

通信运营Ⅲ

署名人: 王鹏

执业证书编号: 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: 7.50 元

当前股价: 5.70 元

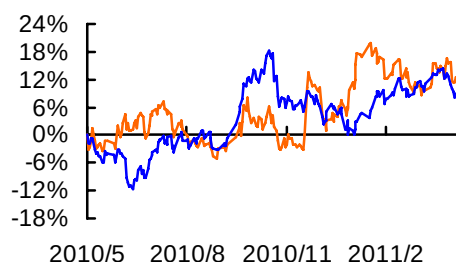
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2858.46
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1208
EPS (TTM)	0.04
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	-5.94	12.87
上证综合指数	-4.94	-1.43	-1.04



相关报告

《中国联通-黎明逐渐临近, 补贴成本激增仍应理解为利好》2011-4-26

《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

600050

推荐

提高零元购机门槛未影响用户增速, 全年盈利有望加速好转

事件: 2011 年 5 月 20 日中国联通公布 2011 年 4 月用户数据。3G 用户继续快速增长: 4 月份新增 3G 用户 181.7 万户, 同比增长 160%; 2G 用户新增 65.9 万户, 同比下降 10.1%; 固定宽带用户稳步增长, 本月新增 62.8 万户, 累计达 5043 万户; 固话用户减少 40.2 万户, 降至 9615 万户, 固话业务基本止住下滑, 走向平稳。

点评及投资要点:

■ **月增数据保持基本稳定, 未受取消 286 零元购机套餐影响。**4 月起取消 IPHONE 286 元零元购机套餐后, 市场曾担忧月用户数下滑, 事实证明用户增量保持在 3 月的高起点位置。虽然数据环比略有下降, 但我们发现移动、电信 4 月用户数增量都普遍环比略下降, 行业历史性规律也基本相似。事实上, 取消 IPHONE 286 元零元购机套餐后, 购机门槛有所提高, 用户增量保持高位显示市场热情不减。

■ **取消 286 套餐将有效减少公司单用户补贴成本。**据我们了解, 办理 286 零元购机套餐的用户比重占办理 IPHONE 套餐用户比重的 6-7 成。此次取消后, 公司将一方面大力拓展中低端用户市场, 单用户补贴额将显著降低; 另一方面, 零元购机门槛提高将使得补贴占比较高的 286 元套餐退出市场 (零元购机从 386 起), 有效降低补贴压力。只要在中低端市场快速拓展的情况下能保持用户数继续快速增长, 我们认为补贴额对于业绩的压力将有效稀释。

■ **盈利预测与估值:** 我们根据公司的营销策略和补贴计划相应调整盈利预测。预测公司 2011-2013 EPS 为 0.07 元、0.22 元、0.43 元。我们首先以收入费用的配比原则恢复终端补贴 2 年分摊的会计政策, 其次再结合国际通行的 EV/EBITDA 方法反推, 得出公司合理 EV/EBITDA 为 5 倍, 而当前 EV/EBITDA 仅 4.4 倍, 反推合理价值应为 7.5 元, 维持“推荐”评级。

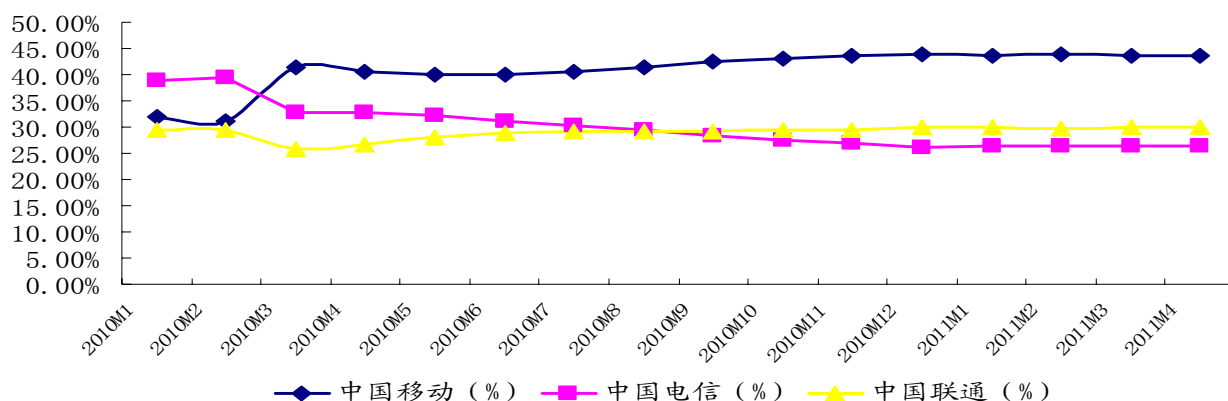
■ **风险提示:** 移动、电信超提前获得 IPHONE 经营权; 网络优化不能及时完成, 3G 网络优势无法及时体现。

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	1430	4766	9192
同比(%)	-61%	17%	233%	93%
毛利率(%)	29.8%	31.1%	34.7%	37.1%
ROE(%)	1.7%	2.0%	6.3%	11.0%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.22	0.43
P/E	100.66	86.40	25.93	13.44
P/B	1.74	1.72	1.63	1.48
EV/EBITDA	5	4	3	2

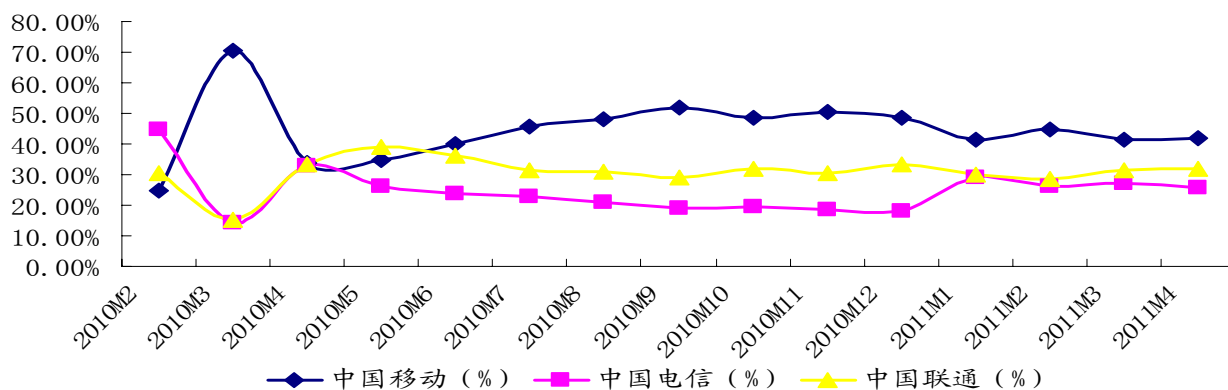
资料来源: 中投证券研究所

图 1 2010 年以来三大运营商存量 3G 用户市场份额对比（按公告数据）



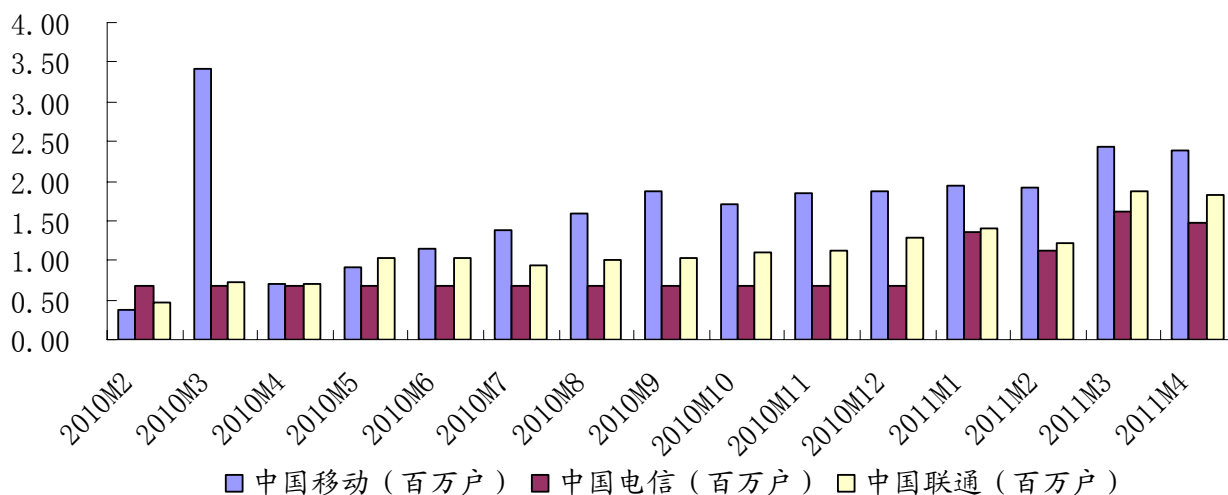
资料来源：上市公司公告

图 2 2010 年以来三大运营商新增 3G 用户市场份额对比（按公告数据）



资料来源：上市公司公告

图 3 近一年来三大运营商 3G 用户单月净增状况对比



资料来源：上市公司公告

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	24008	30816	80650	营业收入	176168	193503	240030	295464
现金	22791	0	529	42379	营业成本	123735	133236	156787	185914
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	2527	3203	3977	管理费用	16113	17415	22323	27478
存货	3728	3692	4471	5252	财务费用	1625	1346	1575	-587
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	4076	16381	32751
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	425763	436878	491171	利润总额	4647	5413	18040	34793
流动负债	197894	183313	178198	208185	所得税	975	1136	3786	7303
短期借款	36727	34397	0	0	净利润	3671	4277	14254	27491
应付账款	93695	106152	126905	148078	少数股东损益	2444	2847	9487	18298
其他	67472	42764	51294	60107	归属母公司净利润	1228	1430	4766	9192
非流动负债	37392	30544	33031	31698	EBITDA	62213	77520	108892	143259
长期借款	1462	3662	3662	3662	EPS（元）	0.06	0.07	0.22	0.43
其他	35930	26881	29369	28036	主要财务比率				
负债合计	235286	213857	211229	239883	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	137344	140191	149679	167977	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%	4.1%	301.9	99.9%
留存收益	21838	22717	26973	34314	归属于母公司净利润	-60.9%	16.5%	233.2	92.9%
归属母公司股东权益	70836	71715	75970	83311	获利能力				
负债和股东权益	443466	425763	436878	491171	毛利率	29.8%	31.1%	34.7%	37.1%
现金流量表					净利率	0.7%	0.7%	2.0%	3.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	1.7%	2.0%	6.3%	11.0%
经营活动现金流	68210	86599	131569	161686	ROIC	1.6%	1.6%	5.9%	11.6%
净利润	3671	4277	14254	27491	偿债能力				
折旧摊销	56675	72098	90937	111096	资产负债率	53.1%	50.2%	48.3%	48.8%
财务费用	1625	1346	1575	-587	净负债比率	16.31	17.88%	1.82%	1.60%
投资损失	-485	-394	-424	-414	流动比率	0.21	0.13	0.17	0.39
营运资金变动	4622	7118	23299	22133	速动比率	0.19	0.11	0.15	0.36
其它	2101	2154	1928	1967	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	1.33	1.35	1.35
其他	1567	-2334	-2363	-2353	每股指标（元）				
筹资活动现金流	17824	-34055	-33473	-2268	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.07	0.22	0.43
短期借款	-27182	-2329	-34397	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.09	6.21	7.63
长期借款	703	2200	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.38	3.58	3.93
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	86.40	25.93	13.44
其他	44545	-33926	924	-2268	P/B	1.74	1.72	1.63	1.48
现金净增加额	9565	-22791	529	41850	EV/EBITDA	5	4.2	3.0	2.3

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