

中国联通 (600050)  
买入/维持评级

股价: RMB4.48

# 业绩略低预期, 关注长期发展

——中国联通 2011 年报点评

## 分析师

姚宏光  
SAC 执业证书编号:s1000510120005  
(0755)8249 2723  
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

## 联系人

孔晓明  
(021)6849 8629  
kongxm@mail.htlhsc.com.cn  
姜晓山  
(021)6849 8606  
jiangxiaoshan@mail.htlhsc.com.cn  
康志毅  
(010)6808 5588-643  
kangzhiyi@mail.htlhsc.com.cn

## 相关研究

- 《“通”改前非, “联”想未来——中国联通深度研究》 (2011/08/23)
- 《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》 (2011/10/12)
- 《286 元合约购机重出江湖 ARPU 值或略有小幅上升》 (2011/10/17)

2011 年, 实现营业收入 2155 亿, 同比增长 22.4%。其中通信服务收入 1917 亿, 同比增长 13.7%, 基本符合预期。净利润人民币 41.7 亿, 同比增长 19.2%; 基本每股收益 0.067 元, 低于预期。

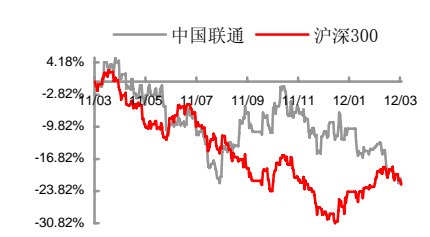
## 点评

- 业务方面: 公司 2011 年 3G 用户全年累计净增 2595.9 万户, 达到 4001.9 万户, 占移动用户的比例达到 20%, 3G 用户 ARPU 110 元; 实现 3G 服务收入 337.9 亿元, 同比增长 183.2%, 占移动服务总收入的比例达到 31.8%。固网宽带用户全年累计同比增长 17.8%, 达到 5565.1 万户; ARPU 值为 56.4 元, 同比微降 1.2%; 固网宽带服务收入同比增长 18.6%。
- 四季度利润仅 0.65 亿元, 拖累全年业绩。利润低于预期主要有两个原因:
  - 1) 受 3G 业务的总体增长以及 3G 业务促销活动增加所致, 人工成本同比上升 15%, 达到 181.9 亿元, 比去年增加 23.7 亿元。
  - 2) 由于用户规模的快速上升, 网建结算成本大幅增加, 同比上升 19%, 达到 163.8 亿元, 比去年增加 26 亿元。
 以上两项费用的增加拉低了当年 8 分钱业绩。
- 经营情况有所改善。其中销售费用率为 13.3%, 同比下降 0.2%; 管理费用率为 8.4%, 同比下降 0.7%。在 3G 业务大力推广以及宽带建设全面铺开的情况下, 期间费用率能够微幅下降显示了联通的管理水平逐渐得到改善。
- 对于联通的观点, 我们认为在 12 年资本开支以及补贴可能大幅上升的背景下, 联通短期业绩将会受压, 很难有超额收益, 因此我们短期略看空, 长期依然看好。长期逻辑在于, 在 2G 向 3G 转变的过程中, 我们认为行业的变革, 将为联通的发展带来巨大的机遇。
- 预计 12~14 年 EPS 分别为 0.12、0.24、0.43 元, 对应 PE 分别为 38x、18x、10x, 维持买入评级。
- 风险提示。联通新增 3G 用户数低于预期; 移动 TD-LTE 建设超预期。

## 基础数据

总股本 (百万股)	21,197
流通 A 股 (百万股)	21,197
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	94,961

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	215518.5	252045.0	295904.0	338231.0
(+/-%)	22.3	16.9	17.4	14.3
归属母公司净利润(百万元)	1412.2	2498.0	5183.0	9049.0
(+/-%)	15.0	76.9	107.5	74.6
EPS(元)	0.07	0.12	0.24	0.43
P/E(倍)	67.2	38.0	18.3	10.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 业绩简报

2011年，公司实现营业收入（不包含固话初装费递延收入）2155亿元，同比增长22.4%。其中服务收入人民币1917.6亿元，同比增长13.7%。实现EBITDA人民币636.4亿元，同比增长7.0%；净利润人民币41.7亿元，同比增长19.2%；基本每股收益人民币0.067元。

### 移动业务：

2011年，联通移动业务快速增长。移动用户全年累计同比增长19.3%，达到19,966.0万户。实现移动服务收入人民币1,063.3亿元，同比增长25.7%。受3G用户规模增长驱动，移动业务用户结构和收入结构持续改善，移动用户ARPU同比提高8.2%，达到人民币47.3元；移动数据流量同比增长293.4%，带动移动非语音业务收入占移动服务收入的比例快速提升，达到37.1%。

其中，

#### 1、3G方面：

3G用户全年累计净增2,595.9万户，达到4,001.9万户，占移动用户的比例达到20%；3G用户ARPU 110.0元；实现3G服务收入人民币337.9亿元，同比增长183.2%，占移动服务总收入的比例达到31.8%。

3G业务能够快速发展的主要原因在于：

- 1) 公司充分发挥网络以及终端领域优势，不断丰富终端定制，建立了以iPhone、2000-3000元中端和千元智能机的高、中、低系列手机，覆盖全部人群；
- 2) 持续突破社会渠道，加快提升自有营业厅规模和销售能力，形成了社会渠道，自有渠道和电子渠道三管齐下的强大销售体系；
- 3) 内容及应用不断丰富，公司在音乐、阅读和应用商店等方面不断突破，2011年3G用户月均数据流量达到267MB，同比增长50.1%。

#### 2、GSM方面：

2011年全年累计净增用户627.5万户，达到15,964.1万户。实现GSM服务收入人民币725.4亿元，基本保持平稳。GSM用户ARPU值37.4元，同比微降5.3%，保持了较为平稳的发展。

### 固网业务：

2011年，公司积极开展以固网宽带为核心的提速营销和融合业务营销，固网宽带业务的快速增长有效弥补了本地电话业务的下滑，全年实现固网服务收入人民币843.8亿元，同比增长2.7%。其中，非语音业务收入所占比重达到64.0%，业务结构进一步改善。

2011年，公司本地电话用户减少378.4万户，用户总数达到9,285.1万户，其中固定电话用户增加185.2万户，用户总数达到8,506.4万户，无线市话用户减少563.6万户，用户总数达到778.7万户。本地电话平均每用户每月收入（ARPU）为人民币25.7元，同比下降11.1%。

固网宽带业务持续快速增长：2011 年公司加快固网宽带升级提速，积极开展提速营销，固网宽带用户全年累计同比增长 17.8%，达到 5,565.1 万户；ARPU 值为 56.4 元，同比微降 1.2%；固网宽带服务收入同比增长 18.6%，规模首次超过固网语音，占固网服务收入的比例达到 43.2%。

目前我国宽带用户渗透率仍处于较低水平，我们认为，未来随着我国宽带中国战略的实施以及光进铜退趋势的推进，联通宽带用户的快速增长仍将持续。

## 2012 年公司资本开支预算大幅上升

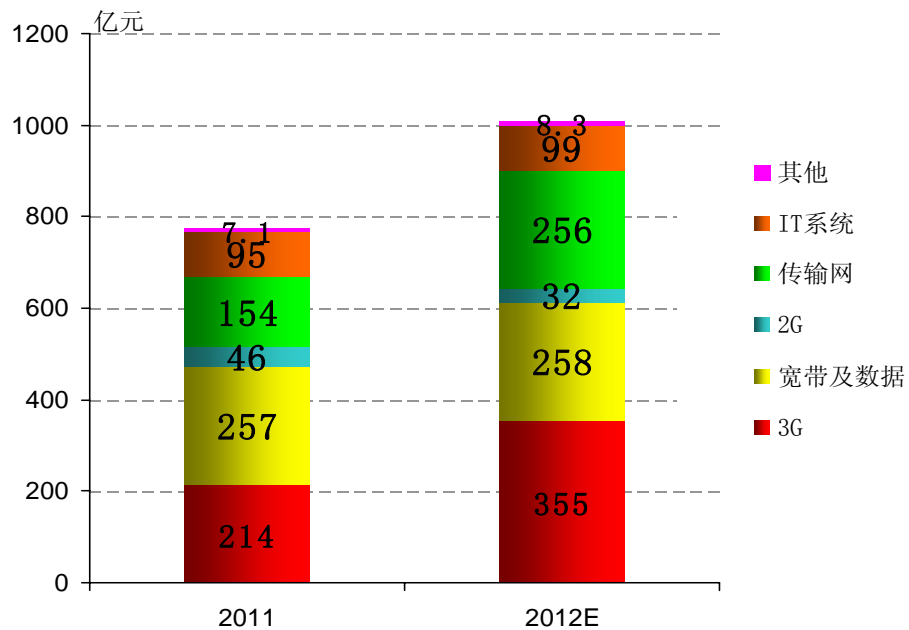
公司 2012 年资本开支预算为 1000 亿，同比大幅上升 30.4%。结构方面，3G 支出预算 355 亿元，同比上升 66%；传输网预算 256 亿元，同比上升 66.16%；2G 下滑较大，预算 32 亿元，同比下降 30.4%；其他各项基本稳定。

我们认为，资本开支结构性的变化显示了公司 2012 年的战略：

1) 公司将加快 3G 目标网建设，进一步扩大 HSPA+ 覆盖范围，基本消除城市区域 3G 网络覆盖盲、弱区，完成东中部乡镇和西部发达乡镇、重点旅游景点和交通干线的 3G 网络全覆盖；

2) 同时，将以宽带中国战略的实施为契机，继续大力推进以 FTTH/B 为主的光纤接入网建设，实现城市主要竞争区域 10M 及以上速率接入、农村 2M 及以上速率接入。

图 1： 联通 12 年资本开支预算



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

## 点评分析

### 业绩增速较低原因分析

公司 2011 年业绩增速较低主要由于：

- 1、主营业务成本增长较快。其中人工成本同比上升 15%，达到 181.9 亿元，网建结算成本同比上升 19%，达到 163.8 亿元。
- 2、由于 3G 等业务的大力开展促销，期间费用同比快速上升。其中销售费用同比上升 21%，达到 287.5 亿元；营业税金及附加同比上升 30%，达到 63.5 亿元；管理费用同比上升 13%，达到 182 亿元，主要由于人工成本上升所致。
- 3、补贴同比上升 87.5%，达到 57.9 亿元。

### 期间费用率小幅下降

2011 年公司成本费用为 2026.1 亿元，同比上升 22.6%。经营情况有所改善，其中销售费用率为 13.3%，同比下降 0.2%；管理费用率为 8.4%，同比下降 0.7%。在 3G 业务大力推广以及宽带建设全面铺开的情况下，期间费用率能够微幅下降显示了联通的管理水平逐渐得到改善。

表格 1：期间费用率小幅下降

	2010	2011
销售费用率	13.5%	13.3%
管理费用率	9.1%	8.4%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

## 对于联通的观点

对于联通的观点，我们认为在 12 年资本开支以及补贴可能大幅上升的背景下，联通短期业绩将会受压，很难有超额收益，因此我们短期略看空，长期依然看好。长期逻辑在于，在 2G 向 3G 转变的过程中，我们认为行业的变革，将为联通的发展带来巨大的机遇。

我们预计 12~14 年 EPS 分别为 0.12、0.24、0.43 元，对应 PE 分别为 38x、18x、10x，维持买入评级。

## 风险提示

联通 3G 用户数增长低于预期

移动 TD-LTE 建设超预期

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	38872	54914	13633	23245	<b>营业收入</b>	21551	25204	29590	33823
现金	15439	22238	98679	19003	营业成本	15441	17718	19852	21908
应收账款	12439	19907	23020	26236	营业税金及附加	6352	7057	8581	9809
其他应收款	1925	2881	3354	3845	营业费用	28751	33064	38023	43346
预付账款	3689	4098	4697	5153	管理费用	18200	20920	26631	26044
存货	4651	5123	5860	6445	财务费用	1243	599	132	266
其他流动资产	729	667	721	745	资产减值损失	2771	5041	5918	6765
<b>非流动资产</b>	41965	38528	34751	30039	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	32	35	37	投资净收益	866	800	600	600
固定资产	32543	31964	29582	25747	<b>营业利润</b>	4654	8976	18695	33520
无形资产	20740	19672	18530	17418	营业外收入	1874	1060	1060	1060
其他非流动资产	73476	45945	33120	25473	营业外支出	865	800	800	800
<b>资产总计</b>	45852	44020	48384	53285	<b>利润总额</b>	5664	9236	18955	33780
<b>流动负债</b>	21349	20454	23074	25104	所得税	1476	1940	3981	7094
短期借款	32322	1599	0	0	净利润	4188	7297	14974	26686
应付账款	91139	12481	14162	15513	少数股东损益	2776	4798	9791	17637
其他流动负债	90030	78122	89126	95911	归属母公司净利	1412	2498	5183	9049
<b>非流动负债</b>	36423	19748	22584	25133	EBITDA	64091	71516	88784	11031
长期借款	1384	1384	1384	1384	EPS (元)	0.07	0.12	0.24	0.43
其他非流动负	35040	18364	21200	23750					
<b>负债合计</b>	24991	22428	25332	27617	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	13758	14238	15217	16981	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	21197	21197	21197	21197	<b>成长能力</b>				
资本公积	27159	27159	27159	27159	营业收入	22.3%	16.9%	17.4%	14.3%
留存收益	22691	25190	29999	38531	营业利润	18.9%	92.9%	108.3	79.3%
归属母公司股	71024	73530	78336	86868	归属母公司净利	15.0%	76.9%	107.5	74.6%
<b>负债和股东权</b>	45852	44020	48384	53285	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.4%	29.7%	32.9%	35.2%
					净利率(%)	0.7%	1.0%	1.8%	2.7%
					ROE(%)	2.0%	3.4%	6.6%	10.4%
					ROIC(%)	1.5%	3.2%	8.5%	23.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	54.5%	51.0%	52.4%	51.8%
					净负债比率(%)	13.54	1.52%	0.67%	0.60%
					流动比率	0.18	0.27	0.59	0.93
					速动比率	0.16	0.24	0.57	0.90
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.48	0.56	0.64	0.67
					应收账款周转率	14	14	14	14
					应付账款周转率	1.67	1.64	1.49	1.48
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.07	0.12	0.24	0.43
					每股经营现金流	3.28	4.75	4.99	5.56
					每股净资产(最	3.35	3.47	3.70	4.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	67.24	38.01	18.32	10.49
					P/B	1.34	1.29	1.21	1.09
					EV/EBITDA	5	4	4	3

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。