

中国联通 (600050)

公司研究/简评报告

是否垄断尚待认定 大额罚单可能性不大

民生精品---简评报告/通信运营行业

2011年11月10日

一、事件概述

11月9日,央视《新闻30分》午间报道,国家发改委正在调查中国电信和中国联通涉嫌宽带接入领域垄断问题,调查的主要内容是,两家在宽带接入及网间结算领域是否利用自身具有的市场支配地位阻碍影响其他经营者进入市场等行为。如果事实成立,两家企业可能最高遭数十亿元的罚单。

中国联通晚间发布公告,正在应发改委要求提供2010年度向互联网服务提供商出租带宽业务的价格、数量及营业额等相关信息。

二、分析与判断

➤ 是否属于垄断还需考察,进行大额处罚可能性不大

前期发改委已在相关公司及分公司进行了调查,中国联通也正在提供相关的经营信息,是否确定属于垄断经营还是未知数。而反观央视所说的,按联通2010年300亿元宽带收入的1%-10%来罚款,就更不可能。因为即使垄断事实成立,也不应该按所有的宽带收入来计收,这并不都是垄断收入。公司的带宽出租只占收入的一小部分,2010年公司的出租线路收入只有3.46亿元,固网网间结算收入只有53.75亿元。所谓数十亿元的罚单还远谈不上。

➤ 互联时延低于标准不是我国宽带速率低的主要原因

央视暗示我国宽带上网平均速率位列全球71位,不及经合组织国家(OECD)平均水平的十分之一的原因,是由于两大运营商的互联时延和丢包率低于原信息产业部《互联网骨干网间互联服务暂行规定》的国家标准。但事实上,互联互通并不是我国宽带速率低的主要原因,而在于我国宽带基础设施滞后。

截至2009年,我国宽带普及率只有7.1%,而OECD国家的平均普及率是22.8%。而在宽带用户中,我国又是以铜线的DSL方式接入为主的,FTTx用户只占宽带用户总数的19%;在FTTx用户中又有92%是FTTB用户,按此计算,真正的光纤到户用户(FTTH)的渗透率大约只有0.11%左右。形成巨大反差的是,韩国FTTx用户渗透率达52.3%,FTTH的用户渗透率达20%。

➤ 实际负面影响远低于预期,联通骨干网运营商的地位未变,经营业绩持续改善的基本面未变

当前市场反映过度,而实际的负面影响远低于市场的判断。长远的影响来看,未来两大运营商对广电的带宽出租价格将会下降,两家公司的集团公司也可能会统一各分公司对最终客户与间接客户的价格,或收回带宽出租的定价权。但中国联通骨干网运营商的地位未变,经营业绩持续改善的基本面未变。我们仍维持对公司的“强烈推荐”评级,恐慌之后就是介入的时机。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176,168	207,817	243,146	282,049
增长率(%)	11.24%	17.96%	17.00%	16.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,228	2,827	5,954	8,374
增长率(%)	-60.87%	130.29%	110.60%	40.66%
每股收益(元)	0.06	0.13	0.28	0.40
PE	94.45	41.01	19.47	13.85
PB	/	1.57	1.46	1.32

资料来源:民生证券研究所

强烈推荐

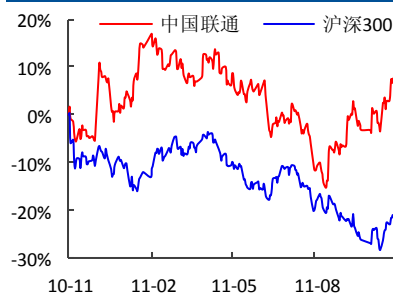
维持评级

合理估值: 7.00—8.40元

交易数据(2011-11-9)

收盘价(元)	5.47
近12个月最高/最低	6.33/4.43
总股本(百万股)	21196.60
流通股本(百万股)	21196.60
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	1159.45
流通市值(亿元)	1159.45

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师: 李峰

执业证书编号: S0100511010001

联系人: 张彤宇

电话: (8610)8512 7653

Email: zhangtongyu@mszq.com

相关研究

- 1.《中国联通(600050)简评报告: 3G发展单月再创新高,突破3000万劲增仍将延续》2011.10.20
- 2.《中国联通(600050)三季报点评: 业绩增长转正,盈利大幕拉开》2011.10.27

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	176,168	207,817	243,146	282,049
减：营业成本	123,735	142,579	163,253	185,292
营业税金及附加	4,871	5,611	6,079	7,051
销售费用	23,733	27,016	29,177	33,846
管理费用	16,113	18,704	19,938	22,564
财务费用	1,625	1,628	490	(173)
资产减值损失	2,664	2,797	2,937	3,084
加：投资收益	485	400	350	300
二、营业利润	3,914	9,882	21,622	30,685
加：营业外收支净额	733	806	887	975
三、利润总额	4,647	10,688	22,509	31,660
减：所得税费用	975	2,234	4,704	6,617
四、净利润	3,671	8,454	17,804	25,043
归属于母公司的利润	1,228	2,827	5,954	8,374
五、基本每股收益 (元)	0.06	0.13	0.28	0.40

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	63.86	9.09	6.18	4.50
成长能力:				
营业收入同比	11.24%	17.96%	17.00%	16.00%
营业利润同比	-65.5%	152.5%	118.8%	41.9%
净利润同比	-60.84%	130.28%	110.60%	40.7%
营运能力:				
应收账款周转率	17.37	18.33	18.28	18.20
存货周转率	57.38	54.85	61.32	64.74
总资产周转率	0.41	0.47	0.55	0.58
盈利能力与收益质量:				
毛利率	29.8%	31.4%	32.9%	34.3%
净利率	0.7%	1.4%	2.4%	3.0%
总资产净利率 ROA	0.9%	1.9%	4.0%	5.2%
净资产收益率 ROE	1.8%	4.0%	7.9%	10.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.21	0.24	0.37	0.61
资产负债率	53.1%	40.0%	38.9%	39.6%
长期借款/总负债	0.6%	1.0%	1.1%	1.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.13	0.28	0.40
每股经营现金流量	3.22	2.12	2.75	3.11
每股净资产	3.34	3.48	3.76	4.15

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	22,791	16,625	37,099	88,776
应收票据	61	62	73	85
应收账款	10,408	12,261	14,346	16,641
预付账款	3,067	3,533	3,890	4,513
其他应收款	1,617	3,533	3,647	4,231
存货	3,728	3,850	4,081	4,632
其他流动资产	620	682	750	825
流动资产合计	42,293	40,546	63,886	119,702
长期股权投资	48	78	98	108
固定资产	304,423	308,201	306,230	298,759
在建工程	55,862	65,862	72,862	77,862
无形资产	19,870	17,883	15,896	13,909
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	401,173	392,024	395,086	390,637
资产总计	443,466	432,570	458,972	510,339
短期借款	36,727	16,157	0	0
应付票据	585	1,141	1,404	1,317
应付账款	93,695	106,934	122,440	139,415
预收账款	29,971	34,219	39,181	44,607
其他应付款	8,077	8,481	8,905	9,350
应交税费	1,484	1,632	1,796	1,975
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	197,894	168,564	173,725	196,666
长期借款	1,462	1,762	1,962	2,062
其他非流动负债	2,171	2,671	2,971	3,171
非流动负债合计	3,633	4,433	4,933	5,233
负债合计	235,286	172,997	178,658	201,898
股本	21,197	21,197	21,197	21,197
资本公积	27,819	27,819	27,819	27,819
留存收益	21,838	24,665	30,619	38,994
少数股东权益	137,344	142,972	154,822	171,491
所有者权益合计	208,180	216,652	234,457	259,500
负债和股东权益合计	443,466	389,650	413,115	461,399

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	68,210	44,862	58,290	65,914
投资活动现金流量	(71,348)	(29,630)	(21,670)	(14,710)
筹资活动现金流量	17,824	(21,398)	(16,147)	473
现金及等价物净增加	14,686	(6,165)	20,474	51,677

分析师简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。