

通信运营

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

执业证书编号: S0960111010004

0755-82026733

qining@cjis.cn

6-12 个月目标价: 7.00 元

当前股价: 5.20 元

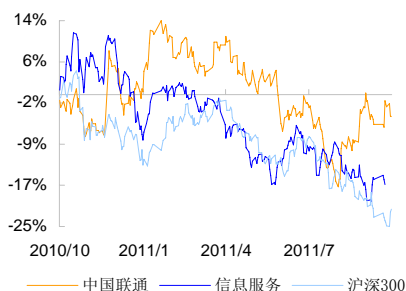
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2377.51
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1102
EPS	0.06
每股净资产(元)	3.34
资产负债率	53.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	-0.57	-3.88	-12.25
信息服务	-2.09	-10.91	-15.05
沪深 300 指数	-5.52	-17.28	-23.11



相关报告

中国联通-6 月用户数点评: 中低端市场拓展见效, 利润闸门开启 2011-07-21

中国联通-黎明逐渐临近, 补贴成本激增仍应理解为利好 2011-04-26

中国联通-曲高无须大雅, 花香何必满庭。 2011-02-23

中国联通

600050

强烈推荐

9 月上客量环比大增, 显示战略执行力快速提升

公司发布公告, 9 月 3G 用户增长 236.2 万户 (其中包括 20.90 万 3G 无线上网卡用户), 3G 用户总数超过 3000 万, 达到 3023 万户; 2G 用户增长 57.2 万户, 增幅较上月有所提高, 2G 总数接近 1.59 亿户。本地电话用户减少 12.4 万户, 降至 9457.5 万户; 宽带用户增长 77.9 万户, 累积达 5453.7 万户。

点评及投资要点

■ **受益新生开学效应, 3G 用户净增量环比大增。**公司 3G 用户环比大增得益于 9 月新生开学带来大量新增用户, 以及千元智能机终端配合良好。对比中电信 9 月 205 万 3G 用户增量, 公司单月上客量在落后竞争对手两个月后实现大幅反超, 说明在热卖季校园市场竞争中取得了最好的反响。校园市场是运营商开拓中低端 3G 市场的头号战役, 在逐渐赢得 3G 高端客户市场后公司又在中低端市场取得重大突破, 说明公司 3G 市场策略执行力正在快速提升。

■ **IPHONE4S 上市加大终端补贴、IPHONE4 用户退款无碍全年业绩。**我们预计 IPHONE4S 在国内销售难以超过联通在销售 IPHONE4 时的巅峰表现。理由: 一是 IPHONE4S 的最大特色 SIRI 语音交互功能在中国无法使用; 三是中电信极有可能拿到 IPHONE4S 的预售权, 造成一部分预订用户分流。以 IPHONE4 热销时每月 30 万户来计算, 每户终端补贴将不超过 2000 元, 终端补贴额增加不超过 12 亿。再考虑联通对于近一个月购买 IPHONE4 用户给予了一定现金补偿, 终端补贴增加额不超过 2 亿。两者合并计算本年度最后两个月补贴额增加不超过 15 亿。对于净利润的影响低于 20%

■ **盈利预测与估值。**我们略调低本年度盈利预测, 预计 2011-2013 年 EPS 为 0.12、0.3、0.4 元。维持强烈推荐评级。

■ **风险提示:** 网络体验改善速度与用户快速扩张速度不匹配, 影响市场拓展。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	176168	193503	232540	272613
收入同比(%)	11%	10%	20%	17%
归属母公司净利润	1228	3017	6099	8559
净利润同比(%)	-61%	146%	102%	40%
毛利率(%)	29.8%	32.7%	35.3%	36.9%
ROE(%)	1.7%	4.1%	7.7%	9.8%
每股收益(元)	0.06	0.12	0.29	0.40
P/E	98.94	40.26	19.91	14.19
P/B	1.71	1.64	1.53	1.39
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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	42293	23867	33864	77803
现金	22791	0	4575	42416
应收账款	10408	11700	13906	16378
其他应收款	1617	5398	7317	9747
预付账款	3067	2470	3073	3682
存货	3728	3608	4290	4862
其他流动资产	683	691	704	718
非流动资产	401173	401755	406062	407347
长期投资	48	48	48	48
固定资产	304423	336045	349935	356271
无形资产	19870	18550	17194	15851
其他非流动资产	76833	47112	38885	35177
资产总计	443466	425622	439926	485150
流动负债	197894	177875	171853	193585
短期借款	36727	31395	0	0
应付账款	93695	103742	121746	137070
其他流动负债	67472	42739	50107	56515
非流动负债	37392	30544	33031	31698
长期借款	1462	3662	3662	3662
其他非流动负债	35930	26881	29369	28036
负债合计	235286	208419	204884	225283
少数股东权益	137344	143350	155491	172528
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27819	27819	27819	27819
留存收益	21838	24855	30555	38341
归属母公司股东权益	70836	73852	79552	87339
负债和股东权益	443466	425622	439926	485150

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	68210	89050	132306	152918
净利润	3671	9023	18240	25596
折旧摊销	56675	72098	90937	110790
财务费用	1625	1346	1379	-672
投资损失	-485	-394	-424	-414
营运资金变动	4622	4826	20484	16268
其他经营现金流	2101	2151	1690	1349
投资活动现金流	-76470	-75334	-97567	-11397
资本支出	78083	73000	95204	111619
长期投资	-46	0	0	0
其他投资现金流	1567	-2334	-2363	-2353
筹资活动现金流	17824	-36506	-30164	-1104
短期借款	-27182	-5331	-31395	0
长期借款	703	2200	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-241	0	0	0
其他筹资现金流	44545	-33374	1231	-1104
现金净增加额	9565	-22791	4575	37841

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	176168	193503	232540	272613
营业成本	123735	130211	150413	172094
营业税金及附加	4871	5350	6429	7537
营业费用	23733	26829	28976	35540
管理费用	16113	17415	21626	25353
财务费用	1625	1346	1379	-672
资产减值损失	2664	2664	2664	2664
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	485	394	424	414
营业利润	3914	10082	21477	30510
营业外收入	1060	1935	2325	2726
营业外支出	327	597	718	842
利润总额	4647	11419	23085	32395
所得税	975	2397	4845	6799
净利润	3671	9023	18240	25596
少数股东损益	2444	6006	12141	17037
归属母公司净利润	1228	3017	6099	8559
EBITDA	62213	83526	113793	140629
EPS (元)	0.06	0.12	0.29	0.40

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	11.2%	9.8%	20.2%	17.2%
营业利润	-65.5%	157.6%	113.0	42.1%
归属于母公司净利润	-60.9%	145.8%	102.2	40.3%
获利能力				
毛利率	29.8%	32.7%	35.3%	36.9%
净利率	0.7%	1.6%	2.6%	3.1%
ROE	1.7%	4.1%	7.7%	9.8%
ROIC	1.6%	3.4%	7.4%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	53.1%	49.0%	46.6%	46.4%
净负债比率	16.31	16.91%	1.88%	1.71%
流动比率	0.21	0.13	0.20	0.40
速动比率	0.19	0.11	0.17	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.45	0.54	0.59
应收账款周转率	12	13	13	13
应付账款周转率	1.27	1.32	1.33	1.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.14	0.29	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.20	6.24	7.21
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.48	3.75	4.12
估值比率				
P/E	98.94	40.26	19.91	14.19
P/B	1.71	1.64	1.53	1.39
EV/EBITDA	5	4	3	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

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，北京邮电大学通信工程硕士，6 年通信业从业经验。

免责条款

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>

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