



买入

30% ↑

目标价格: 人民币4.63

原目标价格: 人民币6.25

600050.CH

价格: 人民币 3.55

目标价格基础: 现金流折现

板块评级: 增持

中国联通-A

2012年净利润预计同比增长50%以上

中国联通昨晚发布盈利预增公告, 公司预期 2012 年净利润增长 50% 以上。主要原因是公司 3G 和宽带用户规模增长, 2012 年收入增长速度高于成本费用的增长速度。我们认为该业绩符合预期。因为中国移动将在 2013 年下半年开始发展 TD LTE 试商用, 中国联通的 3G 时间窗口可能维持到 2014 年下半年, 这取决于千元 TD LTE 智能手机的上市进度。我们维持买入评级, 下调中国联通目标价格到 4.63 元, 因为考虑到潜在的 LTE 资本开支对现金流的影响。

支撑评级的要点

- 中国联通发布盈利预告, 2012 全年净利润将同比增长 50% 以上。因为 2011 年中国联通的净利润仅有 14 亿元人民币, 净利率为 0.66%, 盈利能力小幅度改善也会引起同比的巨大波动, 符合市场预期。
- 由于 TD LTE 智能终端的匮乏, 我们预期千元 TD LTE 智能手机大约在 2014 年中上市, 中国移动(0941.HK/港币 85.70, 卖出)LTE 用户大规模发展要等到 2014 年下半年, 中国联通的 3G 优势时间窗口将持续 2 年。
- 由于 W CDMA 智能手机供应链仍然保持绝对优势, 中国联通 2013 年将削减对智能手机的补贴, 并且 CAPEX 按季度滚动, 可能不再做全年规划, 以更灵活地应对随时出现的 LTE 建设。我们认为这有助于中国联通盈利的回升。

评级面临的主要风险

- LTE 运营牌照可能不会同时发放, 中国联通有可能面临迟于竞争对手获得牌照。
- 3G 和 4G 密集的资本开支可能影响公司现金流。

估值

- 我们维持买入评级, 将中国联通目标价格由 6.25 元下调到 4.63 元, 这是考虑到潜在的 LTE 资本开支对现金流的影响。

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)			0.108	0.189	0.288
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)	61.3	53.8	32.2	21.1	16.4
核心市盈率(倍)	61.3	53.8	32.2	21.1	16.4
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)	1.1	1.1	0.9	0.7	0.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.5	1.4	2.0	1.8	1.7
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.045	0.068	0.087
股息率(%)	0.7	0.9	1.3	1.9	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	#N/A	2	(0)	(29)
相对新华富时 A50 指数	#N/A	(8)	(26)	(42)

发行股数(百万)	21,197
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	75,248
3个月日均交易额(人民币 百万)	267
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 2013 年 1 月 30 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: 移动通信

刘志成, CFA*

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

*杨赓、孟昕为本报告重要贡献者

2012 年净利润预计同比增长 50%以上

中国联通昨晚发布盈利预增公告，公司预期 2012 年净利润增长 50%以上。主要原因是公司 3G 和宽带用户规模增长，2012 年收入增长速度高于成本费用的增长速度。我们认为该业绩符合预期。目前市场一致预期净利润增长 63%，我们的估计是增长 67%，基本符合公司盈利预期增长 50%以上的条件。

图表 1.中国联通业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 彭博 一致预期	同比增长 (%)	中银国际 预期	同比增长 (%)
营业收入	215,519	255,436	18.52	251,566	16.73
税前利润	5,664	9,318	64.51	8,634	52.44
归属母公司普通股股东净利润	1,412	2,277	61.26	2,360	67.14
每股收益(人民币, 元)	0.066	0.108	63.64	0.11	66.67

资料来源:公司资料,彭博,中银国际研究估计

中国联通 3G 优势时间窗将至少持续到 2014 年下半年

中国移动将在 2013 年开始 TD LTE 的试商用，根据中国移动今年的终端采购计划，我们估计 2013 年 TD LTE 用户数将达到 500 万，其中智能手机用户大约占 25-30%，我们预期 2013 年推出的 TDD/FDD/TD SCDMA/W CDMA/EDGE 多模手机将以高端机型为主，2014 年下半年中国移动可能推出千元低端多模 LTE 手机，对中国联通的用户构成实质挑战。

在此之前，中国联通需要充分利用时间窗口优势，大力发展合约用户，并积极跟进 LTE 的建设，公司的 3G 用户数仍然有大幅增长的机会。

2013 年严格控制成本将有助于盈利上升

根据行业信息，中国联通将在 2013 年重点补贴中高端智能手机，以拓展中高端用户占比。由于国产品牌的智能手机价格大幅度下降，补贴对发展用户的刺激作用正在减弱，强大的 W CDMA 智能手机产业链优势使联通无需补贴低端机型，我们预期 2013 年公司手机补贴有可能持平或下降。

另外由于中国联通有可能在下半年启动 LTE 建设，公司可能不再公布全年资本开支计划，而是根据需求按季度滚动。我们了解到联通 2012 年资本开支完成度未达全年计划。季度滚动计划有助于资本开支投放更加合理，并且如果平滑升级到 FDD LTE，开销将是新建全新基站的三分之一成本，与中国移动和中国电信(0728.HK/港币 4.22, 买入)相比优势明显，有助于公司维持盈利能力。

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
净利息收入/(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)
应收帐款	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)	61.3	53.8	32.2	21.1	16.4
核心业务市盈率(倍)	61.3	53.8	32.2	21.1	16.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	80.0	70.1	42.0	27.5	21.4
市净率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
价格/现金流(倍)	1.1	1.1	0.9	0.7	0.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.5	1.4	2.0	1.8	1.7
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。所有本报告期内使用的商标、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