



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

公司动态
证券研究报告

2011年5月17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.SH)

抛开短期干扰, 注重长期趋势

主要财务信息

人民币 百万元	2008PF	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	163,200	157,879	175,976	194,830	231,115
(+/-)	7.0%	-3.3%	11.5%	10.7%	18.6%
EBITDA	68,596	60,090	59,630	73,366	96,388
(+/-)	-4.1%	-12.4%	-0.8%	23.0%	31.4%
EBITDA率	42.0%	38.1%	33.9%	37.7%	41.7%
(+/-)	-4.8%	-4.0%	-4.2%	3.8%	4.0%
调整后净利润	20,236	2,660	1,163	3,315	8,485
(+/-)	204.6%	-86.9%	-56.3%	185.1%	156.0%
调整后每股收益 (元)	0.250	0.129	0.058	0.156	0.399
(+/-)	-19.4%	-48.6%	-54.9%	169.1%	156.0%
市盈率 (倍)	22.1	43.0	95.52	35.5	13.9
市净率 (倍)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
DPS (元)	0.08	0.06	0.03	0.07	0.20
股息收益率 (%)	1.4%	1.1%	0.5%	1.3%	3.6%

股票信息

股票代码	600050 CH
当前股价	RMB 5.54
52周最高价/最低价	RMB 4.86/6.37
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)	117,429
市值 (美元, 百万)	18,044

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
中国联通	-3.5%	-6.4%	-7.2%	4.3%
上证综指	-1.7%	-6.8%	-2.9%	1.2%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

市场预期中国联通 2011 年 4 月的 3G 净增用户数将明显低于 3 月份, 因为:

- 1) 286 元免费得 16G iPhone4 套餐于 4 月终止;
- 2) C 套餐用户在 4 月份没有被发展很多, 因为 46 元和 66 元的 C 套餐在 2011 年 4 月 28 日才进行调整, 变得更具吸引力;
- 3) 4 月一般是春节过后, 五一之前的淡季。

尽管有上述负面影响, 但在对移动数据不断增长的需求的推动下, 我们仍然认为 4 月份每日的 3G 净增用户数将小幅高于 3 月份, 预计 4 月份 3G 净增用户数将超 180 万 (4 月仅 30 天, 3 月有 31 天)。

投资建议:

与 2 月份较差的 3G 净增用户数带来的投资机会相似, 任何由于 4 月份 3G 净增用户数低于预期而导致的调整都将带来买入机会。我们认为:

- 1) 5 月 3G 净增用户数将超 200 万;
- 2) 2 季度净利润将环比提升 10 亿元, 确定 1 季度之后的反弹趋势;
- 3) 手机补贴和与第三方销售渠道合作方面仍有较大提升空间。

风险:

投资者只在乎未来一个月的净增用户数而忽视了长期的走势与潜在发展。

图表 1: 历史和预测的财务指标 (00762.HK)

中国联通估值

评级	推荐
目标价格	港币 18
当前价格	港币 15.14
市值	人民币 百万 298,768

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	171,106	194,830	231,115
同比		6.5%	-3.4%	11.5%	13.9%	18.6%
经营费用	77,552	90,280	95,337	111,706	130,602	145,405
同比		16.4%	5.6%	17.2%	16.9%	11.3%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	59,400	73,366	96,388
同比		-4.2%	-12.4%	-1.2%	23.5%	31.4%
EBITDA率	48.0%	43.2%	39.2%	34.7%	37.7%	41.7%
同比		-4.8%	-4.0%	-4.5%	2.9%	4.0%
折旧	47,678	47,961	47,587	54,433	59,912	63,569
同比		0.6%	-0.8%	14.4%	10.1%	6.1%
净利润	19,068	15,817	8,137	3,659	9,865	25,252
同比		-17.0%	-48.6%	-55.0%	169.6%	156.0%
股利	6,427	4,754	3,770	1,885	4,571	12,626
同比		-26.0%	-20.7%	-50.0%	142.5%	176.2%
股利支付率	33.7%	30.1%	46.3%	51.5%	46.3%	50.0%
资本支出	45,959	70,863	112,474	70,189	69,389	76,786
同比		54.2%	58.7%	-37.6%	-1.1%	10.7%
自由现金流	17,816	-11,046	-55,316	-2,171	20,704	22,467
净债务	44,633	19,419	62,914	22,479	25,152	2,625
企业价值	381,587	336,765	377,006	321,247	323,920	301,392
股东权益	178,512	207,725	206,465	205,841	213,844	226,470
每股收益 (人民币)	0.83	0.67	0.34	0.16	0.42	1.06
每股收益 (港币)	0.88	0.76	0.39	0.18	0.48	1.24
每股股利 (人民币)	0.20	0.20	0.16	0.08	0.19	0.53
每股股利 (港币)	0.21	0.23	0.18	0.09	0.22	0.62
每股净资产 (人民币)	7.51	8.74	8.76	8.74	9.08	9.61
每股净资产 (港币)	8.02	9.91	9.95	10.43	10.84	11.48
股数 (百万)	23,768	23,768	23,562	23,562	23,562	23,562
权益收益率	10.7%	8.2%	3.9%	1.8%	4.7%	11.5%

估值

市盈率	17.2	20.0	38.9	83.8	31.3	12.2
市净率	1.9	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.3	4.9	6.3	5.4	4.4	3.1
股利收益率	1.4%	1.5%	1.2%	0.6%	1.5%	4.1%
自由现金流收益率	4.7%	-3.3%	-14.7%	-0.7%	6.4%	7.5%

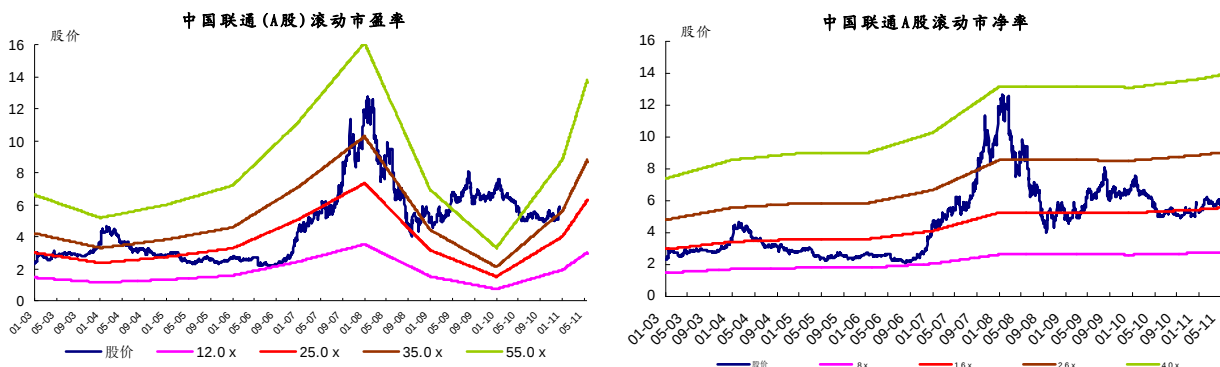
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

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	10A	11E	09A	10A	11E	09A	10A	11E	09A	10A	11E
国内运营商															
中国移动	HKD	69.80	179,054.30	12.16	11.71	11.36	2.76	2.43	2.17	4.52	4.37	4.25	3.5%	3.7%	3.8%
中国联通	HKD	15.14	45,623.27	37.85	94.63	69.13	1.73	1.73	1.71	5.00	4.91	4.49	1.1%	0.5%	0.6%
中国电信	HKD	4.33	45,472.59	24.06	22.79	19.24	1.58	1.51	1.41	4.30	4.29	4.09	1.7%	1.7%	1.8%
平均				24.7	43.0	33.2	2.0	1.9	1.8	4.6	4.5	4.3	2.1%	2.0%	2.1%
中国联通A股	RMB	5.54	18,173.26	37.43	95.52	39.01	1.65	1.66	1.66	5.56	5.42	5.12	1.0%	0.5%	0.9%
美国运营商															
Verizon	USD	36.97	104,591	21.5	41.1	16.7	2.5	2.7	2.5	6.3	6.6	5.8	5.1%	5.2%	5.3%
AT&T	USD	31.06	183,937	15.1	9.2	13.1	1.8	1.6	1.6	6.0	6.3	5.7	10.6%	5.4%	5.6%
平均				18.3	25.2	14.9	2.2	2.2	2.1	6.2	6.5	5.7	7.8%	5.3%	5.4%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	194.00	24,383	n.a.	14.6	9.6	111.4	-6.0	-11.1	6.6	4.3	4.1	3.4%	3.6%	3.8%
沃达丰	GBP	168.25	139,851	28.8	10.2	10.3	1.0	1.0	0.9	7.9	7.8	7.9	4.6%	4.9%	5.3%
德国电信	EUR	10.43	63,731	130.4	26.7	14.1	1.3	1.2	1.1	4.8	5.4	5.1	7.5%	6.7%	6.8%
法国电信	EUR	15.60	58,407	13.8	8.5	9.3	1.6	1.4	1.4	5.5	5.5	5.4	9.0%	9.0%	9.0%
西班牙电信	EUR	16.76	108,161	9.8	7.4	9.3	3.5	3.1	3.1	6.2	5.4	5.8	6.9%	8.4%	9.5%
意大利电信	EUR	0.99	26,071	12.3	6.1	7.9	0.7	0.7	0.6	5.2	5.0	4.7	5.1%	5.9%	6.5%
平均				39.0	12.3	10.1	19.9	0.2	-0.6	6.0	5.6	5.5	6.1%	6.4%	6.8%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	38,650.00	9,220	16.4	8.0	6.8	0.9	0.9	0.9	5.4	3.5	3.4	5.2%	6.2%	7.0%
SK电信	KRW	164,000.00	12,224	9.2	8.4	7.6	1.1	1.0	1.1	3.7	3.7	3.5	5.7%	5.7%	5.9%
LG电信	KRW	5,700.00	2,731	5.4	4.4	9.4	0.7	0.7	0.7	4.8	2.0	2.2	6.1%	6.1%	5.6%
平均				10.3	6.9	7.9	0.9	0.9	0.9	4.6	3.1	3.0	5.7%	6.0%	6.1%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	146,100.00	77,956	13.1	12.3	12.2	1.4	1.3	1.2	3.4	3.7	3.6	3.3%	3.6%	3.6%
KDDI	JPY	555,000.00	30,354	11.1	11.6	10.2	1.3	1.2	1.1	3.4	3.3	3.4	2.0%	2.3%	2.4%
Softbank	JPY	2,980.00	39,496	74.6	33.3	16.0	8.6	6.8	5.1	8.6	7.3	6.4	0.1%	0.2%	0.2%
平均				12.1	12.0	11.2	1.4	1.3	1.2	3.4	3.5	3.5	2.6%	3.0%	3.0%
印度运营商															
Bharti	INR	371.20	31,214	17.9	15.4	21.6	4.8	3.5	2.9	12.9	11.7	9.9	0.3%	0.3%	0.3%
Reliance	INR	89.35	4,084	3.1	4.0	12.3	0.4	0.4	0.4	6.9	8.7	9.1	0.9%	1.0%	0.8%
MTNL	INR	45.95	641	14.1	n.a.	n.a.	0.2	0.3	0.3	-0.9	0.1	1.8	2.2%	0.0%	1.1%
平均				11.7	9.7	17.0	1.8	1.4	1.2	6.3	6.8	6.9	1.1%	0.4%	0.7%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	4.19	4,902	22.9	12.4	26.0	2.1	1.9	2.1	4.6	2.9	4.6	4.7%	4.7%	5.8%
MobileOne	SGD	2.42	1,753	14.4	13.8	12.9	8.5	7.2	6.6	7.8	7.7	7.4	5.5%	5.8%	6.7%
Singtel	SGD	3.17	40,396	14.6	12.9	13.3	2.5	2.1	2.0	11.9	12.7	8.9	3.9%	4.5%	5.0%
PLDT	PHP	2,458.00	10,502	11.7	11.5	11.5	4.9	5.0	4.8	5.1	5.5	5.6	6.0%	6.3%	8.5%
中华电信	TWD	92.60	24,866	14.9	15.1	15.7	1.7	2.0	1.8	6.9	7.1	7.1	6.0%	6.6%	5.9%
台湾大哥大	TWD	74.30	9,797	15.9	16.1	15.8	4.3	4.4	5.7	9.1	10.3	n.a.	6.8%	5.7%	5.7%
平均				15.7	13.6	15.9	4.0	3.8	3.8	7.6	7.7	6.7	5.5%	5.6%	6.3%

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



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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