

中国联通 (600050.SH)

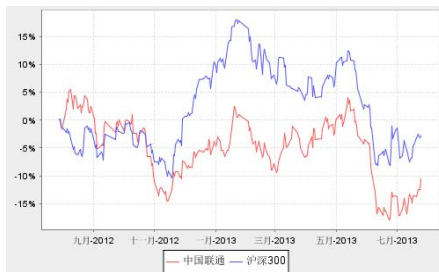
中报有喜有忧，股价被低估

评级: 买入 **前次:** 增持
目标价 (元): 4.00-4.00
 分析师 联系人
 杨红 陈运红
 S0740513060001 齐鲁 TMT 团队
 021-20315209 021-2035198
 yanghong@r.qlzq.com.cn chenyh@r.qlzq.com.cn
 2013 年 8 月 11 日

基本状况

总股本(百万股)	21196.60
流通股本(百万股)	21196.60
市价(元)	3.31
市值(百万元)	70160.73
流通市值(百万元)	70160.73

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	215519	256265	299769	342474	384384
营业收入增速	22.34%	18.91%	16.98%	14.25%	12.24%
净利润增长率	14.07%	67.75%	44.27%	34.24%	19.73%
摊薄每股收益 (元)	0.067	0.112	0.162	0.217	0.260
前次预测每股收益 (元)	0.067	0.112	0.157	0.217	0.304
市场预测每股收益 (元)			0.170	0.240	
偏差率 (本次-市场/市场)			-4.79%	-9.47%	
市盈率 (倍)	78.65	31.33	19.96	14.87	12.42
PEG	5.23	0.46	0.44	0.43	0.63
每股净资产 (元)	3.35	3.41	3.53	3.70	3.89
每股现金流量	3.28	3.53	5.59	6.18	7.07
净资产收益率	1.99%	3.28%	4.58%	5.87%	6.68%
市净率	1.56	1.03	0.91	0.87	0.83
总股本 (百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 中国联通中报概要:** 上半年服务收入增 13.9%，公司净利增 53.1%。上半年公司实现主营业务收入 1486.1 亿，增长 18.6%；电信服务收入 1202.6 亿，增长 13.9%；从业务构成看，移动服务收入 751.0 亿，增长 20.6%，其中，WCDMA 收入 422.5 亿，增长 44%，GSM 业务收入 328.5 亿（下滑 6.7%）；固定业务收入 447.1 亿，增长 4.1%；实现净利润 52.6 亿，增长 53.1%。
- 我们认为联通本期中报有喜有忧:** 总体而言，3G 收入依然保持了较快的增长，但考虑到去年同期基数较低，业务增速略低预期，特别 ARPU 同比下滑 15%至 77.6 元；2G 收入下滑加速但在意料之中；固定业务呈现稳定增长态势。值得警惕的是，3G 终端补贴较去年同期出现增长，净增 7 亿左右；而销售渠道费用较去年同期增长 33%，净增 33.7 亿元；这说明联通获取客户成本仍存在相当压力，后续值得进一步观察。
- LTE 加速启动可能给联通带来空前的经营压力:** 一方面 WCDMA 网络面临用户高速扩张带来的网络扩容和持续网络优化的投资压力；另一方面又面临政府大力扶持 TD-LTE 的政治压力，更重要的是面临竞争对手中移动大力发展 LTE、大军压境、誓师决战的宣传攻势，这不但影响员工信心，更影响已有客户对 4G 网络的转网期待。我们曾多次强调运营商中长期业绩能否持续向好，终端补贴率下降和基站效率提升是前瞻性指标，随着 LTE 的超前发展，一方面会导致终端补贴率会重新回到上升通道，同时短期基站效率会出现冲高回落的趋势，长期趋势而言，电信行业整体投资价值趋于下降。
- 投资建议:** 股价低估，买入评级。我们预计公司 2013~2015 年实现净利润分别为 100.81 亿、138.52 亿、165.71 亿，增速分别为 44.01%、37.40%、19.63%。对应联通 A 股 EPS 分别为 0.161 元、0.221 元和 0.265 元，对应当前 A 股收盘价 20.06 倍、14.60 倍和 12.21 倍，给予买入评级，目标价 4.0 元。

13 年中报点评：3G 终端补贴力度加大，ARPU 值低于预期

- **中国联通中报概要：服务收入增 13.9%，净利增 53.1%。**上半年公司实现收入 1486.1 亿，增长 18.6%；电信服务收入 1202.6 亿，增长 13.9%；从业务构成看，移动服务收入 751.0 亿，增长 20.6%，其中，WCDMA 收入 422.5 亿，增长 44%，GSM 业务收入 328.5 亿（下滑 6.7%）；固定业务收入 447.1 亿，增长 4.1%；实现净利润 52.6 亿，增长 53.1%。
- 总体而言，3G 收入依然保持了较快的增长，但考虑到去年同期基数较低，业务增速略低预期；2G 收入下滑加速但在意料之中；固定业务呈稳定增长态势。

图表 1：2013H1 主要业务收入及成本增速

主营业务收入：	2012H	2013H
通话及月租费收入	41,534.98	44,364.69
增值业务收入	27,267.21	34,992.25
宽带、数据及互联网收入	22,080.15	24,577.25
网间结算收入	8,422.99	8,996.54
电路及网元租赁收入	4,166.97	4,584.45
装移机收入及一次性不退还收入的摊销	429.54	354.96
信息与通信技术服务及设计服务收入等	1,500.11	1,657.50
其他	211.83	733.20
小计	105,613.79	120,260.84
销售通信产品收入	19,679.01	28,345.30
合计	125,292.80	148,606.15
合计增速	19.92%	18.61%
主营业务成本	2012H	2013H
折旧及摊销	28,622.08	31,995.42
网络运行及支撑成本（注）	15,641.67	15,992.83
人工成本	9,031.57	10,618.93
网间结算支出	9,151.23	9,916.63
信息与通信技术服务成本	870.32	1,439.50
其他	1,853.02	2,021.73
小计	65,169.89	71,985.04
销售通信产品成本	22,954.90	31,812.83
合计主营业务成本	88,124.79	103,797.87
	2012H	2013H
销售费用	16375.66	20385.39
管理费用	9638.69	9733.12
财务费用	1920.64	1401.75
资产减值	1701.69	2077.17
投资收益	223.60	412.22
归属净利润	3410.50	5262.22

来源：齐鲁证券研究所

- **3G 用户发展稳健符合预期，ARPU 下滑略超预期：**中国联通今年以来新增 3G 用户数相对稳定，尤其近两个月来在经济形式较差，仍保持了每月 400 万用户的净增量。但今年上半年联通 3G 用户 ARPU 仅为 77.6 元，较去年同期 91.8 元出现 15% 的下滑，显示资费、用户竞争压力和发展千元智能机用户导致的用户结构变化对 ARPU 产生的影响。
- **2G 新增用户逐月快速下滑，虽为超预期但对业绩影响值得观察。**自去年以来联通各地分公司开展的“随意系列”价格战，显示了强势运营商借助网络优势锁定 2G 用户对弱势运营商所造成的损害已经迫使弱势运营商开展鱼死网破的价格战以求对方放弃此一策略。从中长期趋势而言，联通 2G 业务属于问题型业务，一

方面面临中移动网络规模和网络质量的绝对优势，不排除中国联通 2G 用户加速向移动转移可能性，另外一方面，联通为了保留客户不流失，加速推动 2G 向 3G 迁移，而这部分低价值客户尽管提升用户规模，但实际降低 3G 用户价值，从而导致 3G 边际用户价值持续递减趋势。

各项经营成本压力逐步显现

- **3G 补贴力度回升：**本期 3G 终端补贴为 42.2 亿较去年同期 35.3 亿净增 7 亿元，预计 13 年全年 3G 终端补贴预计 85 亿元左右，估计较 12 年净增 15 亿左右，终端补贴力度再次出现上升，这反应用户获取成本在增加；
- **折旧摊销成本较 12 年同期增长 11.8%：**2012 年联通加大资本开支力度导致 2013 年上半年折旧摊销成本较去年同期净增 33.7 亿，全年新增预计 70 亿至 80 亿左右，这显示了资本开支高低对公司经营成本的重大影响；
- **LTE 加速启动可能给联通带来空前的投资压力：**一方面 WCDMA 网络面临用户高速扩张带来的网络扩容和持续网络优化的投资压力；另一方面又面临政府大力扶持 TD-LTE 的政治压力，更重要的是面临竞争对手中移动大力发展 LTE、大军压境、誓师决战的宣传攻势，这不但影响员工信心，更影响已有客户对 4G 网络的转网期待。
- 人工成本增长 17.6%，超过服务收入增长 13.9% 的速度值得关注。

销售费用占比明显上升

- 今年上半年联通销售费用增长 24.4%，远超过通信服务收入增速，从费用结构看，销售渠道费用同比增长 32.3%，净增 32 亿元，这说明获取客户成本随着用户规模出现同步增长，过分依赖渠道发展客户的弊端逐步显现，随着终端差异和网络差异的同质化，公司依赖渠道竞争优势将不复存在，用户竞争更加白热化；

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 我们预计 2013-2015 年公司收入分别为 3127.91 亿元、3554.22 亿元、3970.18 亿元，同比增速分别为 16.9%、13.6%、11.7%，通信服务收入分别为 2462.66 亿元（增速 10.64%）、2710.40 亿元（增 10.06%）和 2932.90 亿元（增 8.21%）。
 - 预计公司 2G 业务 2013-2015 年公司收入分别为 639.47 亿元、576.64 亿元、503.37 亿元，同比增速分别为 -8.57%、-9.83% 和 -12.71%。
 - 预计公司 3G 业务 2013-2015 年公司收入分别为 855.41 亿元、1125.70 亿元和 1360.76 亿元，同比增速分别为 38.62%、31.60% 和 20.88%。
 - 预计公司固网业务 2013-2015 年公司收入分别为 915.95 亿元、941.92 亿元和 984.29 亿元，同比增速分别为 4.93%、2.84% 和 4.50%。

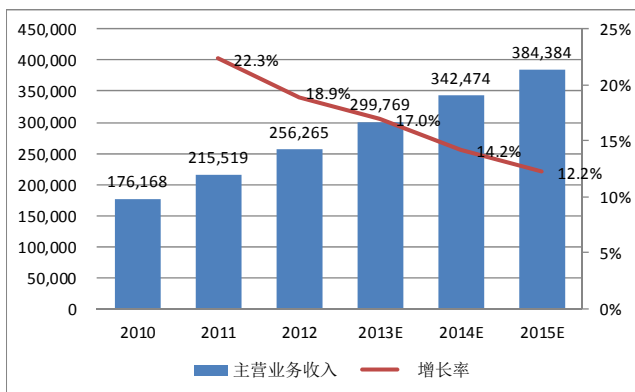
图表 2: 2010-2015 年联通分业务收入结构分析与预测 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2010年	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
2G业务收入	741.13	741.94	699.45	639.47	576.64	503.37
业务增速	2.56%	0.11%	-5.73%	-8.57%	-9.83%	-12.71%
业务占比	40.64%	32.90%	26.13%	20.44%	16.22%	12.68%
3G业务收入	119.30	337.90	617.10	855.41	1125.70	1360.76
业务增速	615.62%	183.24%	82.63%	38.62%	31.60%	20.88%
业务占比	6.54%	14.98%	23.06%	27.35%	31.67%	34.27%
固定业务收入	824.97	844.65	872.88	915.95	941.92	984.29
业务增速		2.39%	3.34%	4.93%	2.84%	4.50%
业务占比	45.24%	37.46%	32.62%	29.28%	26.50%	24.79%
综合信息服务	31.18	33.22	36.46	51.83	66.13	84.48
		6.55%	9.76%	42.15%	27.60%	27.74%
		1.70%	1.64%	2.10%	2.44%	2.88%
通信服务收入	1716.58	1957.71	2225.88	2462.66	2710.40	2932.90
业务增速		14.05%	13.70%	10.64%	10.06%	8.21%
业务占比	94.14%	86.81%	83.17%	78.73%	76.26%	73.87%
终端销售收入	106.88	297.39	450.40	665.25	843.83	1037.28
业务增速		178.26%	51.45%	47.70%	26.84%	22.93%
业务占比	5.86%	13.19%	16.83%	21.27%	23.74%	26.13%
营业收入合计	1823.45	2255.10	2676.28	3127.91	3554.22	3970.18
合计收入增速		23.67%	18.68%	16.88%	13.63%	11.70%

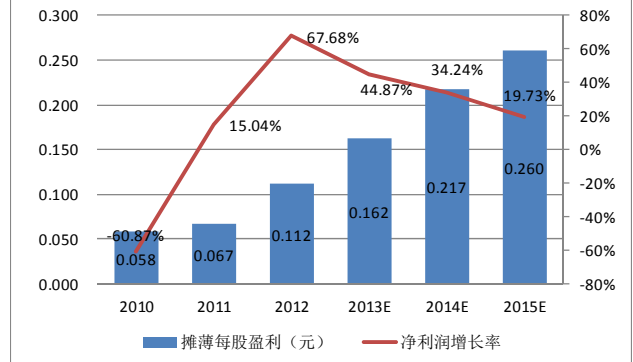
来源: 公司报表, 齐鲁证券研究所

投资建议: 买入评级

- 我们预计公司 2013~2015 年联通净利润分别为 101.35 亿、136.05 亿、162.89 亿, 增速分别为 44.87%、34.24%、19.73%。对应联通 A 股 EPS 分别为 0.162 元、0.217 元和 0.260 元, 分别对应 8 月 9 日 A 股收盘价 20.06 倍、14.60 倍和 12.21 倍。当前联通 A 股仅 0.9 倍 PB, 股价被低估 20%, 给予买入评级。

图表 3: 中国联通主营业务收入趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 中国联通未来 EPS 分析与预测 (元)


来源: 齐鲁证券研究所

风险提示

- 短期: 我们认为终端补贴竞争加剧、宏观经济风险是中国联通业绩的主要风险因素
- 中长期: 我们认为监管当局在 TD-LTE 产业链和运营商产业格局之间的选择是中国联通中长期业绩的主要不确定因素。

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	176,168	215,519	256,265	299,769	342,474	384,384	货币资金	22,791	15,439	18,320	50,000	50,000	50,000
增长率	22.3%	18.9%	17.0%	14.2%	12.2%		应收账款	12,086	14,395	19,792	17,756	20,286	22,768
主营业务成本	-123,735	-154,414	-179,108	-209,885	-234,910	-261,782	存货	3,728	4,651	5,803	5,750	6,436	7,172
%销售收入	70.2%	71.6%	69.9%	70.0%	68.6%	68.1%	其他流动资产	3,688	4,387	4,324	6,299	7,049	7,855
毛利	52,433	61,104	77,157	89,884	107,564	122,602	流动资产	42,293	38,872	48,240	79,805	83,771	87,796
%销售收入	29.8%	30.1%	30.0%	31.4%	31.9%		%总资产	9.5%	8.5%	9.3%	14.6%	15.4%	16.4%
营业税金及附加	-4,871	-6,352	-7,339	-8,633	-9,863	-11,070	长期投资	6,261	6,999	5,617	5,618	5,617	5,617
%销售收入	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	固定资产	363,651	380,102	429,181	441,568	439,643	430,490
营业费用	-23,733	-28,751	-35,037	-41,068	-48,289	-55,736	%总资产	82.0%	82.9%	82.8%	81.0%	80.8%	80.2%
%销售收入	13.5%	13.3%	13.7%	13.7%	14.1%	14.5%	无形资产	27,594	28,840	30,261	17,944	15,073	12,661
管理费用	-16,113	-18,200	-20,491	-20,384	-23,973	-27,676	非流动资产	401,173	419,651	470,117	465,132	460,336	448,771
%销售收入	9.1%	8.4%	8.0%	6.8%	7.0%	7.2%	%总资产	90.5%	91.5%	90.7%	85.4%	84.6%	83.6%
息税前利润 (EBIT)	7,717	7,802	14,289	19,798	25,439	28,120	资产总计	443,466	458,524	518,357	544,937	544,106	536,567
%销售收入	4.4%	3.6%	5.6%	6.6%	7.4%	7.3%	短期借款	36,911	32,449	101,368	135,884	98,943	51,856
财务费用	-1,625	-1,243	-3,417	-4,372	-5,129	-3,629	应付款项	132,329	137,413	155,840	177,287	199,784	223,246
%销售收入	0.9%	0.6%	1.3%	1.5%	1.5%	0.9%	其他流动负债	28,654	43,627	44,604	7,684	8,795	10,022
资产减值损失	-2,664	-2,771	-3,294	-3,812	-4,069	-4,672	流动负债	197,894	213,490	301,812	320,855	307,522	285,125
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,462	1,384	536	536	536	537
投资收益	485	866	417	400	400	400	其他长期负债	35,930	35,040	3,775	2,000	2,000	2,000
%税前利润	10.4%	15.3%	4.4%	3.0%	2.2%	1.8%	负债	235,286	249,913	306,123	323,391	310,057	287,661
营业利润	3,914	4,654	7,996	12,014	16,640	20,219	普通股股东权益	70,836	71,024	72,297	74,905	78,408	82,489
营业利润率	2.2%	2.2%	3.1%	4.0%	4.9%	5.3%	少数股东权益	137,344	137,587	139,937	146,641	155,641	166,417
营业外收支	733	1,010	1,548	1,500	1,500	1,500	负债股东权益合计	443,466	458,524	518,357	544,937	544,106	536,567
税前利润	4,647	5,664	9,544	13,514	18,140	21,719	比率分析						
利润率	2.6%	2.6%	3.7%	4.5%	5.3%	5.7%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-975	-1,476	-2,519	-3,378	-4,535	-5,430	每股指标						
所得税率	21.0%	26.1%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.058	0.067	0.112	0.162	0.217	0.260
净利润	3,671	4,188	7,025	10,135	13,605	16,289	每股净资产	3.342	3.351	3.411	3.534	3.699	3.892
少数股东损益	2,444	2,776	4,657	6,704	9,000	10,775	每股经营现金净额	3.218	3.277	3.526	5.591	6.181	7.073
归属于母公司的净利润	1,228	1,412	2,368	3,431	4,605	5,514	每股股利	0.054	0.026	0.034	0.040	0.052	0.068
净利率	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.73%	1.99%	3.28%	4.58%	5.87%	6.68%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	0.28%	0.31%	0.46%	0.63%	0.85%	1.03%
净利润	3,671	4,188	7,025	10,135	13,605	16,289	投入资本收益率	2.18%	2.09%	3.33%	4.13%	5.69%	6.95%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	57,880	60,965	64,682	79,379	94,840	111,608	主营业务收入增长率	11.24%	22.34%	18.91%	16.98%	14.25%	12.24%
非经营收益	1,867	347	1,851	7,498	3,229	1,729	EBIT增长率	-41.64%	1.10%	83.14%	38.55%	28.49%	10.54%
营运资金变动	4,622	3,891	1,140	21,492	19,343	20,291	净利润增长率	-60.87%	15.04%	67.68%	44.87%	34.24%	19.73%
经营活动现金净流	68,040	69,391	74,699	118,505	131,017	149,917	总资产增长率	6.43%	3.40%	13.05%	5.13%	-0.15%	-1.39%
资本开支	-77,708	-80,387	-89,680	-77,639	-88,499	-98,500	资产管理能力						
投资	-46	-3,368	-10,314	-1	0	0	应收账款周转天数	21.0	19.3	19.0	19.0	19.0	19.0
其他	1,285	1,017	761	400	400	400	存货周转天数	9.1	9.9	10.7	10.0	10.0	10.0
投资活动现金净流	-76,470	-82,738	-99,233	-77,240	-88,099	-98,100	应付账款周转天数	286.5	218.5	198.3	195.0	195.0	195.0
股权募资	0	33	1	0	0	0	固定资产周转天数	630.7	551.2	523.1	468.9	412.7	363.4
债权募资	23,556	11,022	34,288	-5,228	-36,941	-47,086	偿债能力						
其他	-5,732	-5,256	-6,640	-4,357	-5,977	-4,731	净负债/股东权益	23.60%	24.69%	40.33%	39.91%	21.99%	1.76%
筹资活动现金净流	17,824	5,800	27,648	-9,585	-42,918	-51,817	EBIT利息保障倍数	4.8	6.3	4.2	4.5	5.0	7.7
现金净流量	9,394	-7,546	3,114	31,680	0	0	资产负债率	53.06%	54.50%	59.06%	59.34%	56.98%	53.61%

来源: 公司财报, 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。