

通信运营

署名人: 齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

中国联通

600050

强烈推荐

规模效应释放, 进入用户与盈利双双加速提升时期。

公司公布一季报, 实现营收 727 亿元, 同比+15.4%, 实现归属母公司净利润 6.32 亿元, 同比+89%。

投资要点:

- **3G 业务收入占比大幅提升, 业绩显著超预期。** 3G 用户达 8782 万户, ARPU 为 78 元, 通信业务服务收入为 198.7 亿元, 占移动业务服务收入比重升至 54.7%。公司已过渡为以 3G 为移动业务主业的公司。毛利率达 29.6%, 同比+1.7%, 显示了 3G 业务的强大盈利效应。
- **成本结构快速优化。** Q1 折旧摊销占比由 29.2% 下降至 28.87%, 网运成本占比由 15% 下降至 13.4% (首次出现显著下降), 补贴成本 22 亿元, 占收比从 15.3% 迅速下降至 11.2%; 人工成本占比从 13.3% 降至 12.6%, 体现了强大的规模效应。我们认为, 作为重资产型公司, 联通折旧摊销占比仍显著高于可比公司中移动 (19.24%)、中电信 (18%), 未来规模效应仍然有望加速释放。
- **营改增不会影响对公司未来业绩构成实质影响。** 营改增未来主要方向是语音+传统业务按 11% 税率计征, 数据业务按照 6% 税率计征, 我们测算今年对公司净利影响不足 8 亿, 不会构成实质性影响。
- **盈利预测与评级。** 我们提升公司盈利预测, 认为公司 2013-2015 年 EPS 为 0.19 元, 0.25 元, 0.34 元, 对应估值为 20X, 14X, 11X, 提升到强烈推荐评级。
- **风险提示。** 网络改善进度不达预期。

6-12 个月目标价: 5 元

当前股价: 3.64 元

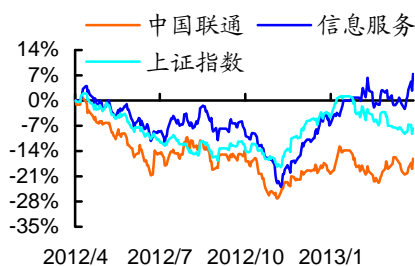
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2218.32
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	772
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	3.41%	5.20%	-2.67%
信息服务	4.36%	15.35%	16.20%
上证指数	-4.72%	-3.66%	4.84%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	256265	293615	334332	373512
收入同比(%)	19%	15%	14%	12%
归属母公司净利润	2368	3935	5379	7231
净利润同比(%)	68%	66%	37%	34%
毛利率(%)	30.1%	32.1%	33.5%	34.9%
ROE(%)	3.3%	5.2%	6.6%	8.1%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.25	0.34
P/E	32.58	19.61	14.34	10.67
P/B	1.07	1.01	0.95	0.87
EV/EBITDA	29	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	48240	52258	56668	60862	营业收入	256265	293615	334332	373512
现金	18320	18320	18320	18320	营业成本	179108	199464	222187	243165
应收账款	14300	16384	18656	20842	营业税金及附加	7339	8408	9574	10696
其它应收款	5419	6208	7069	7898	营业费用	35037	38452	44672	50004
预付账款	4170	4644	5173	5661	管理费用	20491	22021	25075	28013
存货	5803	6463	7199	7879	财务费用	3417	8005	9775	10881
其他	228	239	251	262	资产减值损失	3294	2911	2992	3066
非流动资产	470117	524606	576051	622497	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	50	50	50	50	投资净收益	417	417	417	417
固定资产	367281	451732	518162	572101	营业利润	7996	14771	20473	28104
无形资产	21362	21364	21364	21364	营业外收入	2053	2053	2053	2053
其他	81424	51460	36475	28982	营业外支出	505	505	505	505
资产总计	518357	576864	632719	683360	利润总额	9544	16319	22021	29652
流动负债	301812	348898	389454	419126	所得税	2519	4307	5811	7825
短期借款	69175	97738	118347	129107	净利润	7025	12013	16210	21827
应付账款	103512	116094	129016	141307	少数股东损益	4657	8078	10831	14596
其他	129125	135066	142091	148712	归属母公司净利润	2368	3935	5379	7231
非流动负债	4311	3719	2808	1950	EBITDA	11413	44489	57085	70383
长期借款	536	-312	-1160	-2008	EPS (元)	0.11	0.19	0.25	0.34
其他	3775	4031	3968	3957					
负债合计	306123	352617	392263	421076	主要财务比率				
少数股东权益	139937	148015	158846	173442	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	21197	21197	21197	21197	成长能力				
资本公积	26776	26776	26776	26776	营业收入	18.9%	14.6%	13.9%	11.7%
留存收益	24349	28284	33663	40894	营业利润	71.8%	84.7%	38.6%	37.3%
归属母公司股东权益	72297	76232	81611	88842	归属于母公司净利润	67.7%	66.1%	36.7%	34.4%
负债和股东权益	518357	576864	632719	683360	获利能力				
					毛利率	30.1%	32.1%	33.5%	34.9%
					净利率	0.9%	1.3%	1.6%	1.9%
					ROE	3.3%	5.2%	6.6%	8.1%
					ROIC	2.6%	4.7%	5.6%	6.8%
					偿债能力				
					资产负债率	59.1%	61.1%	62.0%	61.6%
					净负债比率	33.29	36.76%	38.08	37.83%
					流动比率	0.16	0.15	0.15	0.15
					速动比率	0.14	0.13	0.13	0.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.54	0.55	0.57
					应收账款周转率	20	27	27	26
					应付账款周转率	1.84	1.82	1.81	1.80
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.19	0.25	0.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	2.82	3.28	3.80
					每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.60	3.85	4.19
					估值比率				
					P/E	32.58	19.61	14.34	10.67
					P/B	1.07	1.01	0.95	0.87
					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	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