

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: 7.00元

当前股价: 5.35元

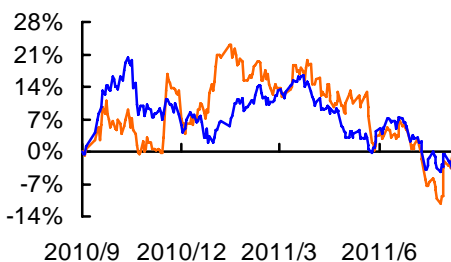
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2443.06
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1134
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	19.42	6.13	-6.26
上证综合指数	-2.89	-7.79	-16.31



相关报告

- 《中国联通-盈利拐点如期到来, 高增长序幕拉开》2011-8-28
- 《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

600050

强烈推荐

8月用户数环比大增, 校园市场热销开启3G规模化新时代

公司发布8月份用户数发展公告,8月份3G用户数净增205万,2G用户数净增31.4万。宽带用户数净增76.7万户。固话用户减少26.8万户。

■ **单月3G净增数成功突破200万, 主要源于校园市场快速增长。**7-8月是运营商用户发展传统淡季,但公司8月3G上容量环比提升近20万,显示出公司自8月份以来大力推广沃派品牌在青少年市场中取得良好反响。据我们了解,沃派品牌自推广以来单日上容量超过8千户,月上容量可达25万,已经接近IPHONE 4推出时所带来的单月上客净增量(30万户/月)。校园用户的快速增长不但显示出公司在3G市场上正在快速摆脱对IPHONE依赖,同时也说明公司3G市场策略与执行方面的能力已得到显著提升。

■ **9月用户数将更上层楼, 同时业绩加速释放。**9月份随着新生入学(2011年有超过600万大学生入学),单月3G用户数将再创新高,我们判断至少达至220万。公司目前共准备了5款千元终端,性价比优秀,货源充足,中低端市场最易接受3G的青少年市场正面临重大突破。ARPU值方面,考虑到年轻人的消费特性,数据流量消费整体维持高位,中低端套餐经常被突破,因此三季度3G ARPU值虽有降低,我们判断仍将在110元上下。而补贴额则将随着大量中低端终端上市进一步走低。此外,如我们在中报点评中所述,二季度用户规模提升为公司移动业务毛利提升贡献明显,其净利润贡献超过终端补贴节约带来的净利润贡献。因此,我们判断三季度业绩仍会维持高位。

■ **IPHONE 5上市带来终端补贴对利润水平影响有限。**首先,按照苹果公司一贯的销售政策,我们判断IPHONE 5推出的价格不会超过推出IPHONE 4时的价位;其次IPHONE在中国市场已经具有一定影响力,相当比例的IPHONE 5用户将源于已持有IPHONE的用户,因此销售热度恐难超过IPHONE 4推出时的热度。即使恢复286元零元购机套餐,我们预测新增终端补贴也将控制在9亿左右,对全年净利润水平影响约在10%以内。在3G用户进入规模化拓展时代,用户数带来规模效应的快速提升将成为公司盈利的主要驱动力,在3G消费逐渐普及化的时代,个别品种终端对于公司营收及利润的影响都将越来越小。

■ **盈利预测与估值。**我们维持公司盈利预测,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。

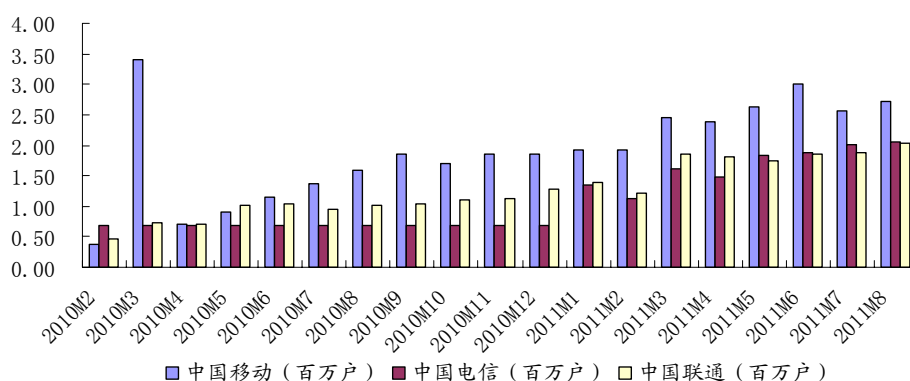
■ **风险提示:**网络质量改善低于预期。

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

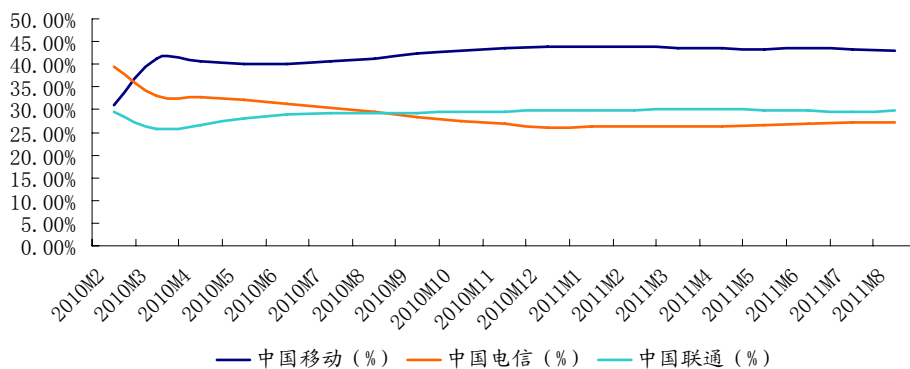
资料来源: 中投证券研究所

图 1 3G 用户单月新增量对比



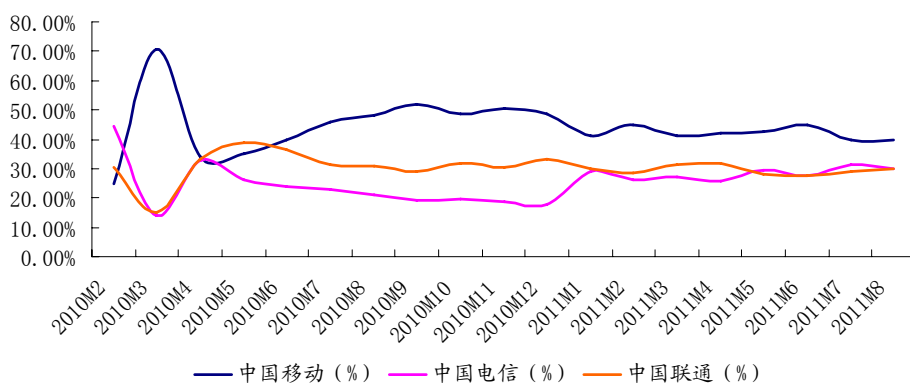
资料来源：公司公告

图 2 3G 用户单月新增用户市场份额对比



资料来源：公司公告

图 3 3G 用户存量市场份额对比



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	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

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