

通信运营Ⅲ

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

执业证书编号: S0960111010004

0755-82026841

xxxxxxx@cjis.cn

6-12个月目标价: 7元

当前股价: 5.13元

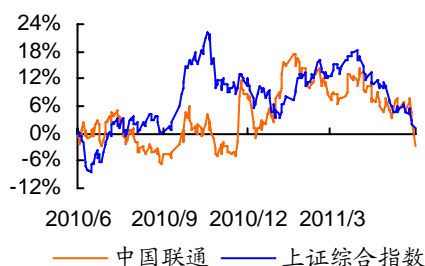
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2621.25
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1087
EPS (TTM)	0.04
每股净资产(元)	9.82
资产负债率	53.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	-10.00	-9.52	-10.47
上证综合指数	-8.30	-9.83	-8.12



相关报告

《中国联通-提高零元购机门槛未影响用户增速, 全年盈利有望加速好转》2011-5-22

《中国联通-黎明逐渐临近, 补贴成本激增仍应理解为利好》2011-4-26

《中国联通-3G用户高速起航如约而至, 2G同步受益协同效应》2011-4-22

中国联通

600050

强烈推荐

用户净增数环比下滑不改未来趋势, 已接近长期配置时点

事件: 2011年6月20日中国联通公布2011年5月用户数据: 5月份新增3G用户173.8万户; 2G用户新增58.6万户; 固定宽带用户稳步增长, 本月减少30.4万户, 累计达9584万户; 固话用户减少30万户, 降至9552万户, 固话业务基本止住下滑, 走向平稳。

■ **3G增速低于市场预期, 主要由于IPHONE用户发展思路调整。**市场预期公司用户数5月将超过4月, 达190万左右, 但实际净增数环比低于上月10万户左右。我们认为实际增速的下降主要由于公司调整了IPHONE用户发展策略——原IPHONE合约用户中有70%选择286元零元购机套餐, 取消后5月份合约用户比4月份减少了约10-20%。自原286元购机套餐取消后, 公司开始强调中低端用户市场的发展, 同时开始大量发展千元以下智能终端(以Android系统为主, 包括中兴V880等4-5款机型)。虽然从短期来看, 由于IPHONE合约用户中70%选择286元套餐, 因此套餐取消必然在短期造成单月用户数下滑, 但是长期看我们认为公司发展策略完全合理。

■ **下半年3G用户数将加速, 全年盈利趋势环比将好转。**根据与公司的沟通, 公司下半年将加大千元以下3G智能终端推广力度, 并加大低价套餐政策推广力度, 全年2500万3G发展用户数目标不变。此外, 由于原286零元套餐的取消, 补贴压力将有效减小。我们测算, 二季度EPS将接近2分钱, 环比大幅上升10倍。全年来看, 盈利环比好转的趋势不会发生改变。

■ **盈利预测与估值:** 我们暂时维持全年的盈利预测不变。预测公司2011-2013 EPS为0.07元、0.22元、0.43元。我们首先以收入费用的配比原则恢复终端补贴2年分摊的会计政策, 其次再结合国际通行的EV/EBITDA方法反推, 得出公司合理EV/EBITDA为5倍, 而当前EV/EBITDA仅4.4倍, 反推合理价值应为7元, 我们将其上调为“强烈推荐”评级。公司资源优势以及目前基本面没有改变, 目前价位已经接近本轮上涨的起点5元附近, 配置策略上我们认为5元之下可放心买入做长期配置。

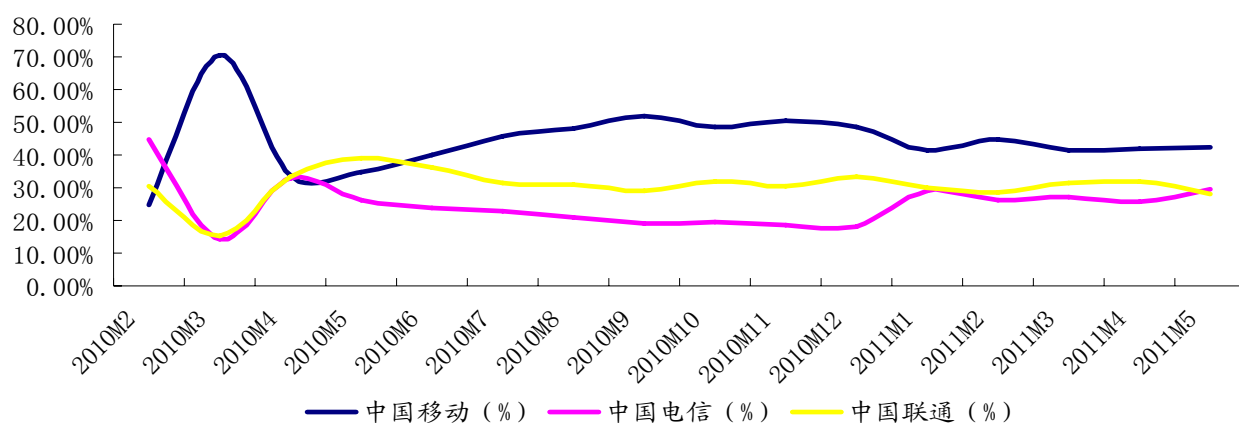
■ **风险提示:** 电信超提前获得IPHONE经营权; 网络优化不能及时完成, 3G网络优势无法及时体现。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176168	193503	232540	272613
同比(%)	11%	10%	20%	17%
归属母公司净利润(百万元)	1228	1430	3658	5832
同比(%)	-61%	17%	156%	59%
毛利率(%)	29.8%	31.1%	33.7%	34.7%
ROE(%)	1.7%	2.0%	4.8%	7.2%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.17	0.28
P/E	98.94	84.92	33.20	20.83
P/B	1.71	1.68	1.60	1.50
EV/EBITDA	5	4	3	2

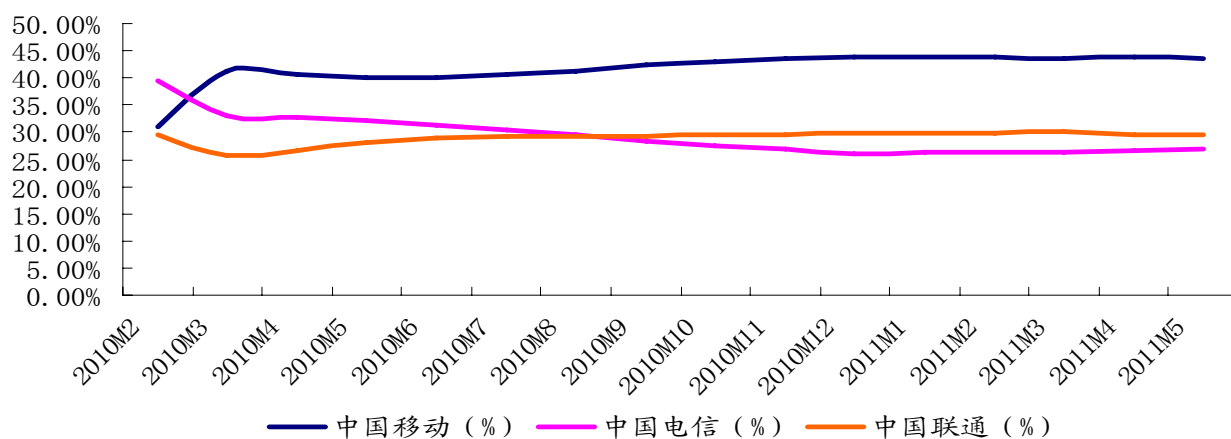
资料来源: 中投证券研究所

图 1



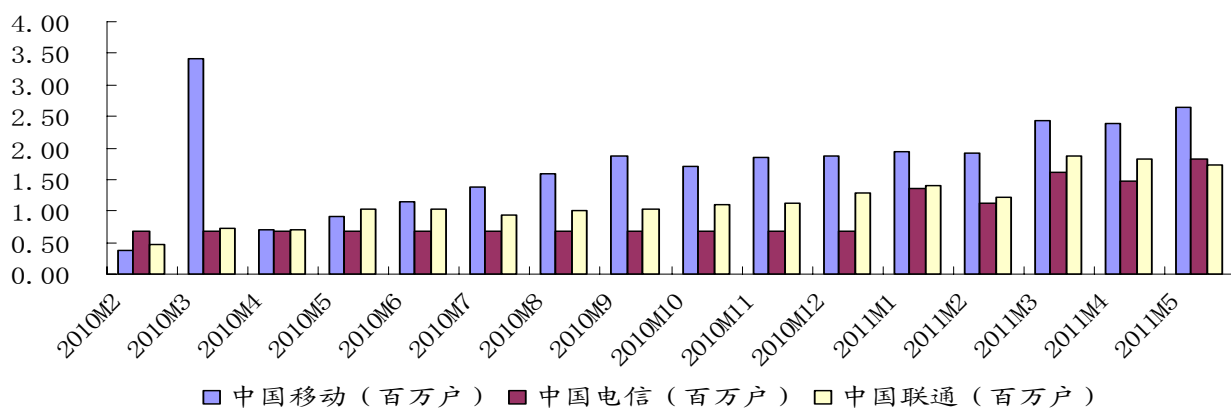
资料来源：公司公告

图 2



资料来源：公司公告

图 3



资料来源：公司公告

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
流动资产	42293	24008	29474	62785	营业收入	176168	193503	232540	272613
现金	22791	0	0	27110	营业成本	123735	133236	154188	177893
应收账款	10408	11700	13906	16378	营业税金及附加	4871	5350	6429	7537
其它应收款	1617	5398	7317	9747	营业费用	23733	29810	34089	39489
预付账款	3067	2527	3150	3806	管理费用	16113	17415	21626	25353
存货	3728	3692	4397	5025	财务费用	1625	1346	1728	-97
其他	683	691	704	718	资产减值损失	2664	2664	2664	2664
非流动资产	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	营业利润	3914	4076	12240	20188
无形资产	19870	18550	17194	15851	营业外收入	1060	1935	2325	2726
其他	76833	47112	38885	35177	营业外支出	327	597	718	842
资产总计	443466	425763	435536	470131	利润总额	4647	5413	13847	22073
流动负债	197894	182762	179296	198247	所得税	975	1136	2906	4633
短期借款	36727	33846	4358	0	净利润	3671	4277	10941	17440
应付账款	93695	106152	124801	141688	少数股东损益	2444	2847	7283	11609
其他	67472	42764	50137	56559	归属母公司净利润	1228	1430	3658	5832
非流动负债	37392	30544	33031	31698	EBITDA	62213	77520	104905	130881
长期借款	1462	3662	3662	3662	EPS (元)	0.06	0.07	0.17	0.28
其他	35930	26881	29369	28036	主要财务比率				
负债合计	235286	213306	212327	229946	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	137344	140191	147474	159082	成长能力				
股本	21197	21197	21197	21197	营业收入	11.2%	9.8%	20.2%	17.2%
资本公积	27819	27819	27819	27819	营业利润	-65.5%	4.1%	200.3	64.9%
留存收益	21838	23268	26738	32106	归属于母公司净利润	-60.9%	16.5%	155.8	59.4%
归属母公司股东权益	70836	72266	75735	81103	获利能力				
负债和股东权益	443466	425763	435536	470131	毛利率	29.8%	31.1%	33.7%	34.7%
现金流量表					净利率	0.7%	0.7%	1.6%	2.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	1.7%	2.0%	4.8%	7.2%
经营活动现金流	68210	86599	125963	146810	ROIC	1.6%	1.6%	4.6%	7.1%
净利润	3671	4277	10941	17440	偿债能力				
折旧摊销	56675	72098	90937	110790	资产负债率	53.1%	50.1%	48.8%	48.9%
财务费用	1625	1346	1728	-97	净负债比率	16.31	17.67%	3.86%	1.67%
投资损失	-485	-394	-424	-414	流动比率	0.21	0.13	0.16	0.32
营运资金变动	4622	7118	21090	17740	速动比率	0.19	0.11	0.14	0.29
其它	2101	2154	1691	1351	营运能力				
投资活动现金流	-76470	-75334	-97567	-11397	总资产周转率	0.41	0.45	0.54	0.60
资本支出	78083	73000	95204	111619	应收账款周转率	12	13	13	13
长期投资	-46	0	0	0	应付账款周转率	1.27	1.33	1.34	1.34
其他	1567	-2334	-2363	-2353	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	17824	-34055	-28396	-5727	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.07	0.17	0.28
短期借款	-27182	-2880	-29488	-4358	每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.09	5.94	6.93
长期借款	703	2200	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.41	3.57	3.83
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-241	0	0	0	P/E	98.94	84.92	33.20	20.83
其他	44545	-33374	1092	-1369	P/B	1.71	1.68	1.60	1.50
现金净增加额	9565	-22791	0	27110	EV/EBITDA	5	4.2	3.1	2.5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

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