通信运营

署名人：齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

中国联通 600050 推荐

盈利能力提升，3G 规模效应快速体现

公司实现营业收入 2562.6 亿元，同比增长 19%；实现归属母公司净利润 23.7 亿元，同比增长 67.7%，实现每股 EPS0.11 元。

投资要点：

- **3G 业务快速增长，驱动整体业务盈利能提升。**公司实现 3G 业务收入 617 亿元，同比增长 82.6%，占移动业务收入由 31.8%上升到 47.5%。3G 用户数达 7645 万户，对移动用户渗透率达到 32%，3G ARPU 从 110 元降至 86 元，但拉动移动用户整体 ARPU 提高 1.3%至 48 元。综合毛利率从 28%提升到 30%。
- **补贴占收比迅速下降，补贴效率迅速提高。**手机补贴为 61 亿元，占 3G 业务收入比重从 17%降到 9.9%。新增用户每用户补贴从 223 元/户降到 167 元/户，补贴效率显著提高。补贴效率的提升主要源于公司合约用户占比的提升（从 39%提升到 46%），以及中低端市场快速拓展。
- **借力融合业务模式，宽带业务获得较快发展。**固网宽带业务用户同比增长 14.8%，达 6387 万户；宽带业务收入同比增长 11.8%，达到 407.3 亿元。宽带业务较快发展源于公司积极推广“沃家庭”融合业务模式，“沃家庭”用户在家庭宽带用户中渗透率为 28.8%，同比提升 10.2%。
- **成本费用率快速下降，规模效应快速提升。**除销售费用、财务费用外，折旧、摊销、网运及人工成本均有所下降。整体成本费用率约 92%，下降 1 个百分点左右。成本费用率下降主要源于 3G 用户快速上升带来的规模效应。
- **维持推荐评级。**我们认为 3G 市场仍处于蓬勃发展期，随着用户规模拓展，公司规模效应将驱动盈利能力持续提升。预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.16 元，0.22 元，0.31 元，对应 PE 为 22X,16X,11X。维持推荐评级。
- **风险因素：**网络质量改善与用户快速发展不同步；中移动 LTE 商用进程超预期。

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	256265	291997	331524	370884
收入同比(%)	19%	14%	14%	12%
归属母公司净利润	2368	3375	4705	6508
净利润同比(%)	68%	43%	39%	38%
毛利率(%)	30.1%	30.9%	31.9%	33.2%
ROE(%)	3.3%	4.5%	5.9%	7.5%
每股收益(元)	0.11	0.16	0.22	0.31
P/E	31.42	22.04	15.81	11.43
P/B	1.03	0.98	0.93	0.86
EV/EBITDA	29	8	6	5

资料来源：中投证券研究所

6－12 个月目标价：4 元

当前股价： 3.42 元

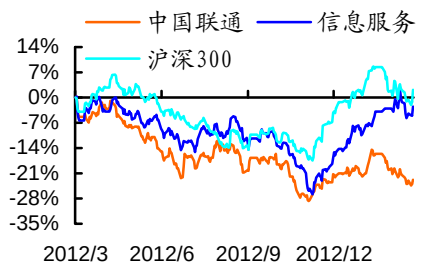
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2328.28
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	725
EPS	0.11
每股净资产（元）	3.41
资产负债率	59.1%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
中国联通	-6.30%	0.59%	-2.57%
信息服务	2.08%	22.52%	12.57%
沪深 300	0.84%	10.38%	19.06%



相关报告

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	48240	33488	16604	9254
现金	18320	33488	16604	9254
应收账款	14300	0	0	0
其它应收款	5419	0	0	0
预付账款	4170	0	0	0
存货	5803	0	0	0
其他	228	0	0	0
非流动资产	470117	513931	565376	611822
长期投资	50	0	0	0
固定资产	367281	451732	518162	572101
无形资产	21362	21364	21364	21364
其他	81424	40834	25849	18357
资产总计	518357	547418	581979	621076
流动负债	301812	320311	340755	360218
短期借款	69175	69175	69175	69175
应付账款	103512	117507	131163	144008
其他	129125	133629	140417	147035
非流动负债	4311	4567	4504	4493
长期借款	536	536	536	536
其他	3775	4031	3968	3957
负债合计	306123	324879	345260	364711
少数股东权益	139937	146867	156342	169479
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	26776	26776	26776	26776
留存收益	24349	27725	32430	38938
归属母公司股东权益	72297	75673	80378	86886
负债和股东权益	518357	547418	581979	621076

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	74738	96637	69392	79428
净利润	7025	10305	14180	19645
折旧摊销	0	21713	26836	31398
财务费用	3417	6658	6693	7195
投资损失	-417	-417	-417	-417
营运资金变动	0	44945	20444	19462
其它	64714	13433	1656	2144
投资活动现金流	-99233	-73966	-79583	-79583
资本支出	90766	80000	80000	80000
长期投资	0	-5617	0	0
其他	-8467	417	417	417
筹资活动现金流	27648	-7503	-6693	-7195
短期借款	36854	0	0	0
长期借款	-848	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-384	0	0	0
其他	-7974	-7503	-6693	-7195
现金净增加额	3153	15168	-16884	-7350

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	256265	291997	331524	370884
营业成本	179108	201892	225885	247812
营业税金及附加	7339	8362	9494	10621
营业费用	35037	38240	44297	49652
管理费用	20491	21900	24864	27816
财务费用	3417	6658	6693	7195
资产减值损失	3294	2911	2992	3066
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	417	417	417	417
营业利润	7996	12452	17716	25140
营业外收入	2053	2053	2053	2053
营业外支出	505	505	505	505
利润总额	9544	14000	19264	26688
所得税	2519	3694	5084	7043
净利润	7025	10305	14180	19645
少数股东损益	4657	6930	9475	13137
归属母公司净利润	2368	3375	4705	6508
EBITDA	11413	40822	51245	63733
EPS（元）	0.11	0.16	0.22	0.31

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	18.9%	13.9%	13.5%	11.9%
营业利润	71.8%	55.7%	42.3%	41.9%
归属于母公司净利润	67.7%	42.5%	39.4%	38.3%
获利能力				
毛利率	30.1%	30.9%	31.9%	33.2%
净利率	0.9%	1.2%	1.4%	1.8%
ROE	3.3%	4.5%	5.9%	7.5%
ROIC	2.6%	4.3%	5.1%	6.3%
偿债能力				
资产负债率	59.1%	59.3%	59.3%	58.7%
净负债比率	33.29	31.37%	29.52	27.94%
流动比率	0.16	0.10	0.05	0.03
速动比率	0.14	0.10	0.05	0.03
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.55	0.59	0.62
应收账款周转率	20	57	-	-
应付账款周转率	1.84	1.83	1.82	1.80
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.16	0.22	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	4.56	3.27	3.75
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.57	3.79	4.10
估值比率				
P/E	31.42	22.04	15.81	11.43
P/B	1.03	0.98	0.93	0.86
EV/EBITDA	29	8	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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，旨为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	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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434