

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: 7.50元

当前股价: 5.74元

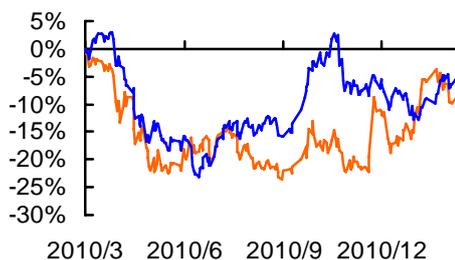
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2919.14
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1217
EPS (TTM)	0.05
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	-1.54	0.88	0.00
上证综合指数	2.23	1.43	0.00



相关报告

- 《中国联通-曲高无须大雅, 花香何必满庭。》2011-2-23
- 《中国联通-3G市场持续给力, V形反转趋势渐成》2011-1-24
- 《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

600050

推荐

淡季存亮点, 3G净增速度渐入佳境

事件: 2011年3月19日中国联通公布2011年2月用户数据。3G用户继续快速增长: 2月份新增3G用户121.3万户, 同比增长158.1%, 环比下滑13.8%, 其中3G数据卡用户新增15.2万户; 2G用户新增72.8万户; 固定宽带用户稳步增长, 本月新增65.9万户; 固话用户减少3.7万户, 固话业务基本止住下滑, 走向平稳。

点评及投资要点:

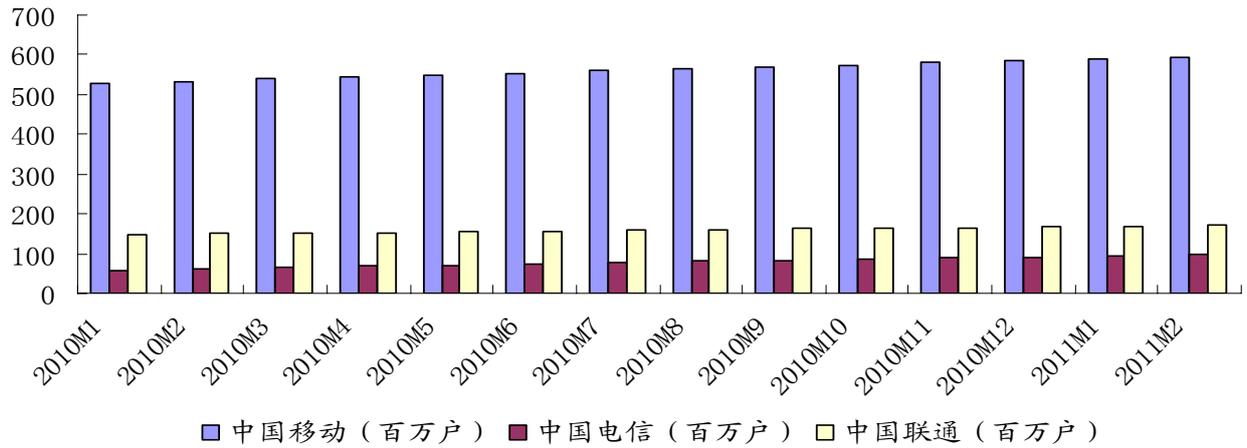
- **季节性因素导致用户环比增速下滑, 不改全年升势。** 春节是运营商用户发展的传统淡季, 环比均会小幅下滑。但从同比增速来看公司2月份延续了1月份以来用户数快速上升的良好势头。对比中移动2月份新增193万户的增速, 双方差距已经显著缩小。随着低价套餐开始实施, 以及补贴政策向中低端倾斜, 我们认为2G向3G的过渡已是必然, 但其迁移速度则根本上取决于用户3G消费习惯的培养。综合参考国际上2G向3G的迁移速率, 我们维持深度报告中提出的观点, 2011年全行业3G渗透率将提升5个百分点左右, 联通全年新增3G用户数将在2000万-2500万之间。
- **数据卡用户快速发展将有效提升公司网络声誉。** 公司2月份上网卡用户同比增长近600%。上网卡是运营商在3G发展初期迅速开拓市场所使用的重要发展手段。尽管上网卡用户的快速发展会给公司3G网络带来一定压力, 但公司对上网卡用户的发展限度具有清醒认知(据我们调研不超过3G用户数的20%), 同时公司在该领域的发力表明其对于自身网络的承受能力已经充满自信。据我们在深圳地区的草根调研, 目前公司上网卡已多处脱销, 销量极好。上网卡用户净增量虽然仅占3G用户数净增量10%, 但其对于公司3G市场的拓展会形成良好“口碑”效应。
- **固话用户下降势头趋缓, 渐趋平稳。** 自2010年12月末公司实施年底用户清查后, 公司固话用户数快速下降的趋势已得到明显扭转, 2月份固话用户减少数仅为去年的1/10, 我们认为2011年处理好固话市场的关键在于小灵通用户的转网问题。只要实施恰当的小灵通用户转网至2G政策, 公司将不会因固话用户下滑受到影响。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司2011-2013 EPS为0.12元、0.28元、0.51元。我们首先以收入费用的配比原则恢复终端补贴2年分摊的会计政策, 其次再结合国际通行的EV/EBITDA方法反推, 得出公司合理EV/EBITDA为5倍, 而当前EV/EBITDA仅4.4倍, 反推合理价值应为7.5元, 维持“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	192534	237054
同比(%)	-3%	5%	16%	23%
归属母公司净利润(百万元)	3137	1295	2230	5498
同比(%)	-84%	-59%	72%	147%
毛利率(%)	33.3%	30.6%	32.7%	35.7%
ROE(%)	4.4%	1.8%	3.1%	7.0%
每股收益(元)	0.15	0.06	0.11	0.26
P/E	39.39	95.43	55.42	22.48
P/B	1.74	1.74	1.69	1.58
EV/EBITDA	5	5	4	3

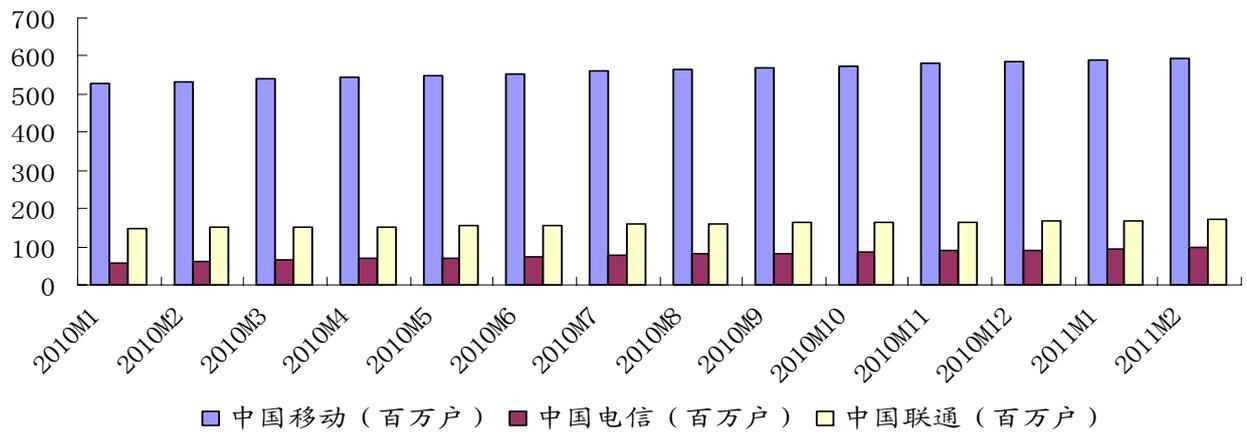
资料来源: 中投证券研究所

图 1 近一年三大运营商移动用户存量状况对比



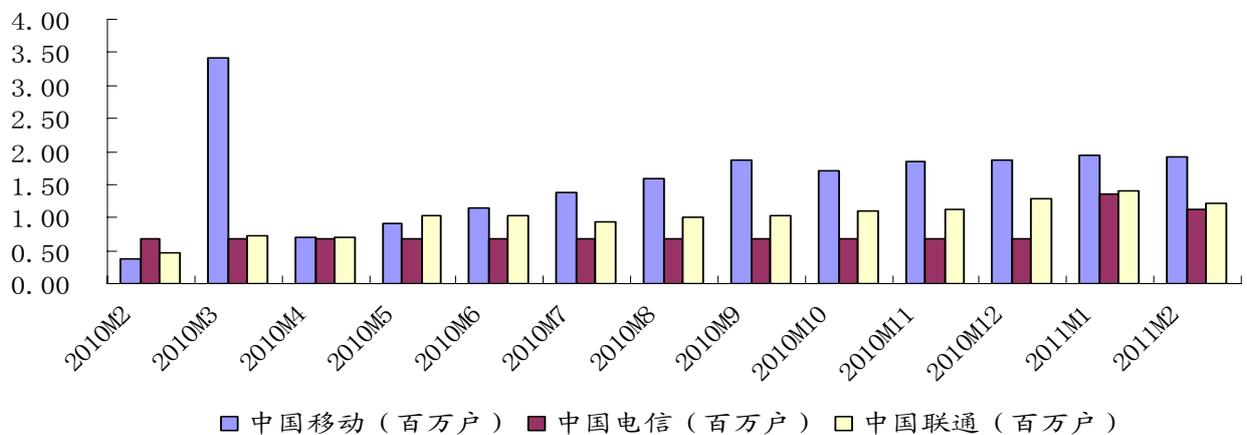
资料来源：上市公司公告

图 2 近一年来三大运营商 3G 用户存量状况对比



资料来源：上市公司公告

图 3 近一年来三大运营商 3G 用户单月净增状况对比



资料来源：上市公司公告

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	30723	20386	24508	46563
现金	8828	0	0	15641
应收账款	9871	9986	11793	14394
其它应收款	6667	5471	6991	9997
预付账款	1853	1642	2000	2399
存货	2412	2196	2627	3029
其他	1091	1092	1096	1103
非流动资产	388510	328524	348117	366049
长期投资	15	15	15	15
固定资产	285035	254813	281888	302407
无形资产	19645	19424	19203	18983
其他	83814	54272	47010	44645
资产总计	419232	348910	372624	412613
流动负债	199612	124940	141630	165985
短期借款	63909	4687	1341	0
应付账款	100567	83826	101164	120654
其他	35136	36428	39126	45331
非流动负债	10774	12391	13049	12805
长期借款	759	2959	2959	2959
其他	10015	9432	10090	9845
负债合计	210387	137331	154679	178790
少数股东权益	137862	140436	144870	155801
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	28060	28060	28060	28060
留存收益	21747	21906	23838	28785
归属母公司股东权益	70984	71143	73075	78022
负债和股东权益	419232	348910	372624	412613

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	59309	53493	101822	134215
净利润	9374	3870	6663	16429
折旧摊销	49343	63721	76412	97412
财务费用	944	1346	464	-35
投资损失	-212	-143	-166	-158
营运资金变动	593	-13067	15808	18655
其它	-732	-2233	2641	1913
投资活动现金流	-90250	-2915	-97682	-11672
资本支出	81540	0	94727	113786
长期投资	1	0	0	0
其他	-8708	-2915	-2956	-2942
筹资活动现金流	28526	-59406	-4140	-1846
短期借款	53129	-59222	-3346	-1341
长期借款	-238	2200	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3778	0	0	0
其他	-28143	-2384	-794	-506
现金净增加额	-2415	-8828	0	15641

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	158369	166301	192534	237054
营业成本	105654	115418	129490	152464
营业税金及附加	4487	4712	5455	6716
营业费用	20957	23845	29795	34074
管理费用	14048	14967	17906	22046
财务费用	944	1346	464	-35
资产减值损失	2376	2376	2376	2376
公允价值变动收益	1239	0	0	0
投资净收益	212	143	166	158
营业利润	11356	3781	7215	19571
营业外收入	1101	1663	1925	2371
营业外支出	275	416	481	593
利润总额	12181	5028	8659	21349
所得税	2807	1159	1995	4920
净利润	9374	3870	6663	16429
少数股东损益	6237	2575	4434	10931
归属母公司净利润	3137	1295	2230	5498
EBITDA	61642	68848	84090	116948
EPS (元)	0.15	0.06	0.11	0.26

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-3.5%	5.0%	15.8%	23.1%
营业利润	66.2%	-66.7%	90.8%	171.3%
归属于母公司净利润	-84.5%	-58.7%	72.2%	146.6%
获利能力				
毛利率	33.3%	30.6%	32.7%	35.7%
净利率	2.0%	0.8%	1.2%	2.3%
ROE	4.4%	1.8%	3.1%	7.0%
ROIC	3.7%	1.9%	2.8%	7.1%
偿债能力				
资产负债率	50.2%	39.4%	41.5%	43.3%
净负债比率	30.78	5.63%	2.84%	1.70%
流动比率	0.15	0.16	0.17	0.28
速动比率	0.14	0.15	0.15	0.26
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.43	0.53	0.60
应收账款周转率	12	12	13	13
应付账款周转率	1.30	1.25	1.40	1.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.06	0.11	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	2.52	4.80	6.33
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.36	3.45	3.68
估值比率				
P/E	39.39	95.43	55.42	22.48
P/B	1.74	1.74	1.69	1.58
EV/EBITDA	5	4.6	3.8	2.7

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 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