

买入 **61% ↑**

目标价格: 人民币 6.25
原目标价格: 人民币 5.67

600050.CH
价格: 人民币 3.89
目标价格基础: 现金流折现
板块评级: 增持

股价表现

	今年至今 (%)	1个月 (%)	3个月 (%)	12个月 (%)
绝对	(24)	5	(5)	(15)
相对新华富时 A50 指数	(22)	8	6	(1)
发行股数(百万)	21,197			
流通股 (%)	30			
流通股市值(人民币 百万)	82,455			
3个月日均交易额(人民币 百万)	366			
净负债比率%(2012E)	34			
主要股东(%)				
中国联合网络通信集团	41			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 23 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电信: 移动电信

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

* 杨康、孟昕为本报告重要贡献者

中国联通-A**盈利能力回升趋势形成**

中国联通公布上半年业绩, 营业收入达到 1,252 亿元, 同比增长 20%, 净利润 34 亿元, 同比增长 32%, 归属于母公司普通股股东的净利润 12 亿元, 同比增长 32%, 略高于市场预期。随着合约用户占比上升, 我们预期离网率和手机补贴比例将下降, 电子渠道的发展有助于降低销售费用, 我们预期中国联通的盈利能力回升趋势已经形成。我们维持买入评级, 由于盈利超过预期, 上调目标价到 6.25 元。

支撑评级的要点

- **中国联通 WCDMA 智能手机产业链优势继续扩大。**中国联通目前正向县级以下市场扩张网络, 我们下半年将看到低线城市和农村的用户数量将明显增长。我们近期看到中国大陆有非常多的国内低端智能手机品牌上市, 很多由原 2G 时代的山寨机从业人员创立, 而其中 WCDMA 制式几乎占据 80% 以上。中国联通不需要提供手机补贴, 就可以发展低端 3G 用户, 产业链优势明显。
- **中国电子渠道将成为未来的销售主力。**中国联通电子渠道目前运作较为成熟, 已经可以销售合约套餐、数据卡、3G 预付费卡, 甚至智能手机裸机, 几乎可以媲美京东商城等专业电子渠道。公司预期未来社会渠道、自有渠道、电子渠道将三分天下, 电子渠道的崛起将大大节约销售费用, 是未来提升盈利能力的关键步骤。
- **公司合约用户占比上升有助于降低 3G 离网率及降低手机补贴。**合约用户的套餐具有一定期限, 赠送话费是几乎平均分配到合约期内的, 有助于降低 3G 业务的离网率。合约用户包括“存话费赠机”、“自购机送话费”、“存话费送话费”三种形式。上半年“自购机送话费”、“存话费送话费”两种形式的套餐销售良好, 由于不需要手机补贴, 这些用户的占比上升也拉低了手机补贴比例。

评级面临的主要风险

- 中国移动在 2014 年初之前拿到 TD-LTE 商用牌照。
- 3G 市场价格战超过预期。

估值

- 基于现金流折现模型, 我们对该股重申买入评级, 由于盈利改善, 我们将目标价由 5.67 元上调至 6.25 人民币。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	176,243	215,519	251,566	287,152	317,026
变动(%)	11	22	17	14	10
净利润(人民币 百万)	1,235	1,412	2,360	3,608	4,630
全面摊薄每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.110	0.169	0.216
变动(%)	(60.7)	14.0	67.1	52.9	28.3
市场预期每股收益(人民币)			0.116	0.217	0.331
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.101	0.123	0.158
调整幅度(%)	-	-	8.9	37.4	36.7
核心每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.110	0.169	0.216
变动(%)	(60.7)	14.0	67.1	52.9	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	67.2	58.9	35.3	23.1	18.0
核心市盈率(倍)	67.2	58.9	35.3	23.1	18.0
每股现金流量(人民币)	3.21	3.20	4.03	4.92	4.75
价格/每股现金流量(倍)	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.6	1.5	2.1	1.9	1.8
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.045	0.068	0.087
股息率(%)	0.7	0.9	1.1	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中国联同上半年业绩表现出色

中国联通公布上半年业绩，营业收入达到1,252亿元，同比增长20%，净利润34亿元，同比增长32%，归属于母公司普通股股东股东的净利润12亿元，同比增长32%，略高于市场预期。

业绩上涨的主要原因是3G收入同比大幅增长104%，及固定宽带收入增长13%，同时销售费用得到有效控制，不包含手机补贴的销售费用占3G服务收入比例从去年上半年的21.8%下降到今年的20.6%，手机补贴占3G服务收入比例从去年上半年的23.2%下降到今年的13.1%。我们了解到公司调低了对代理商的佣金，销售费用得到较好控制，手机补贴比例也因为低端智能机的推广而大幅度下降。

图表 1. 中国联通上半年业绩

(人民币, 百万)	2011 上半年	2012 上半年	同比增长(%)
营业收入	104,482.56	125,292.80	19.92
营业利润	3,331.33	4,340.29	30.29
营业利润率(%)	3.19	3.46	
利润总额	3,490.18	4,594.15	31.63
净利润	2,591.41	3,410.50	31.61
归属于母公司普通股股东净利润	875.28	1,155.01	31.96
每股收益(人民币, 元)	0.0409	0.0537	31.30

资料来源：公司数据

WCDMA 智能手机产业链优势继续扩大

中国联通目前正向县级以下市场扩张网络，我们下半年将看到低线城市和农村的用户数量将明显增长。管理层表示不会主推700元以下智能手机，而是交由市场来完成普及。我们近期看到中国大陆有非常多的国内低端智能手机品牌上市，很多由原2G时代的山寨机从业人员创立，而其中WCDMA制式几乎占据80%以上。

我们认为联通管理层因为成本考虑并不愿意对低端智能手机进行补贴，但是国内低端智能手机已经填补了该市场空白，WCDMA智能手机的产业链优势仍在扩大。

我们预计下半年来自低线城市和农村的3G用户将增长明显，而且这部分用户几乎不需要手机补贴，将降低3G用户的获取成本，提升联通的盈利能力。

电子渠道将成为未来的销售主力

电子渠道具备销售费用低、易于掌控的特点，中国联通已经通过电子渠道独家销售20元3G预付费卡，效果显著。我们对比了三大运营商的电子销售渠道，中国联通目前运作最为成熟，已经可以销售合约套餐、数据卡、3G预付费卡，甚至智能手机裸机，几乎可以媲美京东商城等专业电子渠道。

公司预期未来社会渠道、自有渠道、电子渠道将三分天下，电子渠道的崛起将大大节约销售费用，是未来提升盈利能力的关键步骤。

合约用户占比上升有助于降低 3G 离网率及降低手机补贴

中国联通今年以来大力鼓励发展合约用户，合约用户的套餐具有一定期限，赠送话费是几乎平均分配到合约期内的，有助于降低 3G 业务的离网率。去年上半年合约用户占 3G 新增用户的 35%，而今年上半年已经提高到 48%。

合约用户包括“存话费赠机”、“购机送话费”、“存话费送话费”三种形式。上半年“购机送话费”、“存话费送话费”两种形式的套餐销售良好，由于不需要手机补贴，这些用户的占比上升也拉低了手机补贴比例。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	176,243	215,519	251,566	287,152	317,026
销售成本	(69,109)	(96,393)	(112,853)	(132,527)	(148,149)
经营费用	(44,731)	(53,302)	(63,614)	(72,613)	(80,168)
息税折旧前利润	62,403	65,823	75,098	82,012	88,710
折旧及摊销	(54,654)	(58,021)	(63,243)	(68,479)	(73,770)
经营利润(息税前利润)	7,749	7,802	11,855	13,532	14,940
净利润收入/(费用)	(1,624)	(1,243)	(3,069)	(4,028)	(4,132)
其他收益/(损失)	(1,453)	(895)	(152)	962	2,641
税前利润	4,672	5,664	8,634	10,466	13,449
所得税	(980)	(1,476)	(2,158)	(2,617)	(3,362)
少数股东权益	(2,457)	(2,776)	(4,116)	(4,242)	(5,457)
净利润	1,235	1,412	2,360	3,608	4,630
核心净利润	1,235	1,412	2,360	3,608	4,630
每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.110	0.169	0.216
核心每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.110	0.169	0.216
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.045	0.068	0.087
收入增长(%)	11	22	17	14	10
息税前利润增长(%)	(41)	1	52	14	10
息税折旧前利润增长(%)	3	5	14	9	8
每股收益增长(%)	(61)	14	67	53	28
核心每股收益增长(%)	(61)	14	67	53	28

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	4,672	5,664	8,634	10,466	13,449
折旧与摊销	54,654	58,021	63,243	68,479	73,770
净利息费用	1,624	1,243	3,069	4,028	4,132
运营资本变动	4,877	16,266	12,552	23,909	12,759
税金	(883)	(1,371)	(2,048)	(2,483)	(3,190)
其他经营现金流	3,038	(12,088)	(101)	(122)	(157)
经营活动产生的现金流	67,982	67,735	85,349	104,278	100,763
购买固定资产净值	(73,500)	(73,800)	(101,663)	(98,074)	(94,602)
投资减少/增加	5,762	0	0	0	0
其他投资现金流	(3,760)	(9,170)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(71,498)	(82,970)	(101,663)	(98,074)	(94,602)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	10,000	0	8,200	0	0
支付股息	(3,770)	(1,480)	(1,691)	(2,825)	(4,319)
其他融资现金流	12,063	9,224	(3,069)	(4,028)	(4,132)
融资活动产生的现金流	18,293	7,744	3,440	(6,853)	(8,451)
现金变动	14,777	(7,491)	(12,873)	(649)	(2,290)
期初现金	7,820	22,597	15,106	2,233	1,584
公司自由现金流	(3,516)	(15,235)	(16,314)	6,204	6,161
权益自由现金流	6,484	(15,235)	(8,114)	6,204	6,161

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	22,870	15,410	2,537	1,888	(403)
应收账款	9,304	11,412	14,066	16,055	17,726
库存	3,728	4,651	5,358	6,116	6,753
其他流动资产	6,425	7,330	35,804	36,657	43,281
流动资产总计	42,327	38,803	57,765	60,716	67,357
固定资产	361,328	377,107	415,527	445,122	465,953
无形资产	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
其他长期资产	34,843	37,552	37,552	37,552	37,552
长期资产总计	398,942	417,430	455,850	485,445	506,276
总资产	441,269	456,233	513,615	546,161	573,634
应付帐款	97,666	95,252	127,262	152,909	168,817
短期债务	36,727	32,322	63,909	63,909	63,909
其他流动负债	63,840	86,353	57,769	59,631	65,413
流动负债总计	198,233	213,927	248,939	276,449	298,139
长期借款	1,462	1,384	10,759	10,759	10,759
其他长期负债	35,913	35,024	43,224	43,224	43,224
股本	2,310	2,311	2,311	2,311	2,311
储备	203,351	203,587	208,381	213,418	219,201
股东权益	205,661	205,898	210,692	215,729	221,512
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	441,269	456,233	513,615	546,161	573,634
每股帐面价值(人民币)	9.70	9.71	9.94	10.18	10.45
每股有形资产(人民币)	9.57	9.58	9.81	10.05	10.32
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	0.88	3.42	3.45	3.56

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.4	30.5	29.9	28.6	28.0
息税前利润率(%)	4.4	3.6	4.7	4.7	4.7
税前利润率(%)	2.7	2.6	3.4	3.6	4.2
净利率(%)	0.7	0.7	0.9	1.3	1.5
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率(倍)	4.8	6.3	3.9	3.4	3.6
净权益负债率(%)	7.6	9.0	34.4	33.9	34.0
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	67.2	58.9	35.3	23.1	18.0
核心业务市盈率(倍)	67.2	58.9	35.3	23.1	18.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	228.9	200.7	120.1	78.6	61.2
周转率					
存货周转天数	16.2	15.9	16.2	15.8	15.9
应收帐款周转天数	18.8	17.5	18.5	19.1	19.4
应付帐款周转天数	208.9	163.4	161.4	178.1	185.2
回报率					
股息支付率(%)	44.6	50.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	0.6	0.7	1.1	1.7	2.1
资产收益率(%)	1.4	1.3	1.8	1.9	2.0
已运用资本收益率(%)	3.0	3.2	4.5	4.7	5.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371