click here: http://www.hibor.com.cn

国金证券 SINOLINK SECURITIES

中国联通 (600050.SH)　无线通信行业

评级：买入　维持评级　　业绩点评

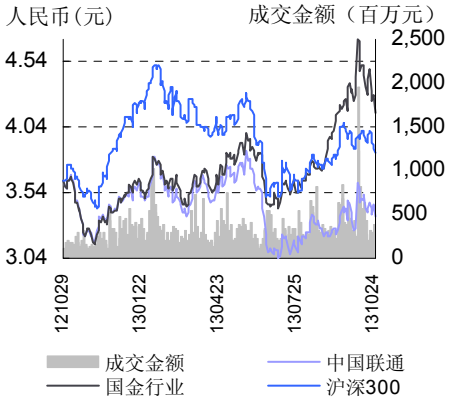
市价（人民币）：3.36 元
目标（人民币）：3.96-4.26 元

价格拉动 3G 加速发展　规模效应加速兑现

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	21,196.60
总市值(百万元)	712.21
年内股价最高最低(元)	3.86/3.04
沪深 300 指数	2368.56
上证指数	2132.95



相关报告

1.《LTE 商用任重道远　联通股价存在低估》，2013.3.25

2.《短期面临需求趋缓,中期面临竞争加剧》，2012.10.29

公司基本情况(人民币)

项　目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.067	0.112	0.178	0.264	0.399
每股净资产(元)	3.35	3.41	3.55	3.76	4.09
每股经营性现金流(元)	3.28	3.53	6.40	6.11	7.33
市盈率(倍)	78.65	31.33	18.89	12.73	8.43
行业优化市盈率(倍)	20.02	18.69	23.90	23.90	23.90
净利润增长率(%)	15.04%	67.68%	59.19%	48.37%	51.13%
净资产收益率(%)	1.99%	3.28%	5.01%	7.01%	9.74%
总股本(百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 中国联通发布 2013 年三季报，公司前三季度实现收入 2266.46 亿元，同比增长 18.9%；实现归属净利润 27.82 亿元，同比增长 51.8%。

经营分析

■ **3G 用户规模超预期，ARPU 值下降超预期，价格弹性效果彰显**：公司前三季度实现移动主营业务收入 1153.8 亿元，同比增长 20.3%。截至 9 月份，中国联通共有移动通信用户 2.73 亿，上半年累计新增 3G 用户 3517 万户，平均月新增 3G 用户为 391 万户，大大超出市场和我们之前的预测。今年以来三大运营商加快 2G 向 3G 转换步伐，在价格上做出了灵活调整，促进更多用户转向 3G 或增加移动通信服务使用，通过价格杠杆促进了整体的收入弹性；

■ **固话、宽带用户数稳定增加，ARPU 值稳中有升**：公司前三季度实现固网主营业务收入 669.9 亿元，同比增长 3.8%。其中期末宽带用户数达到 6408.3 万，月均增加 61.6 万户，宽带用户 ARPU 值 61.6 元，环比稳中有升。固网业务尤其是宽带业务给公司贡献了稳定的现金流，宽带升级提升了平均的 ARPU 值，公司显然受益于这一进程；

■ **2G 向 3G 迁移速度超预期，3G 用户快速增长带动公司规模效应迅速体现**：从去年四季度以来，三大运营商尤其是移动、联通的 3G 用户规模快速扩大，市场之前预期的设备层面 LTE 投资周期中，用户层面 2G 向 3G 转换的过程超预期实现。尽管公司的 3G 用户份额并未提升，但公司整体移动用户市场份额不断提升，且随着 3G 用户规模快速扩大，成本相对刚性下公司盈利能力超预期兑现，我们甚至认为如果不存在调工资等情况，公司今年的盈利完全可以持续超预期。

盈利调整

■ 我们上调公司 2013~2015 年的盈利预测，归属 37.70 亿元、55.93 亿元和 84.53 亿元，同比分别增长 59.19%、48.37%和 51.13%，对应 EPS 分别为 0.178 元、0.264 元和 0.399 元。

投资建议

■ 目前公司股价对应 0.95x2013PB/18.89x2013PE，股价跌破净资产。另一方面，如我们之前在《LTE 商用任重道远　联通股价存在低估》中所阐述的，LTE 部署期间设备是投资逻辑，3G 用户增、2G 用户减是运营逻辑，用户规模的扩大恰恰会释放联通潜在的盈利能力。我们给予公司 1.2x2013PB/15X2014PE，目标价 3.96~4.26 元，给予“买入”评级。

邢开允　联系人
(8621)61038223
xingky@gjzq.com.cn

张帅　分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管金基信泰供仅告报此
此报告仅供泰信基金管理有限公司使用

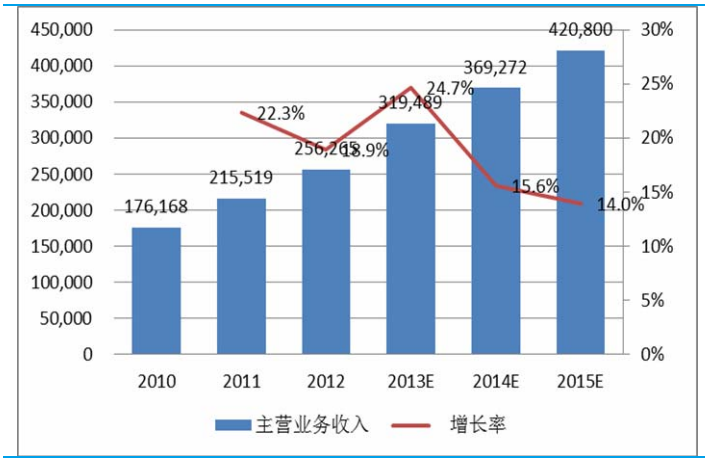
click here: http://www.hibor.com.cn

价格拉动 3G 加速发展 规模效应初步显现

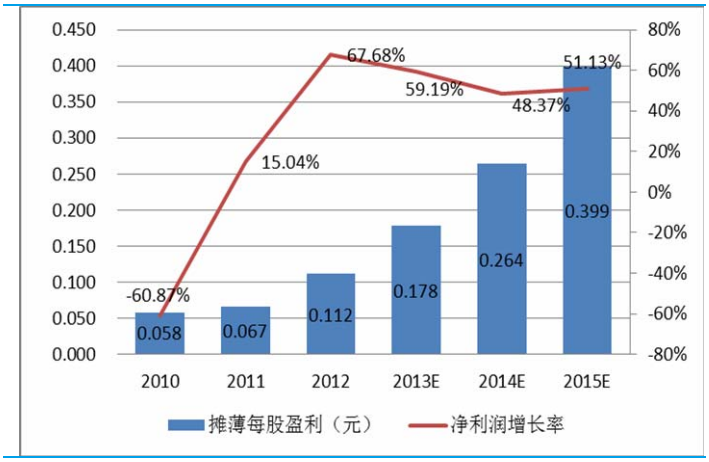
业绩简评

- 中国联通发布 2013 年三季报，公司前三季度实现收入 2266.46 亿元，同比增长 18.9%；实现归属净利润 27.82 亿元，同比增长 51.8%。

图表1：中国联通收入及预测（单位：百万元）



图表2：中国联通 EPS 及预测（单位：元）



来源：国金证券研究所

经营分析

- **3G 用户规模超预期，ARPU 值下降超预期，价格弹性效果彰显**：公司前三季度实现移动主营业务收入 1153.8 亿元，同比增长 20.3%。截至 9 月份，中国联通共有移动通信用户 2.73 亿，其中 2G 用户 1.61 亿，3G 用户 1.12 亿，上半年累计新增 3G 用户 3517 万户，平均月新增 3G 用户为 391 万户，大大超出市场和我们之前的预测。与此同时，联通 2G、3G 用户 ARPU 均超预期下降，3G 用户平均 ARPU 值为 76.5 元。今年以来三大运营商加快 2G 向 3G 转换步伐，在价格上做出了灵活调整，促进更多用户转向 3G 或增加移动通信服务使用，通过价格杠杆促进了整体的收入弹性；
- **固话、宽带用户数稳定增加，ARPU 值稳中有升**：公司前三季度实现固网主营业务收入 669.9 亿元，同比增长 3.8%。其中期末宽带用户数达到 6408.3 万，月均增加 61.6 万户，宽带用户 ARPU 值 61.6 元，环比稳中有升。固网业务尤其是宽带业务给公司贡献了稳定的现金流，宽带升级提升了平均的 ARPU 值，公司显然受益于这一进程；
- **2G 向 3G 迁移速度超预期，3G 用户快速增长带动公司规模效应迅速体现**：从去年四季度以来，三大运营商尤其是移动、联通的 3G 用户规模快速扩大，市场之前预期的设备层面 LTE 投资周期中，用户层面 2G 向 3G 转换的过程超预期实现。尽管公司的 3G 用户份额并未提升，但公司整体移动用户市场份额不断提升，且随着 3G 用户规模快速扩大，成本相对刚性下公司盈利能力超预期兑现，我们甚至认为如果不存在调工资等情况，公司今年的盈利完全可以持续超预期。

盈利调整

- 我们上调公司 2013~2015 年的盈利预测，归属 37.70 亿元、55.93 亿元和 84.53 亿元，同比分别增长 59.19%、48.37%和 51.13%，对应 EPS 分别为 0.178 元、0.264 元和 0.399 元。

投资建议

click here: http://www.hibor.com.cn

- 目前公司股价对应 0.95x2013PB/18.89x2013PE，股价跌破净资产。另一方面，如我们之前在《LTE 商用任重道远 联通股价存在低估》中所阐述的，LTE 部署期间设备是投资逻辑，3G 用户增、2G 用户减是运营逻辑，用户规模的扩大恰恰会释放联通潜在的盈利能力。我们给予公司 1.2x2013PB/15X2014PE，目标价 3.96~4.26 元，给予“买入”评级。

图表3：中国联通收入预测（单位：百万元）

主营业务收入：	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
通话及月租费收入	78,809.64	77,767.37	80,780.18	83,671.81	83,693.67	86,230.70	88,206.49	89,069.24
增值业务收入	24,956.85	31,621.89	43,788.16	58,181.46	86,462.28	109,304.27	130,229.11	150,004.91
宽带、数据及互联网收入	27,182.03	33,580.00	39,812.18	44,614.15	53,627.21	56,779.72	61,277.09	65,000.58
网间结算收入	14,164.98	15,066.83	15,713.62	17,142.93	18,439.54	19,857.35	22,535.49	24,022.51
电路及网元租赁收入	5,859.76	6,191.07	7,308.92	8,701.24	9,307.20	9,890.54	10,448.45	10,978.90
装移机收入及一次性不退还收入的摊销	1,357.16	1,244.80	1,030.81	827.76	703.60	598.06	508.35	432.10
信息与通信技术服务及设计服务收入等	2,313.46	2,175.79	2,757.56	3,280.47	3,936.57	4,330.22	4,763.25	5,239.57
初装费收入	489.60	192.42	15.34	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
其他	1,001.89	942.03	564.43	365.74	329.17	395.00	474.00	568.80
小计	156,135.36	168,782.21	191,771.20	216,785.57	256,499.23	287,385.86	318,442.23	345,317.61
销售通信产品收入	2,233.46	7,461.22	23,747.32	39,479.18	62,989.56	81,886.43	102,358.04	127,947.54
合计	158,368.82	176,243.42	215,518.51	256,264.75	319,488.79	369,272.29	420,800.26	473,265.15
合计增速		11.29%	22.28%	18.91%	24.67%	15.58%	13.95%	12.47%

来源：国金证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

图表4：中国联通财务摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	**176,168**	**215,519**	**256,265**	**319,489**	**369,272**	**420,800**
增长率		*22.3%*	*18.9%*	*24.7%*	*15.6%*	*14.0%*
主营业务成本	-123,735	-154,414	-179,108	-217,986	-247,914	-277,453
%销售收入	*70.2%*	*71.6%*	*69.9%*	*68.2%*	*67.1%*	*65.9%*
毛利	52,433	61,104	77,157	101,503	121,358	143,347
%销售收入	*29.8%*	*28.4%*	*30.1%*	*31.8%*	*32.9%*	*34.1%*
营业税金及附加	-4,871	-6,352	-7,339	-9,201	-10,635	-12,119
%销售收入	*2.8%*	*2.9%*	*2.9%*	*2.9%*	*2.9%*	*2.9%*
营业费用	-23,733	-28,751	-35,037	-44,728	-51,698	-58,912
%销售收入	*13.5%*	*13.3%*	*13.7%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*
管理费用	-16,113	-18,200	-20,491	-25,559	-29,542	-33,664
%销售收入	*9.1%*	*8.4%*	*8.0%*	*8.0%*	*8.0%*	*8.0%*
息税前利润（EBIT）	7,717	7,802	14,289	22,014	29,483	38,652
%销售收入	*4.4%*	*3.6%*	*5.6%*	*6.9%*	*8.0%*	*9.2%*
财务费用	-1,625	-1,243	-3,417	-5,258	-5,106	-2,357
%销售收入	*0.9%*	*0.6%*	*1.3%*	*1.6%*	*1.4%*	*0.6%*
资产减值损失	-2,664	-2,771	-3,294	-3,666	-4,051	-4,656
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	485	866	417	459	505	555
%税前利润	*10.4%*	*15.3%*	*4.4%*	*3.1%*	*2.3%*	*1.7%*
营业利润	3,914	4,654	7,996	13,549	20,831	32,195
营业利润率	*2.2%*	*2.2%*	*3.1%*	*4.2%*	*5.6%*	*7.7%*
营业外收支	733	1,010	1,548	1,300	1,200	1,100
税前利润	**4,647**	**5,664**	**9,544**	**14,849**	**22,031**	**33,295**
利润率	*2.6%*	*2.6%*	*3.7%*	*4.6%*	*6.0%*	*7.9%*
所得税	-975	-1,476	-2,519	-3,712	-5,508	-8,324
所得税率	*21.0%*	*26.1%*	*26.4%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	3,671	4,188	7,025	11,137	16,523	24,971
少数股东损益	2,444	2,776	4,657	7,367	10,930	16,519
归属于母公司的净利	**1,228**	**1,412**	**2,368**	**3,770**	**5,593**	**8,453**
净利率	*0.7%*	*0.7%*	*0.9%*	*1.2%*	*1.5%*	*2.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	3,671	4,188	7,025	11,137	16,523	24,971
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	57,880	60,965	64,682	78,359	92,198	106,345
非经营收益	1,867	347	1,851	8,524	3,401	701
营运资金变动	4,622	3,891	1,140	37,662	17,322	23,294
经营活动现金净流	**68,040**	**69,391**	**74,699**	**135,681**	**129,445**	**155,312**
资本开支	-77,708	-80,387	-89,680	-82,849	-93,809	-93,910
投资	-46	-3,368	-10,314	-1	0	0
其他	1,285	1,017	761	459	505	555
投资活动现金净流	**-76,470**	**-82,738**	**-99,233**	**-82,391**	**-93,304**	**-93,355**
股权募资	0	33	1	0	0	0
债权募资	23,556	11,022	34,288	-51,368	-25,187	-58,498
其他	-5,732	-5,256	-6,640	-5,242	-5,954	-3,459
筹资活动现金净流	**17,824**	**5,800**	**27,648**	**-56,611**	**-31,141**	**-61,957**
现金净流量	**9,394**	**-7,546**	**3,114**	**-3,320**	**5,000**	**1**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	22,791	15,439	18,320	15,000	20,000	20,001
应收款项	12,086	14,395	19,792	19,091	22,065	25,144
存货	3,728	4,651	5,803	5,972	6,792	7,601
其他流动资产	3,688	4,387	4,324	6,542	7,439	8,326
流动资产	42,293	38,872	48,240	46,604	56,297	61,072
%总资产	*9.5%*	*8.5%*	*9.3%*	*9.0%*	*10.6%*	*11.7%*
长期投资	6,261	6,999	5,617	5,618	5,617	5,617
固定资产	363,651	380,102	429,181	447,443	453,143	444,240
%总资产	*82.0%*	*82.9%*	*82.8%*	*86.4%*	*85.5%*	*84.8%*
无形资产	27,594	28,840	30,261	17,953	15,090	12,685
非流动资产	401,173	419,651	470,117	471,016	473,852	462,544
%总资产	*90.5%*	*91.5%*	*90.7%*	*91.0%*	*89.4%*	*88.3%*
资产总计	**443,466**	**458,524**	**518,357**	**517,620**	**530,149**	**523,617**
短期借款	36,911	32,449	101,368	89,743	64,556	6,057
应付款项	132,329	137,413	155,840	194,797	215,821	242,899
其他流动负债	28,654	43,627	44,604	7,996	9,268	10,617
流动负债	197,894	213,490	301,812	292,537	289,645	259,573
长期贷款	1,462	1,384	536	536	536	537
其他长期负债	35,930	35,040	3,775	2,000	2,000	2,000
负债	**235,286**	**249,913**	**306,123**	**295,073**	**292,181**	**262,110**
普通股股东权益	70,836	71,024	72,297	75,244	79,734	86,754
少数股东权益	137,344	137,587	139,937	147,304	158,234	174,753
负债股东权益合计	**443,466**	**458,524**	**518,357**	**517,620**	**530,149**	**523,617**

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.058	0.067	0.112	0.178	0.264	0.399
每股净资产	3.342	3.351	3.411	3.550	3.762	4.093
每股经营现金净流	3.218	3.277	3.526	6.401	6.107	7.327
每股股利	0.026	0.034	0.040	0.040	0.052	0.068
回报率						
净资产收益率	1.73%	1.99%	3.28%	5.01%	7.01%	9.74%
总资产收益率	0.28%	0.31%	0.46%	0.73%	1.06%	1.61%
投入资本收益率	2.18%	2.09%	3.33%	5.24%	7.25%	10.73%
增长率						
主营业务收入增长率	11.24%	22.34%	18.91%	24.67%	15.58%	13.95%
EBIT增长率	-41.64%	1.10%	83.14%	54.06%	33.93%	31.10%
净利润增长率	-60.87%	15.04%	67.68%	59.19%	48.37%	51.13%
总资产增长率	6.43%	3.40%	13.05%	-0.14%	2.42%	-1.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.0	19.3	19.0	19.0	19.0	19.0
存货周转天数	9.1	9.9	10.7	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	286.5	218.5	198.3	210.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	630.7	551.2	523.1	429.6	366.4	304.9
偿债能力						
净负债/股东权益	23.60%	24.69%	40.33%	34.72%	19.79%	-4.36%
EBIT利息保障倍数	4.8	6.3	4.2	4.2	5.8	16.4
资产负债率	53.06%	54.50%	59.06%	57.01%	55.11%	50.06%

来源：国金证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	9	9	25	36
增持	3	3	5	7	8
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.27**	**1.26**	**1.30**	**1.29**	**1.28**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

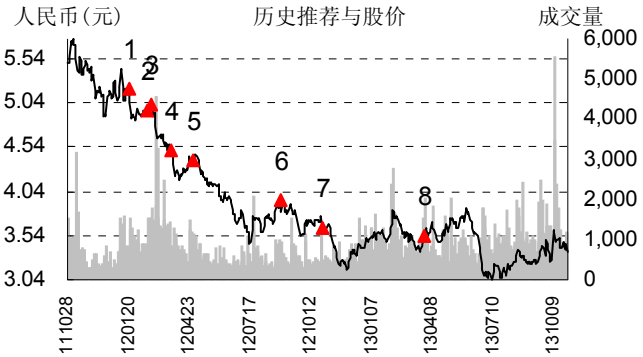
1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-01-20	增持	5.20	N/A
2	2012-02-21	增持	4.96	N/A
3	2012-02-28	增持	5.02	6.38 ~ 6.38
4	2012-03-23	增持	4.50	N/A
5	2012-04-26	增持	4.39	N/A
6	2012-08-24	增持	3.93	4.50 ~ 4.50
7	2012-10-29	增持	3.63	4.00 ~ 4.00
8	2013-03-25	买入	3.54	3.93 ~ 4.37

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

click here: http://www.hibor.com.cn

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD