

通信运营

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 齐宁

S0960111010004

010-63222585

qining@cjis.cn

6-12个月目标价: 5元

当前股价: 3.99元

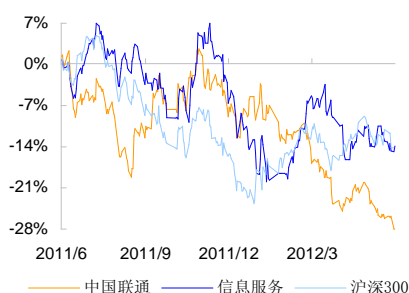
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2311.92
总股本(百万)	21196
流通股本(百万)	21196
流通市值(亿)	845
EPS	0.07
每股净资产(元)	3.35
资产负债率	54.50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	-9.93	-15.28	-20.63
信息服务	-5.07	-11.70	-14.10
沪深300指数	-4.92	-4.51	0.07



相关报告

中国联通 - 业绩低于预期, 成本上升实为未来发展铺路 2012-03-27

中国联通 - 春节因素致 3G 增量环比下滑, 但市场竞争力仍然优异 2012-02-21

中国联通 - 10 月 3G 用户数放量, 2500 万发展目标指日可待 2011-11-23

中国联通

600050

推荐

深耕细作 3G 用户消费习惯, 数据流量快速上升贡献积极

近期我们参加了公司股东大会, 与公司就近期公司发展情况进行了交流。

- **20 元套餐卡主要考虑培养用户数据消费习惯, “随意打”主要着力于保有 2G 客户。** 20 元套餐卡的推出主要是为了扩大低端 3G 用户群体, 培养低端用户的 3G 业务消费习惯, 20 元套餐卡在数据和语音之间可以自由消费, ARPU 值可能远超市场预期。“随意打”业务推出后, 吸引了大量用户从异网转来, 事实证明对于 2G 用户具有有效的保有作用。随意打和 20 元套餐卡的推出不能理解为价格战, 而是为了探索 2G/3G 融合发展的有效措施。
- **降低千元智能机补贴比例背景在于智能机产业日臻成熟。** 公司调整对于千元智能机的补贴比例, 从 50% 调降到 20-30%。此举推出主要是因为千元智能机产业经过一年左右发展已经逐渐成熟, 在消费者中已经形成广泛影响, 不再需要运营商的大力扶持, 而终端补贴比例的降低目前也是全球电信运营行业的发展大势。从收入占比上来看, 一季度终端补贴占收比已经大幅下降。从全年来看, 补贴占收比下降有望持续, 对业绩的压力有望降低。
- **数据流量快速增长有望对利产生积极贡献。** 尽管数据流量的盈利水平未必有语音业务高, 但从长期趋势看, 由于移动互联网快速发展, 数据流量上升的空间还很大, 有望对盈利水平产生积极贡献。虽然公司一季度 3G 用户 ARPU 值下降至 90 元, 但数据流量的快速上升有望对 ARPU 产生积极贡献。从中长期趋势看, ARPU 值的下降不会影响 3G 收入快速提升。
- **盈利预测与评级。** 我们维持对公司盈利预测, 预计 2012-2014 年 EPS 为 0.09 元, 0.15 元, 0.24 元, 维持“推荐”评级。

风险提示。 网络质量改善无法与用户快速增长同步。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	215519	267683	310172	350439
收入同比(%)	22%	24%	16%	13%
归属母公司净利润	1412	1948	3238	5183
净利润同比(%)	14%	38%	66%	60%
毛利率(%)	28.4%	26.7%	27.7%	30.1%
ROE(%)	2.0%	2.7%	4.2%	6.4%
每股收益(元)	0.07	0.09	0.15	0.24
P/E	74.60	54.09	32.53	20.32
P/B	1.48	1.44	1.38	1.29
EV/EBITDA	5	4	4	3

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	38872	157974	254970	359014
现金	15439	128067	221147	321003
应收账款	12439	15979	18311	20765
其他应收款	1925	2510	2608	3189
预付账款	3689	4778	5408	5936
存货	4651	5929	6770	7393
其他流动资产	729	711	726	729
非流动资产	419651	356822	291618	224956
长期投资	47	48	48	48
固定资产	325436	291830	242971	185972
无形资产	20740	19739	18702	17677
其他非流动资产	73428	45204	29898	21260
资产总计	458524	514795	546589	583971
流动负债	213490	263300	285311	306497
短期借款	32322	39054	39054	39054
应付账款	91139	126801	140684	155222
其他流动负债	90030	97445	105573	112221
非流动负债	36423	36659	36481	36430
长期借款	1384	1305	1227	1148
其他非流动负债	35040	35353	35254	35282
负债合计	249913	299959	321792	342926
少数股东权益	137587	141863	148586	159650
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27159	27159	27159	27159
留存收益	22691	24639	27877	33060
归属母公司股东权益	71024	72973	76211	81394
负债和股东权益	458524	514795	546589	583971

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	69453	111296	99315	108330
净利润	4188	6224	9961	16248
折旧摊销	59737	66218	69929	71931
财务费用	1243	1211	1798	3798
投资损失	-866	-630	-685	-697
营运资金变动	3891	37701	19635	18357
其他经营现金流	1260	572	-1323	-1307
投资活动现金流	-82738	-4247	-4313	-4613
资本支出	81818	1500	1650	1815
长期投资	-3368	-75	-86	55
其他投资现金流	-4287	-2821	-2749	-2743
筹资活动现金流	5800	5579	-1921	-3861
短期借款	-4405	6733	0	0
长期借款	-79	-79	-79	-79
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-659	0	0	0
其他筹资现金流	10943	-1076	-1843	-3783
现金净增加额	-7485	112628	93080	99856

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	215519	267683	310172	350439
营业成本	154414	196337	224271	245032
营业税金及附加	6352	7727	9016	10163
营业费用	28751	33033	40617	45890
管理费用	18200	19928	19989	22585
财务费用	1243	1211	1798	3798
资产减值损失	2771	2671	2704	2704
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	866	630	685	697
营业利润	4654	7408	12462	20965
营业外收入	1874	1874	1874	1874
营业外支出	865	865	865	865
利润总额	5664	8417	13471	21974
所得税	1476	2194	3511	5727
净利润	4188	6224	9961	16248
少数股东损益	2776	4276	6723	11065
归属母公司净利润	1412	1948	3238	5183
EBITDA	65634	74836	84189	96693
EPS (元)	0.07	0.09	0.15	0.24

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	22.3%	24.2%	15.9%	13.0%
营业利润	18.1%	59.2%	68.2%	68.2%
归属于母公司净利润	14.4%	37.9%	66.2%	60.1%
获利能力				
毛利率	28.4%	26.7%	27.7%	30.1%
净利率	0.7%	0.7%	1.0%	1.5%
ROE	2.0%	2.7%	4.2%	6.4%
ROIC	1.5%	3.4%	10.4%	102.5%
偿债能力				
资产负债率	54.5%	58.3%	58.9%	58.7%
净负债比率	13.54	13.50%	12.56	11.76%
流动比率	0.18	0.60	0.89	1.17
速动比率	0.16	0.58	0.87	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.55	0.58	0.62
应收账款周转率	14	15	14	14
应付账款周转率	1.67	1.80	1.68	1.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.09	0.15	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	5.25	4.69	5.11
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.44	3.60	3.84
估值比率				
P/E	74.60	54.09	32.53	20.32
P/B	1.48	1.44	1.38	1.29
EV/EBITDA	5	4	4	3

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

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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