

### 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

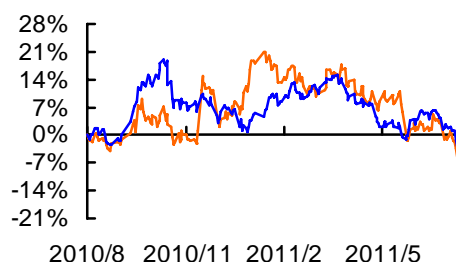
评级调整: 维持

### 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

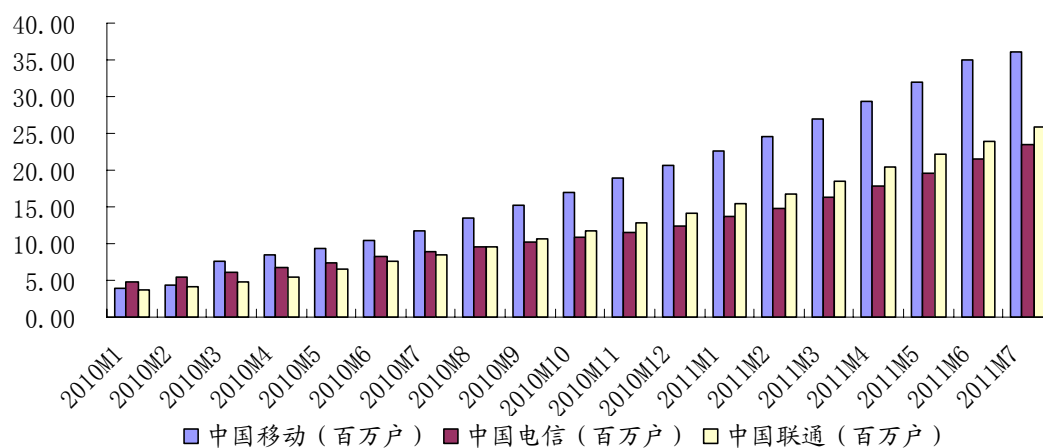
资料来源: 中投证券研究所

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%

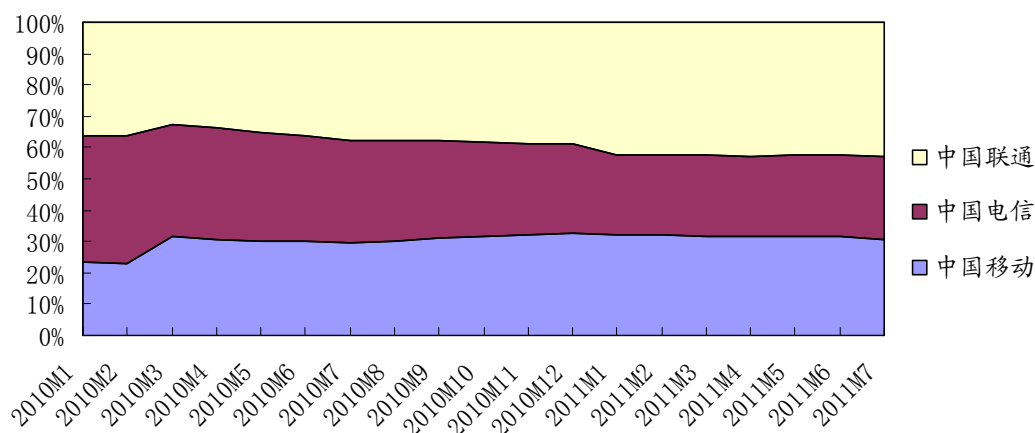
资料来源：公司公告

图 1 三大运营商 3G 用户增速比较



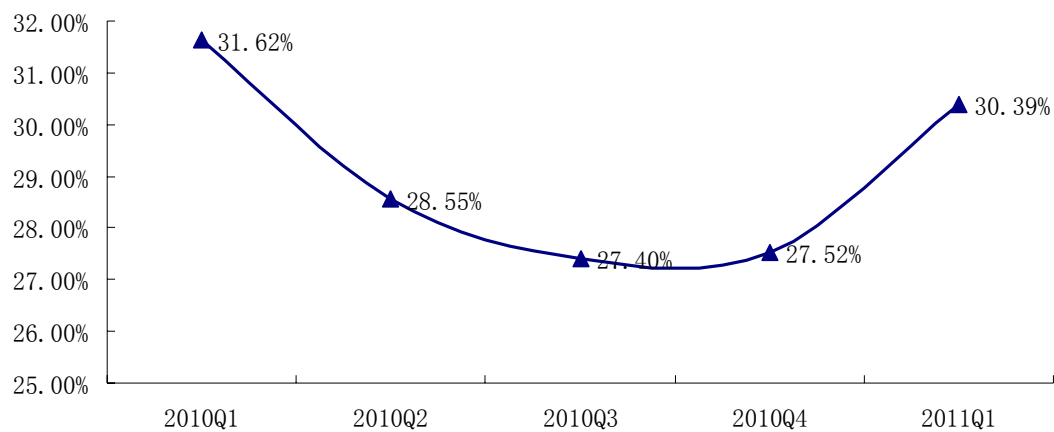
资料来源：公司公告

图 2 三大运营商 3G 收入市场份额比较



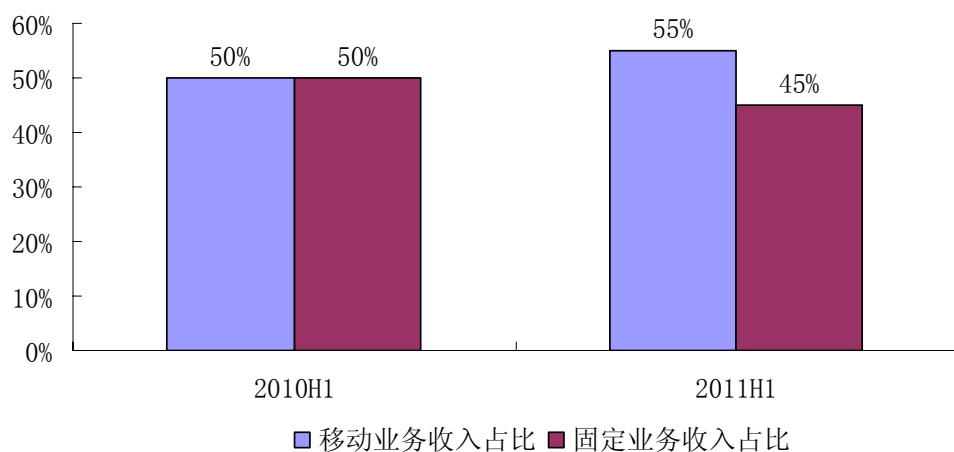
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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					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	23867	33864	77803	<b>营业收入</b>	176168	193503	232540	272613
现金	22791	0	4575	42416	营业成本	123735	130211	150413	172094
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	26829	28976	35540
预付账款	3067	2470	3073	3682	管理费用	16113	17415	21626	25353
存货	3728	3608	4290	4862	财务费用	1625	1346	1379	-672
其他	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	10082	21477	30510
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
<b>资产总计</b>	443466	425622	439926	485150	<b>利润总额</b>	4647	11419	23085	32395
<b>流动负债</b>	197894	177875	171853	193585	所得税	975	2397	4845	6799
短期借款	36727	31395	0	0	<b>净利润</b>	3671	9023	18240	25596
应付账款	93695	103742	121746	137070	少数股东损益	2444	6006	12141	17037
其他	67472	42739	50107	56515	<b>归属母公司净利润</b>	1228	3017	6099	8559
<b>非流动负债</b>	37392	30544	33031	31698	EBITDA	62213	83526	113793	140629
长期借款	1462	3662	3662	3662	EPS (元)	0.06	0.14	0.29	0.40
其他	35930	26881	29369	28036	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	235286	208419	204884	225283	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	137344	143350	155491	172528	<b>成长能力</b>				
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%	157.6%	113.0	42.1%
留存收益	21838	24855	30555	38341	归属于母公司净利润	-60.9%	145.8%	102.2	40.3%
归属母公司股东权益	70836	73852	79552	87339	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	443466	425622	439926	485150	毛利率	29.8%	32.7%	35.3%	36.9%
<b>现金流量表</b>					净利率	0.7%	1.6%	2.6%	3.1%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROE	1.7%	4.1%	7.7%	9.8%
<b>经营活动现金流</b>	68210	89050	132306	152918	ROIC	1.6%	3.4%	7.4%	10.4%
净利润	3671	9023	18240	25596	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	56675	72098	90937	110790	资产负债率	53.1%	49.0%	46.6%	46.4%
财务费用	1625	1346	1379	-672	净负债比率	16.31	16.91%	1.88%	1.71%
投资损失	-485	-394	-424	-414	流动比率	0.21	0.13	0.20	0.40
营运资金变动	4622	4826	20484	16268	速动比率	0.19	0.11	0.17	0.38
其它	2101	2151	1690	1349	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-76470	-75334	-97567	-11397	总资产周转率	0.41	0.45	0.54	0.59
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	1.32	1.33	1.33
其他	1567	-2334	-2363	-2353	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	17824	-36506	-30164	-1104	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.14	0.29	0.40
短期借款	-27182	-5331	-31395	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	4.20	6.24	7.21
长期借款	703	2200	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.48	3.75	4.12
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-241	0	0	0	P/E	98.94	40.26	19.91	14.19
其他	44545	-33374	1231	-1104	P/B	1.71	1.64	1.53	1.39
<b>现金净增加额</b>	9565	-22791	4575	37841	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  $\pm 10\%$  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

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	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