, 占收入比由上年8.5%上升至24.4%; MOU为630.8分钟, 同比升13.7%; ARPU为人民币117.2元, 同比降6%。公司3G业务消费指标表现平稳, 占比提升对营收贡献十分明显, 已处于加速上升通道。我们维持之前的预判, 公司将遵循3G业务的“20%定律”。在今年底3G用户占比越过总移动用户数20%时, 公司将进入盈利加速上升的拐点。

■ **盈利预测与估值。** 我们根据公司披露的补贴情况相应调整盈利预测。预计公司2011-2013年EPS为0.3元、0.18元、0.36元。当前补贴政策不改公司长期向好趋势, 判断公司价值仍应以关注3G用户数增速为主, 当前公司PB值仅1.73倍, 维持“推荐”评级。

■ **风险提示:** 网络质量优化低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176168	193503	240030	295464
同比(%)	11%	10%	24%	23%
归属母公司净利润(百万元)	1228	671	3799	7691
同比(%)	-61%	-45%	466%	102%
毛利率(%)	29.8%	29.7%	33.2%	35.2%
ROE(%)	1.7%	0.9%	5.1%	9.5%
每股收益(元)	0.06	0.03	0.18	0.36
P/E	100.66	184.26	32.53	16.07
P/B	1.74	1.74	1.66	1.53
EV/EBITDA	5	4	3	2

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	42293	24142	30463	76073	营业收入	176168	193503	240030	295464
现金	22791	0	0	37529	营业成本	123735	136111	160375	191426
应收账款	10408	11700	14354	17751	营业税金及附加	4871	5350	6636	8169
其它应收款	1617	5398	7552	10564	营业费用	23733	29810	34089	39489
预付账款	3067	2582	3277	4095	管理费用	16113	17415	22323	27478
存货	3728	3772	4574	5408	财务费用	1625	1346	1649	-416
其他	683	691	706	726	资产减值损失	2664	2664	2664	2664
非流动资产	401173	401755	406062	410522	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	485	394	424	414
固定资产	304423	336045	349935	359147	营业利润	3914	1201	12718	27068
无形资产	19870	18550	17194	15851	营业外收入	1060	1935	2400	2955
其他	76833	47112	38885	35476	营业外支出	327	597	741	912
资产总计	443466	425897	436525	486594	利润总额	4647	2538	14378	29110
流动负债	197894	185719	182739	212616	所得税	975	533	3018	6110
短期借款	36727	34488	1608	0	净利润	3671	2006	11360	23001
应付账款	93695	108442	129809	152467	少数股东损益	2444	1335	7561	15310
其他	67472	42788	51322	60149	归属母公司净利润	1228	671	3799	7691
非流动负债	37392	30544	33031	31698	EBITDA	62213	74645	105304	137748
长期借款	1462	3662	3662	3662	EPS (元)	0.06	0.03	0.18	0.36
其他	35930	26881	29369	28036	主要财务比率				
负债合计	235286	216263	215770	244314	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	137344	138679	146241	161550	成长能力				
股本	21197	21197	21197	21197	营业收入	11.2%	9.8%	24.0%	23.1%
资本公积	27819	27819	27819	27819	营业利润	-65.5%	-69.3%	959.2	112.8%
留存收益	21838	21958	25517	31732	归属于母公司净利润	-60.9%	-45.4%	466.4	102.5%
归属母公司股东权益	70836	70955	74514	80730	获利能力				
负债和股东权益	443466	425897	436525	486594	毛利率	29.8%	29.7%	33.2%	35.2%
现金流量表					净利率	0.7%	0.3%	1.6%	2.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	1.7%	0.9%	5.1%	9.5%
经营活动现金流	68210	86508	129326	158768	ROIC	1.6%	0.8%	4.8%	9.8%
净利润	3671	2006	11360	23001	偿债能力				
折旧摊销	56675	72098	90937	111096	资产负债率	53.1%	50.8%	49.4%	50.2%
财务费用	1625	1346	1649	-416	净负债比率	16.31	17.73%	2.53%	1.57%
投资损失	-485	-394	-424	-414	流动比率	0.21	0.13	0.17	0.36
营运资金变动	4622	9296	23875	23532	速动比率	0.19	0.11	0.14	0.33
其它	2101	2156	1929	1969	营运能力				
投资活动现金流	-76470	-75334	-97567	-11756	总资产周转率	0.41	0.45	0.56	0.64
资本支出	78083	73000	95204	115215	应收账款周转率	12	13	13	13
长期投资	-46	0	0	0	应付账款周转率	1.27	1.35	1.35	1.36
其他	1567	-2334	-2363	-2353	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	17824	-33964	-31759	-3671	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.03	0.18	0.36
短期借款	-27182	-2238	-32880	-1608	每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.08	6.10	7.49
长期借款	703	2200	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.35	3.52	3.81
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-241	0	0	0	P/E	100.66	184.26	32.53	16.07
其他	44545	-33926	1121	-2063	P/B	1.74	1.74	1.66	1.53
现金净增加额	9565	-22791	0	37529	EV/EBITDA	5	4.4	3.1	2.4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京工业大学电子信息工程学士, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434