

中国联通(600050)

业绩持续改善，战略调整准确

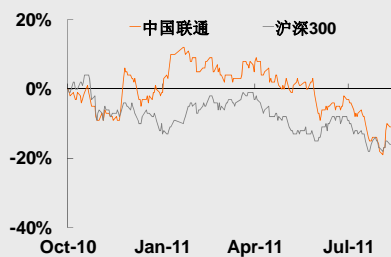
强烈推荐 (维持)

现价: 5.35 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.chinaunicom.com
大股东/持股	中国联合通信集团有限公司/61.05%
实际控制人/持股	中国联合通信集团有限公司/61.05%
总股本(百万股)	21,197
流通A股(百万股)	21,197
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	1129.78
流通A股市值(亿元)	1129.78
每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	52.69%

行情走势图



相关研究报告

《9月经营数据点评：9月数据可观，全年目标有望》2011.10.20

证券分析师

李忠智 S1060209070151
010-6629 9571
Qinweijie084@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

中国联通于2011年10月28日公布了三季报，数据显示：

2011年前三季度，公司完成营业收入1,605.95亿元比上年同期增长23.7%；公司实现利润总额人民币56.03亿元，净利润人民币41.47亿元，比上年同期增长4.3%，其中归属于上市公司股东的净利润14.1亿元。

■ 数据解读：收入增长和结构可喜；阶段性面临成本压力

积极因素：1) 收入逐季同比增长提速，2011年Q1~Q3的同比增长分别为21.3%、24.5%、28.7%；2) 数据业务的发展带来移动用户ARPU有所上升，同比增长达9.0%；3) 收入结构持续优化，前三季3G业务占移动收入比从去年同期的12.0%上升至29.3%，且宽带收入占比从上年同期的36.9%上升至42.6%。

消极因素：公司成本继续面临上涨压力，2011年前三季度，公司共发生成本费用1,487.98亿元，比上年同期增长24.8%，其中主要的原因在于营销成本的上升（同比增长20.6%）和人工成本的上升（同比增长13.%）。

■ 趋势展望：战略侧重的及时调整将为公司赢得未来

由于竞争形势等内外部因素的触发，公司的战略重点从利润转向了用户规模，具体体现在终端补贴政策、价格政策和不同手机之间补贴力度的均衡等环节。

我们认为公司这样的战略调整，十分契合电信运营竞争中的“相对市场份额决定一切”的竞争法则。对于在具备3G技术优势、固移资源相对均衡的中国联通来说，抓住2-3年的时间窗口，加快市场份额的占领，我们认为既是必要、也是必须，而且短期内的利润费用上升终将被市场份额扩大带来的规模效应所补偿。

■ 估值和建议

我们预计中国联通2011~2013年EPS为0.11元、0.29元、0.55元。我们维持对中国联通的“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

中国LTE牌照发放提前；中国移动获得宽带牌照；市场系统风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	158,369	176,168	202,594	237,935	284,330
YoY(%)	-3.5	11.2	15.0	17.4	19.5
净利润(百万元)	3,137	1,228	2,256	6,235	11,755
YoY(%)	-84.5	-60.9	83.8	176.4	88.5
毛利率(%)	33.3	29.8	31.0	35.3	39.7
净利率(%)	2.0	0.7	1.1	2.6	4.1
ROE(%)	4.4	1.7	3.1	8.0	13.3
EPS(摊薄/元)	0.15	0.06	0.11	0.29	0.55
P/E(倍)	36.1	92.4	50.3	18.2	9.6
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.4	1.3

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
流动资产	30723	42293	71383	179782	
现金	8828	22791	47448	151457	
应收账款	9871	10408	10651	12990	
其他应收款	6667	1617	6622	7884	
预付账款	1853	3067	2422	2999	
存货	2412	3728	3448	3718	
其他流动资产	1091	683	793	734	
非流动资产	388510	401173	343035	278037	
长期投资	15	48	178	75	
固定资产	285035	304423	275931	223921	
无形资产	19645	19870	22141	24210	
其他非流动资产	83814	76833	44786	29832	
资产总计	419232	443466	414419	457820	
流动负债	199612	197894	180692	204903	
短期借款	63909	36727	31440	34493	
应付账款	100567	93695	96486	111222	
其他流动负债	35136	67472	52765	59189	
非流动负债	10774	37392	18906	19458	
长期借款	759	1462	647	261	
其他非流动负债	10015	35930	18259	19196	
负债合计	210387	235286	199597	224361	
少数股东权益	137862	137344	142183	155079	
股本	21197	21197	21197	21197	
资本公积	28060	27819	27819	27819	
留存收益	21747	21838	23543	29044	
归属母公司股东权	70984	70836	72639	78380	
负债和股东权益	419232	443466	414419	457820	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
经营活动现金流	59309	68210	67575	104638	
净利润	9374	3671	7095	19131	
折旧摊销	49343	56675	65118	68984	
财务费用	944	1625	1189	-1605	
投资损失	-212	-485	-219	-245	
营运资金变动	593	4622	-2644	16890	
其他经营现金流	-732	2101	-2964	1483	
投资活动现金流	-90250	-76470	-4006	-5990	
资本支出	81540	78083	0	0	
长期投资	1	-46	-1885	351	
其他投资现金流	-8708	1567	-5891	-5640	
筹资活动现金流	28526	17824	-38912	5361	
短期借款	53129	-27182	-5286	3052	
长期借款	-238	703	-815	-386	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	3778	-241	0	0	
其他筹资现金流	-28143	44545	-32810	2694	
现金净增加额	-2415	9565	24658	104009	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
营业收入	158369	176168	202594	237935	
营业成本	105654	123735	139820	153948	
营业税金及附加	4487	4871	5478	6579	
营业费用	20957	23733	26467	30662	
管理费用	14048	16113	17181	20590	
财务费用	944	1625	1189	-1605	
资产减值损失	2376	2664	5017	5059	
公允价值变动收益	1239	0	95	242	
投资净收益	212	485	219	245	
营业利润	11356	3914	7754	23188	
营业外收入	1101	1060	1821	1776	
营业外支出	275	327	293	298	
利润总额	12181	4647	9282	24666	
所得税	2807	975	2187	5535	
净利润	9374	3671	7095	19131	
少数股东损益	6237	2444	4838	12896	
归属母公司净利润	3137	1228	2256	6235	
EBITDA	61642	62213	74061	90567	
EPS (元)	0.15	0.06	0.11	0.29	

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
成长能力					
营业收入	-3.5%	11.2%	15.0%	17.4%	
营业利润	66.2%	-65.5%	98.1%	199.0%	
归属于母公司净利润	-84.5%	-60.9%	83.8%	176.4%	
获利能力					
毛利率(%)	33.3%	29.8%	31.0%	35.3%	
净利率(%)	2.0%	0.7%	1.1%	2.6%	
ROE(%)	4.4%	1.7%	3.1%	8.0%	
ROIC(%)	3.7%	1.6%	3.1%	12.4%	
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2%	53.1%	48.2%	49.0%	
净负债比率(%)	30.78%	16.31%	16.52%	15.79%	
流动比率	0.15	0.21	0.40	0.88	
速动比率	0.14	0.19	0.38	0.86	
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.41	0.47	0.55	
应收账款周转率	12	12	14	14	
应付账款周转率	1.30	1.27	1.47	1.48	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.06	0.11	0.29	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	3.22	3.19	4.94	
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.34	3.43	3.70	
估值比率					
P/E	36.15	92.38	50.26	18.19	
P/B	1.60	1.60	1.56	1.45	
EV/EBITDA	5	5	4	3	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN
平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257