

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

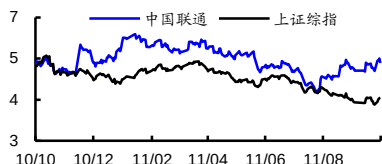
中国联通(600050)
推荐

2011 年三季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	21,196.6/21,196.6
总市值 (百万元)	113,401.8/113,401.8
沪深 300/深圳成指	2,435.61/10,323.29
12 个月最高/最低 (元)	6.22/4.48

相关研究报告:

《中国联通-600050-月度用户数点评: 短期数据低于预期, 创造防御型配置介入时机》——2011-6-20

《中国联通-600050-月度用户数点评: 3G 用户后续增长值得期待》——2011-5-19

《中国联通-600050-3G 显著加速, 盈利拐点临近》——2011-4-27

《中国联通-600050-月度用户数点评: 3G 发展速度已向预期靠拢》——2011-4-19

证券分析师: 段迎晟

电话: 0755-82130761-1835

E-mail: duanyingsheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014

证券分析师: 唐俊杰

电话: 021-60875160

E-mail: tangjj@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511100001

季报点评

盈利拐点已确认, 期待提升幅度跟进

●收入增长 23%, 净利润增长 4%, EPS0.07 元

公司前三季度实现收入 1606 亿元, 同比增长 23%, 实现归属母公司净利润 14 亿元, 同比增长 4%, 确认了业绩向上的拐点, 时点与预期相符。其中第三季度完成收入 561 亿, 环比二季度增长 4%, 归属母公司净利润 5.3 亿元, 环比二季度下降 35%, 略低于预期。

●3G 用户单月突破 200 万户, ARPU 值仅小幅下降

第三季度 3G 用户增加 628.5 万户, 环比第二季度增长 16%。7-9 月新增用户数量分别为 187 万、204 万和 236 万, 呈加速上升趋势。前三季度累计净增用户 1,617 万户, 收入占移动服务比重由 12% 上升到 29%, 是收入增长的主要原因。前三季度 3G 平均每用户每月收入 (ARPU) 为 115 元, 仅比半年报少 2.5 元, 平均每用户每月数据流量从半年报的 266M 提升到 270M。

●毛利率环比下降, 期间费用基本持平

公司第三季度毛利率 28.4%, 相比第二季度下滑了 2%, 导致单季利润有所下滑。主要原因是人工成本和 3G 补贴的增加。第四季度将陆续有约 274 万用户 09 年底加入的 3G 用户合约到期, 将会减轻补贴支持, 并对毛利率有一定支撑。第三季度期间费用为 20.6%, 与第二季度基本持平。

●仍旧看好业绩弹性空间, 维持“推荐”评级

目前 3G 的渗透率已接近 10%, 根据其他国家的经验未来可能会步入加速增长的趋势。面对相同的行业机遇, 中国联通相比中移动、中电信具有明显领先的收入、利润增长弹性。预计第四季度利润仍将大幅增长, 占到今年利润贡献的接近 50%, 明年利润则有望实现 100% 增长。因前三季度业绩提升幅度略有不足, 小幅下调明年两年盈利预测至 0.11/0.2 元, 分别对应 49/26 倍 PE。仍然维持推荐评级。

●风险提示

3G 竞争激烈或导致用户数增加不达预期; 补贴过高继续影响盈利幅度提升

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	158,368	176,168	225,334	264,233	296,207
(+/-%)	-3.4%	11.2%	27.9%	17.3%	12.1%
净利润(百万元)	3,137	1,227	2324	4290	5988
(+/-%)	-84.5%	-60.8%	89.3%	84.6%	39.6%
每股收益 (元)	0.15	0.06	0.11	0.20	0.28
EBIT Margin	8.2%	3.7%	4.7%	6.5%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	4.4%	1.7%	3.2%	5.6%	7.4%
市盈率 (PE)	36.2	92.4	48.8	26.4	18.9
EV/EBITDA	2.9	3.0	5.3	4.8	4.5
市净率 (PB)	1.60	1.60	1.56	1.49	1.40

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 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	22791	61309	95449	146780	营业收入	176168	225334	264233	296207
应收款项	12086	18521	21718	24346	营业成本	123735	159401	185136	207043
存货净额	3728	4367	5072	5672	营业税金及附加	4871	6535	7663	8590
其他流动资产	3688	4507	5285	5924	销售费用	23733	29293	31708	34064
流动资产合计	42293	88704	127524	182722	管理费用	17758	19577	22463	23540
固定资产	363651	408778	414002	393837	财务费用	1625	739	125	(516)
无形资产及其他	19870	18555	17240	15926	投资收益	485	800	800	800
投资性房地产	6214	6214	6214	6214	资产减值及公允价值变动	(2664)	(2600)	(2600)	(2600)
长期股权投资	48	54	60	66	其他收入	1645	0	0	0
资产总计	443466	533104	575839	609564	营业利润	3914	7989	15339	21686
短期借款及交易性金融负债	36911	30000	30000	30000	营业外净收支	733	700	700	700
应付款项	94280	121407	139993	155424	利润总额	4647	8689	16039	22386
其他流动负债	66703	124168	142789	157994	所得税费用	975	1738	3208	4477
流动负债合计	197894	275575	312783	343418	少数股东损益	2444	4627	8540	11921
长期借款及应付债券	35020	35020	35020	35020	归属于母公司净利润	1228	2324	4290	5988
其他长期负债	2372	2372	2372	2372					
长期负债合计	37392	37392	37392	37392	现金流量表 (百万元)				
负债合计	235286	312967	350175	380810		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	137344	141046	147878	157415	净利润	1228	2324	4290	5988
股东权益	70836	72696	76128	80919	折旧摊销	53984	69993	78763	87652
负债和股东权益总计	443466	526708	574181	619143	公允价值变动损失	2664	2600	2600	2600
					应付账款	(7668)	27127	18586	15431
					财务费用	1625	739	125	(516)
					营运资本变动	29190	77291	32528	26768
					其他	(1299)	(23425)	(11754)	(5895)
					经营活动现金流	78099	155910	125014	132544
					资本开支	(64155)	(11001)	(90010)	(80010)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(64188)	(11001)	(90016)	(80016)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	703	0	0	0
					支付股利、利息	(5732)	(465)	(858)	(1198)
					其它融资现金流	10110	(6911)	0	0
					融资活动现金流	51	(7375)	(858)	(1198)
					现金净变动	13963	38519	34140	51331
					货币资金的期初余额	8828	22791	61309	95449
					货币资金的期末余额	22791	61309	95449	146780
					企业自由现金流	23817	45696	35092	52785
					权益自由现金流	34630	39377	35191	52372

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

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		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432			黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
周 琦	0755-82133568	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
邓 岳	0755- 82150533	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
		李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

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）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn