

**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: 4-4.5元**

当前股价: 3.58元

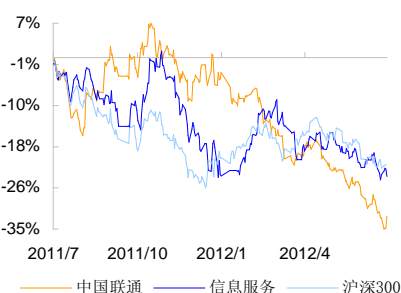
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2184.84
总股本(百万)	21196
流通股本(百万)	21196
流通市值(亿)	758
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	-9.33	-14.89	-27.39
信息服务	-7.45	-11.70	-7.28
沪深300指数	-5.99	-5.02	-1.88



**相关报告**

- 中国联通 - 深耕细作 3G 用户消费习惯, 数据流量快速上升贡献积极 2012-06-07
- 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**

**600050**

**推荐**

**单月 3G 用户增量突破 300 万, 全年最佳配置时点来临**

公司发布公告, 6 月份 3G 用户净增 302 万户, 2G 净增 38 万户, 宽带净增 86 万户

■ **3G 净增用户数突破 300 万, 预付费用户有望提升盈利能力。**在连续 6 个月徘徊之后, 公司月净增 3G 用户数终于突破 300 万关口, 其中一部分用户来自于 5 月份发售的 30 万张 20 元 3G 卡用户在本月得以计入。我们认为 20 元 3G 卡是公司在“预付费用户”领域的成功试水, 其意义两方面: 一、规模启动 3G 市场, 公司既 2011 年下半年开始大规模推广中低端智能机后, 又辅之推出 20 元低价套餐, 标志着 3G 消费真正从高端走向普罗大众; 二、低成本扩张。反观中国移动发展史, 其 80-90% 的用户构成集中在预付费, 且公司不需要为此付出大量补贴, 为公司超高盈利能力奠定基础, 联通“预付费”用户的成功扩展同样意味着制约公司盈利的唯一因素——终端补贴占收比有望持续下降。我们认为公司后期将进一步加大预付费用户发展力度, 对用户数及盈利能力产生双重积极贡献。

■ **2G 用户保持稳健增速, “随意打”作用开始体现。**环比来看, 公司 6 月新增 2G 用户 38 万, 较上月 37 万小幅提升, 连续 2 月保持平稳增速。我们了解联通以“随意打”保有 2G 客户的策略已经开始引发竞争对手跟随, 对 2G 用户的保有产生积极贡献。

■ **盈利预测与评级。**考虑到公司实施低成本扩张, 我们上调公司盈利预测, 预计 2012-2014 年 EPS 为 0.07 元, 0.12 元, 0.19 元。我们认为根据历史经验上半年一般是运营商全年业绩最好的时期, 因此中报完全有可能超市场预期, 目前是全年配置的最佳时点, 总体维持“推荐”评级。

■ **风险因素。**网络质量改善无法与用户快速发展同步。

**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	2569	3998	6046
净利润同比(%)	14%	82%	56%	51%
毛利率(%)	28.4%	27.7%	28.7%	31.1%
ROE(%)	2.0%	3.5%	5.2%	7.2%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.19	0.29
P/E	74.60	41.01	26.35	17.42
P/B	1.48	1.43	1.36	1.26
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
<b>流动资产</b>	38872	158214	257328	363802
现金	15439	128453	223673	325981
应收账款	12439	15979	18311	20765
其他应收款	1925	2510	2608	3189
预付账款	3689	4713	5333	5851
存货	4651	5848	6676	7287
其他流动资产	729	711	726	729
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	458524	515036	548946	588758
<b>流动负债</b>	213490	261555	283346	304255
短期借款	32322	39054	39054	39054
应付账款	91139	125072	138738	153002
其他流动负债	90030	97429	105553	112199
<b>非流动负债</b>	36423	36659	36481	36430
长期借款	1384	1305	1227	1148
其他非流动负债	35040	35353	35254	35282
<b>负债合计</b>	249913	298214	319827	340684
少数股东权益	137587	143227	151528	164435
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27159	27159	27159	27159
留存收益	22691	25260	29258	35305
归属母公司股东权益	71024	73595	77592	83639
<b>负债和股东权益</b>	458524	515036	548946	588758

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	69453	111674	101395	110626
净利润	4188	8209	12299	18954
折旧摊销	59737	66218	69929	71931
财务费用	1243	1203	1737	3643
投资损失	-866	-630	-685	-697
营运资金变动	3891	36105	19438	18103
其他经营现金流	1260	569	-1324	-1307
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	5800	5587	-1861	-3706
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	-1068	-1782	-3628
<b>现金净增加额</b>	-7485	113014	95221	102307

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
<b>营业收入</b>	215519	267683	310172	350439
营业成本	154414	193660	221169	241528
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	1203	1737	3643
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
<b>营业利润</b>	4654	10093	15624	24624
营业外收入	1874	1874	1874	1874
营业外支出	865	865	865	865
<b>利润总额</b>	5664	11102	16633	25634
所得税	1476	2893	4335	6680
<b>净利润</b>	4188	8209	12299	18954
少数股东损益	2776	5640	8301	12907
<b>归属母公司净利润</b>	1412	2569	3998	6046
<b>EBITDA</b>	65634	77513	87291	100198
<b>EPS (元)</b>	0.07	0.12	0.19	0.29

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.3%	24.2%	15.9%	13.0%
营业利润	18.1%	116.8%	54.8%	57.6%
归属于母公司净利润	14.4%	81.9%	55.6%	51.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.4%	27.7%	28.7%	31.1%
净利率	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%
ROE	2.0%	3.5%	5.2%	7.2%
ROIC	1.5%	4.5%	12.4%	105.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.5%	57.9%	58.3%	57.9%
净负债比率	13.54	13.58%	12.64	11.84%
流动比率	0.18	0.60	0.91	1.20
速动比率	0.16	0.58	0.88	1.17
<b>营运能力</b>				
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	1.79	1.68	1.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.12	0.19	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	5.27	4.78	5.22
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.47	3.66	3.95
<b>估值比率</b>				
P/E	74.60	41.01	26.35	17.42
P/B	1.48	1.43	1.36	1.26
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