

中国联通 (600050)

推荐

行业：通信运营

作者

署名：齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

业绩略低于预期，2015年将转向存量经营策略

公司发布年报，2015年实现营收2885.7亿元，同比-5%，实现归属母公司净利润39.8亿元，同比+15.7%。实现扣非净利润39.98亿元同比+22.9%

投资要点：

✦ **营改增、营销策略调整等因素导致四季度业绩低于市场预期。**公司2014年下半年开始执行营改增政策，且面向2G、3G用户大规模开放4G套餐，用户综合arpu值从48元下降至44元，导致下半年营收同比有所下降。费用方面，由于营销费用压降政策，销售费用显著下降2%，其中手机补贴从78亿元（占比8.7%）降至46亿元（占比4.4%）；网间结算费用占比从8.47%下降至5.96%。三四季度营收的滑坡导致整体业绩低于市场此前预期。

✦ **4G时代将强调一体化发展策略，资本开支幅度有所上调。**由于4G标准的成熟度已远非3G当年可比，市场上3G/4G双模类终端已大量存在，因此公司将强调移动宽带用户一体化发展策略，加快2G、3G用户向4G套餐的迁移。网络建设方面，公司2015年资本开支预算1000亿左右，在加快4G网络覆盖同时，将把3G网络覆盖扩展到乡村一级，覆盖95%以上人口。

✦ **2015年将以存量经营为重点方略。**目前移动用户渗透率已经较高，运营商未来以积累用户方式的发展策略难以为继，而单用户数据消费量则呈现快速提升趋势。从在网数据看，目前4G用户的数据消耗量是3G的大约2-3倍。公司2015年将强调存量挖潜，重利用流量经营策略，通过混合所有制、流量经营等方式充分挖掘用户的数据消费潜能；通过与铁塔公司合作建设降低资本开支压力。存量经营将是公司未来一段时间的主要经营策略。

✦ **盈利预测与评级。**我们预测公司2015-2017年eps为由于FDD网络尚需时日，与TD-LTE网络的竞争优势尚难判定，且短期内移动用户行业渗透率已经较高，我们暂将公司调降为推荐评级。

✦ **风险提示：**4G网络发展速度不达预期。

6-12个月目标价：6.4

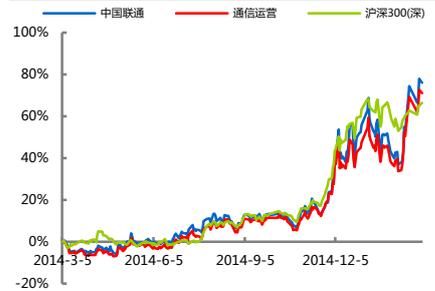
当前股价：5.36

评级调整：下调

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)	1,136
流通市值(亿元)	1,136
成交量(百万股)	454.89
成交额(百万元)	2,470.22

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	288571	307057	307712	298025
收入同比(%)	-5%	6%	0%	-3%
归属母公司净利润	3982	4396	4842	5472
净利润同比(%)	16%	10%	10%	13%
毛利率(%)	30.7%	29.0%	29.3%	30.0%
ROE(%)	5.1%	5.4%	5.6%	5.9%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.23	0.26
P/E	28.75	26.04	23.64	20.92
P/B	1.48	1.40	1.32	1.24
EV/EBITDA	4	4	3	3

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	56621	60956	90716	123349
现金	25400	27601	57338	91070
应收账款	16632	17698	17735	17177
其它应收款	4801	5109	5120	4959
预付账款	4094	4467	4456	4272
存货	4378	4777	4765	4569
其他	1315	1303	1303	1302
非流动资产	490504	504714	491820	468517
长期投资	3057	3057	3057	3057
固定资产	377765	420571	421974	405820
无形资产	25717	25717	25717	25717
其他	83966	55371	41073	33924
资产总计	547125	565670	582536	591866
流动负债	291164	296929	299092	292033
短期借款	93321	93321	93321	93321
应付账款	112373	114634	116980	111318
其他	85470	88974	88791	87394
非流动负债	25633	25199	25349	25290
长期借款	420	358	297	235
其他	25213	24841	25052	25055
负债合计	316797	322128	324442	317323
少数股东权益	152991	161809	171520	182496
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27812	27812	27812	27812
留存收益	29796	32724	37566	43038
归属母公司股东权益	77337	81733	86574	92047
负债和股东权益	547125	565670	582536	591866

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	92429	88681	115564	118242
净利润	11968	13214	14553	16448
折旧摊销	72670	72532	89562	104792
财务费用	4333	6796	6130	4811
投资损失	-363	-363	-363	-363
营运资金变动	-896	3979	2150	-6148
其它	4718	-7475	3533	-1298
投资活动现金流	-75034	-79623	-79637	-79637
资本支出	73391	80000	80000	80000
长期投资	-3075	0	0	0
其他	-4718	377	363	363
筹资活动现金流	-13586	-6857	-6191	-4872
短期借款	-2445	0	0	0
长期借款	-61	-61	-61	-61
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-213	0	0	0
其他	-10867	-6796	-6130	-4811
现金净增加额	3809	2201	29736	33733

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	288571	307057	307712	298025
营业成本	199937	218151	217570	208615
营业税金及附加	4721	5024	5034	4876
营业费用	40193	36847	36925	35763
管理费用	19825	19038	19078	18478
财务费用	4333	6796	6130	4811
资产减值损失	4024	4024	4024	4024
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	363	363	363	363
营业利润	15893	17542	19314	21822
营业外收入	1529	1529	1529	1529
营业外支出	1586	1586	1586	1586
利润总额	15836	17485	19257	21765
所得税	3869	4271	4704	5317
净利润	11968	13214	14553	16448
少数股东损益	7986	8817	9711	10976
归属母公司净利润	3982	4396	4842	5472
EBITDA	92896	96869	115006	131425
EPS (元)	0.19	0.21	0.23	0.26

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-5.0%	6.4%	0.2%	-3.1%
营业利润	23.0%	10.4%	10.1%	13.0%
归属于母公司净利润	15.7%	10.4%	10.1%	13.0%
获利能力				
毛利率	30.7%	29.0%	29.3%	30.0%
净利率	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%
ROE	5.1%	5.4%	5.6%	5.9%
ROIC	4.6%	5.2%	5.8%	6.3%
偿债能力				
资产负债率	57.9%	56.9%	55.7%	53.6%
净负债比率	33.18%	32.61%	32.36%	33.07%
流动比率	0.19	0.21	0.30	0.42
速动比率	0.18	0.19	0.29	0.41
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.55	0.54	0.51
应收账款周转率	18	24	24	23
应付账款周转率	1.92	1.92	1.88	1.83
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.21	0.23	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	4.36	4.18	5.45	5.58
每股净资产(最新摊薄)	3.65	3.86	4.08	4.34
估值比率				
P/E	28.75	26.04	23.64	20.92
P/B	1.48	1.40	1.32	1.24
EV/EBITDA	4	4	3	3

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

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

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国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	北京市	上海市
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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434