

中国联通 (600050)

买入 (上调)

4G 担忧逐步证伪，长期价值开始显现

市场数据

报告日期	2013-06-06
收盘价(元)	3.66
总股本(百万股)	21196.60
流通股本(百万股)	21196.60
总市值(百万元)	77579.54
流通市值(百万元)	77579.54
净资产(百万元)	72918.65
总资产(百万元)	507013.36
每股净资产	3.44

相关报告

《开源节流两得力，规模效益两手抓——2013 年一季报点评》
2013-04-26

《积极的信号——中国联通 2013 年 3 月用户数据点评》
2013-04-21

《4Q 营收增长放缓，用户增长还是关键》2013-03-27

分析师:

李明杰

limj@xyzq.com.cn

S0190512080002

021-38565934

研究助理:

许炎

xuyanxy@xyzq.com.cn

021-38565437

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	256265	280195	306150	329779
同比增长	18.9%	9.3%	9.3%	7.7%
净利润(百万元)	2368	3891	5558	7079
同比增长	67.7%	64.3%	42.8%	27.4%
毛利率	30.1%	31.0%	32.2%	33.3%
净利润率	0.9%	1.4%	1.8%	2.1%
净资产收益率(%)	3.3%	5.1%	6.8%	8.1%
每股收益(元)	0.11	0.18	0.26	0.33
每股经营现金流(元)	3.53	4.10	4.49	4.84

投资要点

- **数据收入助推行业增长，用户规模决定公司价值。**移动互联网时代已经到来，电信运营行业的增长引擎正在发生切换，数据收入将成为行业收入增长的第一推动力。随着移动互联网的爆发，大量传统行业产值都可能被转移至移动互联网，运营商有很大可能分到一杯羹，行业未来三年规模增速仍将保持 10% 左右。电信运营行业是典型的重资产投入行业，行业规模效应十分明显。因此用户规模和市场格局是决定公司价值的最关键因素。
- **我们选择在这个时点推荐中国联通的逻辑是：过去市场担忧 4G 到来中国移动终端和网络能力增强后，中国联通用户和收入的增长可否持续。而在当前中联通终端和网络的外在优势已经基本消失的情况下，今年的运营数据(内在实力的体现)已打消了市场这一担忧。**结合目前联通的营销策略，我们认为在目前这一 4G “预演” 的时代，联通月均新增 400 万左右用户的态势有望持续，由此带动公司经营杠杆开始显现，13-14 年净利润将保持 50% 以上增长，而公司管理运营能力的提升又保证了公司的中长期健康发展，中国联通的投资价值目前已经开始显现，建议投资者积极买入。
- **盈利预测与估值：**中国联通管理层提出的今明两年发展战略是：对外保证收入增长，对内严控各项成本。中国联通此时经营杠杆开始显现，未来 2 年收入增速 10% 可带动净利润增速 50% 左右。预测公司 13-15 年 EPS 分别为 0.18, 0.26, 0.33 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧导致联通 ARPU 值快速下降、3G 新用户增长受阻

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

目 录

投资概要	4 -
1、公司概述：公司已向数据型运营商转型，将全面受益于流量时代的到来	5 -
1.1 公司简介：目前是国内第二大固网运营商和第二大移动通信运营商	5 -
1.2 公司股权结构	5 -
1.3 3G 和宽带是公司未来业务核心	6 -
2、运营商行业分析：数据收入助推行业增长，用户规模决定公司价值	7 -
2.1 行业发展历史：二十年高速发展，中移动一家独大	7 -
2.2 行业发展趋势：移动互联时代到来，行业增长引擎切换	8 -
2.3 行业典型特征：规模效应显著，用户规模是关键	10 -
3、4G 时代“预演”：中国联通外在优势基本消失，内在实力开始显现	11 -
3.1 中国联通在网络和终端层面的优势已经基本消失	11 -
3.2 用户持续高增长，内在实力开始显现	13 -
4、开源节流保增长，中国联通经营杠杆开始显现	18 -
5、中国联通估值分析和投资评级	21 -
5.1 相对估值法：合理股价区间 5-7 元	21 -
5.2 绝对估值法：合理股价 6.9 元	23 -
5.3 投资评级	24 -
6、风险提示	24 -
附录：三大运营商股权结构	24 -
图 1、中国联通股权结构图	6 -
图 2、四大业务 2012 年收入占比	6 -
图 3、3G 是所有业务的重中之重	6 -
图 4、我国移动用户数过去发展情况	7 -
图 5、全球移动通信渗透率对比	7 -
图 6、三个时期移动通信市场份额对比	8 -
图 7、移动互联网时代已经到来	8 -
图 8、AT&T 数据收入增长远超语音收入下降速度	8 -
图 9、移动通信市场未来三年仍将保持 10% 左右增速	9 -
图 10、3G 用户增长进入爆发期	9 -
图 11、增量用户放缓势必引起存量市场竞争白热化	10 -
图 12、2011 年三大运营商营收占比	10 -
图 13、2011 年三大运营商净利润占比	10 -
图 14、中移动终端层面劣势在 2013 年迅速补齐	11 -
图 15、三大运营商移动网络理论速率对比	12 -
图 16、三大运营商实际使用速率对比	12 -
图 17、世界通信技术演进路线图	12 -
图 18、中国联通今年来移动用户数持续高增长	14 -
图 19、中国联通社会渠道实力已不输中移动	14 -
图 20、中国联通社会渠道 3 年来发展迅速	14 -
图 21、中联通预期 2014 年电商渠道销售额占比达 30%	15 -
图 22、中国联通官方网站略图 1	15 -
图 23、中国联通官方网站略图 2	16 -
图 24、中国联通官方网站略图 3	16 -
图 25、当前三大运营商移动用户分布格局	17 -

图 26、2012 年中联通、中移动成本结构对比.....	- 19 -
图 27、中国联通营业利润率已经开始止跌回升.....	- 19 -
图 28、按目前发展趋势 2014 年三大运营商竞争格局可能达到六四开.....	- 20 -
图 29、目前中国联通 ROE 远低于全球平均水平.....	- 22 -
图 30、剔除异常值后全球运营商 PB 与 ROE 的关系.....	- 22 -
图 31、中国联通股权结构图.....	- 25 -
图 32、中国电信股权结构图.....	- 25 -
图 33、中国电信股权结构图.....	- 26 -
表 1、中国联通发展大记事.....	- 5 -
表 2、中移动自 12 年底加速 TDS 基站建设.....	- 11 -
表 3、TD-LTE 相比 FDD-LTE 的优劣势.....	- 13 -
表 3、三大运营商套餐号段汇总.....	- 16 -
表 4、联通低资费大容量本地套餐目前已覆盖全国.....	- 17 -
表 5、中国联通未来 3 年收入增长预测.....	- 18 -
表 6、中联通经营杠杆开始显现.....	- 19 -
表 7、中联通未来资本开支将放缓、自由现金流 13 年由负变正.....	- 20 -
表 8、公司主要财务数据预测.....	- 21 -
表 9、未来三年中国联通 ROE 与净利润增长情况.....	- 22 -
表 10、中国联通 EV/EBITDA 估值法.....	- 22 -
表 11、全球部分运营商相对估值水平.....	- 23 -
表 12、中国联通 DCF 估值基础假设.....	- 24 -
表 13、DCF 敏感性分析.....	- 24 -
表 14、中国联通 2013-2015 年合理估值.....	- 24 -
附表.....	- 27 -

投资概要

我们选择在这个时点推荐中国联通的逻辑是：过去市场担忧 4G 到来中国移动终端和网络能力增强后，中国联通用户和收入的增长可否持续。我们认为中国联通今年 4 个月以来的运营数据已经将市场这一担忧打消。今年终端和网络层面中移动均有很大提升，中国联通、中移动终端和网络层面的差距几乎是 4G 时代的预演，在此情况下中国联通新增用户屡创新高，3、4 月份新增用户连续达到 400 万台阶，相较去年平均水平提升 100 万，同时一季报显示新增用户质量也很不错。如此的表现说明公司内在实力开始显现，我们看好公司用户和收入的持续增长。在收入持续增长的基础上，中国联通的经营杠杆开始显现，13-14 年净利润将保持 50% 以上增长。

1、估值及投资建议

我们认为中国联通移动用户将在未来 2 年持续高增长，公司业绩的经营杠杆开始显现，13-14 年业绩有望保持 50% 以上高增长，管理运营能力的提升又保证了公司的中长期健康发展，中国联通的投资价值目前已经开始显现，上调至“买入”评级。目前联通正处于“低 ROE、高 PE、低 PB”的底部区域，ROE 仅为 3.3%，远低于全球运营商的 ROE 均值 17%。随着联通业绩的快速改善，ROE 会率先向均值回归，从而带动其 PE 和 PB 值回归至全球平均水平上下，预测中国联通的合理股价区间为 5-7 元，公司 13-15 年 EPS 分别为 0.18、0.26、0.33 元。

2、关键假设

用户增长态势保持平稳水平、用户 ARPU 值不会过快下降

3、股价表现催化剂

新增用户数再上一台阶；新增用户质量超预期

4、风险提示

竞争加剧导致联通 ARPU 值快速下降；3G 新用户增长受阻

1、公司概况：公司已向数据型运营商转型，将全面受益于流量时代的到来

1.1 公司简介：目前是国内第二大固网运营商和第二大移动通信运营商

中国联通 A 股公司于 2001 年 12 月 31 日以发起方式设立，其中联通集团以其全资持有的联通 BVI 公司 51% 的股权作为出资，间接持有联通红筹公司股权，自上市起逐步向中国联通集团和网通集团收购各省市移动和固网通信业务。在经历一系列重组与交易后，中国联通 A 股公司目前的主营业务包括中国 31 个省（自治区、直辖市）经营的 GSM 移动通信、WCDMA 移动通信业务和增值服务业务；固网语音和增值服务、固网宽带和其他与互联网相关的服务。目前公司是国内第二大固网运营商和第二大移动通信运营商。

表 1、中国联通发展大记事

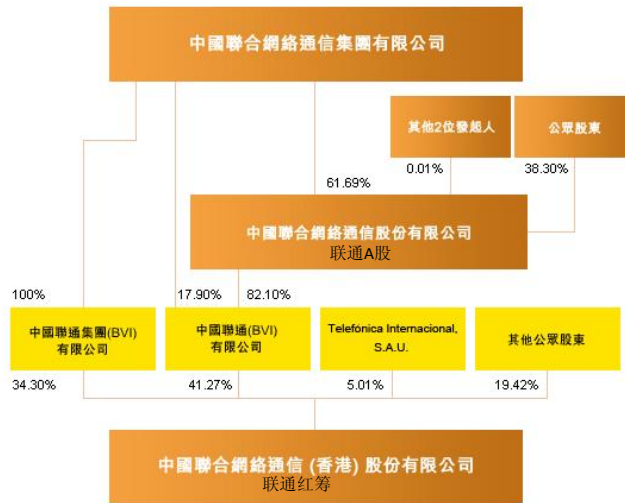
时间	事件
2001 年 12 月	发起成立，负责运营广东、福建、安徽、江苏、浙江、山东、辽宁、河北、湖北、北京、上海、天津 3 个直辖市的移动通信业务（包括 GSM 和 CDMA 移动通信业务）
2002 年 12 月	移动通信业务扩大到四川、黑龙江、吉林、河南、江西、广西、新疆、陕西 8 个省
2003 年 12 月	移动通信业务扩大到山西、内蒙古、湖南、海南、云南、宁夏、甘肃、青海和西藏 9 个省
2007 年 12 月	移动通信业务覆盖全国全部范围（不含港澳台）
2008 年 10 月	将集团经营的 CDMA 业务全部出售与中国电信
2009 年 1 月	以换股方式与中国网通公司合并，主营业务增加固网业务
2009 年 1 月	获得 WCDMA 牌照，开始运营 3G 业务
2011 年 12 月	收购电信增值服务公司：联通新时讯
2012 年 12 月	完成收购联通新时空全部股权

资料来源：中国联通、兴业证券研究所

1.2 公司股权结构

中国联通 A 股公司与联通 H 股红筹公司不同股不同价。联通红筹公司负责中国联通国内各省市的业务运营，联通 A 股公司通过联通 BVI 公司间接持有联通红筹公司 33.88% 股权，按照他们之间的股权关系，1 股联通 A 股相当于 0.34 股红筹联通，联通 A 股公司收入与联通红筹公司收入基本相同（会计准则上存在略微差异）。A 股公司净利润基本相当于 0.34 倍联通红筹公司净利润。

图 1、中国联通股权结构图

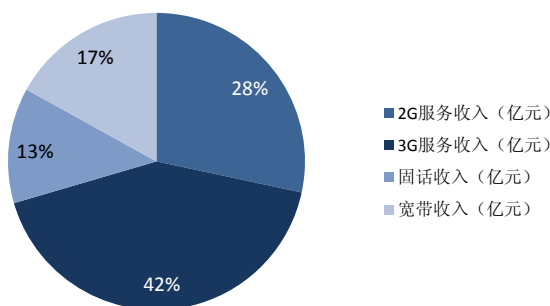


数据来源：中国联通、兴业证券研究所

1.3 3G 和宽带是公司未来业务核心

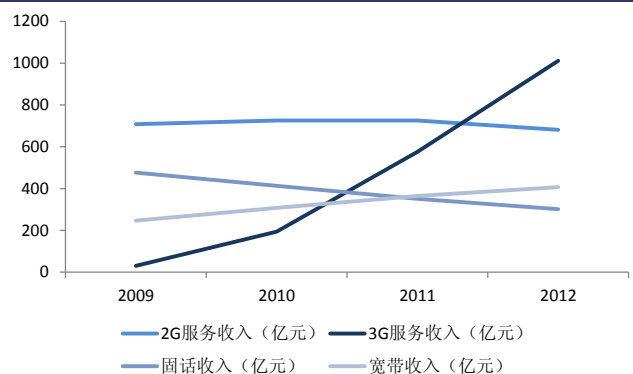
公司主营移动通信业务和固网通信业务。过去公司的核心业务是 2G 通信业务和固网语音业务，随着时代的发展，数据流量收入已经超过传统语音收入成为中国联通业务的核心，数据流量收入占联通总收入 53%。特别是自 2009 年公司获得 WCDMA 牌照后 3G 业务飞速发展，目前已成为公司收入第一支柱，宽带业务也随着我国互联网用户的普及成为公司固网第一业务。公司未来在 3G 业务和宽带业务的双重拉动下向数据型电信运营商转型，未来将全面受益于已经到来的流量时代。

图 2、四大业务 2012 年收入占比



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

图 3、3G 是所有业务的重中之重



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

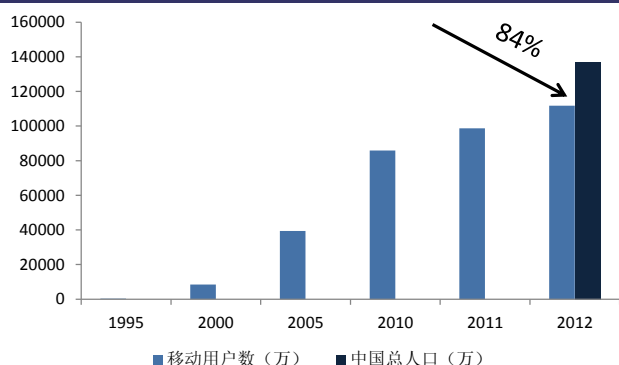
宽带市场格局稳定，公司发展最大看点在 3G 业务。公司主营业务可分为固网业务和移动业务。其中公司在固网宽带市场中市场份额为 37%，仅次于中国电信，行业格局比较稳定，公司宽带业务收入增长与行业增速基本持平，而公司 3G 业务发展速度最快、存在争议最多，因此本文主要研究移动通信行业和公司移动通信业务的发展前景，这是决定中国联通投资价值的关键所在。

2、运营商行业分析：数据收入助推行业增长，用户规模决定公司价值

2.1 行业发展历史：二十年高速发展，中移动一家独大

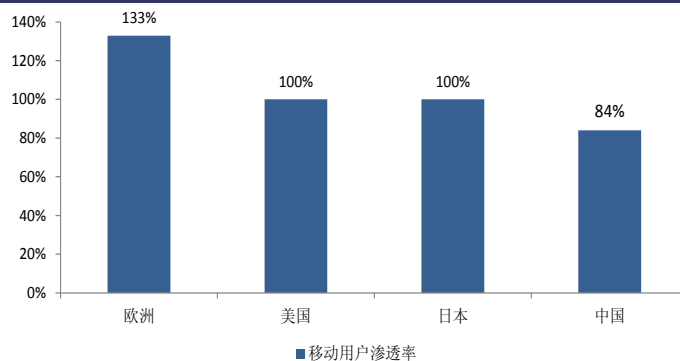
中国移动通信行业已发展 20 年，目前全国移动通信用户总数达 11.5 亿户，占全国人口总数的 84%。但未来移动用户数的天花板并不是中国人口总数，随着双卡双待手机的普及以及诸如 3G 型平板电脑等其他通信接入设备的爆发增长，欧洲、美国、日本的移动通信用户渗透率都已超过 100%，因此我国移动通信用户数仍将继续增长，但增速较过去几年会逐步放缓。

图 4、我国移动用户数过去发展情况



数据来源：工信部、兴业证券研究所

图 5、全球移动通信渗透率对比



数据来源：兴业证券研究所

纵观中国移动通信史，行业内部竞争格局的变化主要可分为三个阶段：

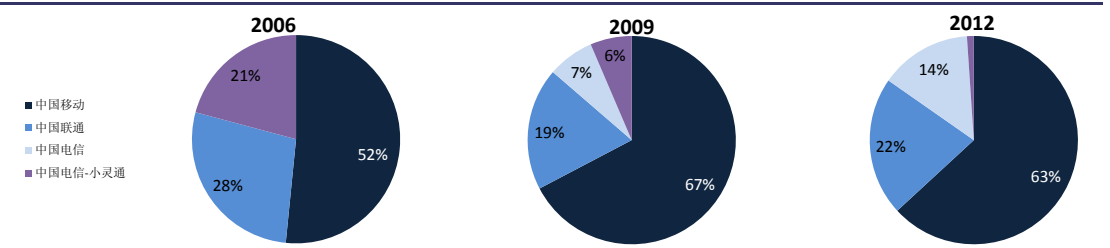
1. 1992-2009 年 这段时期可以称为“2G 时代”，主旋律是中移动确定霸主地位，但实际上中移动市场份额快速提升是在 2007-2009 年。2007 年之前，虽然中国电信还没有移动业务牌照，但凭借“小灵通”的方式拥有了近 1 亿低端移动用户，2006 年时，中移动、中国联通、中电信三方市场份额占比约 5:3:2。而自 2007 年起，政策层面上，三大运营商 3G 时代重组方式基本明朗，小灵通退市在即，中电信对于小灵通业务开始收缩，停止新建网络仅维持现有网络运营，加上同时期中移动开始推行低资费神州行业务，进一步造成小灵通用户向中移动迁移，到 2009 年，中移动的市场份额从 06 年的大约 50% 迅速提升到接近 70%。

2. 2009-2014 年 这段时期可以称为“3G 时代”，主旋律是联通、中电信谋求格局转变。2008 年政府公布了三大运营商重组及 3G 牌照分配方案，三方中实力最弱的中国联通拿到了世界最成熟的 WCDMA 网络牌照，实力中等的中电信拿到了中等水平的 CDMA2000 网络牌照，而实力最强的中移动拿到了中国自主研发的 TD-SCDMA 网络牌照。方案体现出明显的政策倾斜，主要意图有二：一是希望实力最强的中移动扛起中国制造的大旗，认真发展我国自主研发的 TDS 网络；二是希望国内运营商格局更加均衡，而不是中移动一家独大。因此 3G 时代对于联通、中电信而言是关键的战略机遇期，两方希望在这一政策倾斜期内大力抢夺中

移动用户，以期行业格局向均衡方向发展。到目前为止，中移动的市场份额从09年时的67%减少到63%，但仍然优势明显。

3.2015-? 2015年之后可以暂时称为“4G时代”，按照目前4G的发展态势，三大运营商网络、终端间的差距基本消失，中长期如何发展关键看三大运营商的内在实力。

图 6、三个时期移动通信市场份额对比

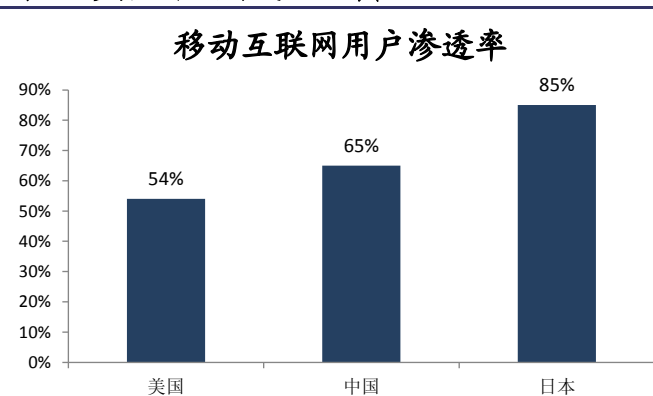


数据来源：三大运营商年报、兴业证券研究所

2.2 行业发展趋势：移动互联时代到来，行业增长引擎切换

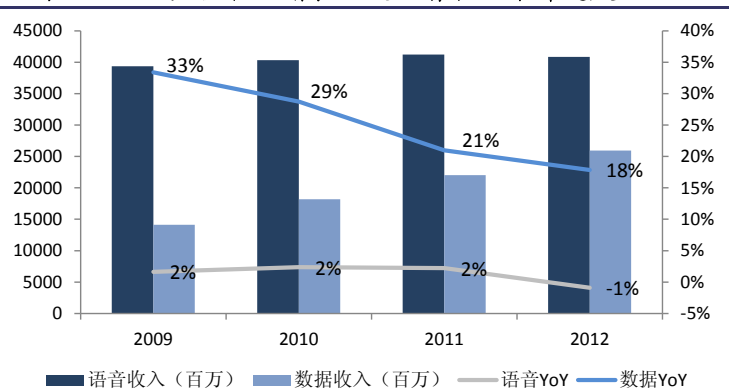
移动互联网时代已经到来，数据收入将成为行业增长第一引擎。由 iPhone 和 Android 引领的智能手机浪潮席卷全球，移动互联网用户在全球范围内迅速增长。截止 2012 年 9 月，全球移动互联网用户数已超 15 亿，其中美国和中国移动互联网用户占移动通信用户的比重已达到 54% 和 65%，而在移动网络更加发达的日本，该比例已经达到 85%，移动互联网时代已经到来。移动互联网的到来对电信运营商来说并非洪水猛兽，数据收入的增长速度远超语音收入的下降速度，以美国第一大电信运营商 AT&T 为例，2012 年 AT&T 移动数据收入同比增长 18%，语音业务收入仅下降 1%，移动数据收入已占其无线收入 39%。电信运营行业的增长引擎正在发生切换，数据收入将成为行业收入增长的第一推动力。

图 7、移动互联网时代已经到来



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

图 8、AT&T 数据收入增长远超语音收入下降速度

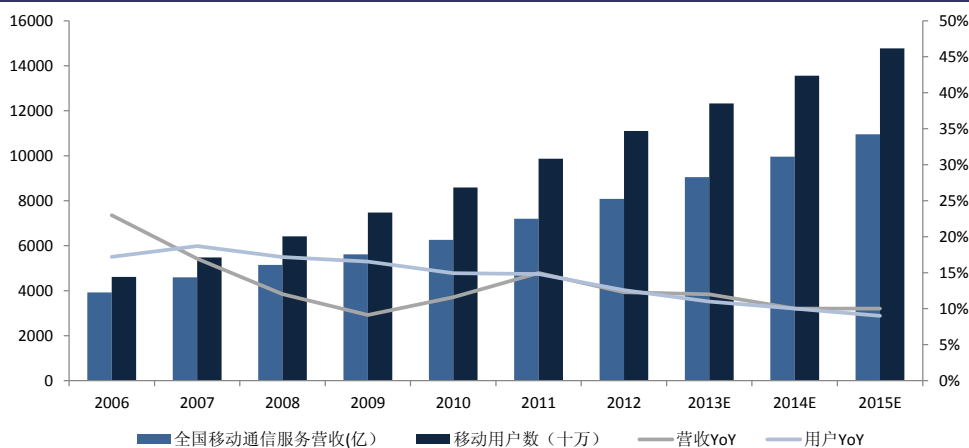


数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

行业未来三年规模增速仍将保持 10% 左右。移动通信营收规模=用户数×用户 ARPU，未来移动用户数的增长仍然是移动通信行业增长的主要驱动力，另一方

面，随着移动互联网的爆发，大量传统行业产值都可能被转移至移动互联网，届时通信运营商有很大可能分到一杯羹，因为运营商在移动互联网“云、管、端”中握有两大天然优势：垄断的管道和一大批用户的终端（通过定制机的方式）。

图 9、移动通信市场未来三年仍将保持 10%左右增速

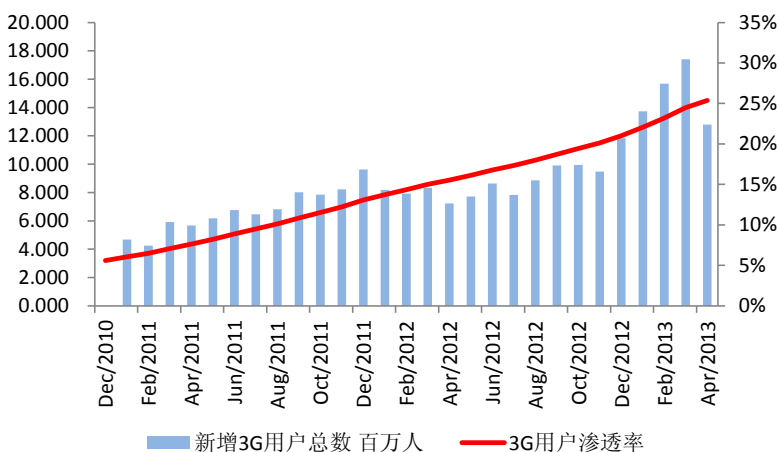


数据来源：工信部、三大运营商年报、兴业证券研究所

总体来看，未来两年我国移动通信市场将有以下两个特点：

1.3G 用户增长进入爆发期。随着中移动网络和终端劣势的补齐，中移动从今年初开始对自身存量 2G 用户加快了向 3G 迁移的力度，加上中国联通与中电信也加大了各自 3G 用户的扩张，今年 1-4 月中国 3G 新增用户数连创新高，中国 3G 用户增长爆发期已经到来。截止 4 月份，中国 3G 用户渗透率已达 25.4%，我们认为国内 3G 用户渗透率 13 年底有望达到 35%，14 年 3G 用户渗透率将超过 50%。

图 10、3G 用户增长进入爆发期

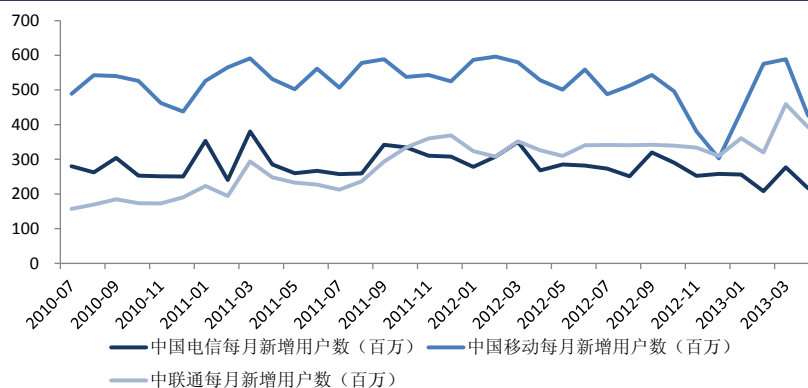


数据来源：兴业证券研究所

2.未来两年存量用户市场竞争白热化。在新增移动用户数逐渐放缓的大背景下，未来两年三大运营商在存量用户市场的竞争将白热化。对三大运营商而言，新增用户的目标市场是不一样的。对中移动来说，新增用户主要来自首次使用移动通

信的人群；而对中国联通、电信来说，新增用户主要是中移动的存量用户。在新增移动用户越来越少的情况下，2G新增用户数已经由负变正，在这个过程中中移动将承受最大压力。因此未来两年中移动必然会加大对其存量用户的防守，而中国联通、电信想维持甚至提高各自新增用户数必然会对中移动存量用户采取更为激进的“挖脚”措施，存量用户市场的较量更显白热化。

图 11、增量用户放缓势必引起存量市场竞争白热化

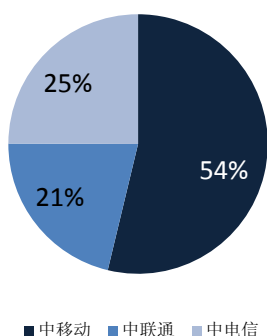


数据来源：兴业证券研究所

2.3 行业典型特征：规模效应显著，用户规模是关键

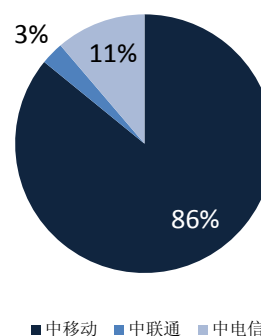
电信运营行业是一个典型的重资产投入行业，行业固定投入成本较高，而新增用户的边际成本却非常低，行业规模效应十分明显。以 2011 年为例，中移动营业收入（移动业务+固网业务）占三大运营商营收（移动业务+固网业务）之和的比例为 54%，但其净利润占三大运营商净利润之和的比例却高达 86%。因此对于电信运营行业，用户规模和市场格局是决定公司价值的最关键因素。

图 12、2011 年三大运营商营收占比



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 13、2011 年三大运营商净利润占比



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

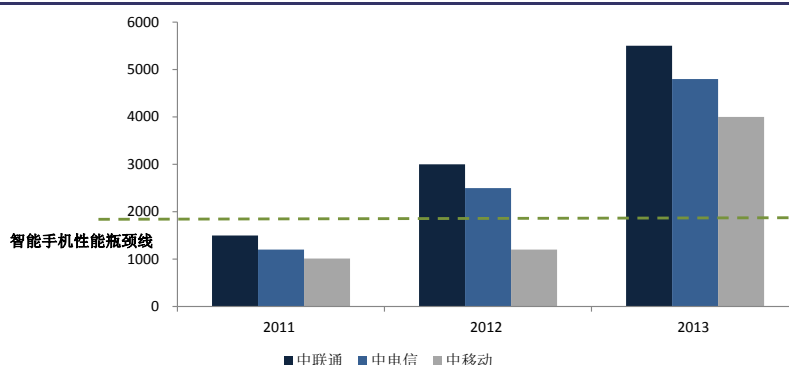
3、4G 时代“预演”：中国联通外在优势基本消失，内在实力开始显现

决定运营商用户发展的是运营商的自身实力，对比三大运营商目前的竞争优势，我们认为现在已经是 4G 时代的“预演”，中国联通外在优势基本消失，内在实力开始显现。

3.1 中国联通在网络和终端层面的优势已经基本消失

终端层面：随着 TD 智能芯片的成熟，中移动终端方面劣势在 13 年迅速补齐。自 2012 年下半年起，MTK、高通、展讯等多款 TD 高性价比 CPU 开始逐步出货，同一芯片厂三种制式 CPU 开始基本同步出货。13 年初，初主打的多款双核 4-4.5 英寸屏幕千元智能机在各省隆重推出，无论是手机性能还是手机数量均不输中国联通。

图 14、中移动终端层面劣势在 2013 年迅速补齐



数据来源：兴业证券研究所

网络层面：TD 六期建设帮助中移动 TD-SCDMA 网络今年体验提升。自奚国华上任中移动董事长以来，中移动对 TD-SCDMA 网络开始重视，12 年下半年开始的 TD 六期建设中基站建设规模预计达到 12.7 万个，是 TD 五期的 2.4 倍。目前 TD-SCDMA 基站数量已经基本与中国联通 WCDMA 基站数量相当。

表 2、中移动自 12 年底加速 TDS 基站建设

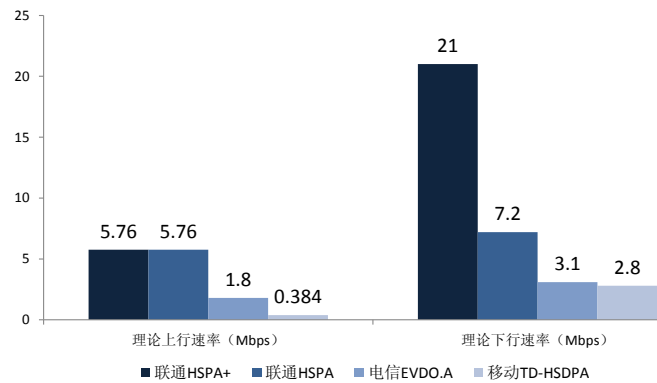
3G 基站数量 (单位: 万)	2010	2011	2012	2013E
中国移动	18	22	28	37
中国联通	18.3	24	34	39
中国电信	20.6	25.5	28	31

资料来源：公开资料、兴业证券研究所

在目前的移动互联网使用环境中三大运营商 3G 网络体验差距并不明显。理论上，中国联通自 2011 年 5 月起部署的 HSPA+ 网络使其网速峰值达到 21M，是中电信、中移动的 7 倍，实际平均速率是中电信的 2.5 倍，是中移动的 3.3 倍。但实际上，目前消费者在 3G 网络下的访问内容仍然以文字、图片等小容量内容为主，手机视频的访问仍然是以 WIFI 网络为主，因此在目前的移动互联网使用环境中，当

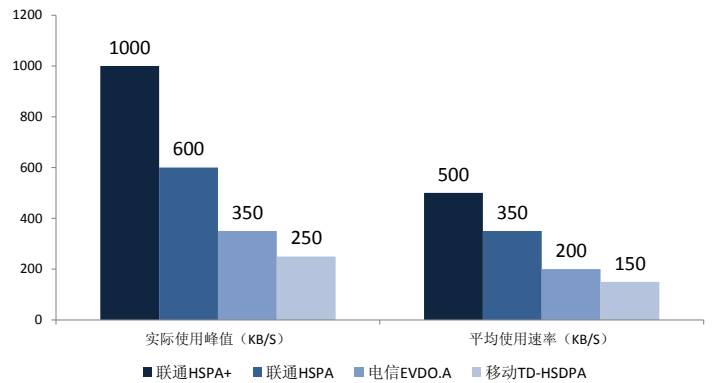
实际使用速率超过 100K/S 时用户体验的差距并不明显。

图 15、三大运营商移动网络理论速率对比



数据来源：兴业证券研究所

图 16、三大运营商实际使用速率对比



数据来源：兴业证券研究所

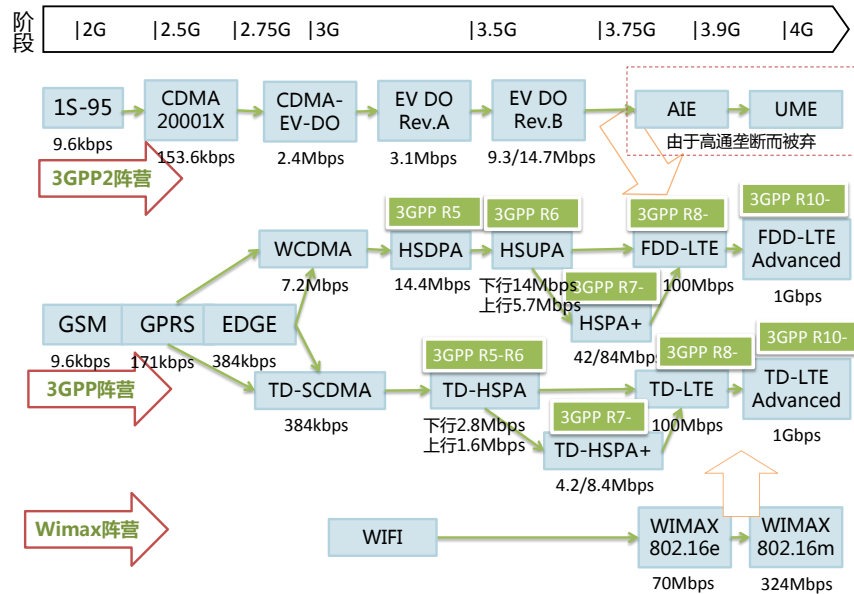
未来几年，三大运营商的网络升级路线是：

中国移动：TD-SCDMA → TD-LTE → TD-LTE Advanced；

中国联通：WCDMA → HSPA → HSPA+ → FDD-LTE → FDD-LTE Advanced；

中国电信：CDMA2000 → EV-DO → EV-DO Rev.A → FDD-LTE/TD-LTE；

图 17、世界通信技术演进路线图



数据来源：兴业证券研究所

因此，未来两年中联通的网络部署是以 HSPA+结合 FDD-LTE 组网对抗中移动 TD-LTE 大面积覆盖，双方网络性能不相上下，中联通网络相对成熟。从技术上来讲，HSPA+技术在速率、时延等方面落后 LTE 不多，投资很少，时间上也比 LTE 早一年左右，中联通可以通过软件升级，即不大规模增加资本开支的方式逐步在全国范围内将 HSPA+网络下行速率升至 42Mbps，而在全国人口密集区域部署 FDD-LTE 热点，实现 100Mbps 网络速率。而中移动自 2011 年开始启动 TD-LTE

试验网建设，主要涉及到 1900MHz(F 频段)、2600MHz(D 频段)、2300MHz(E 频段)。其中，F 频段主要以及升级为主，D 频段则以新建为主。未来两年，中移动的 TD-LTE 网络将涉及全国 344 个城市，重点覆盖经济较为发达的前 100 个城市。TD-LTE 与 FDD-LTE 从技术上来说各有千秋，TD-LTE 通过时间间隔区分上下行，FDD-LTE 通过频率区分上下行，用户体验基本相同。

表 3、TD-LTE 相比 FDD-LTE 的优劣势

项目	说明
频谱利用率	两种技术的数据吞吐速率和频谱效率一样；但 TD-LTE 可以更具需求动态调整上下行的时间间隔，因此更优。
功耗和硬件成本	TD-LTE 具有上下行信道一致性，基站的接收和发送可以共用部分射频单元，降低了设备成本，功耗和硬件成本低于 FDD-LTE。
非对称业务	可以通过调整上下行时隙转换点，提高下行时隙比例，能够很好的支持非对称业务
小型蜂窝	时分双工，利用小型蜂窝基站覆盖上更有优势。
呼吸效应	TD 不同业务对覆盖区域大小影响较小,易于网络规划，避免了呼吸效应
移动速度	移动速度慢 TD 120KM/H W 500KM/H。
覆盖半径	TD 覆盖半径小于 FDD；
码资源	TD 码资源受限，只有 16 个码,远远少于业务需求所需要的码数量；
干扰问题	上下行、本小区、邻小区都可能存在干扰；
频谱一致性	FDD-LTE 与现存的 3G 技术及频谱更为一致，成为运营商首选。
同步性	TD 对终端和基站的同步要求更高；

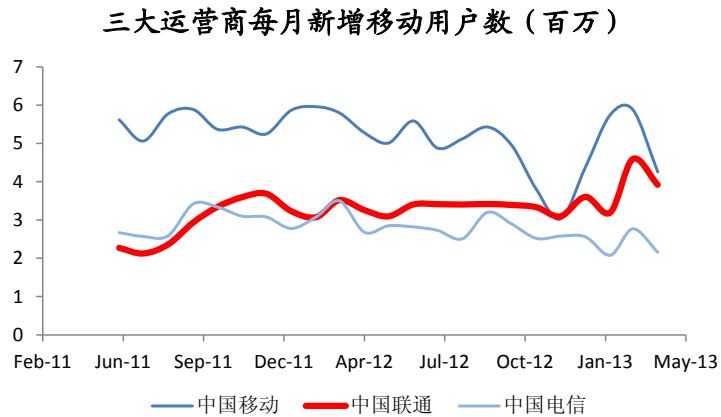
资料来源：公开资料、兴业证券研究所

因此，综合目前终端和网络方面的情况，我们认为现在已经是 4G 时代的“预演”，4G 真正到来时中移动和中联通的竞争态势跟现在基本没有区别，中联通的两大外在优势已经基本消失。

3.2 用户持续高增长，内在实力开始显现

过去市场担忧 4G 到来中国移动终端和网络能力增强后，中国联通用户和收入的增长可否持续。我们认为中国联通今年 4 个月以来的运营数据已经将市场这一担忧打消。今年终端和网络层面中移动均有很大提升，中国联通、中移动终端和网络层面的差距几乎是 4G 时代的预演，在此情况下中国联通新增用户屡创新高，3、4 月份新增用户连续达到 400 万台阶，相较去年平均水平提升 100 万，同时一季报显示新增用户质量也很不错。在此情况下中国联通还能有如此的表现说明公司的内在实力——管理运营能力确实比过往有明显提升。

图 18、中国联通今年来移动用户数持续高增长

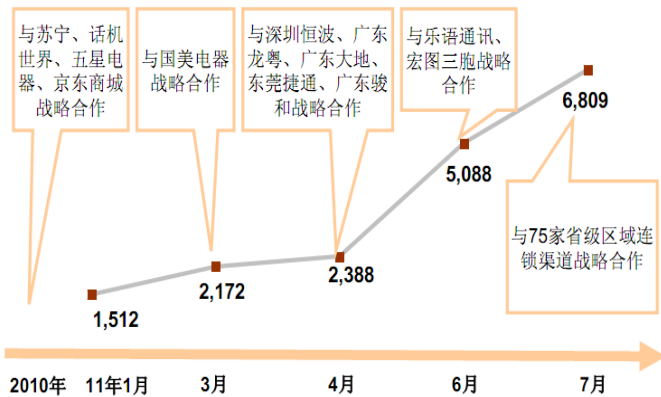


数据来源：兴业证券研究所

仔细追溯中国联通在营销渠道、品牌建设等软实力层面近年来都有了长足进步。

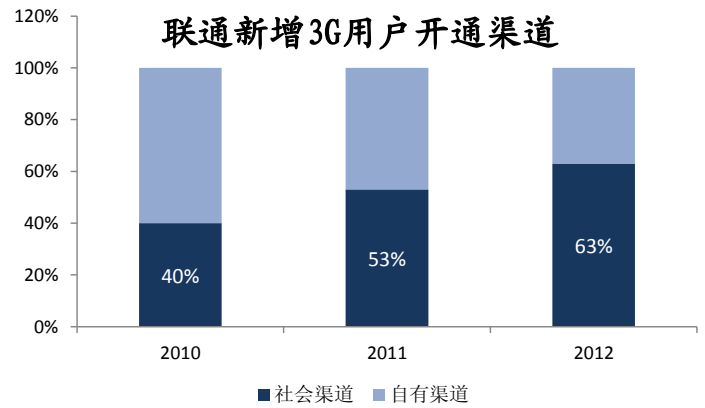
1.依靠 WCDMA 产业链的成熟，中国联通社会渠道 3 年来迅速成长。在 2G 时代，由于中移动与联通手机制式均为 GSM，同时中移动地位绝对强势，因此社会渠道几乎全部依附于中国移动。但自 3G 时代起，中国联通就凭借 WCDMA 产业链的成熟优势大力发展社会渠道，渠道商在 WCDMA 手机热销和联通 3G 业务高额提成的双重诱惑下，纷纷倒向中国联通。新增 3G 用户社会渠道的贡献率 2012 年底超过 60%。

图 19、中国联通社会渠道实力已不输中移动



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

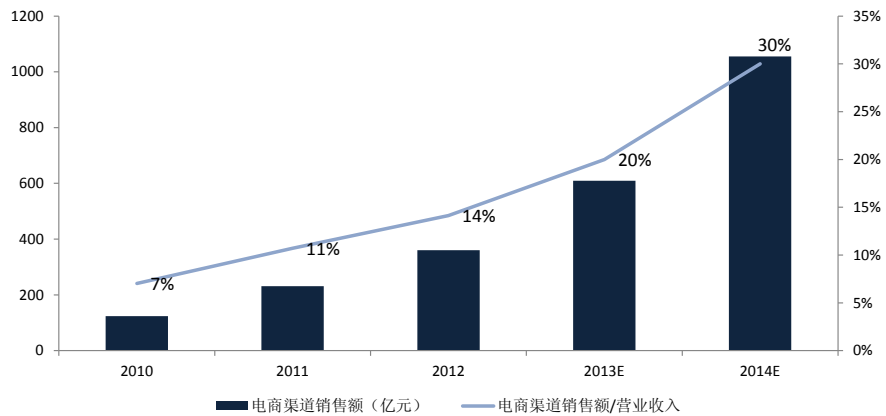
图 20、中国联通社会渠道 3 年来发展迅速



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

2.中国联通的电商渠道发展同样可圈可点。伴随着未来互联网网民和网购人数渗透率的持续增加，电商渠道对运营商开源节流方面有重大意义。中国联通 2012 年电商渠道销售额占比已达 12%，预计 2014 年占比将达到 30%。

图 21、中国联通预期 2014 年电商渠道销售额占比达 30%



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

从电商网站的用户体验来看，中国联通的页面富有互联网气息，产品分类清晰、简单，拥有团购、秒杀等吸引眼球、增加用户黏性的活动，网站的用户体验非常好。

图 22、中国联通官方网站略图 1



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

产品分类清晰，内容介绍详尽。联通官网首页将自身产品——套餐、手机、数据卡及配件按照楼层形式依次排开，分类非常明确。当消费者点击某一产品后，关于该产品的宣传页面、手机参数、套餐及办理方式在三大运营商网站上的最为详细，与京东商城的使用体验基本相同。同时凭借其套餐的简洁性，联通官网在套餐选择和优惠活动选择方面也一目了然，用户可以轻松上手。

图 23、中国联通官方网站略图 2



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

图 24、中国联通官方网站略图 3



数据来源：中国联通、兴业证券研究所

3.品牌建设方面，中国联通近年来也有长足进步。2G 时代由于中国联通 CDMA 与 GSM 双网运营，品牌划分十分混乱，品牌知名度很低。到了 3G 时代，在三大运营商中真正可称为明星号段的仅有中国联通 186 号段。引入 iPhone 虽然使得联通付出高额终端补贴，但也直接为联通树立了 186 号段的高端形象，“用 iPhone 就选 186”已经在部分中高端用户心目中达成共识。不仅如此，联通在 2012 年大力发展低端用户的同时也有意对 186 高端形象进行保护：低端的 36 元“沃派”套餐、本地大容量上网套餐和 20 元零月租套餐用户仅能选择 156 号段，而不能使用 186 号段。而对于 2012 年年末引入的 iPhone5，联通再次推出更加高端的专属 185 号段继续维护其 3G 时代运营商第一品牌的形象。

表 3、三大运营商套餐号段汇总

运营商	套餐品牌	代表号段	品牌针对人群
中国移动	动感地带	158、188	青少年、大学生
	神州行	135、138	低消费人群
	全球通	139	高消费人群
中国联通	如意通	130	低消费人群
	沃 3G	186、185	高消费人群
	沃派	156	青少年、大学生
中国电信	天翼-易通卡	133	低消费人群
	天翼-乐享 3G	189、180、133	覆盖广泛
	天翼-飞 Young	189、180、133	青少年、大学生

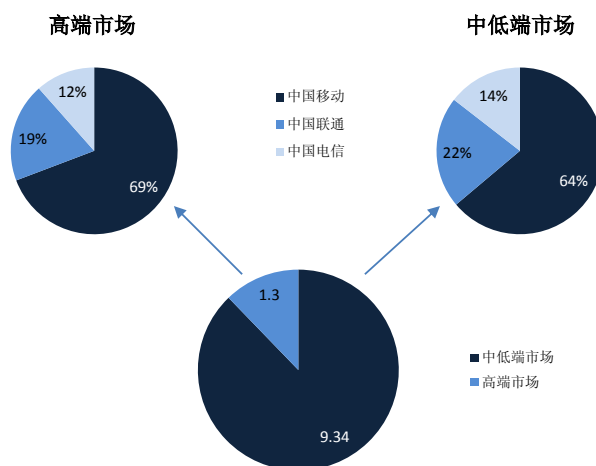
资料来源：兴业证券研究所

总体来看，中国联通的内在实力近几年逐步提升，在营销渠道和品牌建设方面都已不逊于中国移动。过去中国联通的内在实力在其明显外在优势的遮掩下并不被市场所重视，但在目前这一 4G “预演” 时代，外在优势的基本消失才将中国联通的内在实力逐步展现出来。

未来两年我们仍旧看好中联通用户持续高增长，主要原因在于我们认同公司今年的营销策略：即针对中低端用户推出本地大容量低资费套餐。尽管未来两年三大运营商争夺用户的态势将更为激烈，但中国联通在中低端市场仍存在较大机会。过

去三年联通 3G 精品网络面对的主体人群是高端用户，通过引入 iPhone 和 186 品牌营销等一系列手段目前已争取到 20% 的高端客户，这对于对手机号码有高度黏性的高端客户群体已是不错的成绩。

图 25、当前三大运营商移动用户分布格局



数据来源：兴业证券研究所

而中小端市场联通还有很大的增长潜力，中小端用户是联通未来两年新增用户的主要群体。主要原因有三点：1. 中小端用户号码黏性弱，更容易换号，但联通目前仅有 20% 份额，增长空间很大。2. 过去联通 3G 套餐总体来看门槛偏高、套餐包含业务量偏少，目前的本地低资费大容量套餐已经 3G 使用门槛降至 16 元，既通过限制漫游方式与中高端套餐做到用户分离，又可以吸引更多中小端用户。该套餐在经过 1、2 月份的试点后 3 月起新套餐基本覆盖全部省市，新套餐的效果开始逐步显现。因此我们认为联通未来两年在中小端市场上还大有可为。

表 4、联通低资费大容量本地套餐目前已覆盖全国

地区	新措施	说明
全国	3G 流量叠加套餐包	2G 用户以及在网半年以上 3G 用户可以办理：2G 用户流量包仅限本地，3G 流量包全国使用，高低端用户实现有效隔离
上海	低资费大容量本地上网套餐“慧卡”	含本地大容量流量，价格实惠，变相降价；异地上网、通话都很贵，不会冲击 ARPU 值较高的商旅人士
山东	低资费大容量本地上网套餐“慧玩卡”、“畅想卡”	上海慧卡类似，流量均为省内使用，出省就很贵，适用于本地低资费 3G 用户
浙江	低资费大容量本地上网套餐“随意流量网”	上网类似上海慧卡，流量均为省内使用，出省就很贵，适用于本地低资费 3G 用户；通话沿袭之前 2G 省内随意打策略

资料来源：兴业证券研究所

中联通外在优势已经基本消失，内在实力开始显现，在目前这一 4G “预演”的时期，中联通的运营数据已经打消了市场担忧。结合目前中联通的营销策略，我们认为月均新增 400 万左右用户的态势有望持续，看好公司的中长期健康发展。

4、开源节流保增长，中国联通经营杠杆开始显现

中国联通管理层提出的今明两年发展战略是：对外保证收入增长，对内严控各项成本。

收入方面：相比用户增长，公司管理层同样看重新增用户的质量和忠诚度，收入增长是集团公司对各个地方分公司的主要考核指标。短期来看，公司 1 季度 3G 用户发展不仅数量创历史新高，用户质量（新增用户 ARPU）也超过去年 3、4 季度，与去年 2 季度基本持平。按照公司 4 月份新增 3G 用户再次保持 400 万的趋势，公司 2 季度 3G 服务收入将继续保持较快增长。长期来看，假设中国联通未来 3 年 3G 新增用户数保持现有水平，即 13-15 年新增 3G 用户数分别为 4800 万、4800 万、5000 万，2G 流失用户数分别为 300 万、600 万、1000 万，3G 用户 ARPU 三年分别下降 15%、12%、10%，2G 用户 ARPU 三年分别下降 10%、8%、5%，则中国联通 13-15 年移动通信收入增长率分别为 14.6%，13.3%，10.1%，从而带动主营业务收入分别增长 9.3%，9.3%，7.7%。

表 5、中国联通未来 3 年收入增长预测

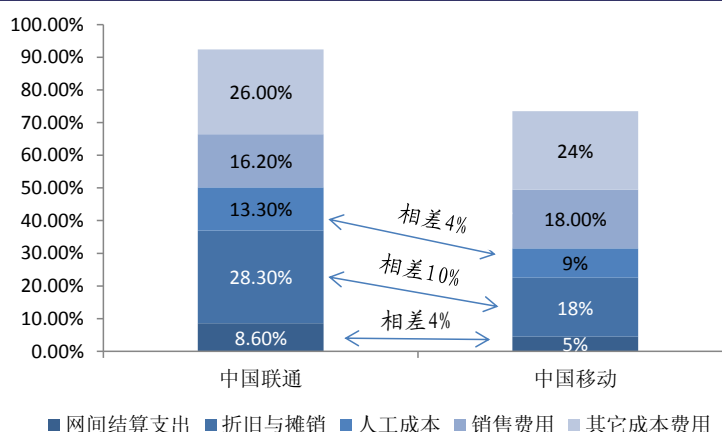
	2012	2013E	2014E	2015E
3G 用户数 (百万户)	76.46	124.46	172.46	222.46
3G 净增数 (百万户)	36.437	48.000	48.000	50.000
3G ARPU 值 (元)	86.10	73.19	64.40	57.96
YoY (%)	-21.73%	-15.00%	-12.00%	-10.00%
3G 服务收入 (亿元)	617.100	873.498	1135.966	1359.814
YoY (%)	82.63%	41.55%	30.05%	19.71%
2G 用户数 (百万户)	162.88	159.88	153.88	143.88
2G 净增数 (百万户)	3.2	-3.0	-6.0	-10.0
2G ARPU 值 (元)	34.20	30.78	28.32	26.90
YoY (%)	-8.56%	-10.00%	-8.00%	-5.00%
2G 服务收入 (亿元)	681.000	614.512	549.587	495.483
YoY (%)	-6.12%	-9.76%	-10.57%	-9.84%
移动服务营收 (亿元)	2167.90	2400.59	2640.22	2856.57
YoY (%)	13.05%	10.73%	9.98%	8.19%
主营业务收入 (亿元)	2562.60	2801.95	3061.50	3297.79
YoY (%)	18.91%	9.34%	9.26%	7.72%

资料来源：兴业证券研究所预测

成本端：短期看，公司高管在今年股东大会上表示要严控成本，在保证各项成本占收入比重下降外，还承诺部分成本项达到绝对值零增长。**长期看**，由于电信运营行业显著的规模效应，中国联通销售成本率将逐步向全球电信业平均 80%-85% 水平靠近，中国联通盈利能力的改善是大势所趋。

对比中国联通和中移动的成本结构可以发现，造成中国联通营业利润率过低的原因就是营收太少，还没有形成规模经济。二者 2012 年营业利润率分别为 5% 和 27.8%，相差 22%，差别主要来自于三处：折旧摊销（相差 10%）、人力成本（相差 4%）、网间结算支出（相差 3.6%）。

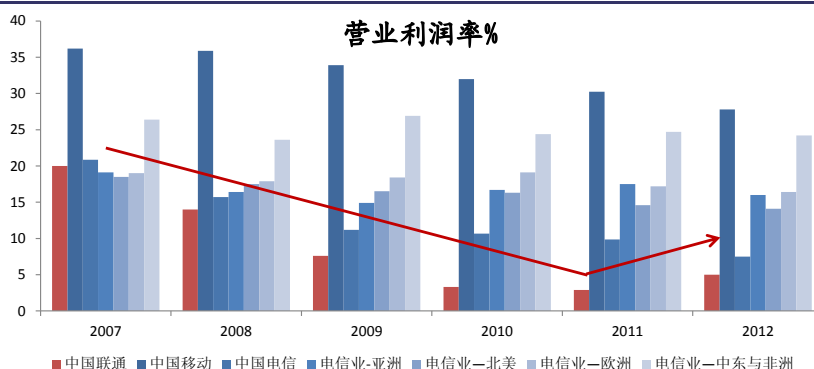
图 26、2012 年中联通、中移动成本结构对比



数据来源：中国移动、中国联通、兴业证券研究所

随着中国联通收入的逐步增长，成本的增速会明显低于收入增速，2012 年起中国联通营业利润率已经开始止跌回升，未来营业利润率将从目前的 5%逐步向全球平均水平 15%靠近。

图 27、中国联通营业利润率已经开始止跌回升



数据来源：Bloomberg Industry、兴业证券研究所

中国联通经营杠杆开始显现。电信运营商行业是典型的高经营杠杆行业，一旦达到盈亏平衡点后，净利润的增长幅度将显著大于营收的增长幅度。中国联通自 2012 年起经营杠杆开始显现，净利润增速开始显著大于营收增速。13-15 年在营收增速为 9.3%，9.3%，7.7%的情况下，净利润增长率将达到 60%，43%，27%。

表 6、中国联通经营杠杆开始显现

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入增长率	11.24%	22.33%	18.91%	9.34%	9.26%	7.72%
净利润增长率	-60.62%	13.44%	67.73%	60.11%	42.81%	27.38%

资料来源：兴业证券研究所

经营情况好转还体现在现金流上：随着经营情况好转和资本开支的下降，我们预测自 2013 年起，中国联通的自由现金流将由负变正。当资金更加充裕时，联通在 2013 年后可以更好地改善管理、提升分红，良好的正循环过程开始启动。

表 7、中国联通未来资本开支将放缓、自由现金流 13 年由负变正

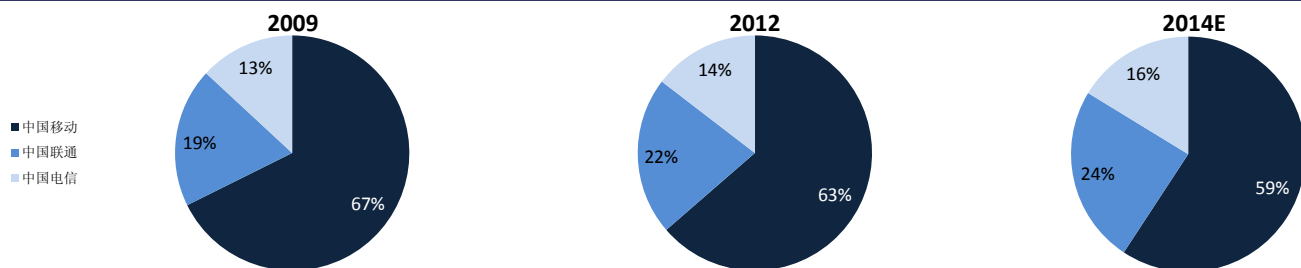
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
折旧摊销费用	547.9	581.9	625	670	700
资本开支	701.9	766.6	1000	730	780
自由现金流	-19.5	-72.1	-207	206	279

资料来源：兴业证券研究所预测

部分投资者担忧如果 2014 年中移动获得 LTE 牌照后，联通的很多用户会重新投入移动怀抱，我们认为回流风险存在，但大规模用户回流的可能性不大。在过去中移动一家独大的局面下，中移动 2G 网络覆盖最好，用户语音通话体验最佳，同时移动拥有的 70% 用户对其余两家弱势运营商的用户有明显的吸引效应。但当中联通和中电信联合掌握约 40% 用户份额后，中移动的人群吸引效应较之以前将明显减弱，同时待联通盈利改善后可以有充足的现金流来完善网络和管理等诸多过去存在的缺点，不断提高口碑以保住用户。

站在中移动的角度看，4G 时代发动残酷价格战抢夺用户的可能性也不大。在过去中移动一方的市场份额就比电信、联通两方联合还要大 1 倍多时，中移动可以轻易动用自身充足的现金流来遏制竞争对手的成长，但到竞争格局达到六四开时（联通 25%，电信 15%），它的竞争对手已经不弱，与其通过残酷的价格战打击对手争夺用户不如保持原有优势地位努力提高用户 ARPU，以免伤敌一万，自损八千。

图 28、按目前发展趋势 2014 年三大运营商竞争格局可能达到六四开



数据来源：兴业证券研究所预测

可以说在目前这一 4G “预演” 的时代，中联通依旧保持用户高增长，市场关于 4G 对于联通的负面影响将被证伪，我们认为中联通未来的发展路径是：13-14 年通过收入增长保证净利润增速 50%，中期通过规模效应将使净利润和 ROE 双重提升，长期待 ROE 提升至 15% 时再通过高股息率的方式继续保持股价的稳定，因此我们看好中国联通的长期发展。

表 8、公司主要财务数据预测

	2012	2013E	2014E	2015E
移动服务营收 (亿元)	2167.90	2400.59	2640.22	2856.57
YoY (%)	13.05%	10.73%	9.98%	8.19%
固网业务收入 (亿元)	860.132	902.915	944.996	991.606
YoY (%)	1.93%	4.97%	4.66%	4.93%
主营业务收入 (亿元)	2562.60	2801.95	3061.50	3297.79
YoY (%)	18.91%	9.34%	9.26%	7.72%
网间结算支出/服务收入	8.62%	8.60%	8.60%	8.60%
折旧与摊销/服务收入	28.27%	27.72%	26.70%	25.81%
人工成本/服务收入	13.28%	13.07%	12.95%	13.05%
网络运营支撑/服务收入	15.00%	14.80%	14.60%	14.40%
终端补贴/3G 服务收入	9.01%	6.87%	5.72%	4.78%
其他成本费用/服务收入	6.13%	6.00%	5.80%	5.60%
营业费用/服务收入	16.16%	16.20%	16.20%	16.20%
财务费用/服务收入	1.58%	1.04%	0.76%	0.70%
全部成本/主营收入	92.89%	91.37%	89.71%	88.42%
净利润 (亿元)	70.25	112.47	160.63	204.61
YoY (%)	67.73%	60.11%	42.81%	27.38%
EPS	0.113	0.180	0.258	0.328

资料来源：兴业证券研究所预测

5、中国联通估值分析和投资评级

5.1 相对估值法:合理股价区间 5-7 元

经过三年 3G 网络建设期后，目前联通正处于“低 ROE、高 PE、低 PB”的底部区域，ROE 仅为 3.3%，远低于全球运营商的 ROE 均值 17%。随着联通业绩的快速改善，ROE 会率先向均值回归，从而带动其 PE 和 PB 值回归至全球平均水平上下。我们分别采用 PE、PB 和 EV/EBITDA 估值方法。

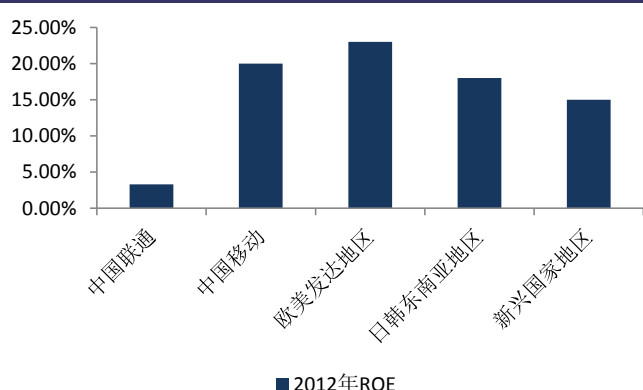
● PE 估值法

参考全球 60 多家代表运营商 2012 年 PE 估值，全球电信运营商平均 PE 是 17 倍。我们预测中国联通 13-15 年 EPS 分别为 0.18,0.26,0.33 元，增长率分别为 60%,43%,27%。按照目前股价，中国联通对应 3 年 PE 分别是 21 倍，15 倍，12 倍。考虑到中国联通目前正处于经营杠杆刚开始显现阶段，净利润增速显著高于全球运营商平均水平，理应享受高于行业平均水平的估值溢价。

● PB 估值法

PB 的高低与企业 ROE 水平有密切关系，目前中国联通 PB 仅为 1.1 倍，未来三年公司 ROE 将从 2012 年的 3.3%提升至 2015 年的 8.1%，带动 PB 回升至 1.5 倍左右。

图 29、目前中国联通 ROE 远低于全球平均水平



数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

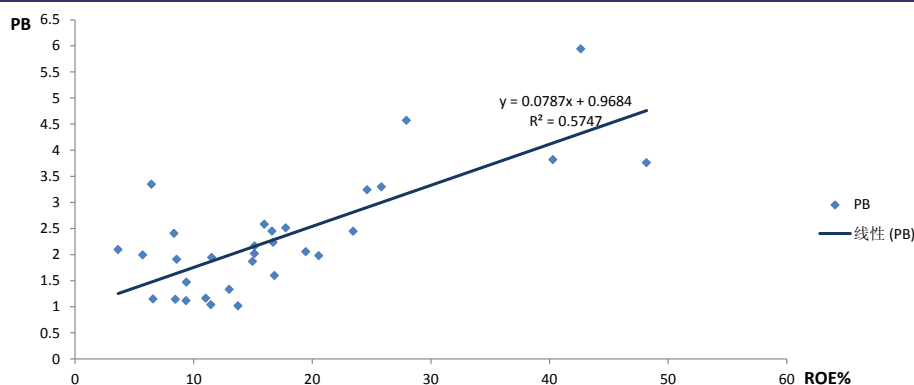
表 9、未来三年中国联通 ROE 与净利润增长情况

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	2%	3.3%	5.1%	6.8%	8.1%
净利润 (亿元)	14.24	23.88	38.24	54.61	69.57
净利润 YoY	13.4%	67.7%	60.1%	42.8%	27.4%

数据来源: 兴业证券研究所

随着中国联通 ROE 的逐步回归, 联通理应享受逐步走高的 PB 估值。我们对全球大部分运营商的 ROE 与 PB 进行线性回归, 发现二者具有一定相关性 ($R^2=0.6$)。我们预测 13-15 年联通 ROE 分别为 5.1%、6.8%、8.1%, 其对应的 PB 应为 1.37、1.50、1.61 倍, 对应 2013-2015 年合理股价分别为 4.9、5.7、6.6 元。

图 30、剔除异常值后全球运营商 PB 与 ROE 的关系



数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

● EV/EBITDA 估值法

按照全球运营商平均 EV/EBITDA 值 5.67 对联通进行估值, 联通 2013-2015 年合理股价为 4.7、5.6、7.1 元。

表 10、中国联通 EV/EBITDA 估值法

	2013E	2014E	2015E
EBITDA	822.00	921.78	1013.85
EV	4661	5226	5748
净负债	1705	1750	1800
股票市值	2956	4124.01	5139.61
每股价值(A 股)	4.74	5.58	7.06

资料来源: 兴业证券研究所预测

表 11、全球部分运营商相对估值水平

	PB	PE	EV/EBITDA
欧美发达地区			
AT&T	2.10	16.43	8.61
Verizon	3.35	18.93	7.17
MetroPCS	1.16	10.96	3.32
BCE	3.24	13.22	6.64
Rogers	5.94	13.48	6.11
Telus	2.58	16.30	6.94
Vodafone	1.14	12.89	6.20
Telenor	2.40	51.18	5.05
Telefonica	2.44	11.69	6.19
France Telecom	1.02	7.58	4.26
Deutsche Telekom	1.26	68.89	4.38
Teliasonera	2.02	11.43	7.32
BT	10.88	8.56	4.74
Swisscom	5.06	30.70	6.72
KPN	3.76	8.32	4.95
Portugal Telecom	1.47	13.87	5.06
平均	3.12	19.65	5.85
日韩东南亚地区			
Singapore Telecom	2.23	13.09	11.58
SK Telecom	0.88	6.45	2.48
KT Corp	0.74	6.79	3.79
NTT DOCOMO	1.12	11.59	3.47
KDDI	1.04	9.72	3.28
Softbank	3.82	11.40	4.25
平均	1.64	9.84	4.81
新兴国家地区			
America Movil	4.57	16.20	6.53
MTN	3.30	13.68	4.70
Turkcell	1.95	12.08	5.61
Qatar Telecom	1.33	11.23	4.65
ETISALAT	1.87	12.33	6.95
Saudi Telecom	1.60	9.08	5.02
Bharti Airtel	1.91	22.69	8.24
Reliance Comm	0.28	11.25	7.87
Idea Cellular	1.99	35.94	8.68
China Mobile	1.98	10.66	4.03
China Telecom	1.15	19.36	3.22
平均	1.99	15.86	5.95
全部平均	2.45	16.61	5.67

资料来源：Bloomberg、兴业证券研究所

注：截止 2012 年底

5.2 绝对估值法：合理股价 6.9 元

分二阶段采用 DCF 对中国联通进行绝对估值。第一阶段（2013-2016 年）为高速增长期，之后为平稳增长期。按照正常情况测算，中国联通 A 股每股股权价值为 6.9 元。

如果以 2013、2014 年 3G 新增用户数为变量做敏感性分析，可以看到 3G 用户数的多少对联通价值的影响至关重要。如果按照今明两年中国联通 3G 新增用户数分别为 4800 万、4800 万测算，中国联通合理股价应该为 6.9 元。

表 12、中国联通 DCF 估值基础假设

项目	假设值
债务资本成本	5.6%
资产负债率	53%
无风险利率	4%
Beta 系数	0.9
市场预期收益率	13%
WACC	9.45%
永续增长率 g	0.5%

资料来源：兴业证券研究所预测

表 13、DCF 敏感性分析

2014 年新增\2013 年新增	3600	4000	4400	4800	5000
3600	3.12	3.97	4.82	5.67	6.08
4000	3.52	4.37	5.22	6.07	6.48
4400	3.92	4.78	5.62	6.47	6.88
4800	4.32	5.17	6.02	6.87	7.28
5400	4.92	5.77	6.62	7.47	7.88
6000	5.57	6.41	7.25	8.10	8.52

资料来源：兴业证券研究所预测

5.3 投资评级

综合四种估值方法的结果，联通的合理股价区间为 5-7 元，公司 13-15 年 EPS 分别为 0.18、0.26、0.33 元。我们认为中国联通移动用户将在未来 2 年持续高增长，公司业绩的经营杠杆开始显现，13-14 年业绩有望保持 50%以上高增长，管理运营能力的提升又保证了公司的中长期健康发展，中国联通的投资价值目前已经开始显现，上调评级至“买入”。

表 14、中国联通 2013-2015 年合理估值

	2013E	2014E	2015E
PB 估值法	4.9	5.7	6.6
EV/EBITDA 估值法	4.7	5.6	7.1
DCF 估值法		5-8	
平均估值	4.8	5.6	6.8

资料来源：兴业证券研究所

6、风险提示

- 竞争加剧导致公司 ARPU 值快速下降
- 公司 3G 新用户增长受阻

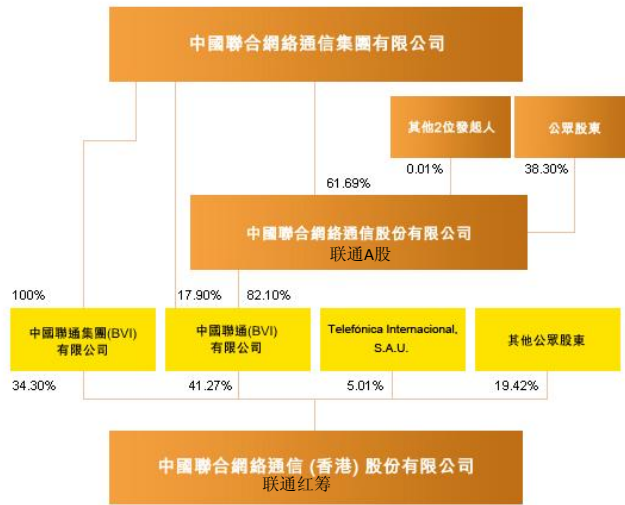
附录：三大运营商股权结构

● 中国联通

中国联通红筹公司负责联通全国各省业务运营，联通红筹反映全国的整体收入和净利润情况；中国联通 A 股公司通过联通 BVI 公司间接持有联通红筹 33.9% 的股

权，联通 A 股公司收入与联通红筹公司相同，净利润是联通红筹公司的 33.9%。

图 31、中国联通股权结构图



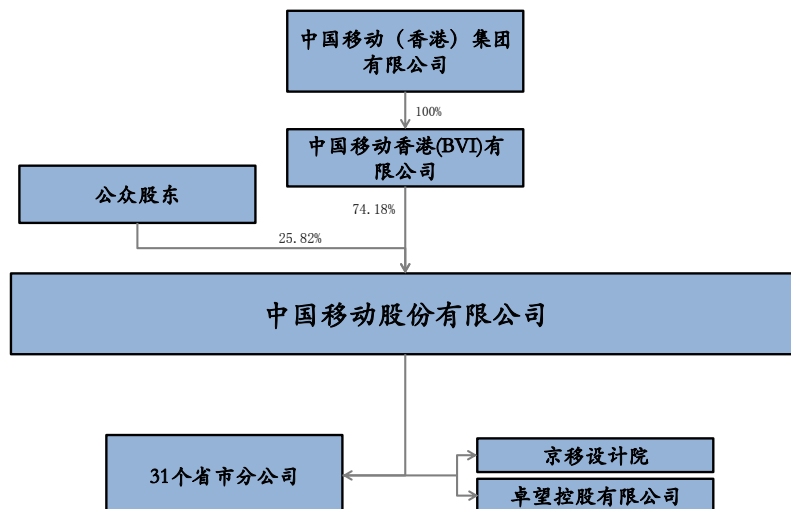
数据来源：中国联通、兴业证券研究所

● 中国移动

中国移动 (0941.HK) 的控股股东是中国移动(香港)集团有限公司。截止 2011 年末，该集团公司通过其全资拥有的子公司中国移动香港(BVI)有限公司，间接持有中移动 H 股公司约 74.18% 的股份，余下约 25.82% 的股份由公众人士持有。

中移动集团公司拥有全国 31 个省市中移动分公司、京移设计院以及中国移动通信有限公司 100% 的股权，除此之外，还拥有卓望控股有限公司（一家于开曼群岛设立的公司）66.41% 的股权。

图 32、中国电信股权结构图



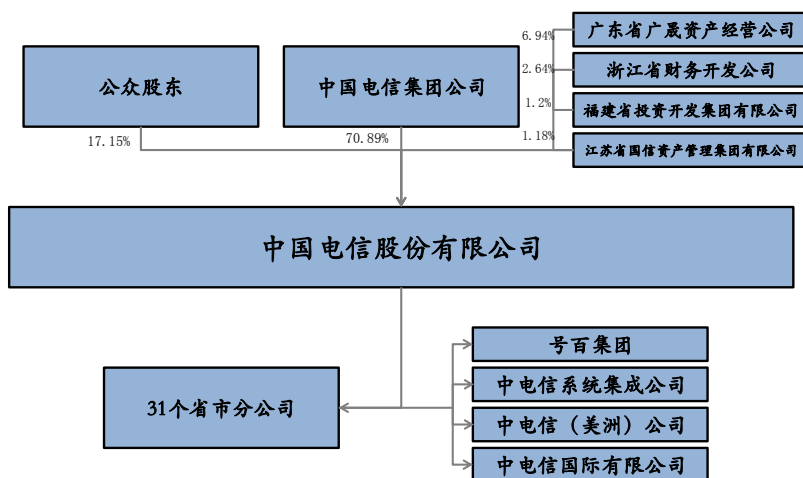
数据来源：中国移动、兴业证券研究所

● 中国电信

中国电信（0728.HK）的控股股东是中国电信集团公司。截止 2011 年末，该公司持有中电信 H 股公司 70.89% 的股份，其余约 12% 的股份由广东省广晟资产经营公司、浙江省财务开发公司、福建省投资开发集团有限公司以及江苏省国信资产管理集团有限公司持有，公众持股比例为 17.15%。

中电信 H 股公司拥有全国 31 个省市中电信分公司、号百集团、中电信系统集成公司、中电信（美洲）公司和中电信国际有限公司

图 33、中国电信股权结构图



数据来源：中国电信、兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	48240	94538	182603	286081
货币资金	18320	65265	150414	249763
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	14300	13896	15240	18303
其他应收款	5419	4386	5202	5570
存货	5803	6115	6612	6994
非流动资产	470117	449673	430006	409800
可供出售金融资产	5567	6136	6082	6014
长期股权投资	50	49	49	49
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	367281	376898	372163	359460
在建工程	59935	29970	14985	7493
油气资产	0	0	0	0
无形资产	21362	21364	21364	21364
资产总计	518357	544211	612609	695881
流动负债	301812	273749	280494	291315
短期借款	69175	38320	32320	30000
应付票据	285	743	743	734
应付账款	103512	118296	123909	131704
其他	128840	116390	123521	128878
非流动负债	4311	14351	10431	11100
长期借款	536	203	-259	-743
其他	3775	14148	10690	11843
负债合计	306123	288100	290925	302415
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	26776	26776	26776	26776
未分配利润	23525	27230	31969	37913
少数股东权益	139937	147491	158279	172022
股东权益合计	212234	223704	239466	259455
负债及权益合计	518357	511804	530391	561870

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	7025	11446	16346	20822
折旧和摊销	0	62500	67000	70000
资产减值准备	0	-500	-500	-500
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	2500	2000	2000
投资损失	0	-600	-600	-600
少数股东损益	4657	7554	10788	13743
营运资金的变动	0	-14164	-8416	-9241
经营活动产生现金流量	74738	87001	95104	102629
投资活动产生现金流量	-99233	-699	-126	-132
融资活动产生现金流量	27648	-39357	-9829	-3148
现金净变动	3153	46945	85149	99349
现金的期初余额	15135	18320	65265	150414
现金的期末余额	18288	65265	150414	249763

利润表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	256265	280195	306150	329779
营业成本	179108	193334	207570	219963
营业税金及附加	7339	7922	8713	9427
销售费用	35037	38890	42772	46276
管理费用	20491	21288	22302	23351
财务费用	3417	2500	2000	2000
资产减值损失	3294	3100	3100	3100
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	417	600	600	600
营业利润	7996	13761	20295	26263
营业外收入	2053	2000	2000	2000
营业外支出	505	500	500	500
利润总额	9544	15261	21795	27763
所得税	2519	3815	5449	6941
净利润	7025	11446	16346	20822
少数股东损益	4657	7554	10788	13743
归属母公司净利润	2368	3891	5558	7079
EPS(元)	0.11	0.18	0.26	0.33

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长性				
营业收入增长率	18.9%	9.3%	9.3%	7.7%
营业利润增长率	71.8%	72.1%	47.5%	29.4%
净利润增长率	67.7%	64.3%	42.8%	27.4%
盈利能力				
毛利率	30.1%	31.0%	32.2%	33.3%
净利率	0.9%	1.4%	1.8%	2.1%
ROE	3.3%	5.1%	6.8%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	59.1%	56.3%	54.9%	53.8%
流动比率	0.16	0.35	0.65	0.98
速动比率	0.14	0.32	0.63	0.96
营运能力				
资产周转率	52.5%	52.7%	52.9%	50.4%
应收帐款周转率	1955.1%	2277.8%	2116.6%	2153.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.11	0.18	0.26	0.33
每股经营现金	3.53	4.10	4.49	4.84
每股净资产	3.41	3.60	3.83	4.12
估值比率(倍)				
PE	32.6	19.8	13.9	10.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
韩吟华	010-66290195	hanyh@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn	肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。