

2015年03月04日

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 6.00

中国联通(600050.SH)

Hold 持有

4Q 业绩缩水, 14 年净利润增 15.7%

结论与建议:

2014 年公司实现营收 2885.7 亿元, YOY 减少 5%, 其中主营业务收入 2484 亿元, YOY 增长 0.9%, 净利润 119.7 亿元, YOY 增长 16.3%, 归属于 A 股公司净利润为 39.8 亿元, YOY 增长 15.7%, EPS 为 0.188 元, 业绩表现略低于预期。

随着 FDD 牌照的发放, 公司 15 年将加大 4G 业务推广力度, 加强存量用户经营, 强化费用控制, 提高经营效率将是主要的看点。我们预计公司 2015-2016 年实现归属于 A 股公司净利润 45.9 亿元和 48.8 亿元, YOY+15%和 6%, EPS 为 0.22 元和 0.23 元, P/E 25 倍和 23 倍。维持“持有”投资建议。

公司基本资讯

产业别	通信
A 股价(2015/3/4)	5.40
上证综指(2015/3/4)	3279.53
股价 12 个月高/低	5.65/3.02
总发行股数(百万)	21196.60
A 股数(百万)	21196.60
A 市值(亿元)	1144.62
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)	3.65
股价/账面净值	1.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	14.4 31.1 67.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

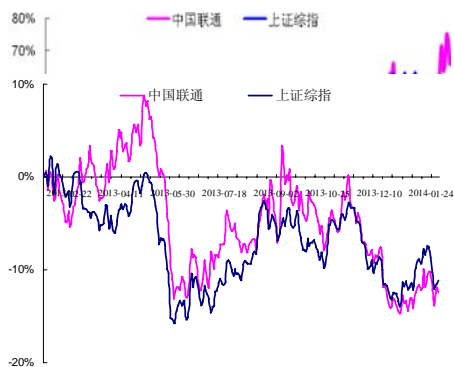
产品组合

移动通信业务	64.0%
固网业务	35.6%
其他	0.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.0%
一般法人	63.6%

股价相对大盘走势



■ **2014 年净利润增 15.7%:** 2014 年公司实现营收 2885.7 亿元, YOY 减少 5%, 其中主营业务收入 2484 亿元, YOY 增长 0.9%, 净利润 119.7 亿元, YOY 增长 16.3%, 归属于 A 股公司净利润为 39.8 亿元, YOY 增长 15.7%, EPS 为 0.188 元, 业绩表现略低于预期。公司 4Q14 营收 693 亿元, YOY 下降 10%, 环比增长 5.4%, 净利润 4.82 亿元, YOY 下降 27.1%。

■ **移动业务收入增 1%:** 2014 年公司移动业务收入 1573.1 亿元, YOY 增 1%, 移动宽带收入 1073.7 亿元, YOY 增 15.8%, 收入贡献达到 68.3%, 提高 8.8 个百分点。移动用户净增 1811.5 万户, 总数达到 2.99 亿户, 其中, 移动宽带用户达到 1.49 亿户, 渗透率达到 49.9%, 提高 6.3 个百分点。移动用户 ARPU 由 13 年的 48.2 元降至 44.1 元, 降幅为 8.5%; 其中移动宽用户 ARPU 由 13 年的 75.1 元降至 63.6 元。公司顺应移动互联发展趋势, 推进流量价值经营, 数据流量收入占移动宽带收入的比重提高 5.5 个百分点至 39.3%, 用户月均数据流量提高 20.9%至 224.3MB。

■ **固网业务收入增 0.4%:** 2014 年公司固网业务收入 897.5 亿元, YOY 增 0.4%, 其中固网宽带业务收入 509.2 亿元, YOY 增 7%, 收入贡献达到 56.7%, 提高 3.5 个百分点。固网宽带用户净增 414.3 万户, YOY 增 6.4%, 总数达到 6879 万户。固网宽带 ARPU 由 13 年的 4 年 FTTX 占比达到 77.8%, 提高 13.9 个百分点, 15 年公司还将加快推进固网光纤化改造。

■ **成本费用降 4.9%, 手机补贴减少 40%:** 公司 14 年成本费用为 2642.9 亿元, YOY 下降 4.9%。其中, 折旧摊销 742.5 亿元, YOY 增加 8.4%; 网路运行和支撑成本为 378.5 亿元, YOY 增加 12.3%; 受益与新的网间结算标准, 网间结算成本为 146 亿元, YOY 减少 27.8%。销售费用为 401.9 亿元, YOY 下降 6.5%。公司营销模式的转变, 手机补贴大幅减少, 前三季 3G 手机补贴为 46.4 亿元, YOY 减少 40.4%。其中 4Q 手机补贴为 7.1 亿元, 较 3Q 的 5.8 亿元有所增长, 主要是受 iPhone 6 上市影响。

■ **FDD-LTE 牌照正式发放:** 工信部于 2 月 27 日正式向联通和电信发放了 FDD-LTE 牌照。公司之前已开始混合组网建设, 截至 14 年底移动宽带基站数已达到 56.5 万个, 14 年 CAPEX 投资为 848.81 亿, 其中移动网络开支占 43.5%, 为 369.5 亿元。公司 15 年资本开支将控制在 1000 亿左右, 3G 网络覆盖达到 95%人口, 同时加快现有 3G 网络升级, 完善 4G 网络覆盖。

■ **业绩增长靠经营效率提升:** 14 年受中移动 4G 业务推广的影响, 公司用户增长明显放缓, 15 年 1 月份用户净增数更是创出了 8.3 万户的新低。公司致力于打造移动宽带领先与一体化创新战略, 加快营销模式转型。随着 FDD 牌照的发放, 公司 15 年将加大 4G 业务推广力度, 加强存量用户经营, 加快 2G 用户迁移, 强化费用控制, 提高经营效率将是主要看点。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2015-2016 年实现归属于 A 股公司净利润 45.9 亿元和 48.8 亿元, YOY+15%和 6%, EPS 为 0.22 元和 0.23 元, P/E 25 倍和 23 倍。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB百万元	2368	3443	3982	4594	4877
同比增减	%	67.68%	45.38%	15.65%	15.39%	6.16%
每股盈余(EPS)	RMB元	0.112	0.162	0.188	0.217	0.230
同比增减	%	67.68%	45.38%	15.65%	15.39%	6.16%
A股市盈率(P/E)	X	47.98	33.00	28.53	24.73	23.30
股利(DPS)	RMB元	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
股息率(Yield)	%	0.75%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%

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	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业额	256265	303727	288571	293915	296606
经营成本	179108	211657	199937	203536	205696
营业费用	35037	42991	40193	40119	40042
管理费用	20491	20373	19825	19692	19279
财务费用	3417	2949	4333	4556	4746
营业利润	7996	12917	15893	17462	18599
税前利润	9544	13677	15837	18262	19399
所得税	2519	3384	3869	4465	4753
少数股东权益	4657	6850	7986	9202	9769
净利润	2368	3443	3982	4594	4877

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	18320	21589	25400	29535	33935
应收帐款	14300	15312	16632	19626	23159
存货	5803	5536	4378	5254	6305
流动资产合计	48240	52333	56621	64415	73398
固定资产合计	367281	370674	377765	415542	457096
非流动负债合计	470117	479032	490504	564079	648691
资产总计	518357	531364	547125	628494	722090
流动负债合计	301812	294693	291164	299899	308896
非流动负债合计	4311	15045	25633	30759	36911
负债合计	306123	309738	316797	330658	345807
股本	21197	21197	21197	21197	21197
少数股东权益	139937	146767	152991	155286	157616
股东权益合计	212234	221626	230328	297836	376283
负债和股东权益总计	518357	531364	547125	628494	722090

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	74738	83369	92429	101672	106756
投资活动产生的现金流量净额	-99233	-76936	-75034	-82537	-86664
筹资活动产生的现金流量净额	27648	-3144	-13586	-14944	-15692
现金及现金等价物净增加额	3153	3247	3809	4191	4400

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益证券(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。此份报告内容之资料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。