

通信运营

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 齐宁

S0960111010004

010-63222585

qining@cjis.cn

6-12个月目标价: 4.5元

当前股价: 3.86元

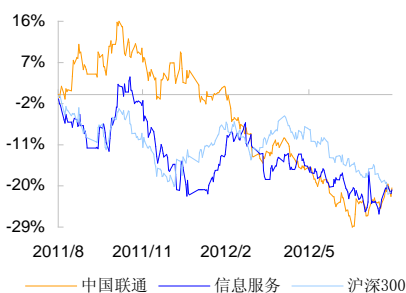
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2073.15
总股本(百万)	21196
流通股本(百万)	21196
流通市值(亿)	818
EPS	0.07
每股净资产(元)	3.35
资产负债率	54.50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	4.32	-4.87	-18.71
信息服务	1.77	-4.79	-15.27
沪深300指数	-5.08	-13.40	-15.85



相关报告

- 中国联通 - 单月 3G 用户增量突破 300 万 全年最佳配置时点来临 2012-07-23
- 中国联通 - 深耕细作 3G 用户消费习惯, 数据流量快速上升贡献积极 2012-06-07
- 中国联通 - 业绩低于预期, 成本上升实为未来发展铺路 2012-03-27

中国联通

600050

推荐

业绩超预期, 下半年有望持续惊喜

公司公布中报, 上半年收入增长 20%, 净利润增长 32%。

■ **实际利润增速超过 40%**。去年上半年公司获得汇兑 4.4 亿汇兑收益, 今年则有 1.18 亿汇兑损失。不考虑此因素影响, 公司实际利润增速将超 40%。

■ **3G 规模效应显现, 补贴使用效率提升**。上半年 3G 收入 277.5 亿元, 同比翻番; 终端补贴 35 亿, 同比增 16.7%。虽然 3G ARPU 值 91 元下降 28%, 但新增 3G 用户 1750 万上升 77%。从单用户补贴额来看, 去年同期为 354 元/户, 今年为 200 元/户, 补贴效率已经大幅提升。我们认为补贴效率主要有二: 1、公司适时转变营销思路, 重点以存费送费方式发展带机入网用户, 从而节省了补贴费用; 2、公司今年 5 月份开始大量销售 20 元 3G 卡, 实现 0 补贴高效发展用户。公司上半年的营销策略具有可持续性。全年补贴占收比有较大的下降空间。

■ **资本开支计划执行略显滞后, 但折旧额增速将有效控制, 对业绩影响有限**。上半年资本开支 389 亿元, 完成计划约 39%, 低于移动及电信进度, 但同比增近 50%, 显示出公司建网力度。我们认为公司全年仍将大概率维持原资本开支计划。折旧额 303 亿元, 同比增 6%。我们测算全年资本开支达至 1000 亿, 全年新增折旧额将在 40 亿左右, 同比增 7-8%, 低于收入增速, 因此对业绩影响有限。

■ **现金流存隐忧, 后期应关注财务费用影响**。公司经营性现金流 367 亿元, 同比仅增 3%。经营性营收项目增加、财务费用大幅上升、存货增加等产生了较大影响。二季度经营现金流环比上升不明显, 同比有所下降。与此对应, 筹资性现金流净额发生很大变化(由-31 亿变为+24 亿), 财务费用上升 1 倍多, 因此导致三费占比有小幅上升, 我们提示关注公司下半年财务杠杆的运用对运营及业绩的影响。

■ **盈利预测及投资建议: 年底以前存在超额相对收益机会, 建议积极配置**。下半年是行业旺季, 公司用户数环比有所提升。从业绩来看, 补贴控制及折旧占比下降带来的节约将对业绩带来更多的正面影响, 公司业绩增速有望超越同行业, 年底之前存在超额相对收益机会。建议积极配置。我们暂维持公司 2012-2014 年 EPS 预测为 0.12 元, 0.18 元, 0.28 元。维持推荐评级。

■ **风险提示: 网络改善进度与用户快速发展无法同步**。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	215519	267683	310172	350439
收入同比(%)	22%	24%	16%	13%
归属母公司净利润	1412	2541	3912	5906
净利润同比(%)	14%	80%	54%	51%
毛利率(%)	28.4%	27.7%	28.7%	31.1%
ROE(%)	2.0%	3.5%	5.1%	7.1%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.18	0.28
P/E	58.09	32.28	20.97	13.89
P/B	1.15	1.13	1.07	0.99
EV/EBITDA	5	4	4	3

资料来源: 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	38872	152386	245906	346445
现金	15439	122617	212246	308616
应收账款	12439	15986	18317	20772
其他应收款	1925	2510	2608	3189
预付账款	3689	4713	5333	5851
存货	4651	5848	6676	7287
其他流动资产	729	711	726	729
<b>非流动资产</b>	419651	361848	301976	240807
长期投资	47	48	48	48
固定资产	325436	296859	253332	201829
无形资产	20740	19737	18697	17670
其他非流动资产	73428	45204	29898	21260
<b>资产总计</b>	458524	514234	547882	587252
<b>流动负债</b>	213490	261553	283345	304253
短期借款	32322	39054	39054	39054
应付账款	91139	125069	138736	152998
其他流动负债	90030	97430	105555	112200
<b>非流动负债</b>	36423	36659	36481	36430
长期借款	1384	1305	1227	1148
其他非流动负债	35040	35353	35254	35282
<b>负债合计</b>	249913	298212	319826	340683
少数股东权益	137587	143166	151288	163895
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27159	27159	27159	27159
留存收益	22691	24522	28434	34340
归属母公司股东权益	71024	72857	76768	82674
<b>负债和股东权益</b>	458524	514234	547882	587252

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	69453	106667	96158	105283
净利润	4188	8120	12034	18513
折旧摊销	59737	60993	64392	66224
财务费用	1243	1323	2095	4238
投资损失	-866	-630	-685	-697
营运资金变动	3891	36094	19441	18100
其他经营现金流	1260	767	-1121	-1096
<b>投资活动现金流</b>	-82738	-4244	-4311	-4611
资本支出	81818	1500	1650	1815
长期投资	-3368	-75	-86	55
其他投资现金流	-4287	-2819	-2746	-2740
<b>筹资活动现金流</b>	5800	4756	-2218	-4302
短期借款	-4405	6733	0	0
长期借款	-79	-79	-79	-79
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-700	0	0	0
其他筹资现金流	10984	-1898	-2140	-4223
<b>现金净增加额</b>	-7485	107178	89628	96370

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	215519	267683	310172	350439
营业成本	154414	193660	221169	241528
营业税金及附加	6352	7727	9016	10163
营业费用	28751	33033	40617	45890
管理费用	18200	19928	19989	22585
财务费用	1243	1323	2095	4238
资产减值损失	2771	2671	2704	2704
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	866	630	685	697
<b>营业利润</b>	4654	9972	15266	24028
营业外收入	1874	1874	1874	1874
营业外支出	865	865	865	865
<b>利润总额</b>	5664	10981	16276	25038
所得税	1476	2862	4242	6525
<b>净利润</b>	4188	8120	12034	18513
少数股东损益	2776	5579	8122	12607
<b>归属母公司净利润</b>	1412	2541	3912	5906
<b>EBITDA</b>	65634	72288	81754	94491
<b>EPS (元)</b>	0.07	0.12	0.18	0.28

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.3%	24.2%	15.9%	13.0%
营业利润	18.1%	114.2%	53.1%	57.4%
归属于母公司净利润	14.4%	79.9%	54.0%	51.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.4%	27.7%	28.7%	31.1%
净利率	0.7%	0.9%	1.3%	1.7%
ROE	2.0%	3.5%	5.1%	7.1%
ROIC	1.5%	4.4%	11.3%	59.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.5%	58.0%	58.4%	58.0%
净负债比率	13.54	13.58%	12.64	11.84%
流动比率	0.18	0.58	0.87	1.14
速动比率	0.16	0.56	0.84	1.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.55	0.58	0.62
应收账款周转率	14	15	14	14
应付账款周转率	1.67	1.79	1.68	1.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.12	0.18	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	5.03	4.54	4.97
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.44	3.62	3.90
<b>估值比率</b>				
P/E	58.09	32.28	20.97	13.89
P/B	1.15	1.13	1.07	0.99
EV/EBITDA	5	4	4	3

## 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

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

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。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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