

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

中国联通 (600050)

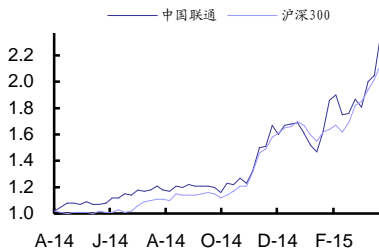
买入

2015 年一季度报告点评

(维持评级)

2015 年 04 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	21,197/21,197
总市值/流通 (百万元)	186,318/186,318
上证综指/深圳成指	4,415/14,743
12 个月最高/最低元)	8.79/2.96

相关研究报告:

- 《中国联通-600050-事件快评: 电信新一轮重组预期, 看好联通变革》——2015-04-22
- 《中国联通-600050-事件快评: 混合组网试验城市扩大, 联通 FDD-LTE 迎发展良机》——2014-12-18
- 《中国联通-600050-事件快评: 流量银行: 流量金融化, “哑管道”努力发声?》——2014-12-08
- 《中国联通-600050-事件点评: 业绩略低于预期, 转型变革深入推进》——2014-08-08
- 《中国联通-600050-从中华电信发展史看中国联通的机会》——2014-08-05

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
E-MAIL: 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

电话: 0755-22940077
E-MAIL: liyaj@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514080002

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 改革仍是主旋律

● 公司公告 2015 年一季度报告公司实现营业收入 743 亿元, 同比下降 5.73%, 实现归属于上市公司股东的净利润 10 亿元, 同比下降 4.47%; 经营活动产生的净现金流量 197 亿元, 同比增长 3.46%, 公司业绩符合预期。

● FDD 牌照发放有望缩短与移动差距, 改善品牌形象

2013 年 12 月 4 日, 工信部向三家运营商发放 TD-LTE 牌照, 吹响了 4G 竞争的号角, 移动在 4G 发展上取得了绝对领先的地位。公司于 2015 年 2 月 27 日获得由工信部发放的“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务 (LTE FDD)”经营许可, 而中移动没有获得。FDD 牌照发放, 将有望缩小与移动的 4G 发展距离, 改善品牌形象, 大规模正式开展 4G 商用值得期待。

● 业绩符合预期, 转型发展持续推进, 国企改革仍是主旋律

目前联通积极进行转型与变革, 虽处于传统运营商低谷期, 但我们看好联通的改革决心和成果。受到“营改增”销项税及营销模式转型等因素影响, 公司一季度营业收入同期有所下滑, 但收入结构持续优化, 一季度移动宽带用户数稳步上升, 营销模式的专营同时带来销售费用的下降, 同期下降 38%。同时中国联通方面积极进行混合所有制改革, 以及管理结构的集中化、扁平化、专业化改革, 提高管理效率, 或为联通未来发展带来全新活力。

● 看好公司长期发展战略, 维持公司“买入”投资评级

FDD 牌照落地, 对于联通而言, 有望缩短 4G 时代与中国移动的发展差距, 利用 FDD 成熟的产业链、制式终端、商用网络等迎头赶上。变革层面, 公司微信沃卡范围逐步扩大、流量银行打造平台优势提升客户黏性, 并且以“营改增”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。收入端, 随着 FDD 牌照的发放, 4G 用户数提升带来营收的扩张; 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。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, 带来经营效率提升。预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.34 元, 维持公司“买入”投资评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	303,727	288,571	332,599	377,659	423,836
(+/-%)	18.5%	-5.0%	15.3%	13.5%	12.2%
净利润(百万元)	3,443	3,982	4,689	5,909	7,308
(+/-%)	45.4%	15.7%	17.8%	26.0%	23.7%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.19	0.22	0.28	0.34
EBIT Margin	5.5%	7.0%	8.3%	8.7%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	5.1%	6.5%	9.1%	12.9%
市盈率 (PE)	54.1	46.8	36.2	28.7	23.2
EV/EBITDA	5.7	5.1	7.9	7.4	6.9
市净率 (PB)	2.5	2.4	2.4	2.6	3.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	25400	23494	24447	23971
应收款项	21472	23895	27616	30721
存货净额	4378	6756	7311	8212
其他流动资产	5358	5369	6554	7098
流动资产合计	56621	59526	65941	70016
	43633	47214	49551	51388
固定资产	1	6	7	9
无形资产及其他	25717	25145	24574	24002
投资性房地产	25400	25400	25400	25400
长期股权投资	3057	4560	6813	8691
资产总计	54712	58677	61824	64199
	5	7	5	8
	10470		10708	12670
短期借款及交易性金融负债	1	89797	3	4
	11248	14413	17151	18384
应付款项	0	5	8	2
		11341	12094	13846
其他流动负债	73982	8	7	7
流动负债合计	29116	34734	39954	44901
	4	9	9	2
长期借款及应付债券	23880	23880	23880	23880
其他长期负债	1753	1742	1831	1871
长期负债合计	25633	25621	25711	25750
	31679	37297	42526	47476
负债合计	7	1	0	3
	15299	14194	12802	11080
少数股东权益	1	3	1	2
股东权益	77337	71863	64965	56434
负债和股东权益总计	54712	58677	61824	64199
	5	7	5	8

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.19	0.22	0.28	0.34
每股红利	0.39	0.48	0.60	0.75
每股净资产	3.65	3.39	3.06	2.66
ROIC	6%	6%	8%	10%
ROE	5%	7%	9%	13%
毛利率	31%	30%	31%	32%
EBIT Margin	8%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	33%	21%	21%	22%
收入增长	-5%	15%	14%	12%
净利润增长率	16%	18%	26%	24%
资产负债率	86%	88%	89%	91%
息率	5%	6%	8%	9%
P/E	42.6	36.2	28.7	23.2
P/B	2.2	2.4	2.6	3.0
EV/EBITDA	5.0	7.9	7.4	6.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	288571	332599	377659	423836
营业成本	199937	232099	259766	288697
营业税金及附加	4721	7478	8492	9530
销售费用	40193	46702	52815	59591
管理费用	19825	18565	23684	26637
财务费用	4333	5650	5720	6697
投资收益	363	500	432	466
资产减值及公允价值变动	(4031)	(4189)	(4110)	(4150)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	15893	18415	23503	28999
营业外净收支	(57)	351	147	249
利润总额	15836	18766	23650	29248
所得税费用	3869	4614	5815	7191
少数股东损益	7986	9464	11926	14750
归属于母公司净利润	3982	4689	5909	7308

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	3982	4689	5909	7308
资产减值准备	(324)	(4024)	0	0
折旧摊销	72670	40690	47835	53472
公允价值变动损失	4031	4189	4110	4150
财务费用	4333	5650	5720	6697
营运资本变动	(12744)	62244	29540	25331
其它	(8317)	(7024)	(13923)	(17219)
经营活动现金流	59298	100764	73471	73042
资本开支	(71403)	(76099)	(74745)	(75422)
其它投资现金流	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(74420)	(77603)	(76998)	(77300)
权益性融资	871	0	0	0
负债净变化	(61)	0	0	0
支付股利、利息	(8290)	(10162)	(12807)	(15839)
其它融资现金流	34764	(14905)	17287	19621
融资活动现金流	18933	(25067)	4480	3782
现金净变动	3811	(1905)	953	(476)
货币资金的期初余额	21589	25400	23494	24447
货币资金的期末余额	25400	23494	24447	23971
企业自由现金流	12025	47766	27442	33079
权益自由现金流	46728	28600	40415	47650

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-82139908		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				