

2014年08月08日

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 3.70

中国联通(600050.SH)

Hold 持有

“营改增”影响尚待观察，小灵通减值、汇兑损失影响净利润

结论与建议：

上半年公司实现营收 1534.6 亿元，YOY+3.3%，归属于 A 股公司净利润为 22.2 亿元，YOY+25.7%，EPS 为 0.105 元，业绩表现低于预期。受“营改增”政策影响，以及生产竞争环境的恶化，公司收入增幅有所回落。净利润增速不及预期的主要原因是：小灵通资产减值、汇兑损失以及年金计划增加成本支出。“营改增”对公司营收的负面影响较为确定，但仅一个月的数据尚无法判断其对公司业绩的确切影响。

我们适度调整公司的盈利预测，预计公司 2014-2015 年实现归属于 A 股公司净利润 42.43 亿元和 51.61 亿元，YOY+23%和 22%，EPS 为 0.20 元和 0.24 元，P/E 17 倍和 14 倍，维持“持有”的投资建议。

公司基本信息

产业别	通信
A 股价(2014/8/8)	3.50
上证综指(2014/8/8)	2187.67
股价 12 个月高/低	3.61/2.98
总发行股数(百万)	21196.60
A 股数(百万)	21196.60
A 市值(亿元)	741.88
主要股东	中国联合网络通信集团有限公司(63.09%)
每股净值(元)	3.58
股价/账面净值	0.98
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.2 10.8 9.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-18	3.12	持有
2014-02-28	3.06	持有

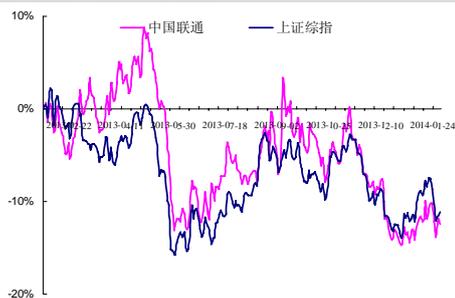
产品组合

电信业	100.0%
-----	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.8%
一般法人	62.4%

股价相对大盘走势



■ **1H14 收入增速回落，净利润增 25.7%：**2014 上半年公司实现营收 1534.6 亿元，YOY+3.3%，主营业务收入 1305 亿元，YOY+8.5%。上半年公司实现净利润 66.5 亿元，归属于 A 股公司净利润为 22.2 亿元，YOY+25.7%，EPS 为 0.105 元，业绩表现低于预期。受“营改增”政策影响，以及生产竞争环境的恶化，公司收入增幅有所回落，但仍高出行业平均 2.9 个百分点。上半年净利润增速不及预期的主要原因是：小灵通资产减值 11.5 亿元；汇兑损失影响 10.5 亿元；以及年金计划增加成本支出 4.4 亿元。

■ **“营改增”对业绩的影响尚待确定：**公司 2Q14 营收 YOY 下降 1.66%，环比下降 5.3%，“营改增”对营收的负面影响较为确定，但由于 6 月份开始实施，仅一个月的数据尚无法判断其对公司业绩的到底有多大的影响，还有待 3Q 财务数据披露后才能有更清晰的认识。

■ **移动业务收入增 11.3%：**上半年公司移动业务收入为 835.6 亿元，YOY+11.3%，移动业务 ARPU 上年末的 48.2 元降至 47 元。移动宽带业务（3G+4G）收入 559.2 亿元，YOY+32.4%，占移动服务收入比重由去年同期的 56.3%上升至 66.9%。移动用户净增 1402 万户，总数达到 2.95 亿户，其中移动宽带用户 1.41 亿户，移动宽带用户 ARPU 降至 68.7 元。

■ **宽带业务收入增 9.6%：**固网业务上半年实现收入 464.8 亿元，YOY+3.9%；宽带业务收入 256.1 亿元，YOY+9.6%，占固网业务收入比重升至 55.1%。宽带用户净增 6742 万户，总数达 6742 万户，ARPU 为 62.6 元。其中“沃家庭”用户达到 2071 万户，渗透率为 35.3%。

■ **成本费用增 2.8%，手机补贴减少：**公司上半年成本费用为 1390 亿元，YOY+2.8%，低于营收增幅 0.5 个百分点。其中，折旧摊销 307.6 亿元，YOY+8.9%；网络运行和支撑成本为 180.4 亿元，YOY+12.8%；网间结算成本为 75.7 亿元，YOY-23.7%，受益与新的网间结算标准，公司上半年网间结算净收入 8.4 亿元。销售费用为 238.2 亿元，YOY+16.9%；3G 手机补贴为 33.3 亿元，YOY-21%，占移动宽带收入的比重由 13 年的 8.7%降至 6.1%。随着公司营销模式的转变，下半年手机补贴将进一步减少。

■ **16 城市 FDD-LTE 试商用：**工信部于 6 月 27 日向联通和电信发放了 FDD-LTE 试验网牌照，公司获准在 16 个城市开展试商用。公司致力于打造 4G/3G 一体化的移动宽带精品网络，主推 21M HSPA/42M HSPA+网络，LTE 仅用于热点地区数据业务的补充，逐步推进网络建设。上半年新增基站 8.4 万个，4G/3G 基站总数达到 49.1 万个。公司表示 14 年将保持 800 亿的 CAPEX 投资，15 年亦不会有大幅提升。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2014-2015 年实现归属于 A 股公司净利润 42.43 亿元和 51.61 亿元，YOY+23%和 22%，EPS 为 0.20 元和 0.24 元，P/E 17 倍和 14 倍。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1412	2368	3443	4243	5161
同比增减	%	15.04%	67.68%	45.38%	23.25%	21.62%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.067	0.112	0.162	0.200	0.243
同比增减	%	15.04%	67.68%	45.38%	23.25%	21.62%
A 股市盈率(P/E)	X	52.38	31.24	21.49	17.43	14.33
股利(DPS)	RMB 元	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
股息率(Yield)	%	1.02%	1.15%	1.43%	1.43%	1.43%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业额	215519	256265	303727	317252	330460
经营成本	154414	179108	211657	212839	219735
营业费用	28751	35037	42991	44733	46264
管理费用	18200	20491	20373	20621	20819
财务费用	1243	3417	2949	4124	3305
营业利润	4654	7996	12917	21782	26585
税前利润	5664	9544	13677	22632	27525
所得税	1476	2519	3384	5658	6881
少数股东权益	2776	4657	6850	12730	15483
净利润	1412	2368	3443	4243	5161

附二: 合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	15439	18320	21589	30559	39228
应收帐款	12439	14300	15312	18068	21320
存货	4651	5803	5536	6643	7972
流动资产合计	38872	48240	52333	65270	78520
固定资产合计	325436	367281	370674	407742	448516
非流动负债合计	419651	470117	479032	550886	633519
资产总计	458524	518357	531364	616157	712039
流动负债合计	213490	301812	294693	303534	312640
非流动负债合计	36423	4311	15045	18054	21665
负债合计	249913	306123	309738	321588	334305
股本	21197	21197	21197	21197	21197
少数股东权益	137587	139937	146767	148969	151203
股东权益合计	208611	212234	221626	294569	377735
负债和股东权益总计	458524	518357	531364	616157	712039

附三: 合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	69453	74738	83369	90039	97242
投资活动产生的现金流量净额	-82738	-99233	-76936	-84630	-93093
筹资活动产生的现金流量净额	5800	27648	-3144	3616	4519
现金及现金等价物净增加额	-7485	3153	3289	9025	8669

¹ 此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。