

**通信运营III**

**署名人: 王鹏**

执业证书编号: 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: 6.80元**

当前股价: 5.78元

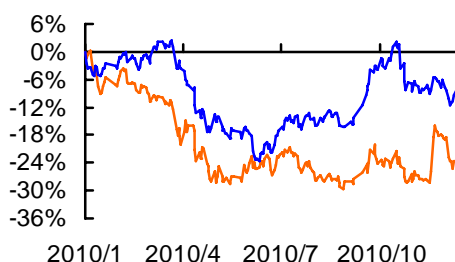
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1225
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	9.85
资产负债率	50.2%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
中国联通	1.05	8.65	6.06
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



**相关报告**

- 《中国联通-公司5月3G用户净增102万, 未来良好趋势仍将不断加强》2010-6-22
- 《中国联通-Iphone销量5月以来形势喜人, 建议关注携号转网政策近期动向》2010-6-7
- 《中国联通-公司估值安全边际显现, 股价催化上行的条件逐渐成熟》2010-5-11

**中国联通**

**600050**

**推荐**

**3G市场持续给力, V形反转趋势渐成**

近期我们调研了公司, 对公司战略及3G发展状况进行了沟通了解。

**投资要点:**

■ **公司深化实施“3G领先与一体化创新战略”, 立志将3G网络与业务打造为国内第一。**公司拥有WCDMA网络为全球商用成熟度最高, 使用最广泛的3G制式, 资源条件得天独厚。公司引入IPHONE虽然在利润上做出了牺牲, 但却有效启动了3G市场, 带来大量合约用户, 总体利大于弊。公司目前的总体战略是以3G网络优势为依托, 全力推进市场拓展, 实现后发赶超。

■ **销售渠道拓展迅速, 客户结构趋于优化。**2010年公司社会销售渠道拓展迅速, 预计年底已接近2万家。社会渠道发展业务总量占比预计接近40%。66元套餐推出后, 公司新发展3G用户中90%为中低端用户; 新推出的46元C套餐不但降低用户门槛, 且专为本地通话量较大的用户设计, 有效实现了用户细分。2011年公司将持续在社会渠道及中低端市场发力。广东、北京3G用户数居前, 广东超过100万户, 而北京在2010年9-10月一度达到10万户/月的增速, 发展态势良好。

■ **终端策略走向平衡, 明星级与中低端并重。**公司目前定制终端已超过100款, 预计2011年仍将推50种以上新型终端。IPAD引入因国家入网许可证原因暂时没有推出计划。3G市场有效启动后, 公司将逐步走明星级与中低端并重的发展路线, 不再单独依赖某类明星终端, 实现用户关注焦点从终端向网络和业务的转移。

■ **资本开支总体谨慎, 宽带仍为投入重点。**公司2011年资本开支计划将偏于谨慎, 主要源于3G网络覆盖基本完成, 短期不会继续加大投入。但公司在宽带方面将继续加大投入, 实施宽带提速。公司将加大WLAN建设, 预计2011年建设规模将翻倍。公司还将在网络维护和优化方面加大投入力度, 实现网络质量的有效改善。

■ **人员整合已近结束, 管理走向优化。**收购网通公司后, 公司大力推动固网与移动人员的整合, 已通过多次组织架构和管理政策的调整, 基本实现人员在绩效考核、业务管理等方面的全面一致。公司2011年将加强精细化管理, 推动公司管理有效改善。

■ **盈利预测与评级:** 我们认为2010年公司改变会计政策, 终端补贴一次性计入当期成本导致利润下滑不具有参考性。若延续往年会计政策, 则我们预测公司2010-2012真实EPS应为0.12元、0.2元、0.33元。公司即将步入发展快车道, 以未来五年复合增速34%计算, 公司2011年合理PE为34倍, 目标价为6.8元, 给以“推荐”评级。

■ **风险提示:** 3G网络优化尚需时日, 公司网络优势不能迅速体现。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	158369	166301	193869	241672
同比(%)	-3%	5%	17%	25%
归属母公司净利润(百万元)	3137	1774	3316	4914
同比(%)	-84%	-43%	87%	48%
毛利率(%)	33.3%	33.3%	34.2%	34.9%
ROE(%)	4.4%	2.5%	4.4%	6.3%
每股收益(元)	0.15	0.08	0.16	0.23
P/E	48.78	86.28	46.15	31.14
P/B	2.16	2.14	2.05	1.95
EV/EBITDA	6	5	4	3

资料来源: 中投证券研究所

若不考虑会计政策变更，我们对公司未来业绩预测如下：

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	158369	166301	193869	241672
营业成本（百万元）	105654	110969	128460	157348
营业税金及附加（百万元）	4487	4712	5493	6847
营业费用（百万元）	20957	21472	23093	26371
管理费用（百万元）	14048	14323	16947	20970
财务费用（百万元）	944	3118	1715	1027
资产减值损失（百万元）	2376	2376	2376	2376
公允价值变动收益（百万元）	1239	0	0	0
投资净收益（百万元）	212	232	225	228
营业利润（百万元）	11356	9563	16010	26961
营业外收入（百万元）	1101	500	500	500
营业外支出（百万元）	275	200	242	234
利润总额（百万元）	12181	9863	16268	27227
所得税（百万元）	2807	2273	3749	6275
净利润（百万元）	9374	7590	12519	20953
少数股东损益（百万元）	6237	5050	8330	13941
归属母公司净利润（百万元）	3137	2540	4190	7012
EBITDA（百万元）	61642	77372	95414	125214
EPS（元/股）	0.15	0.12	0.20	0.33

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	30723	33440	92021	143031	<b>营业收入</b>	158369	166301	193869	241672
现金	8828	11796	65811	110495	营业成本	105654	110969	127491	157348
应收账款	9871	9751	11829	14437	营业税金及附加	4487	4712	5493	6847
其它应收款	6667	6968	8649	11330	营业费用	20957	23972	27045	33713
预付账款	1853	1708	2036	2524	管理费用	14048	14752	17197	21437
存货	2412	2111	2587	3126	财务费用	944	3165	1876	1363
其他	1091	1107	1109	1119	资产减值损失	2376	2376	2376	2376
<b>非流动资产</b>	388510	337195	341123	345784	公允价值变动收益	1239	0	0	0
长期投资	15	15	15	15	投资净收益	212	232	225	228
固定资产	285035	263474	282772	295555	<b>营业利润</b>	11356	6587	12618	18815
无形资产	19645	19434	19213	18992	营业外收入	1101	500	500	500
其他	83814	54272	39123	31222	营业外支出	275	200	242	234
<b>资产总计</b>	419232	370635	433143	488815	<b>利润总额</b>	12181	6887	12876	19081
<b>流动负债</b>	199612	146972	198859	240449	所得税	2807	1587	2967	4397
短期借款	63909	30000	60000	70000	<b>净利润</b>	9374	5300	9909	14684
应付账款	100567	80595	99602	124519	少数股东损益	6237	3526	6593	9770
其他	35136	36377	39257	45929	<b>归属母公司净利润</b>	3137	1774	3316	4914
<b>非流动负债</b>	10774	10653	11774	11991	EBITDA	61642	74443	92182	117404
长期借款	759	1222	1684	2146	EPS (元)	0.15	0.08	0.16	0.23
其他	10015	9432	10090	9845					
<b>负债合计</b>	210387	157625	210633	252440	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	137862	141388	147981	157751	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	21197	21197	21197	21197	<b>成长能力</b>				
资本公积	28060	28060	28060	28060	营业收入	-3.5%	5.0%	16.6%	24.7%
留存收益	21747	22384	25293	29387	营业利润	66.2%	-42.0%	91.5%	49.1%
归属母公司股东权益	70984	71622	74530	78624	归属于母公司净利润	-84.5%	-43.5%	86.9%	48.2%
<b>负债和股东权益</b>	419232	370635	433143	488815	<b>获利能力</b>				
					毛利率	33.3%	33.3%	34.2%	34.9%
					净利率	2.0%	1.1%	1.7%	2.0%
					ROE	4.4%	2.5%	4.4%	6.3%
					ROIC	3.7%	3.3%	5.3%	8.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	50.2%	42.5%	48.6%	51.6%
					净负债比率	30.78	19.86%	29.33	28.61%
					流动比率	0.15	0.23	0.46	0.59
					速动比率	0.14	0.21	0.45	0.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.41	0.42	0.48	0.52
					应收账款周转率	12	12	13	13
					应付账款周转率	1.30	1.23	1.42	1.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.15	0.08	0.16	0.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	2.52	5.13	6.57
					每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.38	3.52	3.71
					<b>估值比率</b>				
					P/E	48.78	86.28	46.15	31.14
					P/B	2.16	2.14	2.05	1.95
					EV/EBITDA	6	5	4	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。

## 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