

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

qining@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.50元

当前股价: 5.41元

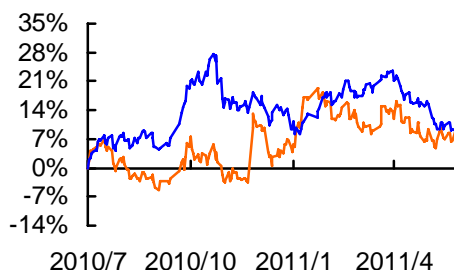
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2820.17
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1147
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	-4.54	-8.71	-2.14
上证综合指数	4.24	-7.55	1.03



相关报告

- 《中国联通-用户净增数环比下滑不改未来趋势, 已接近长期配置时点》2011-6-21
- 《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

600050

强烈推荐

6月用户数点评: 中低端市场拓展见效, 利润闸门开启

公司发布公告称, 6月份公司 2G 用户累计到达数 15,766.5 万户, 当月净增数 41.7 万户。3G 用户累计到达数 2,394.5 万户, 净增数 185.5 万户。本地电话用户累计到达数 9,545.8 万户, 本月净增数 38.7 万户, 宽带用户累计到达数 5,232.2 万户, 本月净增数 105.8 万户。

投资要点

■ **6月3G用户数环比好转, 显示中低端市场拓展已见成效。**在千元智能机中兴 V880 热销(6月份每天销量超 4500 部)之下, 公司 6月 3G 用户数开始出现环比回升(自 5月 170 万净增用户回升至 6月 185 万净增用户)。这一回升显示公司在中低端市场发力的措施已经见效。当前公司每月新增用户中 IPHONE 占比约 10%, 出货量不到 20 万部, 与 2010 年四季度每月 30 万部左右的水平已经明显回落。我们认为中国电信即使在年底拿到 IPHONE, 对于公司基本面产生的冲击也将大大减小。

■ **中低端市场开启利润闸门。**目前市场对于中低端客户对公司 ARPU 值的拖累普遍担忧。我们的观点是: 1、虽然中低端市场的延伸可能带来 ARPU 值的下降, 但根据移动市场的“二八定律”, 却打开了 4 倍的用户市场空间; 2、从利润角度看, 中低端智能机以其优异的性价比, 使得单机终端补贴大为降低, 运营商 3G 利润水平显著提升。以 IPHONE 为例, 公司采购成本不足 4000 元, 而 286 零元购机套餐合约价值约 6864 元, 投资回报(不考虑网络运营成本)约为 71%; 而对于 V880 而言, 公司采购成本约 800 元, 而 96 元零元购机套餐合约价值约为 2400 元, 投资回报比为(不考虑网络运营成本) 200%。因此整体上来看, 中低端市场的拓展必将提升公司的利润水平。我们认为随着智能机的不断普及, 以及公司进入预付费业务时代, 将有可能出现“零补贴”情形, 因此带来利润水平的大幅提升。

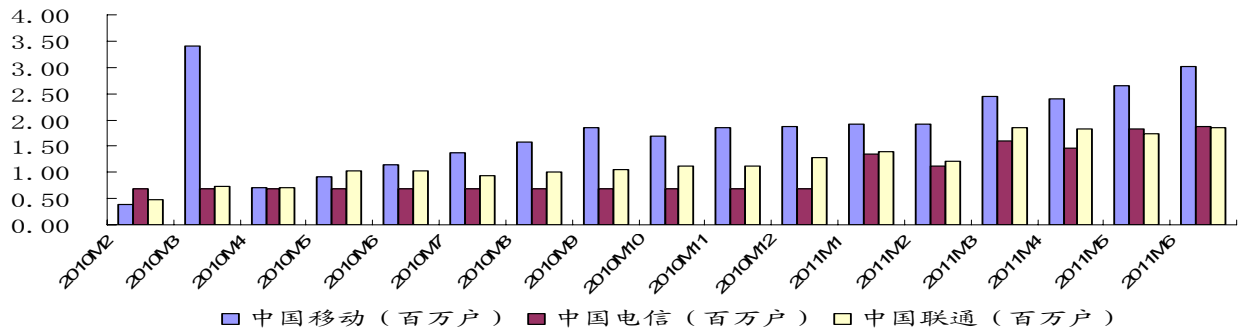
■ **盈利预测与估值。**在公司暂未改变终端补贴占移动业务收入比重 30% 的政策前提下, 我们暂时维持对于公司 2011 年的业绩预测不变。公司中低端市场拓展的深入, 将带来业绩环比的加速改善。由于 H 股大幅上涨, 公司当前 EV/EBITDA 已经接近 5 倍, 但公司未来业绩存在爆发空间, 对应 2012 年的 EV/EBITDA 仍处于 4.4 倍左右的水平。我们维持对于公司的“强烈推荐”评级。

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	2229	4681	7418
同比(%)	-61%	82%	110%	58%
毛利率(%)	29.8%	32.7%	35.3%	36.9%
ROE(%)	1.7%	3.1%	6.0%	8.8%
每股收益(元)	0.06	0.11	0.22	0.35
P/E	98.94	54.48	25.95	16.37
P/B	1.71	1.66	1.57	1.44
EV/EBITDA	5	4	3	2

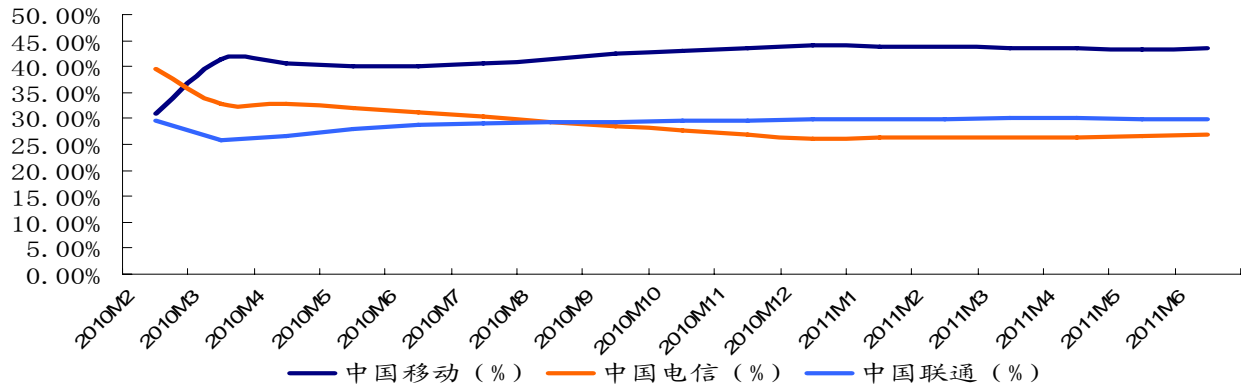
资料来源: 中投证券研究所

图 1 三大运营商 3G 用户月净增速比较



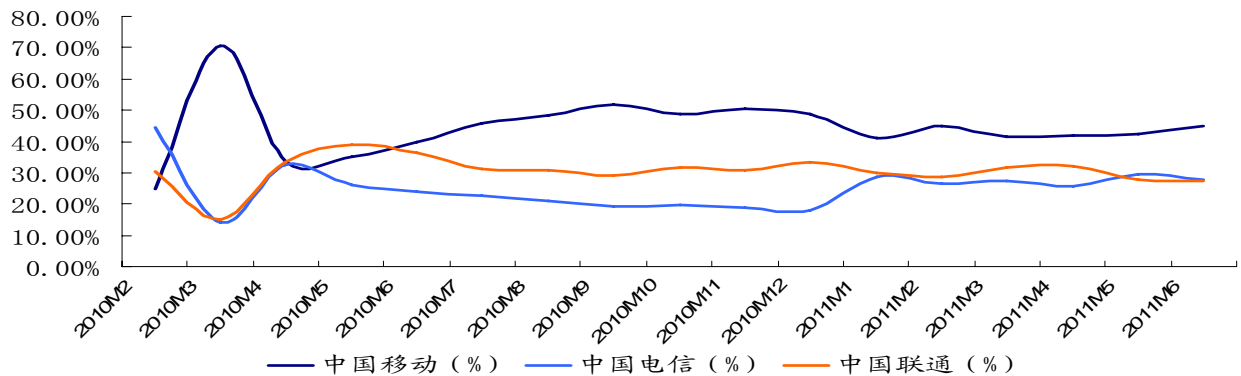
资料来源：公司公告

图 2 三大运营商 3G 用户存量市场份额比较



资料来源：公司公告

图 3 三大运营商 3G 用户增量市场份额比较



资料来源：公司公告

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	29289	68080
现金	22791	0	0	32693
应收账款	10408	11700	13906	16378
其它应收款	1617	5398	7317	9747
预付账款	3067	2470	3073	3682
存货	3728	3608	4290	4862
其他	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	76833	47112	38885	35177
资产总计	443466	425622	435351	475426
流动负债	197894	180231	173770	193585
短期借款	36727	33750	1917	0
应付账款	93695	103742	121746	137070
其他	67472	42739	50107	56515
非流动负债	37392	30544	33031	31698
长期借款	1462	3662	3662	3662
其他	35930	26881	29369	28036
负债合计	235286	210774	206800	225283
少数股东权益	137344	141782	151100	165867
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27819	27819	27819	27819
留存收益	21838	24068	28453	35279
归属母公司股东权益	70836	73065	77451	84276
负债和股东权益	443466	425622	435351	475426

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	68210	86694	128319	149875
净利润	3671	6667	13999	22185
折旧摊销	56675	72098	90937	110790
财务费用	1625	1346	1633	-304
投资损失	-485	-394	-424	-414
营运资金变动	4622	4826	20484	16268
其它	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	1567	-2334	-2363	-2353
筹资活动现金流	17824	-34150	-30753	-3209
短期借款	-27182	-2976	-31834	-1917
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	44545	-33374	1081	-1292
现金净增加额	9565	-22791	0	32693

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	29810	34089	39489
管理费用	16113	17415	21626	25353
财务费用	1625	1346	1633	-304
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	7101	16110	26194
营业外收入	1060	1935	2325	2726
营业外支出	327	597	718	842
利润总额	4647	8438	17717	28078
所得税	975	1771	3719	5893
净利润	3671	6667	13999	22185
少数股东损益	2444	4438	9318	14767
归属母公司净利润	1228	2229	4681	7418
EBITDA	62213	80545	108680	136680
EPS (元)	0.06	0.11	0.22	0.35

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%	81.4%	126.9	62.6%
归属于母公司净利润	-60.9%	81.6%	110.0	58.5%
获利能力				
毛利率	29.8%	32.7%	35.3%	36.9%
净利率	0.7%	1.2%	2.0%	2.7%
ROE	1.7%	3.1%	6.0%	8.8%
ROIC	1.6%	2.5%	5.7%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	53.1%	49.5%	47.5%	47.4%
净负债比率	16.31	17.84%	2.79%	1.71%
流动比率	0.21	0.13	0.17	0.35
速动比率	0.19	0.11	0.14	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.45	0.54	0.60
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	0.11	0.22	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.09	6.05	7.07
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.45	3.65	3.98
估值比率				
P/E	98.94	54.48	25.95	16.37
P/B	1.71	1.66	1.57	1.44
EV/EBITDA	5	4.0	3.0	2.4

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 ±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, 北京工业大学电子信息工程学士, 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

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

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

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