

业绩高增长、符合预期； 集团加快增持步伐、提升市场信心

中国联通 (600050.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

中国联通 10 月 24 日晚公布 2013 年三季度报，符合预期。

前三季度，公司实现营业收入 2,266.5 亿元，其中主营业务收入为 1,831.1 亿元，分别同比增长 18.9% 和 13.7%。净利润 83.1 亿元，其中归属于母公司的净利润 27.8 亿元，同比增长 51.8%，基本每股收益为 0.131 元；EBITDA 为 641.6 亿元，同比增长 16.7%，EBITDA 占主营业务收入的百分比为 35.0%。移动业务规模增长。固网业务稳步增长。

2. 我们的分析与判断:

1) 3G 业务维持较快发展、扣非后净利润快速增长；自由现金流转正、明显改善

2) 14 年行业政策前瞻：网间结算政策调整的业绩增厚预期远超“营改增”的或有负面影响

3) 持股比例看，联通集团 3 季度增持 0.46% 的流通股本，较 2 季度 0.41%、1 季度 0.04% 的增持比例提升

3. 投资建议

当前股价对应联通 13 年 1xPB 估值、20xPE 估值，具有估值优势和安全边际，维持对中国联通此前的“推荐”评级。

维持对公司此前盈利预测，预计 2013~2014 年收入分别为 2965.66 亿、3366.02 亿元，同比增速分别为 15.73%、13.50%；归属 A 股母公司股东对应的净利润分别为 36.03 亿、52.99 亿，同比增速分别为 52.16%、47.06%，每股 EPS 分布为 0.17、0.25 元。

4. 风险提示

1) 3G 用户发展出现低于市场预期情况。

2)、政策因素带来联通 LTE 技术方向偏离 FDD-LTE 为主的情况。

分析师

朱劲松

☎: (8610) 8357 4072

✉: zhujingsong@chinastock.com

执业证书编号: S0130513050004

特此鸣谢

王娜: (8610) 6656 8846

(wangna_yi@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2013.10.24

A 股收盘价 (元)	3.44
A 股一年内最高价 (元) *	3.87
A 股一年内最低价 (元) *	2.97
上证指数	2164.32
市净率	0.98
总股本 (万股)	2119659.64
实际流通 A 股 (万股)	2119659.64
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	729.18

注: *价格未复权

相关研究

1、《中国联通中报点评: 业绩符合预期，广东联通与微信合作“微信沃卡”破冰流量经营模式创新》2013.8.8

2、《中国联通跟踪研究: 3G 业务发展势头良好、显规模效应，成本费用端更增业绩弹性》2013.5.30

3、《中国联通 1 季报点评: 业绩略超预期，3G 业务规模效益渐显》2013.4.26

4、《中国联通年报点评: 业绩符合预期，业务增速及占比的结构性变化驱动投资重心向无线网倾斜》2013.3.21

1. 事件

中国联通 10 月 24 日晚公布 2013 年三季报，符合预期。

前三季度，公司实现营业收入 2,266.5 亿元，其中主营业务收入为 1,831.1 亿元，分别同比增长 18.9% 和 13.7%。净利润 83.1 亿元，其中归属于母公司的净利润 27.8 亿元，同比增长 51.8%，基本每股收益为 0.131 元；EBITDA 为 641.6 亿元，同比增长 16.7%，EBITDA 占主营业务收入的百分比为 35.0%。

移动业务规模增长。首三季度移动业务主营业务收入为 1,153.8 亿元，同比增长 20.3%，移动用户累计净增 3,345.2 万户，达到 27,276.4 万户，移动业务平均每用户每月收入（ARPU）为 48.6 元。其中：3G 业务主营业务收入为 667.5 亿元，所占移动业务主营业务收入的比重由上年同期的 46.0% 上升至 57.9%，累计净增用户 3,517.0 万户，达到 11,162.6 万户，ARPU 为 76.5 元。

固网业务稳步增长。首三季度固网业务主营业务收入为 669.9 亿元，同比增长 3.8%。其中：固网宽带业务（附注 1）主营业务收入为 353.9 亿元，同比增长 10.3%，所占固网业务主营业务收入的比重由上年同期的 49.7% 上升至 52.8%，累计净增用户 554.3 万户，达到 6,408.3 万户，ARPU 为 61.6 元。

2. 我们的分析与判断：

（一）3G 业务维持较快发展、扣非后净利润快速增长；自由现金流转正、明显改善

联通 3 季度净增 3G 用户 1159.8 万户，较 1 季度的 1136.0 万户、2 季度的 1221.2 万户，维持较高的 3G 净增用户发展水平，同时 ARPU 值基本维持稳定（上半年 ARPU 值 77.6 元）；3 季度 3G 业务收入同比增长 50.1%、环比增长 9.5%（2 季度 3G 业务收入同比增 51.0%、环比 12.6%），维持较快发展。

扣非后净利润增长 58.9%，保持快速增长。在此数据背后，前三季度资产折旧摊销（增速 12.3%，收入占比从 28.3% 略降至 28.0%）、网络营运及支撑成本（增速 2.5%，占比从 14.9% 降至 13.5%）、3G 终端补贴（从 3G 收入占比 10.5% 降至 8.7%）、管理费用（下降 1.2 亿至 148.3 亿）、财务费用（下降 5.0 亿至 23.0 亿）均得到有效管控。同时，为应对市场竞争、加快 3G、宽带等重点业务发展，前三季度销售费用同比增加 65.09 亿至 318.9 亿，增长 25.6%。此外，前三季度投资收益 1.98 亿，较 2012 年同期减少 2.02 亿，主要在于 2012 年上半年联通投资的西班牙电信分红贡献投资收益 4.1 亿。

联通自 2009 年以来持续受困于自由现金流为负的压力，而 13 年 2、3 季度，自由现金流转正、明显改善，目前前三季度投资性现金流出已完成 561.2 亿，四季度自由现金流预计仍可为正，全年自由现金流预期获得较大改善。

(二) 14 年行业政策前瞻：网间结算政策调整的业绩增厚预期远超

“营改增”的或有负面影响

按此前 2004、2007 年网间结算调整政策的博弈情况看，虽然三大运营商网间结算政策从非对称监管角度看有调整的之必要，但进度上可能滞后到 2014 年。

若中国联通和中国电信的移动网间结算费率下调 33.3%（即 0.04 元/分钟）估算，则中国联通网间结算支出下降 26.9%，网间结算收入下降 6.4%，对应净利润上浮 41.0 亿元，相对于 2013 年净利润增厚 37%。而“营改增”，面对 6%、11%两档税率、不同业务如何细分，对运营商业绩影响差异较大，但按照 11%税率计算对联通的净利润影响下降估算约 10%。网间结算政策调整的业绩增厚预期大超“营改增”的或有负面影响。

(三) 持股比例看，联通集团 3 季度增持 0.46%的流通股本，较 2 季度 0.41%、1 季度 0.04%的增持比例提升

3. 投资建议

当前股价对应联通 13 年 1xPB 估值、20xPE 估值，具有估值优势和安全边际，维持对中国联通此前的“推荐”评级。

维持对公司此前盈利预测，预计 2013~2014 年收入分别为 2965.66 亿、3366.02 亿元，同比增速分别为 15.73%、13.50%；归属 A 股母公司股东对应的净利润分别为 36.03 亿、52.99 亿，同比增速分别为 52.16%、47.06%，每股 EPS 分布为 0.17、0.25 元。

4. 风险提示

- 1) 3G 用户发展出现低于市场预期情况。
- 2)、政策因素带来联通 LTE 技术方向偏离 FDD-LTE 为主的情况。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

朱劲松，通信行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中国联通（600050.SH）、烽火通信（600498.SH）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、科华恒盛（002335.SZ）、海能达（002583.SZ）、北纬通信（002148.SZ）、二六三（002467.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、硕贝德（300322.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn