证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通（600050） 推荐

事件点评 （维持评级）

2014 年 08 月 08 日

业绩略低于预期，转型变革深入推进

证券分析师： 程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
证券分析师： 李亚军 0755-22940077 liyaj@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514080002

事项：

中国联通公布 2014 年半年报。2014 年上半年，公司实现营业收入人民币 1534.6 亿元，同比增长 3.3%，其中主营业务收入人民币 1305 亿元，同比增长 8.5%。净利润同比增长 26.3%，达到人民币 66.5 亿元，其中归属于母公司的净利润 22.2 亿元，比上年同期增长 25.7%。

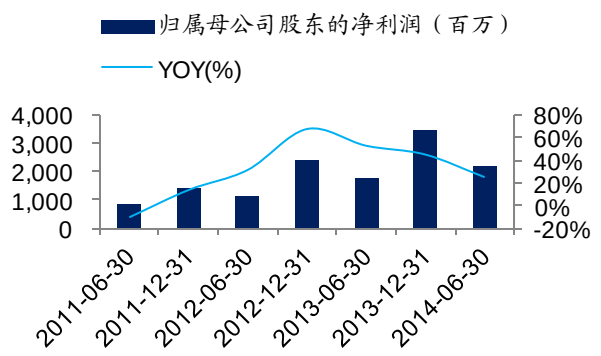
评论：

■ **业绩略低于预期，收入结构进一步优化，盈利能力稳步提升**

受电信业营改增税制改革等政策和市场环境变化影响，公司收入增速有所放缓，但主营业务收入增速继续保持行业领先，其中移动业务占比达到 64%，非语音业务占比达到 59.5%，业务结构更趋优化；EBITDA 同比增长 13.1%，达到人民币 478.2 亿元；净利润同比增长 26.3%，达到人民币 66.5 亿元，其中归属于母公司的净利润 22.2 亿元，比上年同期增长 25.7%，略低于预期，主要原因有小灵通清频关网造成的一次性费用、财务成本、年金政策等因素。

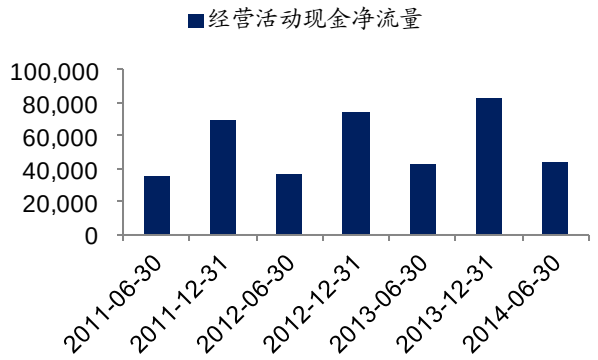
公司经营活动现金流量净额为 443.1 亿元，资本开支为 215.8 亿元，经营现金流同比增长 4%，自由现金流达到人民币 227.3 亿元。公司财务状况更趋稳健，可持续发展的基础更加稳固。

图 1：近年净利润增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：经营性现金流净额情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本方面，降低补贴和调整网间结算标准体现效应，上半年共发生成本费用 1390 亿元，比上年同期增长 2.8%，低于同期营业收入增幅。上半年移动宽带业务终端补贴成本为 33.3 亿元，同比减少 21%。受网间结算政策调整影响，公司上半年网间结算成本为 75.7 亿元，同比下降 23.7%。

■ **转型变革深入推进，维持公司“推荐”投资评级**

公司以“营改增”税制改革为契机深化营销模式转型，促进业务和客户质量的持续提升，在收入端，随着 FDD 牌照的正式发放，用户数和 ARPU 值双升，成本端，网间结算调整和营销费用下降等削减开支，并且公司拥有全球产业链最为成熟的 W 网，4G 时代资本开支有望控制在合理的水平，同时综合考虑三大运营商技术制式、营收体量等因素，公司积极探索混合所有制，积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系，带来经营效率和活力的提升。预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.24/0.30/0.36 元，**维持公司“推荐”评级。**

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	21589	19955	20772	20363
应收款项	21041	25644	28328	32235
存货净额	5536	8642	8987	10278
其他流动资产	4166	5355	5766	6648
流动资产合计	**52333**	**59596**	**63854**	**69524**
固定资产	429648	475216	505510	531278
无形资产及其他	23823	23293	22764	22235
投资性房地产	25508	25508	25508	25508
长期股权投资	53	56	59	62
资产总计	**531364**	**583669**	**617695**	**648607**
短期借款及交易性金融负债	95976	76259	123063	146881
应付款项	96152	152613	157486	180818
其他流动负债	102565	141815	153877	173666
流动负债合计	**294693**	**370687**	**434427**	**501365**
长期借款及应付债券	13483	13483	13483	13483
其他长期负债	1562	1383	1187	999
长期负债合计	**15045**	**14866**	**14670**	**14482**
负债合计	**309738**	**385553**	**449096**	**515847**
少数股东权益	146767	130949	111088	86973
股东权益	74859	67168	57511	45786
负债和股东权益总计	**531364**	**583669**	**617695**	**648607**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	**0.16**	**0.24**	**0.30**	**0.36**
每股红利	**0.37**	**0.60**	**0.75**	**0.92**
每股净资产	**3.53**	**3.17**	**2.71**	**2.16**
ROIC	**5%**	**7%**	**9%**	**10%**
ROE	**5%**	**7%**	**11%**	**17%**
毛利率	**30%**	**30%**	**31%**	**32%**
EBIT Margin	**7%**	**8%**	**9%**	**9%**
EBITDA Margin	**29%**	**19%**	**21%**	**21%**
收入增长	**19%**	**15%**	**14%**	**12%**
净利润增长率	**45%**	**46%**	**26%**	**21%**
资产负债率	**86%**	**88%**	**91%**	**93%**
息率	**10%**	**17%**	**21%**	**25%**
P/E	**22.2**	**15.2**	**12.1**	**9.9**
P/B	**1.0**	**1.1**	**1.3**	**1.7**
EV/EBITDA	**4.4**	**6.8**	**6.4**	**6.2**

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**303727**	**350067**	**397494**	**446096**
营业成本	211657	244289	273410	303860
营业税金及附加	8689	10020	11378	12769
销售费用	42991	48706	55784	62721
管理费用	20373	19468	22721	25422
财务费用	2949	4752	5478	7350
投资收益	198	500	349	424
资产减值及公允价值变动	(4348)	(3821)	(4084)	(3953)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	12917	19511	24989	30447
营业外净收支	759	1154	956	1055
利润总额	**13677**	**20664**	**25945**	**31502**
所得税费用	3384	5283	6633	8054
少数股东损益	6850	10349	12994	15777
归属于母公司净利润	**3443**	**5032**	**6318**	**7671**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	**3443**	**5032**	**6318**	**7671**
资产减值准备	1053	(4348)	0	0
折旧摊销	67061	40275	47948	54101
公允价值变动损失	4348	3821	4084	3953
财务费用	2949	4752	5478	7350
营运资本变动	(7693)	82286	13299	36854
其它	(9635)	(11471)	(19861)	(24115)
经营活动现金流	**58576**	**115595**	**51788**	**78464**
资本开支	(61342)	(84787)	(81797)	(83292)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(61345)**	**(84790)**	**(81800)**	**(83295)**
权益性融资	1102	0	0	0
负债净变化	(55)	0	0	0
支付股利、利息	(7756)	(12723)	(15975)	(19396)
其它融资现金流	20557	(19717)	46804	23818
融资活动现金流	**6038**	**(32440)**	**30830**	**4422**
现金净变动	**3269**	**(1634)**	**817**	**(409)**
货币资金的期初余额	18320	21589	19955	20772
货币资金的期末余额	21589	19955	20772	20363
企业自由现金流	17470	58305	4907	38422
权益自由现金流	37972	35051	47634	56770

相关研究报告:

《中国联通-600050-从中华电信发展史看中国联通的机会》 ——2014-08-05
《中国联通-600050-盈利拐点已确认，期待提升幅度跟进》 ——2011-10-30
《中国联通-600050-月度用户数点评：短期数据低于预期，创造防御型配置介入时机》 ——2011-06-20
《中国联通-600050-月度用户数点评：3G 用户后续增长值得期待》 ——2011-05-19
《中国联通-600050-3G 显著加速，盈利拐点临近》 ——2011-04-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。