

研究所

证券分析师: 杨鑫林 S0350512070001
0755-23618492 yangxl@ghzq.com.cn

联系人: 梁铮、李亚军
0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn

利润率水平不断提升, 增长质量有保障

——中国联通 (600050) 业绩预增点评

事件:

1 月 30 日晚, 中国联通公布了 2012 年业绩预增公告, 预计 2012 年度公司实现归属于母公司普通股股东的净利润与上年同期相比, 将增加 50% 以上。

表 1、公司业绩预测

盈利预测	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2013-1-31
主营收入 (百万元)	215519	259349	309087	358780	当前价格 (元)	3.55
增长率 (%)	22%	20%	19%	16%	52 周价格区间 (元)	3.15-5.04
净利润 (百万元)	1412	2296	4029	5985	总市值 (亿)	752.5
增长率 (%)	15%	63%	75%	49%	流通市值 (亿)	752.5
摊薄每股收益 (元)	0.07	0.11	0.19	0.28	总股本 (百万股)	21196.6
ROE (%)	0.68%	1.11%	1.98%	3.00%	流通股 (百万股)	21196.6

资料来源: 中国联通, 国海证券研究所

评论:

1、公司全年业绩增长符合市场预期, 利润率不断提升。在 2011 年业绩触底后, 公司在大力拓展 3G 用户的同时也强化内部管理, 预计 2012 年全年收入同比增长在 20%, 使成本费用增长低于收入增长, 预计净利润增长在 63% 左右, 符合市场预期。公司通过降本、增收、增效等措施不断提升利润水平, 2012 年前 3 季度公司净利润率为 2.84%, 较上年同期提升了 0.25 个百分点。在降本方面, 压缩不必要的工程项目的开支, 调整手机终端的补贴率水平, 通过发展电商渠道降低营业网点的成本支出; 在增收方面, 通过 2G 转 3G 迁移政策提升单个用户的 ARPU 值, 大力推动 3G 预付费卡, 争夺更多中低端用户; 在增效方面, 通过 BSS 融合系统提升各省分公司发展用户质量, 减少营销成本, 通过工程 ERP 系统降低各省分公司不必要的网络建设支出, 提高网络利用率。

2、3G 用户持续高增长, 2G 迁移 3G 网络效果明显。2012 年 12 月联通 3G 用户净增 313 万, 累计 3G 用户达到 7646 万, 全年净增 3G 用户 3644 万, 继续保持快速增长态势。2012 年 12 月份联通 2G 用户净减 4 万, 显示出 2G 用户加速迁移 3G 网络, 随着联通不断实施 2G 用户迁移 3G 网络, 强化中低端用户价值, 将显著提升 3G 用户数以及综合 ARPU 值, 明显提升联通的盈利能力。

3、移动 4G 建设短期对联通冲击有限。市场普遍担心中国移动上马 TD-LTE 网络建设, 中国联通会失去 WCDMA 网络的势, 恰恰相反, 我们认为中国移动 4G 网络建设, 给中国联通带来了绝佳的机会, 我们的判断主要基于以下三点: 一是联通 WCDMA 网络直接升级到 FDD-LTE, 并且获得 1800M 和 2100M 两个频段, 可以与 3G 共用, 即意味着中国联通的 4G 建网成本最小, 仅需更换基站主设备即可, 用极低的代价就可以建成 4G 网络; 二是中

国联通需要中国移动建设 4G 网络来炒热移动智能网络，让更多的用户选择使用智能手机，让更多的用户选择移动数据消费；三是在 4G 网络建设初期的 2-3 年时间里，中国联通 3G 的 HSPA+ 网络速度一点也不会逊于中国移动的 TD-LTE 网络，下行理论速率值也可以从现在的 21M，到 42M，到 84M，到 168M……，其网络和覆盖比中国移动的 4G 网络还要成熟，中国联通可以把 HSPA+ 网络用到 2014 年，依然保持领先，手机终端上则会显示 4G 的标识，用户感绝佳。

4、预计 2013 年中国联通资本开支在 700-800 亿左右。随着 3G 网络扩容和宽带建设告一段落，未来几年联通的资本开支将逐步下降，在连续 4 年高资本开支后，预计 2013 年资本开支将下降到 700-800 亿，其中无线和传输将是投资重点，这两部分主要是为 2014 年建设 LTE 做准备，由于光纤用户实装率不高，联通 2013 年在宽带投资将下降。

5、略微下调前期盈利预测，看好联通长期投资价值，维持买入评级。我们略微下调前期的盈利预测，预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 0.11/0.19/0.28 元，对于当前股价的 PE 分别为 32.8/18.7/12.6 倍，维持**买入评级**。

6、风险提示：（1）、3G 用户增长低于预期。（2）、行业竞争加剧风险。（3）、2G 用户迁移 3G 网络时间较长，成本费用较高。

表 2、中国联通（600050）盈利预测表

证券代码:	600050.sh				股票价格: 3.55	投资评级: 买入	日期:	2013-1-31		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E	
盈利能力					每股指标					
ROE	0.7%	1.1%	2.0%	3.0%	摊薄EPS	0.07	0.11	0.19	0.28	
毛利率	28.4%	28.3%	29.6%	30.8%	BVPS (最新股本)	3.35	3.06	2.54	1.77	
期间费率	25.3%	24.3%	23.8%	23.6%	估值					
销售净利率	0.7%	0.9%	1.3%	1.7%	P/E	53.3	32.8	18.7	12.6	
成长能力					P/B	1.1	1.2	1.4	2.0	
收入增长率	22.3%	20.3%	19.2%	16.1%	P/S	0.3	0.3	0.2	0.2	
利润增长率	15.0%	62.6%	75.5%	48.6%						
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
总资产周转率	0.47	0.56	0.64	0.72	营业收入	215519	259349	309087	358780	
应收账款周转率	14.97	9.27	9.51	9.51	营业成本	154414	186022	217634	248198	
存货周转率	33.20	21.48	20.28	19.22	营业税金及附加	6352	7143	8913	10846	
偿债能力					销售费用	28751	34398	41095	48302	
资产负债率	54.5%	55.4%	57.8%	60.2%	管理费用	18200	21401	25605	29522	
流动比	0.18	0.49	0.81	1.06	财务费用	1243	176	(2019)	(3991)	
速动比	0.16	0.45	0.76	1.01	其他费用/(-收入)	(1905)	(1600)	(2300)	(2500)	
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	4654	8608	15558	23403	
现金及现金等价物	15439	65417	144275	219217	营业外净收支	1010	600	600	600	
应收款项	14395	27981	32501	37726	利润总额	5664	9208	16158	24003	
存货净额	4651	8994	11169	13481	所得税费用	1476	2400	4211	6255	
其他流动资产	4387	6576	8146	9814	净利润	4188	6809	11947	17748	
流动资产合计	38872	108968	196090	280238	少数股东损益	2776	4513	7919	11763	
固定资产	325436	260369	195297	130228	归属于母公司净利润	1412	2296	4029	5985	
在建工程	52329	52329	52329	52329	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
无形资产及其他	20740	20740	18666	16592	经营活动现金流	69453	65133	101791	108802	
长期股权投资	47	50	52	53	净利润	4188	6809	11947	17748	
资产总计	458524	463555	483533	500539	少数股东权益	2776	4513	7919	11763	
短期借款	32322	32322	32322	32322	折旧摊销	57210	67161	67166	66965	
应付款项	92185	91505	106077	119164	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	36621	44068	52520	60964	营运资金变动	5279	(26884)	(31288)	(30736)	
其他流动负债	52363	52363	52363	52363	投资活动现金流	(82738)	65064	65070	65068	
流动负债合计	213490	220257	243281	264811	资本支出	(17481)	65067	65072	65069	
长期借款及应付债券	34502	34502	34502	34502	长期投资	0	(3)	(2)	(1)	
其他长期负债	1921	1921	1921	1921	其他	(65257)	0	0	0	
长期负债合计	36423	36423	36423	36423	筹资活动现金流	63263	(8544)	(14993)	(22273)	
负债合计	249913	256680	279704	301235	债务融资	(4923)	0	0	0	
股本	21197	21197	21197	21197	权益融资	33	0	0	0	
股东权益	208611	206875	203829	199305	其它	68153	(8544)	(14993)	(22273)	
负债和股东权益总计	458524	463555	483533	500539	现金净增加额	49978	121652	151868	151597	

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

杨鑫林，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

【国海通信行业研究小组】

梁 铮: 分析师，中国人民大学金融工程硕士，华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历（中国联通），目前在国海证券从事通信行业研究。

杨鑫林: 分析师，北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历（航天科技集团航天五院研发工程师），2年证券行业通信行业研究经历，目前在国海证券从事通信行业研究。

李亚军: 助理分析师，中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

【机构销售团队】

北京区: 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区: 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区: 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn