

中国联通 (600050)

买入/维持评级

股价: RMB5.47

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孔晓明
(021)6849 8629
kongxm@mail.htlhsc.com.cn

姜晓山

jiangxiaoshan@mail.htlhsc.com.cn

对联通业绩影响有限

发改委对联通反垄断调查点评

事件

- 11月9日, 据央视《新闻30分》报道, 国家发改委反垄断局已对中国电信和中国联通两家公司在互联网接入市场涉嫌垄断问题进行反垄断调查。

点评分析

- 我们认为此事件对联通的业绩影响有限, 原因在于:
 - 首先, 从对新闻的解读中, 我们发现国家发改委反垄断局调查的重点在于电信和联通是否存在“价格歧视”, 这是审查的关键点, 而非是用户宽带接入费用过高问题。反垄断局怀疑电信联通存在差别定价, 即已高于其他客户的价格向其他宽带接入厂商进行网间结算, 以此抬高竞争对手的宽带接入成本, 存在价格歧视。因此, 如果调查属实, 我们认为未来影响的极有可能是电信和联通的网间结算收入, 即电信联通统一网间结算价格, 但是宽带用户 ARPU 值短期内价格不会受影响。
 - 其次, 如果垄断成立, 电信联通有可能调整统一网间结算和出口带宽租用价格, 那么广电等区域性宽带运营商的运营成本可能会有所下降。但是, 我们认为宽带行业的竞争格局不会发生变化。
 - 即使, 未来联通宽带 ARPU 值下降快于预期, 我们经过敏感性测试发现, 未来其对 EPS 的影响会逐渐减小, 原因在于联通高 ARPU 值的 3G 用户规模会出现快速增长, 宽带业务收入的增长会慢于 3G 收入的增长, 其占总收入的比重会逐渐降低, 因此其对 EPS 的影响会逐渐减小。
- 此次事件, 我们认为利好光通信板块。因为新进入者将加快光网络建设投入。推荐烽火通信和日海通讯。
- 风险提示。联通新增 3G 用户数低于预期; 移动 TD-LTE 建设超预期。

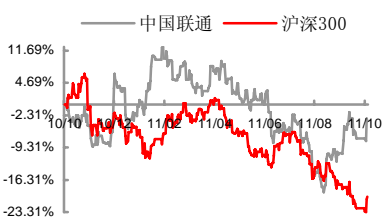
相关研究

- 《“通”改前非, “联”想未来——中国联通深度研究》 (2011/08/23)
- 《业绩超预期, 明天更美好》(2011/08/26)
- 《3G 新增用户数突破 200 万, 快速增长节点到来》 (2011/09/23)
- 《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》 (2011/10/12)

基础数据

总股本 (百万股)	21,197
流通 A 股 (百万股)	21,197
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	112,978

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176168.4	201640.0	236942.0	283208.0
(+/-%)	11.2	14.5	17.5	19.5
归属母公司净利润(百万元)	1227.6	2274.0	5514.0	10156.0
(+/-%)	-60.9	85.2	142.5	84.2
EPS(元)	0.06	0.11	0.26	0.48
P/E(倍)	92.0	42.3	17.5	9.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

事件:

腾讯科技讯: 11月9日消息, 据央视《新闻30分》报道, 国家发改委反垄断局证实, 已对中国电信和中国联通两家公司进行反垄断调查。

报道称, 查明上述两家公司在互联网接入市场上涉嫌垄断, 若事实成立, 上述两家公司或被处数亿至数十亿元罚款。

以下为节目实录:

主持人: 不久前, 国家信息化专家委员会发布的一份报告可以说令我国亿万网民大跌眼镜。这份名为《2011年蓝皮书的中国信息化形式分析与预测》的报告显示, 截止到2010年, 我国宽带上网平均速率排名全球第71位, 不及美国、英国、日本等30多个经济合作组织国家的平均水平的十分之一, 但是平均1兆每秒网速的接入费用却是发达国家平均水平的三到四倍。

今日有消息称, 相关部委已就宽带接入问题对中国电信、中国联通展开反垄断调查, 并有可能对两家公司进行反垄断处罚。就这个社会普遍的问题, 我们的记者也独家专访了国家发改委价格监督检查与反垄断局副局长李青。

画外音: 李青告诉我们, 今年上半年发改委价格监督检查与反垄断局接到举报后, 就立刻启动了对中国电信、中国联通涉嫌价格垄断案的调查。调查的主要内容是中国电信、中国联通在宽带接入及网监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。

反垄断局调查的焦点在于是否存在“价格歧视”, 而非用户的接入费用过高的问题。

李青: 基本查明了中国电信和中国联通是在互联网接入这个市场上它们俩合在一起占有三分之二以上的市场份额, 肯定是有市场支配地位的。那么在这种情况下, 它们就是利用这种市场支配地位对跟自己有竞争关系的竞争对手给出高价, 没有竞争关系的企业, 它给的价格就要优惠一些。这个在《反垄断法》上我们叫做“价格歧视”。

画外音: 李青说据工业和信息化部统计, 目前中国电信和中国联通之间直连宽带为261.5G, 仅占两公司拥有1078G国际出口宽带的24.3%。从互联质量看, 两公司2011年1至9月骨干网互联时延为87.7至131.3毫秒, 丢包率为0.2至1.9%, 均不符合原信息产业部《互联网骨干网兼互联网服务暂行规定》时延不得高于85毫秒, 丢包率不超过1%的要求。这也就表明中国电信和中国联通未实现充分互联互通。

李青: 相当于这两张网没有合到一起。那么我作为用户, 我接入一个ISP服务商, 通过它我接入网络, 我不可能再去接, 那么就需要它把两个大网都接起来。那么光是这一下, 我觉得作为接入成本来讲, 它就是双份的。再一个它没有互联互通, 网民的上网速度也受影响。

画外音: 据有关部门的初步估算, 如果能够推动市场上形成有效竞争, 未来五年可以促使上网价格下降27%至38%, 至少为消费者节约上网费用100到150亿元。

记者：如果事实成立的话，依据我们相关的法律法规，应该是什么样的一种处置呢？

李青：处以上一年度营业额的 1%至 10%的罚款。那么对中国电信来讲，它的互联网接入的收入是相当高的，一年大概有 500 个亿，对于中国联通来讲，大概一年不到 300 个亿。如果最后经过我们案审的话，如果事实成立，定性准确，我们处罚大概在 1%至 10%罚款的范围内。

画外音：记者根据初步推算，如果事实成立，中国电信、中国联通为此将遭到数亿到数十亿的罚款。

对联通业绩影响有限

我们认为其对联通的业绩影响有限的原因在于：

首先，从对新闻的解读中，我们发现国家发改委反垄断局调查的重点在于电信和联通是否存在“价格歧视”，这是审查的关键点，而非是用户宽带接入费用过高问题。反垄断局怀疑电信联通存在差别定价，即已高于其他客户的价格向其他宽带接入厂商进行网间结算，以此抬高竞争对手的宽带接入成本，存在价格歧视。因此，如果调查属实，我们认为未来影响的极有可能是电信和联通的网间结算收入，即电信联通统一网间结算价格。也就是说短期内对单用户的宽带接入价格基本无影响，即宽带用户 ARPU 值短期内价格不会大幅下滑。

其次，如果垄断成立，电信联通有可能调整统一网间结算和出口带宽租用价格，那么广电等区域宽带运营商的运营成本可能会有所下降。但是，我们认为宽带行业的竞争格局不会发生变化。

即使，未来联通宽带 ARPU 值下降快于预期，我们经过敏感性测试发现，未来其对 EPS 的影响会逐渐减小，原因在于联通高 ARPU 值的 3G 用户规模会出现快速增长，宽带业务收入的增长会慢于 3G 收入的增长，其占总收入的比重会逐渐降低，因此其对 EPS 的影响会逐渐减小。

表格 1：联通宽带用户 ARPU 值对 EPS 的敏感性分析

EPS	联通宽带用户 ARPU 值变化				
	-10%	-5%	0%	+5%	+10%
2011	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14
2012	0.22	0.24	0.26	0.28	0.29
2013	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50

资料来源：华泰联合证券研究所

利好光通信行业

我们认为，这个事件的出现，也将加速中国移动和广电获得宽带运营牌照，从而大规模进入宽带接入市场。因此，我们认为对于光通信设备商是利好。作为新进入者的中

移动和广电，都将加大光网络投资。我们重点看好的标的，依然是烽火通信和日海通讯。

风险提示

联通新增 3G 用户数低于预期

移动 TD-LTE 建设超预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	42293	71821	15280	25941	营业收入	17616	20164	23694	28320
现金	22791	42312	11975	22030	营业成本	12373	13869	15315	17067
应收账款	10408	16738	19774	23511	营业税金及附加	4871	6049	7108	8496
其他应收款	1617	4657	4595	5842	营业费用	23733	27221	31987	38233
预付账款	3067	2866	3296	3717	管理费用	16113	17744	20377	23789
存货	3728	4161	4487	5093	财务费用	1625	1498	1102	545
其他流动资产	683	1086	895	950	资产减值损失	2664	3025	3554	4248
非流动资产	40117	38231	33776	28283	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	47	47	47	投资净收益	485	500	500	500
固定资产	30442	30767	27877	23405	营业利润	3914	7911	20162	37725
无形资产	19870	20777	20717	20750	营业外收入	1060	1060	1113	1169
其他非流动资产	76881	53811	38228	27983	营业外支出	327	360	396	436
资产总计	44346	45413	49056	54225	利润总额	4647	8611	20879	38458
流动负债	19789	20034	22168	24569	所得税	975	1808	4385	8076
短期借款	36727	36727	36727	36727	净利润	3671	6802	16494	30382
应付账款	93695	95707	11064	12689	少数股东损益	2444	4529	10981	20225
其他流动负债	67472	67907	74316	82065	归属母公司净利	1228	2274	5514	10156
非流动负债	37392	39356	38904	38581	EBITDA	62213	77000	98147	12256
长期借款	1462	1469	1476	1482	EPS (元)	0.06	0.11	0.26	0.48
其他非流动负	35930	37887	37428	37098					
负债合计	23528	23969	26059	28427	主要财务比率				
少数股东权益	13734	14187	15285	17307	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	21197	21197	21197	21197	成长能力				
资本公积	27819	27819	27819	27819	营业收入	11.2%	14.5%	17.5%	19.5%
留存收益	21838	23561	28120	35907	营业利润	-65.5%	102.1	154.9	87.1%
归属母公司股	70836	72565	77122	84906	归属母公司净利	-60.9%	85.2%	142.5	84.2%
负债和股东权	44346	45413	49056	54225	获利能力				
					毛利率(%)	29.8%	31.2%	35.4%	39.7%
					净利率(%)	0.7%	1.1%	2.3%	3.6%
					ROE(%)	1.7%	3.1%	7.1%	12.0%
					ROIC(%)	1.6%	2.8%	8.4%	24.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.1%	52.8%	53.1%	52.4%
					净负债比率(%)	16.31	16.02	14.74	13.52
					流动比率	0.21	0.36	0.69	1.06
					速动比率	0.19	0.34	0.67	1.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.55
					应收账款周转率	12	13	13	13
					应付账款周转率	1.27	1.46	1.48	1.44
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.06	0.11	0.26	0.48
					每股经营现金流	3.22	2.78	5.34	6.33
					每股净资产(最	3.34	3.42	3.64	4.01
					估值比率				
					P/E	78.39	42.32	17.45	9.48
					P/B	1.36	1.33	1.25	1.13
					EV/EBITDA	5	4	3	2

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。