

中国联通 (600050)
强烈推荐
行业：通信运营

业绩符合预期，成本费用调整空间 仍然较大。

公司发布三季报，前三季实现营收 2192.29 亿元，同比-3.27%，实现归属母公司净利润 35 亿元，同+25.8%。

投资要点：

- ✧ **主营维持增长，营销费用占比明显下降。**公司主营业务收入 1903 亿元，同比+4%。其中，移动宽带业务 (3G+4G) 收入 819 亿元，同比+22.7%，占比达到 43%。移动宽带用户 ARPU 约 65.7 元，环比基本稳定。宽带业务收入 382.5 亿元，同比+8%，ARPU 达 62.4 元。主营各项指标维持良好。从营业费用来看，公司 Q3 营业费用占比约 11.25%，环比下降 1%。其中移动宽带业务补贴成本 39 亿元，同比下降 32.7%。我们认为国资委对三大运营商压缩营销费用的政策开始见效，而公司对营销费用的精准控制方针也开始见效。
- ✧ **成本结构持续调整，网间结算政策调整见效。**公司资产折旧以及网络运行维护支撑成本分别上升 8.1% 和 12.6%，但网间结算成本下降 26%，达到 111.2 亿元。2014 年初工信部开始推行的非对称网间结算政策成效显著。虽然公司下半年面临营改增带来收入增速下滑的不利局面，但对弱势运营商有利的网间结算政策将对公司盈利起到重要的支撑作用。结合营销费用调整，我们认为公司未来在成本费用领域的优化空间仍然较大。
- ✧ **盈利预测与评级。**我们预测公司 2014-2016 年 eps 为 0.22 元，0.28 元，0.33 元，对应 PE 分别为 16X、12X、10X。维持强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**公司用户发展速度与网络质量改善进度不匹配。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	303727	347441	397826	445727
收入同比(%)	19%	14%	15%	12%
归属母公司净利润	3443	4587	5832	6987
净利润同比(%)	45%	33%	27%	20%
毛利率(%)	30.3%	32.0%	32.0%	31.8%
ROE(%)	4.6%	5.9%	7.1%	8.0%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.28	0.33
P/E	21.06	15.80	12.43	10.37
P/B	0.97	0.93	0.88	0.83
EV/EBITDA	4	4	3	3

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 4.5

当前股价： 3.41

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	21,197
流通股本(百万股)	21,197
总市值(亿元)	723
流通市值(亿元)	723
成交量(百万股)	94.01
成交额(百万元)	322.85

股价表现

相关报告

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	52333	92283	126620	192959
现金	21589	57408	86704	148210
应收账款	15312	17516	20056	22471
其它应收款	5643	6456	7392	8282
预付账款	4006	4469	5120	5755
存货	5536	6176	7076	7954
其他	247	259	273	286
非流动资产	479032	480370	483377	461679
长期投资	53	53	53	53
固定资产	370674	400600	417902	403351
无形资产	23823	23823	23823	23823
其他	84481	55893	41599	34452
资产总计	531364	572652	609998	654638
流动负债	294693	323320	344836	370560
短期借款	95766	95766	95766	95766
应付账款	95746	116696	129928	147467
其他	103181	110858	119142	127327
非流动负债	15045	15125	15027	14971
长期借款	481	427	372	318
其他	14564	14698	14655	14654
负债合计	309738	338445	359862	385532
少数股东权益	146767	155893	167497	181398
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	26746	26746	26746	26746
留存收益	26947	30402	34726	39796
归属母公司股东权益	74859	78314	82638	87708
负债和股东权益	531364	572652	609998	654638

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	83369	121378	115212	145504
净利润	10292	13713	17436	20889
折旧摊销	71066	67099	83562	98289
财务费用	2949	5570	4218	2334
投资损失	-198	-198	-198	-198
营运资金变动	-210	22847	16071	20083
其它	-530	12347	-5877	4107
投资活动现金流	-76936	-79802	-79802	-79802
资本支出	78808	80000	80000	80000
长期投资	0	0	0	0
其他	1871	198	198	198
筹资活动现金流	-3144	-5757	-6114	-4195
短期借款	26591	0	0	0
长期借款	-55	-55	-55	-55
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-30	0	0	0
其他	-29651	-5702	-6060	-4141
现金净增加额	3247	35819	29296	61506

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	303727	347441	397826	445727
营业成本	211657	236123	270532	304108
营业税金及附加	8689	9940	11381	12752
营业费用	42991	52653	60469	67750
管理费用	20373	21541	24665	27635
财务费用	2949	5570	4218	2334
资产减值损失	4348	4348	4348	4348
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	198	198	198	198
营业利润	12917	17463	22409	26998
营业外收入	1439	1439	1439	1439
营业外支出	680	680	680	680
利润总额	13677	18223	23169	27757
所得税	3384	4509	5733	6868
净利润	10292	13713	17436	20889
少数股东损益	6850	9126	11603	13901
归属母公司净利润	3443	4587	5832	6987
EBITDA	86932	90132	110190	127621
EPS (元)	0.16	0.22	0.28	0.33
主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	18.5%	14.4%	14.5%	12.0%
营业利润	61.5%	35.2%	28.3%	20.5%
归属于母公司净利润	45.4%	33.2%	27.1%	19.8%
获利能力				
毛利率	30.3%	32.0%	32.0%	31.8%
净利率	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%
ROE	4.6%	5.9%	7.1%	8.0%
ROIC	3.4%	5.4%	6.4%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	58.3%	59.1%	59.0%	58.9%
净负债比率	31.14%	28.48%	26.77%	24.98%
流动比率	0.18	0.29	0.37	0.52
速动比率	0.16	0.27	0.35	0.50
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.63	0.67	0.70
应收账款周转率	16	17	17	16
应付账款周转率	2.12	2.22	2.19	2.19
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.22	0.28	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	3.93	5.73	5.44	6.86
每股净资产(最新摊薄)	3.53	3.69	3.90	4.14
估值比率				
P/E	21.06	15.80	12.43	10.37
P/B	0.97	0.93	0.88	0.83
EV/EBITDA	4	4	3	3

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

齐宁,中投证券研究所通信行业分析师,中国人民大学金融学硕士,产业经济学学士,2010 年加入中投证券研究所,9 年通信运营商工作经验。

免责条款

本报告由中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434