

用户增长与利润增长不可得兼

2011 年年报点评

报告关键点:

■ 年报低于我们和市场预期。中国联通的12年、13年的主要任务是抓住3G的增长机遇,继续大规模强化网络覆盖,加大终端补贴力度,因此,预计12、13年很难释放利润。

报告摘要:

➤ 营收保持快速增长,但业绩较大程度低于市场预期

■ 11年收入增长22.3%,净利润增长15%,EPS达到0.067元。收入保持快速的增长动力是3G用户净增了2550万,而四季度单季亏损,又意味着终端补贴大幅蚕食了净利润。11年全年的终端补贴费用略小于60亿元。

➤ 2012年:用户高速增长,业绩稳步提升

■ 我们并不认为2012年是业绩爆发年,理由是,2012年3G用户与智能手机都进入高速增长期,因此中国联通的终端补贴费用会大幅提高,我们预计大约在150亿左右(我们估计全年3G净增目标大约在4500-5000万左右,到达9000万3G用户);

■ 2012年固定资产投资计划为1000亿元,这大约和联通3G第一年的投资相似,可以看出管理层对未来积极的预期,但12年、13年利润都将受到一定影响;

■ 最后,我们认为历史上中国联通相对其他运营商的收入水平较低,因此2012年公司较大可能进一步改善员工收入水平,进一步提升员工积极性,对净利润增长造成一定的压力;

➤ 投资建议

■ 2012年是联通在中国三大电信运营商继续确立3G挑战者格局的一年,在新增3G份额将持续保持领先地位,夯实“三分天下有其一”的市场地位,3G收入有望突破850亿元水平;

■ 我们预计,12年、13年的收入增速为24.3%(考虑到终端销售有进一步的提升),15.4%,净利润增速为44%,49%,对应的EPS为0.10元,0.14元。

■ 我们下调对公司的评级至增持-A,给予6个月目标价5.20元。

➤ 风险提示:

■ 3G用户净增规模低于市场预期;

■ 国家对于TD-LTE的政策发生重大变化;

财务和估值数据摘要

(亿元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,761.7	2,155.2	2,679.6	3,092.8	3,426.2
Growth(%)	11.2%	22.3%	24.3%	15.4%	10.8%
净利润	12.3	14.1	20.3	30.3	47.2
Growth(%)	-60.9%	15.0%	44.0%	49.2%	55.7%
毛利率(%)	29.8%	28.4%	27.4%	27.4%	28.4%
净利润率(%)	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.10	0.14	0.22
每股净资产(元)	3.34	3.35	3.41	3.50	3.63
市盈率	77.2	67.1	46.6	31.2	20.1
市净率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
净资产收益率(%)	1.8%	2.0%	2.8%	4.1%	6.0%
ROIC(%)	2.0%	2.1%	2.8%	3.7%	5.8%
EV/EBITDA	5.0	4.8	4.8	3.7	2.7
股息收益率	1.2%	0.6%	0.9%	1.3%	2.0%

评级:

增持-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

5.20 元

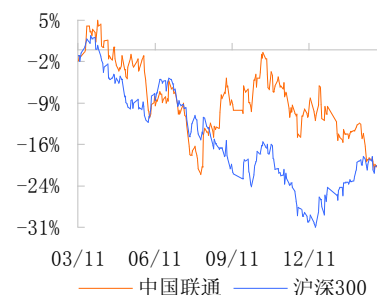
期限: 6个月 上次预测: 6.59 元

现价(2012年03月27日): 4.48 元

报告日期: 2012-03-28

总市值(百万元)	94,960.75
流通市值(百万元)	94,960.75
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12个月最低/最高	4.43/6.19 元
十大流通股东(%)	66.10%
股东户数	790,012

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.73)	(22.00)	0.89
绝对收益	(10.06)	(11.64)	(21.70)

侯利
010-66581842
执业证书编号

高级行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

王学恒

010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

中国联通: 必然之殇到自由之路	2011-08-29
中国联通: 借力社会渠道是关键	2010-11-23
中国联通: 移动的困境和联通的机会	2010-11-01

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	亿元	模型更新时间		2012-03-27		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
利润表						成长性						
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	营业收入增长率	11.2%	22.3%	24.3%	15.4%	10.8%	
减: 营业成本	1,761.7	2,155.2	2,679.6	3,092.8	3,426.2	营业利润增长率	-65.5%	18.9%	53.5%	56.2%	60.7%	
营业税费	1,237.3	1,544.1	1,945.8	2,246.4	2,452.8	净利润增长率	-60.9%	15.0%	44.0%	49.2%	55.7%	
销售费用	48.7	63.5	79.0	91.1	101.0	EBITDA 增长率	0.0%	6.0%	-4.9%	22.6%	20.2%	
管理费用	237.3	287.5	334.7	375.8	406.8	EBIT 增长率	-55.0%	6.5%	52.6%	35.6%	51.0%	
财务费用	161.1	182.0	209.9	236.1	258.8	NOPLAT 增长率	-48.7%	2.6%	36.3%	32.0%	47.1%	
资产减值损失	16.2	12.4	18.6	10.5	5.1	投资资本增长率	-4.2%	1.9%	0.9%	-5.9%	-11.2%	
加: 公允价值变动收益	26.6	27.7	28.8	30.0	31.2	净资产增长率	-0.3%	0.2%	2.5%	3.6%	5.5%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	4.8	8.7	8.7	8.7	8.7	利润率						
加: 营业外净收支	39.1	46.5	71.4	111.6	179.3	毛利率	29.8%	28.4%	27.4%	27.4%	28.4%	
利润总额	7.3	10.1	10.1	10.1	10.1	营业利润率	2.2%	2.2%	2.7%	3.6%	5.2%	
减: 所得税	46.5	56.6	81.5	121.7	189.4	净利润率	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%	
净利润	9.8	14.8	21.2	31.7	49.4	EBITDA/营业收入	33.8%	29.3%	22.4%	23.8%	25.8%	
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	3.1%	2.7%	3.4%	3.9%	5.4%	
货币资金	227.9	154.4	414.4	447.4	761.9	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	602	526	501	504	471	
应收账款	120.2	143.6	178.6	206.1	228.4	流动营业资本周转天数	-233	-224	-219	-237	-249	
应收票据	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	流动资产周转天数	75	68	73	87	101	
预付账款	30.7	36.9	44.7	53.8	63.7	应收账款周转天数	29	25	24	25	25	
存货	37.3	46.5	59.1	68.2	74.5	存货周转天数	6	7	7	8	8	
其他流动资产	6.2	7.0	8.0	8.8	9.4	总资产周转天数	881	753	668	640	612	
可供出售金融资产	62.1	69.5	69.5	69.5	69.5	投资资本周转天数	538	434	354	299	247	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	ROE	1.8%	2.0%	2.8%	4.1%	6.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	0.9%	1.1%	1.6%	2.3%	
固定资产	3,044.2	3,254.4	4,203.7	4,461.8	4,495.3	ROIC	2.0%	2.1%	2.8%	3.7%	5.8%	
在建工程	558.6	523.3	52.3	5.2	0.5	费用率						
无形资产	198.7	207.4	193.6	180.8	168.8	销售费用率	13.5%	13.3%	12.5%	12.2%	11.9%	
其他非流动资产	147.6	141.5	133.4	132.6	132.6	管理费用率	9.1%	8.4%	7.8%	7.6%	7.6%	
资产总额	4,434.7	4,585.2	5,358.1	5,635.2	6,005.5	财务费用率	0.9%	0.6%	0.7%	0.3%	0.1%	
短期债务	367.3	323.2	513.3	278.2	165.9	三费/营业收入	23.5%	22.4%	21.0%	20.1%	19.6%	
应付账款	1,017.7	997.5	1,256.9	1,451.1	1,584.4	偿债能力						
应付票据	5.9	10.5	13.2	15.2	16.6	资产负债率	53.1%	54.5%	60.2%	60.8%	61.2%	
其他流动负债	348.6	414.0	496.7	592.1	697.9	负债权益比	113.0%	119.8%	151.0%	155.2%	157.9%	
长期借款	14.6	13.8	13.8	13.8	13.8	流动比率	0.21	0.18	0.25	0.25	0.34	
其他非流动负债	359.3	350.4	344.5	339.9	336.1	速动比率	0.19	0.16	0.22	0.23	0.32	
负债总额	2,352.9	2,499.1	3,229.1	3,439.3	3,691.4	利息保障倍数	3.41	4.74	4.85	11.62	36.23	
少数股东权益	1,373.4	1,375.9	1,415.8	1,475.5	1,568.3	分红指标						
股本	212.0	212.0	212.0	212.0	212.0	DPS(元)	0.05	0.03	0.04	0.06	0.09	
留存收益	496.6	498.5	510.7	528.9	557.2	分红比率	92.5%	39.0%	40.0%	40.0%	40.0%	
股东权益	2,081.8	2,086.1	2,138.5	2,216.3	2,337.5	股息收益率	1.2%	0.6%	0.9%	1.3%	2.0%	
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	36.7	41.9	20.3	30.3	47.2	EPS(元)	0.06	0.07	0.10	0.14	0.22	
加: 折旧和摊销	566.8	597.4	510.2	613.5	699.9	BVPS(元)	3.34	3.35	3.41	3.50	3.63	
资产减值准备	26.6	27.7	28.8	30.0	31.2	PE(X)	77.2	67.1	46.6	31.2	20.1	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	
财务费用	7.4	17.8	10.4	18.6	10.5	P/FCF	7.4	-11.3	4.8	-25.9	4.4	
投资收益	-4.8	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	
少数股东损益	24.4	27.8	40.0	59.6	92.8	EV/EBITDA	5.0	4.8	4.8	3.7	2.7	
营运资金的变动	302.6	175.1	473.6	390.6	318.9	CAGR(%)	34.8%	49.5%	255.9%	449.6%	1840.8%	
经营活动产生现金流量	682.1	694.5	1,082.8	1,125.9	1,186.5	PEG	2.2	1.4	0.2	0.1	-	
投资活动产生现金流量	-713.5	-827.4	-991.4	-821.4	-721.4	ROIC/WACC	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	
融资活动产生现金流量	178.2	58.0	163.3	-257.7	-136.4	REP	4.2	3.9	2.7	2.1	1.3	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，计算机行业高级分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034