

中国联通 (600050)

买入/维持评级

股价: RMB4.35

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孔晓明
(021)6849 8629
kongxm@mail.htlhsc.com.cn
姜晓山
(021)6849 8606
jiangxiaoshan@mail.htlhsc.com.cn
康志毅
(010)6808 5588-643
kangzhiyi@mail.htlhsc.com.cn

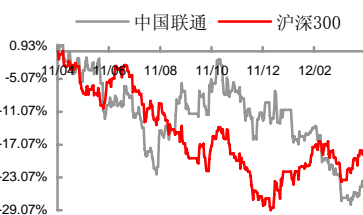
相关研究

- 《“通”改前非,“联”想未来——中国联通深度研究》 (2011/08/23)
- 《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》 (2011/10/12)
- 《拨云见日,透雾看花——中国联通之六问六答》 (2012/01/04)

基础数据

总股本(百万股)	21,197
流通 A 股(百万股)	21,197
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	92,205

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩回暖, 长期可期待

——中国联通 2012 年一季报点评

2011 年一季度, 公司营业收入 629.8 亿, 同比增长 24.7%。其中通信服务收入 515.6 亿, 同比增长 13.9%。归属上市公司净利润 3.35 亿, 同比增长 591.9%, EPS 为 0.0158 元。

点评:

公司环比经营情况大幅改善。净利润环比大幅增加 9.7 亿, 达到 9.92 亿。净利润环比大幅上升的主要原因是管理费用同比减少 5.7 亿,

报告期 3G 业务 ARPU 值 93.9 元, 比 11 年下降 16 元, 预计主要是由于公司新增低 ARPU 值的千元机用户占比上升所致。预计随着二季度 1500-2000 元智能机型的推出, ARPU 值下降速度有望减缓。

1 季度 3G 终端补贴同比增长 3.9%, 但 3G 用户同比增长 97%, 同比用户多增加 437 万, 显示 3G 补贴效率提升较大, 千元机战略在用户发展方面成效显著。

公司期间费用率同比下降 0.94 个百分点, 其中管理费用率同比下降 0.95 个百分点, 营销费用率下降 0.49 个百分点, 在 3G 业务大力推广以及宽带建设全面铺开的情况下, 期间费用率能够微幅下降显示了联通的管理效率提升。

对于联通的判断, 我们认为虽然 1 季度业绩回暖, 但在 12 年资本开支以及补贴可能大幅上升的背景下, 联通短期业绩将会受压, 很难有超额收益, 因此我们短期略看空, 长期依然看好。长期逻辑在于, 在 2G 向 3G 转变的过程中, 我们认为行业的变革, 将为联通的发展带来巨大的机遇。

我们预计 12~14 年 EPS 分别为 0.12、0.24、0.43 元, 对应 PE 分别为 38x、18x、10x, 维持买入评级。

风险提示。联通新增 3G 用户数低于预期; 移动 TD-LTE 建设超预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	215518.5	252045.0	295904.0	338231.0
(+/-%)	22.3	16.9	17.4	14.3
归属母公司净利润(百万元)	1412.2	2498.0	5183.0	9049.0
(+/-%)	15.0	76.9	107.5	74.6
EPS(元)	0.07	0.12	0.24	0.43
P/E(倍)	65.3	38.0	18.3	10.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	38872	54914	13633	23245	营业收入	215519	25204	29590	33823
现金	15439	22238	98679	19003	营业成本	154414	17718	19852	21908
应收账款	12439	19907	23020	26236	营业税金及附	6352	7057	8581	9809
其他应收款	1925	2881	3354	3845	营业费用	28751	33064	38023	43346
预付账款	3689	4098	4697	5153	管理费用	18200	20920	26631	26044
存货	4651	5123	5860	6445	财务费用	1243	599	132	266
其他流动资产	729	667	721	745	资产减值损失	2771	5041	5918	6765
非流动资产	41965	38528	34751	30039	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	32	35	37	投资净收益	866	800	600	600
固定资产	32543	31964	29582	25747	营业利润	4654	8976	18695	33520
无形资产	20740	19672	18530	17418	营业外收入	1874	1060	1060	1060
其他非流动资产	73476	45945	33120	25473	营业外支出	865	800	800	800
资产总计	45852	44020	48384	53285	利润总额	5664	9236	18955	33780
流动负债	21349	20454	23074	25104	所得税	1476	1940	3981	7094
短期借款	32322	1599	0	0	净利润	4188	7297	14974	26686
应付账款	91139	12481	14162	15513	少数股东损益	2776	4798	9791	17637
其他流动负债	90030	78122	89126	95911	归属母公司净	1412	2498	5183	9049
非流动负债	36423	19748	22584	25133	EBITDA	64091	71516	88784	11031
长期借款	1384	1384	1384	1384	EPS (元)	0.07	0.12	0.24	0.43
其他非流动负	35040	18364	21200	23750					
负债合计	24991	22428	25332	27617					
少数股东权益	13758	14238	15217	16981	主要财务比率				
股本	21197	21197	21197	21197	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	27159	27159	27159	27159	成长能力				
留存收益	22691	25190	29999	38531	营业收入	22.3%	16.9%	17.4%	14.3%
归属母公司股	71024	73530	78336	86868	营业利润	18.9%	92.9%	108.3	79.3%
负债和股东权	45852	44020	48384	53285	归属母公司净	15.0%	76.9%	107.5	74.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	28.4%	29.7%	32.9%	35.2%
					净利率(%)	0.7%	1.0%	1.8%	2.7%
					RO (%)	2.0%	3.4%	6.6%	10.4%
					ROIC(%)	1.5%	3.2%	8.5%	23.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.5%	51.0%	52.4%	51.8%
					净负债比率(%)	13.54%	1.52%	0.67%	0.60%
					流动比率	0.18	0.27	0.59	0.93
					速动比率	0.16	0.24	0.57	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.56	0.64	0.67
					应收账款周转	14	14	14	14
					应付账款周转	1.67	1.64	1.49	1.48
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.07	0.12	0.24	0.43
					每股经营现金	3.28	4.75	4.99	5.56
					每股净资产(最)	3.35	3.47	3.70	4.10
					估值比率				
					P/E	67.24	38.01	18.32	10.49
					P/B	1.34	1.29	1.21	1.09
					EV/EBITDA	5	4	4	3

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。