

通信运营

署名人: 齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@cjis.cn

6-12个月目标价: 4元

当前股价: 3.56元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2062.35
总股本(百万)	21196
流通股本(百万)	21196
流通市值(亿)	754
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	-3.52	-4.30	-17.13
信息服务	-1.82	-2.49	-10.62
沪深300指数	-2.32	-4.65	-14.71



相关报告

中国联通—业绩超预期,下半年有望持续惊喜 2012-08-30

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

600050

推荐

成本费用较快上涨,用户数再成未来业绩风向标。

公司公布三季报,前三季度完成营业收入1906亿元,完成归属母公司净利润18.32亿元,同比增26.7%。

■ 业绩略低预期,成本上涨过快成主因。

从费用角度看,销售费用和管理费用占比分别提升0.24%和0.15%;财务费用继续保持高增速,达到240%,使得业绩略逊于市场预期。就销售补贴来看,三季度补贴46亿元,较二季度35亿元环比上升31%。由于三季度新增933万3G用户,相比二季度867万户有7.6%的环比增长,因此三季度单用户补贴增长速度快于二季度。我们认为终端补贴的较快上升可能与公司三季度推出较为激进的营销政策拓展市场有关,从3G ARPU值看89元相比于上季度90元还略有下降,说明公司补贴政策对于中下游市场有所倾斜。

■ 资本开支环比大幅上升,资金缺口较大,公司仍处在激进扩张期。

三季度投资性现金流出达282亿元,相比二季度大幅增长93亿元,年初1000亿元的资本开支计划正在逐步兑现。公司上半年连续发行三期共计380亿元短融,再结合公司销售费用上升较快的现状,显示公司在资本开支和渠道扩张两方面压力下,对于资金的渴求比较旺盛。目前看由于3G市场仍在扩张之中,因此这种融资扩张总体是良性的。我们认为后期应主要从3G用户数来观察公司扩张政策的发展效果。

■ 盈利预测与估值

综上,我们认为随着渠道的扩张,以及资本开支的大幅提升,公司本年度成本费用的较快上升也在预期之内。后期只要在用户数上保持健康势头,未来业绩仍将持续好转。我们略调低公司盈利预测,预测公司2012-2014年EPS为0.1元,0.14元,0.18元,对应估值分别为37X、26X、20X,维持推荐评级。

■ 风险提示:网络质量改善进程与用户数快速增长不同步。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	215519	250724	292808	326330
收入同比(%)	22%	16%	17%	11%
归属母公司净利润	1412	2046	2939	3810
净利润同比(%)	14%	45%	44%	30%
毛利率(%)	28.4%	27.2%	27.8%	29.2%
ROE(%)	2.0%	2.8%	3.9%	4.8%
每股收益(元)	0.07	0.10	0.14	0.18
P/E	54.18	37.39	26.03	20.08
P/B	1.08	1.06	1.02	0.97
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
流动资产	38872	140738	232180	324594
现金	15439	112873	200090	289159
应收账款	12439	14973	17291	19343
其他应收款	1925	2232	2602	2798
预付账款	3689	4441	5095	5598
存货	4651	5510	6378	6971
其他流动资产	729	709	723	726
非流动资产	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
资产总计	458524	502587	534155	565401
流动负债	213490	251486	274191	293545
短期借款	32322	39054	39054	39054
应付账款	91139	117849	132543	146368
其他流动负债	90030	94583	102594	108123
非流动负债	36423	36659	36481	36430
长期借款	1384	1305	1227	1148
其他非流动负债	35040	35353	35254	35282
负债合计	249913	288144	310672	329974
少数股东权益	137587	142080	148183	156316
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27159	27159	27159	27159
留存收益	22691	24028	26967	30777
归属母公司股东权益	71024	72362	75301	79111
负债和股东权益	458524	502587	534155	565401

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	69453	97124	94200	98636
净利润	4188	6540	9042	11943
折旧摊销	59737	60993	64392	66224
财务费用	1243	1525	2548	4893
投资损失	-866	-630	-685	-697
营运资金变动	3891	28309	19949	17588
其他经营现金流	1260	388	-1048	-1315
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	5800	4554	-2672	-4956
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	-2100	-2593	-4878
现金净增加额	-7485	97434	87217	89069

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
营业收入	215519	250724	292808	326330
营业成本	154414	182481	211296	231060
营业税金及附加	6352	7237	8511	9463
营业费用	28751	30940	38343	42733
管理费用	18200	18665	18870	21031
财务费用	1243	1525	2548	4893
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
营业利润	4654	7835	11220	15143
营业外收入	1874	1874	1874	1874
营业外支出	865	865	865	865
利润总额	5664	8844	12229	16152
所得税	1476	2305	3187	4209
净利润	4188	6540	9042	11943
少数股东损益	2776	4493	6103	8133
归属母公司净利润	1412	2046	2939	3810
EBITDA	65634	70353	78160	86259
EPS (元)	0.07	0.10	0.14	0.18

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	22.3%	16.3%	16.8%	11.4%
营业利润	18.1%	68.3%	43.2%	35.0%
归属于母公司净利润	14.4%	44.9%	43.6%	29.6%
获利能力				
毛利率	28.4%	27.2%	27.8%	29.2%
净利率	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
ROE	2.0%	2.8%	3.9%	4.8%
ROIC	1.5%	3.5%	8.4%	34.1%
偿债能力				
资产负债率	54.5%	57.3%	58.2%	58.4%
净负债比率	13.54	14.06%	13.01	12.23%
流动比率	0.18	0.56	0.85	1.11
速动比率	0.16	0.54	0.82	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.52	0.56	0.59
应收账款周转率	14	14	14	14
应付账款周转率	1.67	1.75	1.69	1.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.10	0.14	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	4.58	4.44	4.65
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.41	3.55	3.73
估值比率				
P/E	54.18	37.39	26.03	20.08
P/B	1.08	1.06	1.02	0.97
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

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，北京邮电大学通信工程硕士，6 年通信业从业经验。

免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

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

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

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