

2011-06-20

通信行业

中国联通 600050-SH

规模扩张和成本管控双管齐下才能盈利

◇ 事件：公司公布 5 月份用户数据

◆ 5 月净增 3G 用户 173.8 万，仍在正常波动范围，综合表现良好

2011 年 5 月，公司净增 3G 用户 173.8 万户，略低于市场此前的预期，公司股价于当日下挫 5.33% 反映了市场的普遍担忧，但我们认为该数字仍属正常波动范围，5 月份用户发展总体上是基本符合我们预期的。每个月的净增用户数会受到一些因素的影响而发生小幅波动，以季度平均来衡量用户的增长更加合理。我们认为，如果公司二季度平均每月净增 3G 用户数达到 180 万即符合我们的预期，即 6 月净增 3G 用户应达到 190 万以上，从目前来看这个目标仍然是很有可能达到的。

此外，5 月份公司新增宽带用户 83.4 万、略高于我们的预期；固话用户减少 30.4 万、2G 用户增加 58.6 万，均符合我们的预期。因此，我们认为公司 5 月份的用户发展情况总体上表现良好。

◆ 看好“沃 3G”长期竞争力，净增 3G 用户数有望再上台阶

在当前电信市场充分竞争的环境下，3G 是公司最重要的差异化竞争优势——我们认为这种优势有望长期保持。进入 2011 年，公司加大了对 3G 网络的投资，网络性能和网络质量将不断得到提高、用户的业务体验将持续改善。此外，随着中兴 Blade 等高性价比的普及型智能手机推向市场，以及公司在发展社会渠道方面的努力，净增用户数有望逐季度呈阶梯式上升。

◆ 286 套餐取消负面影响有限，规模扩张和成本管控双管齐下才能盈利

公司于今年 4 月中旬取消了 16G 版 iPhone 4 的 286 元套餐，目前看来这确实对短期内净增 3G 用户数有一定负面影响，但更意味着公司开始重视自身盈利能力的改善，从长期来看必将有助于公司价值的提升。我们注意到，和记黄埔的 3G 业务在 2010 年终于实现扭亏为盈，究其原因，除了有质量的用户增长外（用户增长 12%、ARPU 仅下降 5%），很重要的原因就是有效的控制了用户拓展成本（平均每用户获取和挽留成本下降 14%），这对中国联通同样有非常重要的借鉴意义。

◆ 盈利提升才是最终目的——保持信心和耐心，维持“买入”评级

在 3G 净增用户数背后真正支持公司价值的是公司的盈利能力，我们认为随着 3G 用户不断增长以及公司对成本的有效管控，公司的盈利能力很有希望得到持续、显著的提升。对于中国联通、对于“沃 3G”，我们强调应同时保持信心和耐心，维持公司的“买入”评级，目标价 7 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	158,369	176,168	192,913	222,235	249,535
营业收入增长率	3.67%	11.24%	9.50%	15.20%	12.28%
净利润（百万元）	3,137	1,228	3,002	6,352	9,277
净利润增长率	-84.11%	-60.87%	144.53%	111.59%	46.06%
EPS（元）	0.15	0.06	0.14	0.30	0.44
ROE（摊薄）	4.42%	1.73%	4.10%	8.09%	10.92%
P/E	35	89	36	17	12
P/B	2	2	1	1	1

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	5.15 元
目标价格	7.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

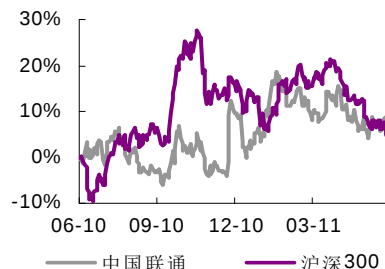
021-22169999

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	21,197
总市值(百万元)	109,162
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	6.37/4.90
近 3 月日均成交量(百万股)	76.17
主要股东	中国联合网络通信集团有限公司

股价表现（12 个月）

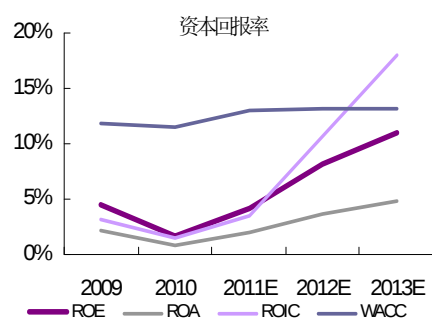
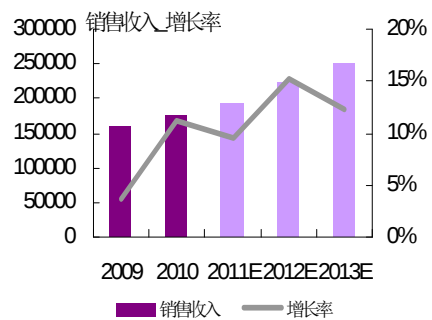
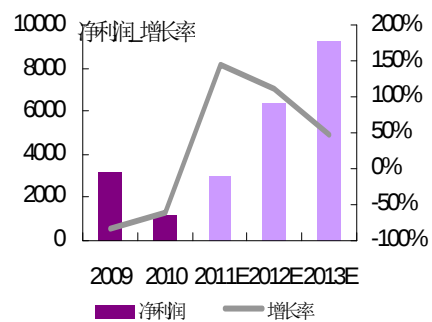
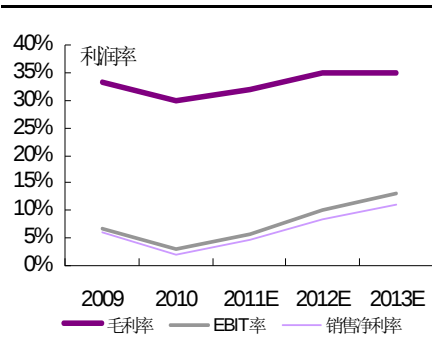


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.66	0.38	-3.45
绝对收益	-9.56	-10.22	3.18

相关报告：

- 首季增收不增利，厚积薄发值得期待 2011-04-26
- 3G 用户渐成规模，盈利有望逐季回升 2011-03-30
- 3G 用户增长符合预期，市场竞争带来成本压力 2011-02-20

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	158,369	176,168	192,913	222,235	249,535
营业成本	105,654	123,735	131,181	144,453	162,198
折旧和摊销	49,343	56,675	59,816	64,470	69,201
营业税费	4,487	4,871	5,209	6,000	6,488
销售费用	20,957	23,733	26,448	28,224	24,953
管理费用	14,048	16,113	17,362	18,890	20,462
财务费用	944	1,625	509	-375	-1,070
公允价值变动损益	1,239	0	0	0	0
投资收益	212	485	400	400	400
营业利润	11,356	3,914	10,604	23,366	34,504
利润总额	12,181	4,647	11,568	24,477	35,752
少数股东损益	6,237	2,444	5,906	12,496	18,252
归属母公司净利润	3,137.02	1,227.61	3,001.85	6,351.64	9,277.22

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	419,232	443,466	437,625	514,117	570,166
流动资产	30,723	42,293	26,840	99,282	150,531
货币资金	8,828	22,791	7,717	94,378	141,365
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	9,871	10,408	8,006	0	0
应收票据	25	61	0	0	0
其他应收款	6,667	1,617	3,665	0	0
存货	2,412	3,728	2,897	-50	3,681
可供出售投资	7,977	6,214	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	15	48	48	48	48
固定资产	285,035	304,423	331,278	338,956	345,819
无形资产	19,645	19,870	20,241	20,594	20,929
总负债	210,387	235,286	208,286	267,044	298,390
无息负债	138,631	140,355	196,137	265,582	296,928
有息负债	71,756	94,931	12,149	1,462	1,462
股东权益	208,845	208,180	216,537	234,271	258,973
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
公积金	28,619	28,504	29,395	31,279	34,032
未分配利润	21,188	21,153	22,713	26,067	29,764
少数股东权益	137,862	137,344	143,250	155,746	173,997

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	59,309	68,210	137,054	170,187	124,744
净利润	3,137	1,228	3,002	6,352	9,277
折旧摊销	49,343	56,675	59,816	64,470	69,201
净营运资金增加	-37,128	-4,048	-55,530	-82,492	-25,992
其他	43,957	14,355	129,766	181,858	72,257
投资活动产生现金流	-90,250	-71,348	-68,286	-72,100	-76,000
净资本支出	80,929	77,708	74,900	72,500	76,400
长期投资变化	15	48	0	0	0
其他资产变化	-171,194	-149,104	-143,186	-144,600	-152,400
融资活动现金流	28,526	17,824	-83,842	-11,425	-1,757
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	41,762	23,174	-82,781	-10,687	0
无息负债变化	30,584	1,724	55,781	69,445	31,347
净现金流	-2,415	14,686	-15,074	86,662	46,987

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.67%	11.24%	9.50%	15.20%	12.28%
净利润增长率	-84.11%	-60.87%	144.53%	111.59%	46.06%
EBITDA 增长率	5.88%	2.56%	14.26%	23.44%	17.43%
EBIT 增长率	43.07%	-53.41%	111.99%	110.87%	46.23%
估值指标					
PE	35	89	36	17	12
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	7	7	6	4	3
EV/EBIT	41	90	38	15	10
EV/NOPLAT	53	114	48	19	13
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	33.29%	29.76%	32.00%	35.00%	35.00%
EBITDA 率	38.01%	35.04%	36.56%	39.17%	40.97%
EBIT 率	6.85%	2.87%	5.55%	10.17%	13.24%
税前净利润率	7.69%	2.64%	6.00%	11.01%	14.33%
税后净利润率 (归属母公司)	1.98%	0.70%	1.56%	2.86%	3.72%
ROA	2.24%	0.83%	2.04%	3.67%	4.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.42%	1.73%	4.10%	8.09%	10.92%
经营性 ROIC	3.09%	1.42%	3.51%	10.67%	17.94%
偿债能力					
流动比率	0.15	0.21	0.13	0.38	0.51
速动比率	14.18%	19.49%	11.71%	37.73%	49.85%
归属母公司权益/有息债务	0.99	0.75	6.03	53.70	58.11
有形资产/有息债务	5.41	4.34	34.35	337.51	375.61
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.15	0.06	0.14	0.30	0.44
每股红利	0.05	0.03	0.05	0.13	0.19
每股经营现金流	2.80	3.22	6.47	8.03	5.89
每股自由现金流(FCFF)	0.77	-0.49	2.40	4.43	2.20
每股净资产	3.35	3.34	3.46	3.70	4.01
每股销售收入	7.47	8.31	9.10	10.48	11.77

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。