

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

0755-82026733

xxxxxxx@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.50元

当前股价: 4.94元

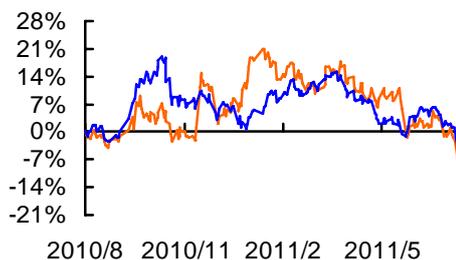
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2612.19 |
| 总股本(百万) | 21197 |
| 流通股本(百万) | 21197 |
| 流通市值(亿) | 1047 |
| EPS (TTM) | 0.06 |
| 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 | -2.76 | -9.00 | -14.63 |
| 上证综合指数 | -3.36 | -4.54 | -9.25 |



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》2011-7-21
- 《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

600050

强烈推荐

盈利拐点如期到来, 高增长序幕拉开

公司发布2011上半年实现营业收入1044.5亿元, 同比增长23%; 其中服务收入932亿元, 同比增长13%, 实现EBITDA 320亿元, 同比增长4%; 净利润26亿元, 同比下降5%, 实现每股EPS 0.04元。公司3G用户占移动用户比从8.4%升至13%, 3G收入占移动业务收入比从18%升至27%。

点评及投资要点:

■ **业绩大超市场预期, 源于盈利能力提升+终端补贴下降。**此前市场对中报最高预期不过3分钱, 而公司实际做到4分钱。单看Q2, 公司营收同比上升21%, 环比升1%; 净利润同比增49%, 环比上升16X。Q2净利润比Q1增加23亿, 而Q2终端补贴(19亿)只比Q1(11亿)少了8亿(IPHONE 286元零元购机套餐取消效应), 剩余15亿的贡献应来自于3G用户迅速增长, 以及用户规模效应迅速提升带来的盈利能力提升。这充分证明3G市场有效启动后, 补贴所造成的压力可以被快速分流。

■ **二季度趋势有望贯穿全年, EPS有望达到0.14元, 同比翻番增长。**上半年业绩几乎全部来自于Q2。展望全年, Q3、Q4中低端用户占比必然迅速提高, 而终端补贴占收入比必将下降, 因此Q3、Q4盈利水平完全可维持在Q2之上, 我们测算净利润将接近30亿元/季度, 全年业绩可达0.14元。上半年手机补贴/移动收入仅为6%, 低于可比公司(中国电信补贴74亿, 占移动业务收入25%), 公司已能“花小钱, 办大事”。

■ **中低端市场开启价值宝藏。**我们曾经多次指出, 中低端用户带来的价值将超过IPHONE用户: 1、中低端市场用户规模巨大, 按通信市场一般规律, 是高端用户规模的4倍。2、中低端用户补贴额大幅减小, 投资回报比大幅提升。(IPHONE用户每花3000元购机成本换来3800元净话费价值; V880用户每花800元购机成本可换来2200元净话费价值)。低价智能终端普及且预付费市场开启后, 3G进入“零补贴”时代。

■ **3G用户数不达预期掩饰不了公司投资价值。**也许2500万3G用户难以达到, 但对比竞争对手的3G ARPU值(电信80元, 移动60元), 若以此折算, 公司2011年实际“价值用户数”增速比中国电信高90%, 比中国移动高40%。

■ **维持“强烈推荐”评级。**我们调整公司盈利预测, 预计2011-2013年EPS为0.14元, 0.3元, 0.4元, 对应2012年EPS仅为15倍。

■ **风险提示:** IPHONE 5推出令补贴上升, 业绩增速低于预期。

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 | 3017 | 6099 | 8559 |
| 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 | 0.14 | 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 |

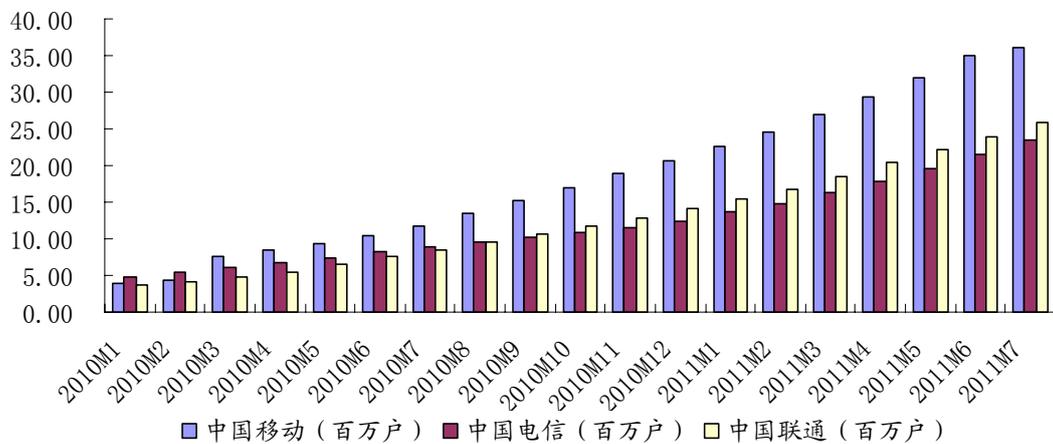
资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司业绩概览

| | 2010H1 | 2011H1 |
|-------------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 825.1 | 1014 |
| 营业收入增速 | | 22.90% |
| EBITDA (亿元) | 307.26 | 320.17 |
| EBITDA 率 | 37.24% | 31.57% |
| EBITDA 增速 | | 4.20% |
| 净利润 (亿元) | 27.82 | 26.37 |
| 净利润率 | 3.37% | 2.60% |
| 净利润增速 | | -5.50% |

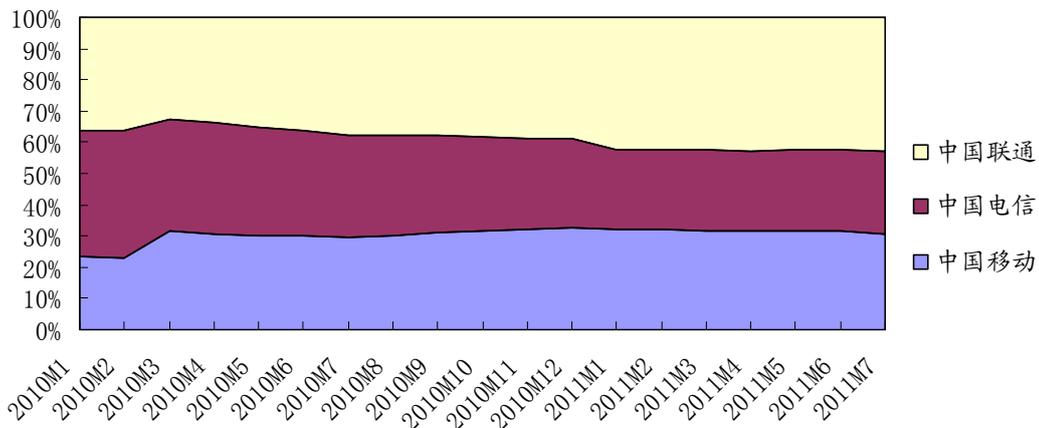
资料来源: 公司公告

图 1 三大运营商 3G 用户增速比较



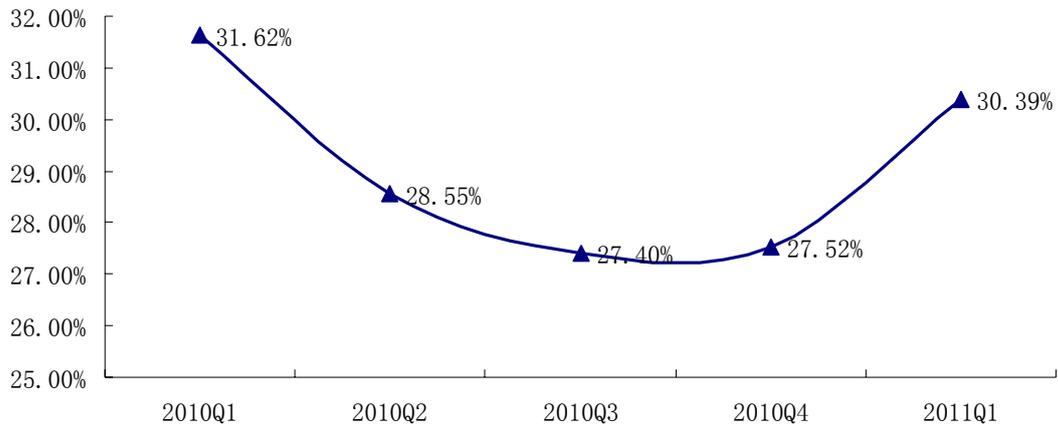
资料来源: 公司公告

图 2 三大运营商 3G 收入市场份额比较



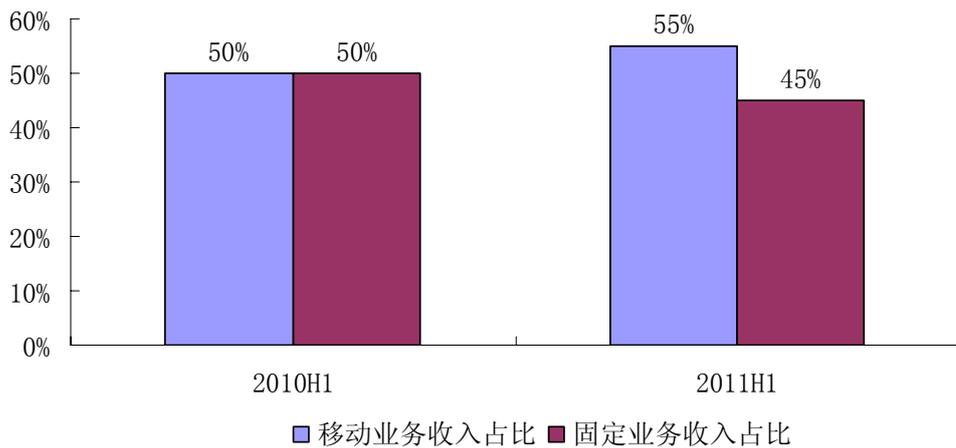
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 3 公司毛利率逐季回升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司固定、移动业务收入占比



资料来源：公司公告、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 | 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 | 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 | 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 | -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 | 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 | 0.14 | 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 | 3.9 | 2.9 | 2.3 |

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 | 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 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 |