

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

规模效应再显, LTE 审慎政策有助未来发展

公司公布半年报, 上半年实现营收 1486 亿, 同比+18.6%; 归属母公司净利润 17.68 亿元, 同比+53%; 扣非净利润 17.42 亿元, 同比+59.7%。

投资要点:

- **3G 收入持续快速增长, 移动业务收入占比过半。**上半年公司 3G 收入 422.5 亿元, 对移动业务收入贡献达 56%。3G 用户数破 1 亿, 同比+73.9%, 移动用户渗透率超 38%。上半年中移动加速 2G 用户向 3G 迁移, 但公司以 2G/3G 融合套餐应对取得成效, 移动用户市场份额从 21% 升至 22.3% (中移动-3%至 63%, 中电信+1%至 15%)。虽然 3G ARPU 值从 82 元降至 77.6 元, 但我们认为公司用户质量仍在持续提升中, 这是因为: 1、3G 合约用户占比持续提升, 用户粘性持续增强; 2、2G/3G 融合套餐月均消费数据量比 2G 提升 5 倍, 即使考虑到资费下降, 数据流量带来数据收入增量潜力仍不容忽视。公司移动用户综合 ARPU 在年内持续提升仍为大概率事件。

- **规模效用持续体现, 费用管控继续见效。**公司经调整营业成本占收比下降 1%至 93%, 网运+折旧摊销成本+网间结算+工资成本占比下降 3%, 反映了规模效应的持续提升。尽管 3G 补贴从 35 亿上升至 42 亿, 但主要因公司加大了对 96 元以上用户补贴所致。3G 单用户补贴额从 104 元/户降至 99 元/户, 补贴效率仍在持续优化中, 补贴挂钩用户贡献的政策没有改变。

- **LTE 维持审慎投资政策, 未来盈利持续向好有保障。**公司下半年开始筹建 TD-LTE 实验网, 但仍力争 FD 牌照。我们认为公司目前承担发展 TD 产业链的任务相对最轻, 而主攻 FD 也有助于保护 3G 发展成果, 并在技术上实现平滑过渡, 保证用户体验。

- **盈利预测与评级。**我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.18 元, 0.29 元, 0.42 元, 对应 PE 为 18X, 11X, 8X。股价破净交易, 强烈推荐。

- **风险提示: 运营商市场竞争激烈, 资费价格下降超用户发展速度。**

6-12 个月目标价: 5.00 元

当前股价: 3.35 元

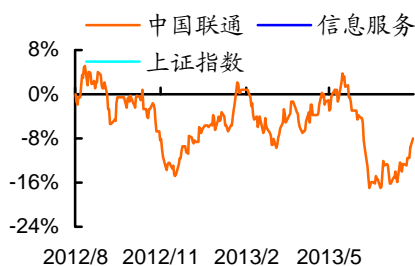
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2101.28 |
| 总股本(百) | 21197 |
| 流通股本(百万) | 21197 |
| 流通市值(亿) | 710 |
| EPS | 0.08 |
| 每股净资产(元) | 3.45 |
| 资产负债率 | 57.7% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|------|--------|--------|---------|
| 中国联通 | 5.02% | -7.54% | -9.27% |
| 信息服务 | 10.67% | 27.18% | 45.00% |
| 上证指数 | 3.03% | -6.48% | -13.61% |



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 利润 | 2368 | 3854 | 6184 | 8813 |
| 净利润同比(%) | 68% | 63% | 60% | 43% |
| 毛利率(%) | 30.1% | 32.5% | 34.0% | 35.3% |
| ROE(%) | 3.3% | 5.1% | 7.7% | 10.2% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.18 | 0.29 | 0.42 |
| P E | 29.99 | 18.42 | 11.48 | 8.06 |
| P/B | 0.98 | 0.94 | 0.89 | 0.82 |
| EV/EBITDA | 4 | 4 | 3 | 2 |

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 | 68151 | 110175 | 172919 | 营业收入 | 256265 | 293615 | 334332 | 373512 |
| 现金 | 18320 | 34281 | 71906 | 130468 | 营业成本 | 179108 | 198246 | 220766 | 241523 |
| 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 | 41106 | 46807 | 52292 |
| 预付账款 | 4170 | 4616 | 5140 | 5623 | 管理费用 | 20491 | 22315 | 25409 | 28387 |
| 存货 | 5803 | 6423 | 7153 | 7826 | 财务费用 | 3417 | 6608 | 5432 | 3375 |
| 其他 | 228 | 239 | 251 | 262 | 资产减值损失 | 3294 | 2911 | 2992 | 3066 |
| 非流动资产 | 470117 | 478349 | 472503 | 452077 | 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 | 405475 | 414615 | 401681 | 营业利润 | 7996 | 14439 | 23769 | 34591 |
| 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 | 546500 | 582678 | 624996 | 利润总额 | 9544 | 15986 | 25317 | 36139 |
| 流动负债 | 301812 | 319624 | 339454 | 358237 | 所得税 | 2519 | 4219 | 6681 | 9537 |
| 短期借款 | 69175 | 69175 | 69175 | 69175 | 净利润 | 7025 | 11768 | 18636 | 26602 |
| 应付账款 | 103512 | 115385 | 128190 | 140353 | 少数股东损益 | 4657 | 7913 | 12452 | 17789 |
| 其他 | 129125 | 135064 | 142089 | 148709 | 归属母公司净利润 | 2368 | 3854 | 6184 | 8813 |
| 非流动负债 | 4311 | 3719 | 2808 | 1950 | EBITDA | 74351 | 90634 | 115210 | 138595 |
| 长期借款 | 536 | -312 | -1160 | -2008 | EPS (元) | 0.11 | 0.18 | 0.29 | 0.42 |
| 其他 | 3775 | 4031 | 3968 | 3957 | | | | | |
| 负债合计 | 306123 | 323344 | 342263 | 360187 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 139937 | 147850 | 160302 | 178092 | 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 | 27358 | 32166 | 38770 | 营业利润 | 71.8% | 80.6% | 64.6% | 45.5% |
| 归属母公司股东权益 | 72297 | 75306 | 80113 | 86718 | 归属于母公司净利润 | 67.7% | 62.8% | 60.4% | 42.5% |
| 负债和股东权益 | 518357 | 546500 | 582678 | 624996 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 30.1% | 32.5% | 34.0% | 35.3% |
| | | | | | 净利率 | 0.9% | 1.3% | 1.8% | 2.4% |
| | | | | | ROE | 3.3% | 5.1% | 7.7% | 10.2% |
| | | | | | ROIC | 2.6% | 4.9% | 7.3% | 10.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 59.1% | 59.2% | 58.7% | 57.6% |
| | | | | | 净负债比率 | 33.29 | 31.25% | 29.28 | 27.59% |
| | | | | | 流动比率 | 0.16 | 0.21 | 0.32 | 0.48 |
| | | | | | 速动比率 | 0.14 | 0.19 | 0.30 | 0.46 |
| | | | | | 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 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.84 | 1.81 | 1.81 | 1.80 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.11 | 0.18 | 0.29 | 0.42 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.53 | 4.90 | 5.89 | 6.82 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 3.41 | 3.55 | 3.78 | 4.09 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 29.99 | 18.42 | 11.48 | 8.06 |
| | | | | | P/B | 0.98 | 0.94 | 0.89 | 0.82 |
| | | | | | EV/EBITDA | 4 | 4 | 3 | 2 |

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，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

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

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

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