

被低估的信息消费 B2C 标的

——中国联通 2013 年报点评

■ **年报摘要:** 财务数据方面, 中国联通 2013 年实现营业收入 3,037.27 亿元, 同比增长 18.5%; 实现净利润 102.92 亿元, 同比增长 46.5%, 其中归属于母公司净利润 34.43 亿元, 同比增长 45.4%; 实现基本每股收益 0.16 元, 公司业绩符合市场预期。运营数据方面, 中国联通 2013 年移动用户净增 4167.1 万户, 用户总量达 28,098.3 万户; 其中 3G 用户净增 4,614.4 万户, 用户总量达 12,260.0 万户; 3G 用户 ARPU 值从 2012 年的 86.1 元下降为 75.1 元; 宽带用户净增 610.7 万户, 用户总量达 6,464.7 万户, ARPU 值从 2012 年的 62.4 元下降为 61.4 元。

■ **安信点评:** 中国联通 2013 年无论是财务数据还是运营数据都符合预期的。首先, 从 3G 用户获取上, 公司继续平均每月净增 300 万户以上, 即使是在中国移动强大的攻势下仍然保持了良好的增长势头; 其次, 从财务数据上我们明确看到了公司进入到了 3G 收获期, 即投入减少、回报增加 (观察指标: 资本支出、净利润率及现金流量)。

我们对于公司 2014 年和 2015 年较为乐观, 主要基于以下三点: 首先, 公司 3G 已经全国覆盖, 未来将会构建 4G/3G 协同网络, FDD LTE 商用将是公司的一大催化剂, 预计建网成本低于竞争对手; 其次, 市场对于互联网公司冲击传统运营商的预期已经极为悲观, 再次出现黑天鹅的可能性较小; 最后市场低估了公司的用户价值, 移动用户 (2.81 亿户)、宽带用户 (0.65 亿户)、固定电话 (0.88 亿户) 累计 4.34 亿户 (不排除有部分用户重叠), 可能是信息产业中拥有 B2C 模式的公司中单用户价值最低的标的之一。

■ **投资建议:** 我们预计中国联通 2014 年-2015 年的营收增速分别为 15.6% 和 8.9%, 归属净利润分别为 42.9% 和 26.2%, 对应 EPS 分别为 0.23 和 0.29 元, 维持买入-B 的投资评级, 目标价 4 元。

■ **风险提示:** 营改增还没有最终确定; 互联网对电信行业冲击

摘要(亿元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,562.6	3,037.3	3,509.7	3,821.7	4,071.3
净利润	23.7	34.4	48.8	60.5	70.2
每股收益(元)	0.11	0.16	0.23	0.29	0.33
每股净资产(元)	3.41	3.53	3.69	3.89	4.13

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	27.6	19.0	13.4	10.8	9.3
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利润率	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%
净资产收益率	3.3%	4.6%	6.2%	7.2%	7.8%
股息收益率	1.1%	1.3%	2.2%	2.8%	3.2%
ROIC	4.0%	4.4%	6.1%	6.6%	7.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-B

维持评级

6 个月目标价

4.00 元

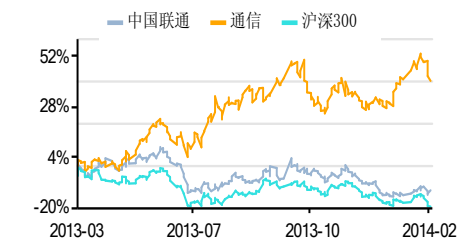
股价 (2014-02-28)

3.06 元

交易数据

总市值 (百万元)	64,861.58
流通市值 (百万元)	64,861.58
总股本 (百万股)	21,196.60
流通股本 (百万股)	21,196.60
12 个月价格区间	2.98/3.85 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.07	-0.39	4.45
绝对收益	2.00	-11.05	-14.04

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

柳士威

021-68765175

liusw@essence.com.cn

相关报告

3G 迁徙加快, 开放经营思维	2013-10-25
移动端发力的趋势正在变强	2013-08-09
耕耘后的收获	2013-04-07

财务报表预测和估值数据汇总(2014年03月03日)

利润表						财务指标					
(亿元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(亿元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,562.6	3,037.3	3,509.7	3,821.7	4,071.3	成长性					
减:营业成本	1,791.1	2,116.6	2,402.8	2,619.5	2,778.4	营业收入增长率	18.9%	18.5%	15.6%	8.9%	6.5%
营业税费	73.4	86.9	100.4	109.3	116.5	营业利润增长率	71.8%	61.5%	42.9%	26.2%	16.4%
销售费用	350.4	429.9	496.9	528.4	566.7	净利润增长率	67.7%	45.4%	41.8%	24.0%	15.9%
管理费用	204.9	203.7	235.4	251.2	266.9	EBITDA 增长率	13.4%	15.8%	12.1%	16.2%	13.5%
财务费用	34.2	29.5	60.9	50.1	40.0	EBIT 增长率	93.5%	39.0%	54.7%	15.3%	9.9%
资产减值损失	32.9	43.5	32.9	34.3	35.6	NOPLAT 增长率	92.3%	26.8%	44.8%	14.0%	9.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.8%	3.2%	5.8%	-3.5%	-4.5%
投资和汇兑收益	4.2	2.0	4.2	4.0	4.0	净资产增长率	1.7%	4.4%	5.9%	6.9%	7.5%
营业利润	80.0	129.2	184.6	232.9	271.1	利润率					
加:营业外净收支	15.5	7.6	9.3	7.6	7.6	毛利率	30.1%	30.3%	31.5%	31.5%	31.8%
利润总额	95.4	136.8	193.9	240.5	278.7	营业利润率	3.1%	4.3%	5.3%	6.1%	6.7%
减:所得税	25.2	33.8	48.0	59.5	69.0	净利润率	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%
净利润	23.7	34.4	48.8	60.5	70.2	EBITDA/营业收入	27.9%	27.3%	26.5%	28.3%	30.1%
						EBIT/营业收入	4.5%	5.2%	7.0%	7.4%	7.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	487	437	423	431	407
货币资金	183.2	215.9	480.8	505.7	525.7	流动营业资本周转天数	-204	-174	-153	-151	-152
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	61	60	69	80	79
应收帐款	197.2	209.6	242.2	263.7	280.9	应收帐款周转天数	24	23	22	22	23
应收票据	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2	存货周转天数	8	7	6	7	7
预付帐款	41.7	40.1	38.2	36.2	34.0	总资产周转天数	686	622	577	562	531
存货	58.0	55.4	65.0	70.9	75.2	投资资本周转天数	398	366	331	307	277
其他流动资产	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	投资回报率					
可供出售金融资产	55.7	65.0	65.0	65.0	65.0	ROE	3.3%	4.6%	6.2%	7.2%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	1.9%	2.5%	3.0%	3.5%
长期股权投资	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	ROIC	4.0%	4.4%	6.1%	6.6%	7.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,672.8	3,706.7	4,538.2	4,611.1	4,600.7	销售费用率	13.7%	14.2%	14.2%	13.8%	13.9%
在建工程	599.3	571.8	55.9	5.5	0.5	管理费用率	8.0%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%
无形资产	213.6	238.2	214.5	193.1	173.9	财务费用率	1.3%	1.0%	1.7%	1.3%	1.0%
其他非流动资产	159.2	208.1	229.7	245.8	258.9	三费/营业收入	23.0%	21.8%	22.6%	21.7%	21.5%
资产总额	5,183.6	5,313.6	5,932.6	6,000.2	6,018.2	偿债能力					
短期债务	691.8	957.7	1,260.2	996.5	676.3	资产负债率	59.1%	58.3%	60.4%	58.2%	55.1%
应付帐款	1,124.7	1,048.3	1,183.4	1,283.0	1,353.2	负债权益比	144.2%	139.8%	152.7%	139.0%	122.9%
应付票据	2.9	4.1	4.6	5.0	5.3	流动比率	0.16	0.18	0.24	0.26	0.29
其他流动负债	488.3	579.1	663.1	754.6	852.0	速动比率	0.14	0.16	0.22	0.24	0.27
长期借款	5.4	4.8	4.8	4.8	4.8	利息保障倍数	3.34	5.38	4.03	5.65	7.77
其他非流动负债	37.8	145.6	143.5	142.0	140.9	分红指标					
负债总额	3,061.2	3,097.4	3,584.8	3,489.5	3,318.9	DPS(元)	0.03	0.04	0.07	0.09	0.10
少数股东权益	1,399.4	1,467.7	1,564.8	1,685.2	1,824.8	分红比率	30.0%	24.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	212.0	212.0	212.0	212.0	212.0	股息收益率	1.1%	1.3%	2.2%	2.8%	3.2%
留存收益	511.3	536.9	571.1	613.5	662.6						
股东权益	2,122.3	2,216.3	2,347.8	2,510.7	2,699.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.11	0.16	0.23	0.29	0.33
净利润	70.3	102.9	48.8	60.5	70.2	BVPS(元)	3.41	3.53	3.69	3.89	4.13
加:折旧和摊销	629.4	710.7	683.9	796.9	914.9	PE(X)	27.6	19.0	13.4	10.8	9.3
资产减值准备	32.9	43.5	32.9	34.3	35.6	PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-29.4	-106.1	3.9	-7.6	-6.2
财务费用	10.4	30.8	28.0	60.9	50.1	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
投资损失	-4.2	-2.0	-4.2	-4.0	-4.0	EV/EBITDA	4.3	3.7	3.4	2.8	2.3
少数股东损益	46.6	68.5	97.1	120.5	139.6	CAGR(%)	37.1%	26.8%	18.5%	15.9%	15.9%
营运资金的变动	-1.9	-109.4	113.6	121.4	112.8	PEG	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	747.4	833.7	1,033.0	1,179.7	1,309.2	ROIC/WACC	0.6	0.7	1.0	1.0	1.2
投资活动产生现金流量	-992.3	-769.4	-995.9	-796.1	-876.1	REP	1.6	1.4	1.0	0.9	0.8
融资活动产生现金流量	276.5	-31.4	227.0	-332.0	-381.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

www.jztz.com
中国价值投

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

