

通信运营

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

S0960111010004

0755-82026841

qining@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 5.34元

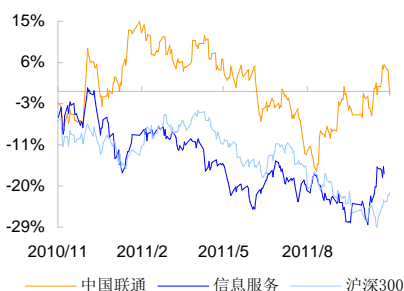
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2479.54
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1132
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	4.30	12.42	-5.28
信息服务	15.99	9.46	-0.48
沪深300指数	6.60	-1.51	-11.85



相关报告

中国联通

600050

强烈推荐

反垄断调查不改公司中长期向好趋势

**事件:** 据央视报道, 中国联通、中国电信宽带业务涉嫌垄断, 遭遇发改委反垄断调查。依反垄断法规定, 若行为成立将处以上一年营业额 1%-10%数额的罚款。联通 A 股股价因此下挫, 最高跌幅达 6%。

点评:

■ **处罚数额将远低于市场忧虑。** 据我们了解, 此次调查起因在于联通、电信个别省分公司在流量批发业务中违反反垄断法规定, 对于竞争对手征收更高的费用, 调查程序已启动一年左右。虽然有关事实确有存在, 但是我们咨询了专业法律人士——由于违法行为主体只是个别省分公司, 而非整个集团公司, 因此以集团公司合并报表收入作为处罚基数不妥, 虽然没有反垄断法执行先例, 但根据行为主体与责任主体相匹配的原则, 更有可能的法律处理方式是以违法省分公司相关业务营业收入为处罚基数而非集团公司。因此处罚数额预计将远低于市场预期。另外, 带宽租赁业务收入在集团总收入中占比很小, 即使按照集团带宽租赁业务收入数额全额的 10%进行处罚, 根据我们的估计, 罚款数额也不会超过 3 亿元。

■ **政策关注点在于进一步开放宽带市场。** 市场有解读认为此次处罚显示管理层政策意图在于取消非对称管制政策, 不再对弱势运营商给予政策保护。我们不敢苟同此观点。原因在于造成联通、电信弱势格局的主要原因在于中移动在移动市场的高度垄断, 而与宽带市场无关。这一格局短期无法发生根本变化, 且给联通颁发 WCDMA 牌照明显体现出政府的中长期政策扶持意图。

■ **盈利预测与评级。** 我们认为公司未来的主要成长看点在于 3G 业务, 用户净增速不断提升、业绩持续改善。宽带租赁业务收入处罚不会对公司基本面及业绩构成本质影响, 我们维持对于公司的盈利预测与评级。预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.12 元, 0.28 元, 0.39 元。维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示。** 网络质量改善速度慢于预期。

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	2531	5959	8338
净利润同比(%)	-61%	106%	135%	40%
毛利率(%)	29.8%	31.8%	35.1%	36.6%
ROE(%)	1.7%	3.4%	7.5%	9.6%
每股收益(元)	0.06	0.12	0.28	0.39
P/E	98.94	47.99	20.38	14.57
P/B	1.71	1.66	1.54	1.40
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					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	42293	23953	32464	75969	<b>营业收入</b>	176168	193503	232540	272613
现金	22791	0	3150	40544	营业成本	123735	132051	150912	172861
应收账款	10408	11700	13906	16378	营业税金及附加	4871	5350	6429	7537
其他应收款	1617	5398	7317	9747	营业费用	23733	26829	28976	35540
预付账款	3067	2505	3083	3698	管理费用	16113	17415	21626	25353
存货	3728	3659	4304	4883	财务费用	1625	1346	1411	-603
其他流动资产	683	691	704	718	资产减值损失	2664	2664	2664	2664
<b>非流动资产</b>	401173	401755	406062	407347	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	356271	<b>营业利润</b>	3914	8242	20947	29675
无形资产	19870	18550	17194	15851	营业外收入	1060	1935	2325	2726
其他非流动资产	76833	47112	38885	35177	营业外支出	327	597	718	842
<b>资产总计</b>	443466	425707	438526	483315	<b>利润总额</b>	4647	9580	22554	31560
<b>流动负债</b>	197894	179415	172261	194201	所得税	975	2011	4734	6624
短期借款	36727	31453	0	0	<b>净利润</b>	3671	7569	17820	24936
应付账款	93695	105207	122150	137681	少数股东损益	2444	5038	11862	16598
其他流动负债	67472	42754	50111	56521	<b>归属母公司净利润</b>	1228	2531	5959	8338
<b>非流动负债</b>	37392	30544	33031	31698	EBITDA	62213	81686	113294	139862
长期借款	1462	3662	3662	3662	EPS (元)	0.06	0.12	0.28	0.39
其他非流动负债	35930	26881	29369	28036					
<b>负债合计</b>	235286	209958	205292	225900	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	137344	142383	154244	170842	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	21197	21197	21197	21197	<b>成长能力</b>				
资本公积	27819	27819	27819	27819	营业收入	11.2%	9.8%	20.2%	17.2%
留存收益	21838	24369	29993	37577	营业利润	-65.5%	110.6%	154.1	41.7%
归属母公司股东权益	70836	73366	78990	86574	归属于母公司净利润	-60.9%	106.2%	135.4	39.9%
<b>负债和股东权益</b>	443466	425707	438526	483315	<b>获利能力</b>				
					毛利率	29.8%	31.8%	35.1%	36.6%
					净利率	0.7%	1.3%	2.6%	3.1%
					ROE	1.7%	3.4%	7.5%	9.6%
					ROIC	1.6%	2.9%	7.3%	10.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	53.1%	49.3%	46.8%	46.7%
					净负债比率	16.31	16.81%	1.87%	1.70%
					流动比率	0.21	0.13	0.19	0.39
					速动比率	0.19	0.11	0.16	0.37
					<b>营运能力</b>				
					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	1.33	1.33	1.33
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.06	0.12	0.28	0.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.20	6.18	7.20
					每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.46	3.73	4.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	98.94	47.99	20.38	14.57
					P/B	1.71	1.66	1.54	1.40
					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

## 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 ±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