证券研究报告—动态报告

信息技术

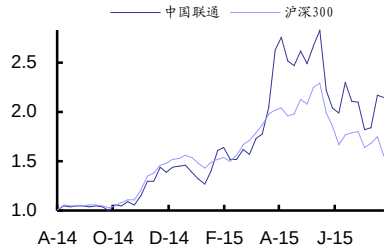
通信

中国联通（600050） 买入

2015 年中期报告点评 （维持评级）

2015 年 08 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）	155,795/155,795
上证综指/深圳成指	3,508/11,902
12 个月最高/最低元）	10.64/3.33

相关研究报告:

《中国联通-600050-2015 年一季度报告点评：业绩符合预期，改革仍是主旋律》 ——2015-04-24

《中国联通-600050-事件快评：电信又一轮重组预期，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

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

财报点评

业绩符合预期，变革有望提速

- **公司公告 2015 年中期报告公司实现营业收入 1446 亿元，同比下降 5.7%，主营业务收入中，移动业务收入为 734.6 亿元，同比下降 12.1%；固网业务收入为 461.9 亿元，同比下降 0.6%。归属于上市公司股东的净利润 23 亿元，同比增长 3.7%，公司业绩符合预期。**
- **聚焦用户结构转型、消费结构转型和创新**

  公司移动宽带用户增速放缓，主要受营改增等因素影响，营改增政策之后传统粗放的模式有所改变，公司进行严格的用户发展质量的考核，其二，实名制，第三，市场竞争，环境恶化，原来不稳定的用户在流失，同时降费提速、营销费用压降等造成 arpu 值下滑，我们认为，公司将进一步加快 4G 和固网宽带光纤发展普及，加快精品网络建设，大力推动互联网+行动计划，推进面向移动互联网的运营体制改革，随着未来网络服务质量的提升，新发展用户质量的提升，用户流失将有望放缓。
- **全力拓展集团客户业务，加快培育新的增长点**

  面对行业信息化需求快速增长的契机，公司全力拓展面向集团客户的创新经营，聚焦 IDC、云计算、物联网、ICT 等热点业务领域，上半年 IDC 和云计算收入同比增长 36%，ICT 收入同比增长 18.9%，达到 24.4 亿元，在教育信息化、汽车信息化等领域持续实现突破，成立联通汽车信息化专业公司，目前服务的汽车制造企业为 25 家，发展入网的汽车数量达 221 万辆，公司正加快培育新的增长点。
- **变革有望提速，看好公司长期发展，维持公司“买入”评级**

  4G 时代，联通有望利用 FDD 成熟的产业链、制式终端、商用网络等迎头赶上，精品网络质量将有利于缩短和移动的差距，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，语音经营向流量经营数据经营成为必然趋势，并且公司以“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。虽然短期收入和用户数增长面临一定的压力，但公司积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系，带来经营效率提升，国企改革预期不断升温，属于目前通信板块中估值较低、改革预期较强的品种。预计 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.34 元，维持“买入”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）	45.3	39.1	36.2	28.7	23.2
EV/EBITDA	5.3	4.8	7.9	7.4	6.9
市净率（PB）	2.1	2.0	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

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。

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**
固定资产	436331	472146	495517	513889
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	**547125**	**586777**	**618245**	**641998**
短期借款及交易性金融负债	104701	89797	107083	126704
应付款项	112480	144135	171518	183842
其他流动负债	73982	113418	120947	138467
流动负债合计	**291164**	**347349**	**399549**	**449012**
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**
负债合计	**316797**	**372971**	**425260**	**474763**
少数股东权益	152991	141943	128021	110802
股东权益	77337	71863	64965	56434
负债和股东权益总计	**547125**	**586777**	**618245**	**641998**

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 ±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 ±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	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
林　虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶　川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕　翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
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	0755-22940745	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**	
江维娜	021-60933157	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟　潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	徐　强	010-88005329
		马红丽	021-60875174	邵　潇	
军工及主题投资				**非金属及建材**	
梁　铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王　东	010-88005309			刘　宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		**食品饮料**			
区瑞明	0755-82130678	刘　鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		**化工**		**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160	苏　淼	021-60933150	刘　萍	0755-22940678
徐行余					
金融工程		**轻工造纸**			
林晓明	021-60875168	邵　达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
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 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李　佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑　灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
原　祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘　研 0755-82136081 18610557448 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		