

中国联通 (600050.SH)

无线通信行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 4.54元

业绩略低于预期, 关注12年资本开支;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	21,196.60
总市值(百万元)	96,232.55
年内股价最高最低(元)	6.05/4.48
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《下调联通盈利预测, 关注终端成本》, 2012.2.28
2. 《3G用户超预期, 建议中长期投资者逢低买入》, 2012.2.21
3. 《3G用户增长符合预期, 宽带用户下滑明显》, 2012.1.20

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

张燕 联系人
(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.058	0.067	0.114	0.214	0.316
每股净资产(元)	3.34	3.35	3.34	3.38	3.57
每股经营性现金流(元)	3.22	3.28	2.33	3.15	3.62
市盈率(倍)	92.38	78.65	39.86	21.23	14.35
行业优化市盈率(倍)	27.64	25.60	25.60	25.60	25.60
净利润增长率(%)	-96.05%	15.04%	70.95%	87.71%	47.95%
净资产收益率(%)	1.73%	1.99%	3.41%	6.32%	8.86%
总股本(百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国联通 2011 年实现营业收入、通信服务收入、净利润分别为 2155、1918、41.7 亿元, 同比增速分别为 22.4%、13.7%、19.2%, A 股 EPS 为 0.067 元, 四季度单季几乎未实现盈利 (0.4 亿元), 导致全年净利较低。

经营分析

- **2011 年经营业绩点评:** 营业收入和净利润均略低于预期, 营业收入低于预期的主要原因是终端产品收入稍低于预测值, 而净利润低于预期的主要原因是四季度 3G 用户的快速发展导致销售费用和网间结算成本增长较快, 单季度未实现盈利, 全年净利较低。
- **2011 年业绩驱动因素分析:** 从成本构成因素来看, 2011 年销售通信产品成本、销售费用、网间结算成本增速分别为 178.2%、21.15%、19.3%, 高于通信服务收入增速, 尤其是通信产品成本, 已经成为仅次于折旧和摊销的第二大成本。
- **2012 年联通将迎来用户和收入的快速增长, 但终端成本和资本开支的增加导致盈利在短期内难以体现:** 用户的快速增长使得终端补贴不会显著下降, 此外资本开支的增加 (整体增速 30.5%, 3G 和传输网增幅为 66%) 利好 3G 和传输网设备厂商, 但使得自身折旧和摊销费用有所上升, 盈利短期内难以实现。

盈利预测

- 公司经营业绩预测: 2012-2014 年营业收入预计分别为 2535.55、2966.42、3454 亿元, 同比增速分别为 17.65%、16.99%、16.47%; 2012-2014 年净利润预计分别为 72.13、135.4、200.32 亿元, 同比增速分别为 72.24%、87.71%、47.95%, 联通 A 股 EPS 分别为 0.114、0.214、0.316 元。

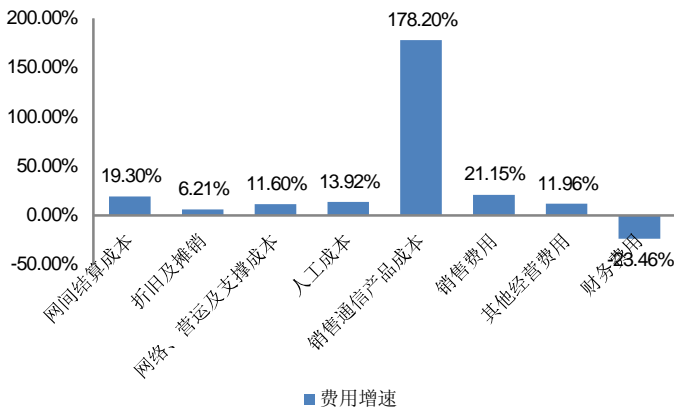
投资建议

- 维持前期观点, 建议短期投资者持续关注联通用户数及补贴率, 若能在补贴率有所降低的情况下实现用户数的快速增长, 盈利空间将被打开, 长期投资者可逢低买入, 维持目标价 6.38 元。

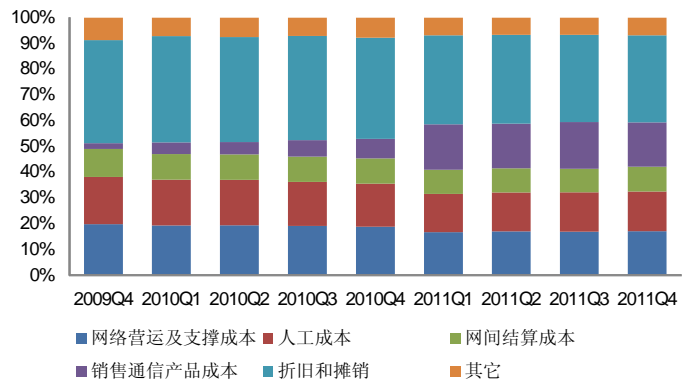
2011 年年报点评：业绩略低于预期，成本和费用的快速上升导致四季度单季未实现盈利

- **2011 年经营业绩：**营业收入、通信服务收入、净利润分别同比增长 22.4%、13.7%、19.2%，业绩略低于预期，四季度单季几乎未实现盈利（0.4 亿）：
 - **2011 年公司总体经营业绩：**中国联通 2011 年实现营业收入、通信服务收入、净利润分别为 2155、1918、41.7 亿元，同比增速分别为 22.4%、13.7%、19.2%，营业收入和净利润均略低于预期，营业收入低于预期的主要原因是终端产品收入稍低于预测值，而净利润低于预期的主要原因是四季度 3G 用户的快速发展导致成本和费用增长较快，单季几乎未实现盈利。
 - **2011 年业绩驱动因素分析：**销售通信产品成本已成为仅次于折旧和摊销的第二大成本。从成本构成因素来看，2011 年销售通信产品成本、销售费用、网间结算成本、人工成本增速分别为 178.2%、21.15%、19.3%、13.92%，高于通信服务收入，尤其是通信产品成本，成为仅次于折旧和摊销的第二大成本，而 3G 用户的快速发展同时导致销售费用、网间结算成本出现较快增长。

图表1：销售通信产品成本增速最快



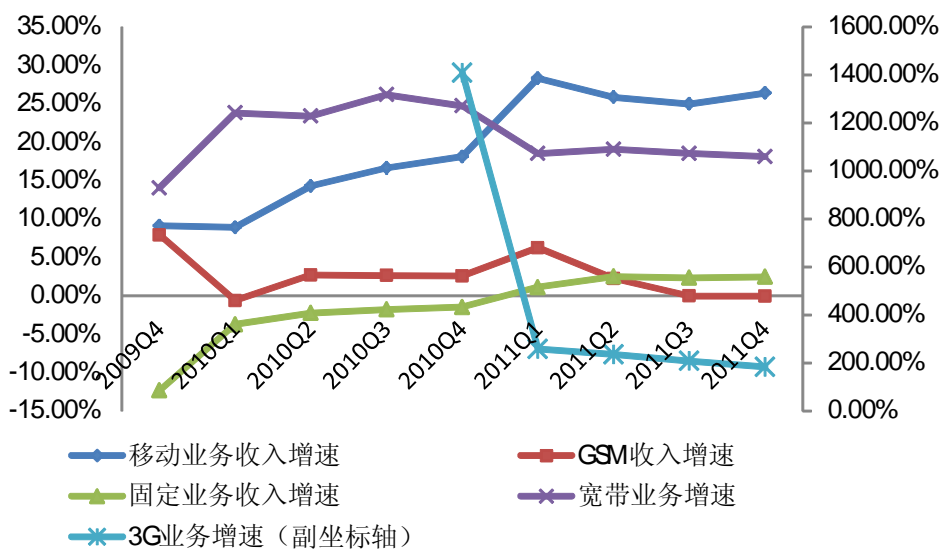
图表2：销售通信产品成本占比仅次于折旧和摊销



来源：公司年报，国金证券研究所

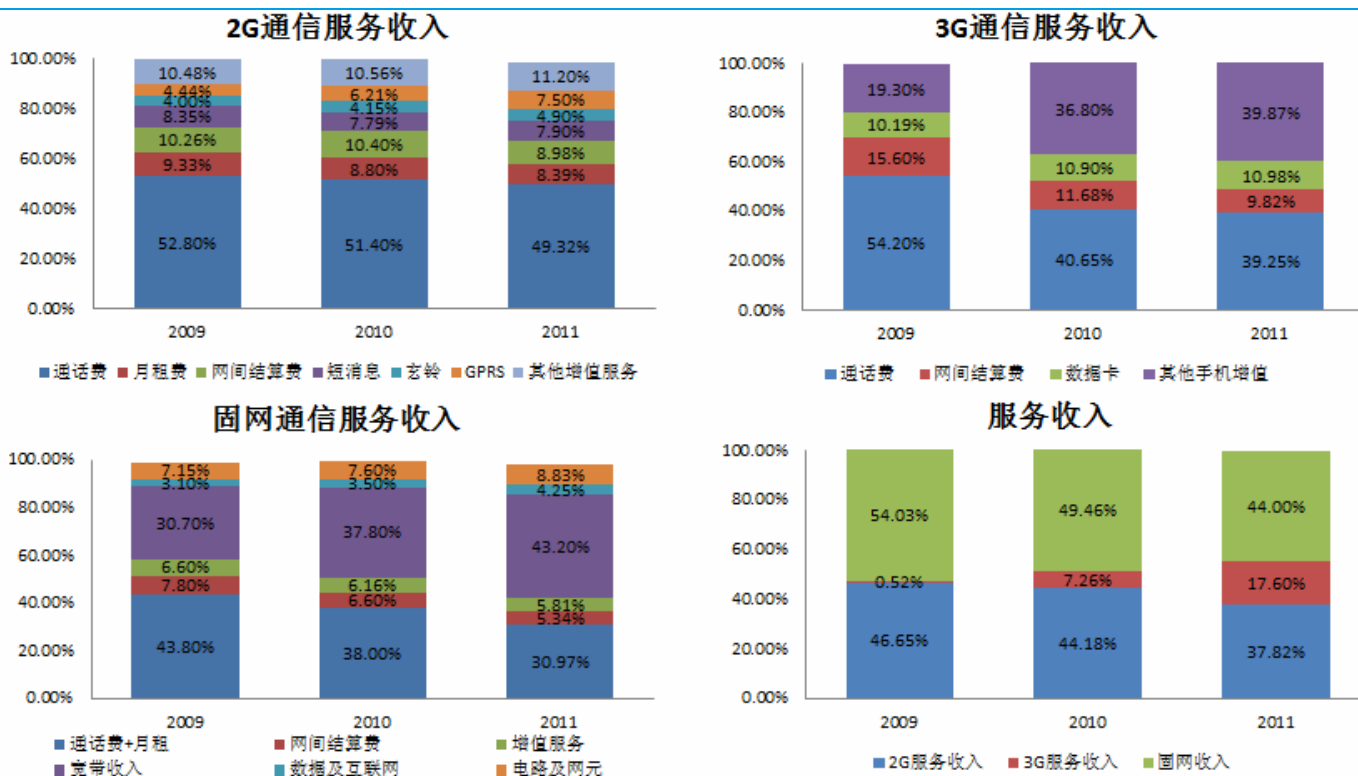
- **2011 年通信服务收入点评，3G 和宽带业务收入快速增长，带动整体通信服务收入实现较快增长：**从收入增速来看，移动业务收入增速为 25.7%，其中 3G 服务收入增速为 182.3%，占总通信服务收入 17.6%；固定业务收入增速为 2.7%，其中宽带业务收入增速为 18.6%，宽带收入占总通信服务收入的 19%，超过本地电话，3G 和宽带业务带动整体通信服务收入实现较快增长。

图表3: 中国联通各项业务收入增速对比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表4: 中国联通通信服务收入拆分: 3G和宽带服务收入占比持续上升, 语音收入下滑较快



来源: 公司年报, 国金证券研究所

2012年用户和收入齐增长, 关注资本开支

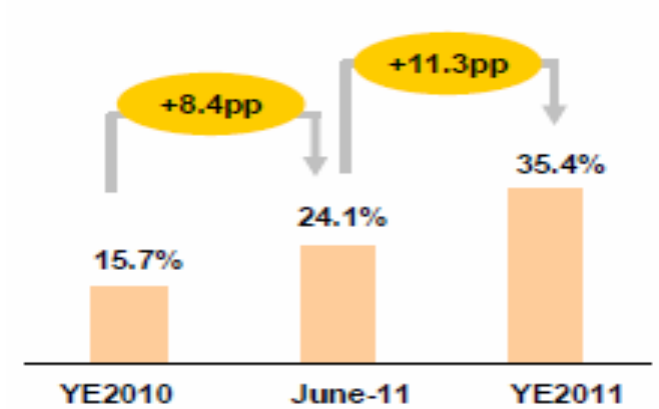
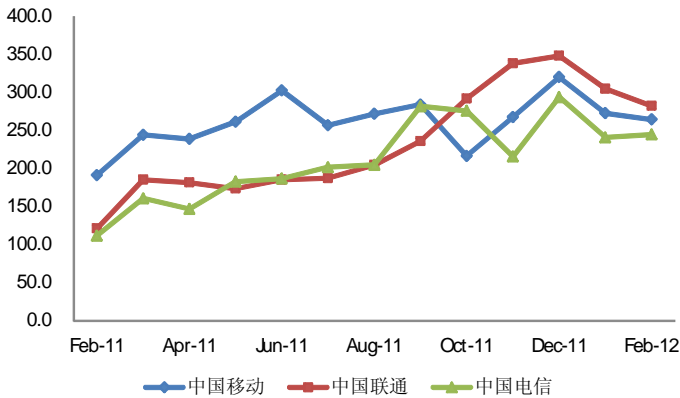
2012年联通用户、收入齐增长

- 2011年联通已经迎来了用户和收入的快速增长, 2012年又明确表示将规模发展放在首位, 因此有望维持用户、收入齐增长:

- 2012年2月联通3G用户新增285万，连续五月居三家运营商首位，虽然电信于3月9日发布iPhone 4S，之后又发布一系列高性价比智能机，对其有一定影响，但随着后续联通799和599元智能机的上市，用户仍有望保持快速增长。
- 2012年，随着用户的快速增长，3G和宽带业务占比进一步提高，宽带业务足以弥补固网收入所带来的下滑，因此固网业务将维持稳定增长，2G业务由于用户的转网面临快速下滑，3G业务将成为通信服务收入增长的动力，合约用户的增加带动终端收入快速增长。

图表5: 联通连续五月3G用户数居三家运营商首位

图表6: 3G合约用户占比达到35.4%



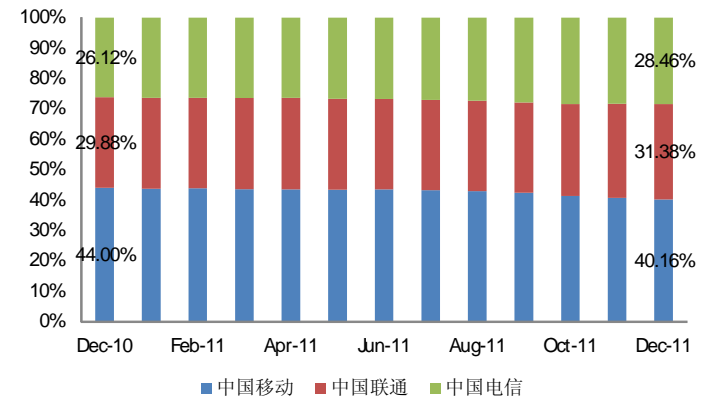
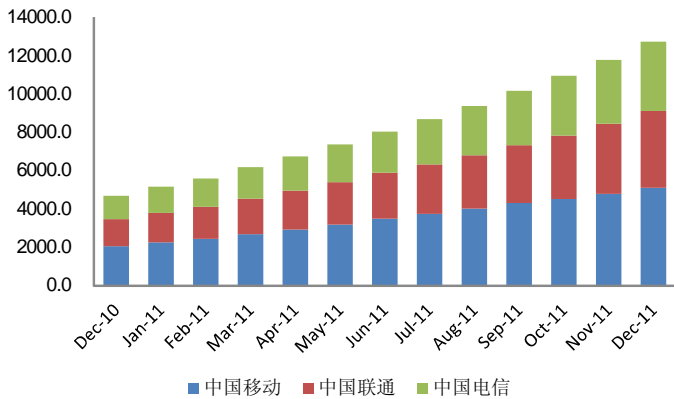
来源: 工信部, 公司年报, 国金证券研究所

终端补贴和网络质量将成为保留用户的主要手段

- 终端多样化是2011年用户快速发展的主因: 截止到2011年年底, 我国已有3G用户数1.28亿, 渗透率达到13%, 中国移动、中国联通、中国电信分别有5121、4002、3629万, 占比分别为40.2%、31.4%、28.5%, 用户三足鼎立格局已经形成:

图表7: 运营商3G用户累计1.28亿(2011年底)

图表8: 运营商3G用户份额占比



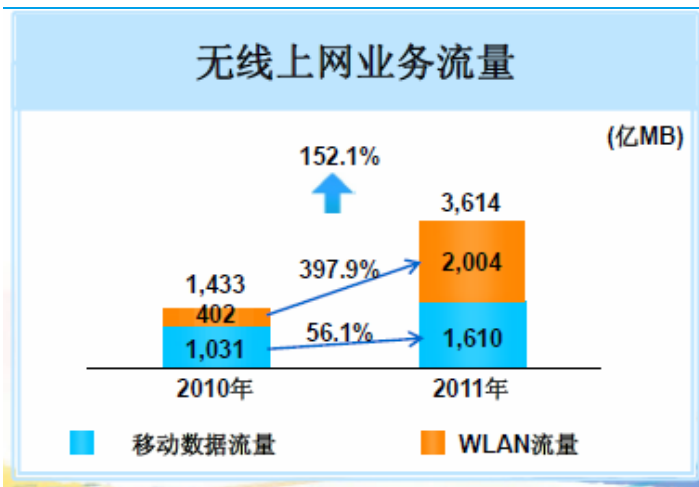
来源: 工信部, 国金证券研究所

- 终端多样化是3G用户快速发展的驱动因素, 运营商定制手机已成趋势: “预存话费送手机”成为当前运营商发展用户最主要的方式, 定制手机已成一种趋势。据中国电信披露, 截止2011年年底, 3G智能机近200款, 全年手机销量超过1660万部; 中国移动2011年全年TD智能机60款, TD终端销量约4000万部; 中国联通3G定制终端款预计约150款。
- 短期之内为争夺用户, 终端补贴成最主要的驱动因素: 去年运营商主要通过增加终端产品的种类来吸引客户, 而从今年的三家战略中可以看出运营

商对 3G 用户争夺将变的更加激烈，终端补贴将成为各大运营商保留客户最主要的手段：

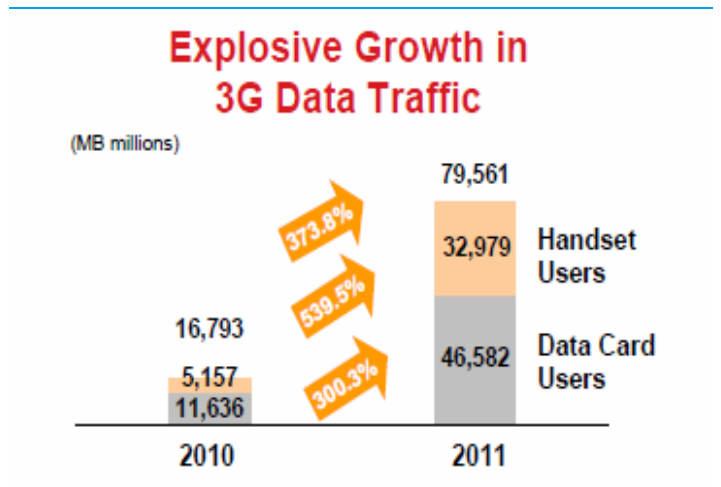
- 据联想集团副总裁冯幸透露，去年三大运营商 3G 终端补贴高达 570~600 亿元，2012 年 3G 终端补贴将超过 2011 年；
- 从中国电信所公布的 2012 年计划“3G 用户规模超过 2G，3 年实现国内所有城市光纤化，2 年完成 100 万个 Wi-Fi 热点接入，2012 年宽带用户规模破亿，FTTH 增量用户翻番”中可以看出，用户规模为今年的主要目标，新发布的 iPhone 4S 套餐定价方式与联通雷同，包含业务量优于联通，又引入主副卡策略，从某种程度上来说，电信已经做好打价格战的准备，因此终端补贴在 2012 年会大幅上升，为应对挑战，预计中国联通的补贴不会显著下滑。
- 随着用户的增多，流量的激增将引发用户对网络质量的关注：从三家运营商所公布的年报中看出，流量都出现了明显的激增，2012 年 3G 用户增长加速，网络质量将渐渐成为用户选择去留的标准。

图表9：中国移动无线上网业务流量变化



来源：公司年报，国金证券研究所

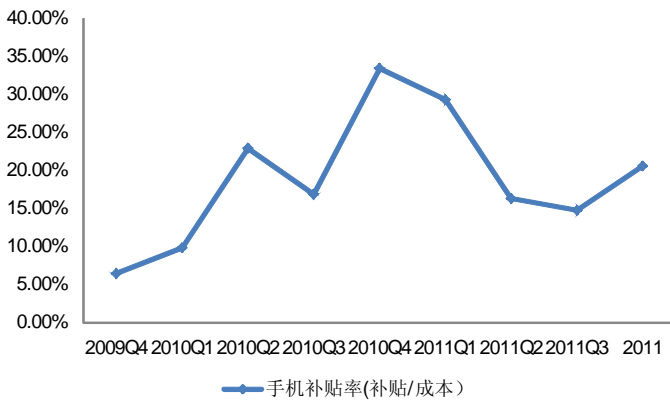
图表10：中国联通 3G 流量变化



终端成本快速上升和资本开支的加大导致盈利短期难以体现

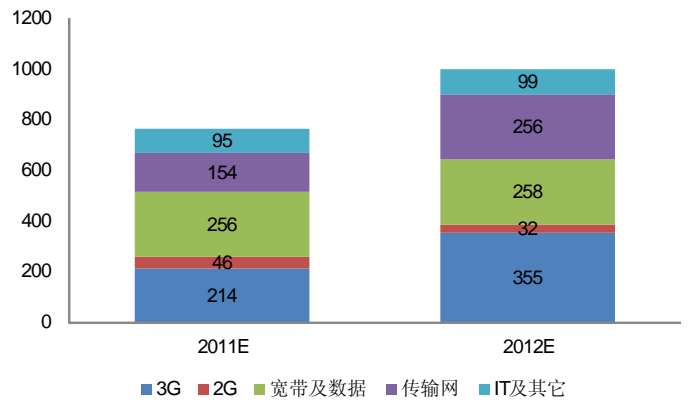
- 3G 终端成本已成为仅次于折旧和摊销的第二大成本，2012 不会显著下降，再加上资本开支的增加使得折旧和摊销费用有所上升，盈利在短期内将难以实现：
 - **3G 终端成本=3G 终端收入+3G 终端补贴**，终端补贴率=终端补贴/终端成本，从已公布的数据可以看出，3G 终端补贴率在 2011 年一季度达到最高之后有所回落，目前在 20%左右，因 2012 年联通仍将重心放在 3G 用户发展上，终端补贴不会有明显下滑，预计补贴率将维持在 20%左右。终端成本已成为联通盈利何时出现改善的主要因素，因此需要持续关注其终端补贴情况，若在终端补贴率有所降低的情况下仍能够维持用户快速增长，盈利空间将被打开。
 - 联通首次披露 2012 年资本开支计划，较去年增长 30.5%，超出市场预期，其中 3G 网络（66%）和传输网（66%）增幅较大，利好相关设备厂商，但对其自身而言，将使得折旧和摊销有所上升，预计盈利能力在短期内难以体现。

图表11: 3G 终端补贴率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表12: 2012 年联通计划资本开支 1000 亿



联通经营业绩预测及投资建议

业绩预测

- 3G 服务业务收入预测: 2012-2014 年公司 3G 业务收入预计分别为 695、1096、1552 亿元, 同比增速分别为 106%、58%、42%。
- GSM 服务业务收入预测: 2012-2014 年公司 GSM 业务收入预计分别为 633.6、535、438 亿元, 同比增速分别为-12.66%、-15.61%、-18.09%。
- 固网服务业务收入预测: 2012-2014 年公司固网业务收入预计分别为 847.86、878、921 亿元, 同比增速分别为 2.44%、3.55%、4.93%。

投资建议

- 联通红筹经营业绩预测: 2012-2014 年营业收入预计分别为 2535.55、2966.42、3454 亿元, 同比增速分别为 17.65%、16.99%、16.47%; 2012-2014 年净利润预计分别为 72.13、135.4、200.32 亿元, 同比增速分别为 72.24%、87.71%、47.95%。
- 联通 EPS 预测: 联通红筹 2012-2014 年 EPS 预计分别为 0.302、0.568、0.840 元; A 股 EPS 分别为 0.114、0.214、0.316 元。

图表13: 联通经营业绩预测: 2011-2014 年营业收入同比增长 17.65%、16.99%、16.47%

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务						
收入 (亿元)	707.64	725.78	725.40	633.55	534.67	437.97
增速	7.90%	2.56%	-0.05%	-12.66%	-15.61%	-18.09%
3G业务						
收入 (亿元)	7.91	119.30	337.90	695.01	1095.97	1551.99
增速		1408.22%	183.24%	105.68%	57.69%	41.61%
固定业务						
收入 (亿元)	819.55	812.42	827.63	847.86	877.97	921.24
增速	-9.91%	-0.87%	1.87%	2.44%	3.55%	4.93%
业务合并						
通信服务收入 (亿元)	1535.10	1657.50	1890.93	2176.42	2508.61	2911.20
信息技术服务收入	19.23	11.53	16.81	20.96	25.09	28.81
终端产品收入	22.33	74.61	237.47	329.84	425.22	508.12
不可摊销及抵消收入	7.03	18.04	10.41	8.33	7.50	6.75
营业收入	1583.69	1761.68	2155.18	2535.55	2966.42	3454.88
增速	-3.48%	11.24%	22.34%	17.65%	16.99%	16.47%
税前利润	121.81	46.47	56.64	92.48	173.59	256.82
增速	35.63%	-61.85%	21.90%	63.27%	87.71%	47.95%
所得税	(28.07)	(9.75)	(14.76)	(20.34)	(38.19)	(56.50)
净利润	93.74	36.71	41.88	72.13	135.40	200.32
增速	29.26%	-60.84%	14.07%	72.24%	87.71%	47.95%

来源: 国金证券研究所

图表14: 中国联通红筹及 A 股 EPS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
联通A股EPS (RMB)					
联通A股EPS	0.058	0.067	0.114	0.214	0.316
增速	-96.05%	15.04%	70.95%	87.71%	47.95%
联通红筹EPS (RMB)					
联通红筹EPS	0.154	0.177	0.302	0.568	0.840
增速	-96.05%	15.04%	70.95%	87.71%	47.95%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	4	5	15	26	77
买入	1	2	6	9	28
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.25	1.27	1.29	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-09-19	买入	5.30	6.50
2 2011-10-28	买入	5.44	6.38 ~ 6.38
3 2011-11-21	买入	5.42	6.38
4 2011-12-01	买入	5.30	6.38
5 2011-12-19	买入	4.85	N/A
6 2012-01-20	买入	5.16	N/A
7 2012-02-21	买入	4.92	N/A
8 2012-02-28	买入	4.98	6.38 ~ 6.38

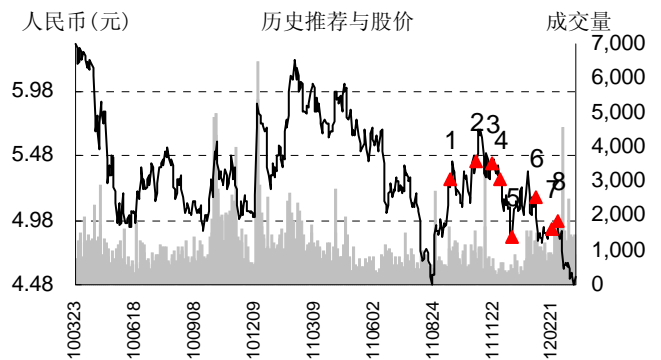
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B