



买入

57% ↑

目标价格: 人民币5.67

600050.SS

价格: 人民币 3.62

目标价格基础: 现金流折现

板块评级: 增持

中国联通-A

盈利持续改善

中国联通在新增 3G 市场的份额持续上升, 主要得益于公司在 WCDMA 网络和产业链方面的优势。从 2012 年开始, 公司削减了销售佣金及智能终端补贴, 并大幅扩张电子产品销售渠道, 已经取得了初步成效。我们认为中国联通的盈利能力正在明显改善。考虑到公司将进军单机 700 人民币的智能手机市场及销售旺季来临, 我们认为下半年 3G 用户数量将大幅增长。我们对公司在未来竞争中的地位充满信心, 对该股重申买入评级, 维持目标价 5.67 元人民币。

支撑评级的要点

- **3G 网络的盈利不断改善。**上半年, 公司削减了销售佣金及智能终端补贴, 并大幅扩张电子产品销售渠道, 已经取得了初步成效。我们认为下半年盈利将持续改善, 全年来看 3G 业务有望实现盈利。
- **下半年新增 3G 用户大幅增长。**下半年中有 9 月返校季、十一国庆节及十二月圣诞节等几个重要时间点, 因此公司将迎来销售旺季, 手机销量将大幅增长。加上中国联通将积极推动单机 700 元人民币的手机销售, 我们预计届时新增 3G 用户将创半年度新高。
- **我们预计 2013 年中国联通将削减资本性开支, 降低现金流压力。**有消息称, 2013 年中国联通的资本性开支将降至 700 亿人民币左右。我们认为 3G 和宽带的资本性开支高峰期已经过去; 因此, 随着 3G 业务不断成长, 自由现金流将明显改善。

评级面临的主要风险

- 中国移动在 2014 年以前获得 TD-LTE 商业运营牌照;
- 3G 市场价格战提前到来。

估值

- 基于现金流折现模型, 我们对该股重申**买入**评级, 维持目标价 5.67 人民币。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	176,243	215,519	251,566	287,152	317,026
变动(%)	11	22	17	14	10
净利润(人民币 百万)	1,235	1,412	2,167	2,627	3,375
全面摊薄每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
变动(%)	(60.7)	14.0	53.4	21.2	28.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.144	0.224	0.331
核心每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
变动(%)	(60.7)	14.0	53.4	21.2	28.5
全面摊薄市盈率(倍)	62.5	54.8	35.7	29.5	23.0
核心市盈率(倍)	62.5	54.8	35.7	29.5	23.0
每股现金流量(人民币)	3.21	3.20	4.03	4.92	4.75
价格/每股现金流量(倍)	1.1	1.1	0.9	0.7	0.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.5	1.4	2.0	1.8	1.7
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.041	0.050	0.064
股息率(%)	0.7	0.9	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.7)	(6.3)	(14.3)	(25.2)
相对新华富时 A50 指数	(32.1)	(4.0)	(12.4)	(14.3)

发行股数(百万)	21,197
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	76,732
3个月日均交易额(人民币 百万)	217
净负债比率(%) (2012E)	34
主要股东(%)	
中国联合网络通信集团	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 3 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电信: 移动电话

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

* 杨赓、孟昕为本报告重要贡献者

3G 网络盈利不断改善

3G 合同用户佣金降低

今年上半年，中国联通在网络和终端方面的优势进一步加强，4月公司开始调整3G代理佣金，结束了一次性佣金，但是依然保持月度话费提成。

我们预计一个3G合约用户的一次性佣金约为75元人民币，合约用户约占3G新增用户总数的50%左右。假设新增3G用户为4,000-5,000万，那么每年将可节省15-18.75亿人民币销售费用。

图表 1. 中国联通的佣金调整

	一次性佣金	话费提成
调整前	50+50%月度话费提成	50%月度话费提成
调整后	0	50%月度话费提成

资料来源：公司数据，中银国际研究

减少智能终端补贴并集中力量采购，巩固运营商的优势地位

由于向智能终端提供了大量补贴，2011年中国联通的3G用户增长突飞猛进。随着WCDMA智能手机供应链走向成熟和中国制造商们的兴起，中国联通在2012年的智能手机市场已经具备优势，同时在供应链方面也有更加强大的谈判能力。除了中兴、华为、酷派和联想之外，金立已经成为国内渠道的赢家，同时小米也已经进入了智能手机市场，后两者都推出了WCDMA机型。此外，摩托罗拉、HTC和三星也专门针对中国联通发布了低端智能机。

我们预计2012年中国联通的智能手机补贴比率将从去年的40-50%下降至30-40%。

我们简单了解了中国联通的智能手机投标流程。首先，运营商会提出硬件需求，然后手机制造商会针对需求报价，在中标之后他们会制作出成品手机。因此，投标成功的机型并不具有特别鲜明的特色，竞争主要依靠硬件和价格。这对运营商们很有利，因为运营商的最终目标是扩大客户基数，手机只是一个工具。在中国，手机制造商们必须依赖运营商补贴来实现出货量的快速增长，尽管竞争异常激烈，但还是不断有新的竞争者进入这个市场。

电子渠道将大量节约销售费用

公司总部统一负责所有的3G销售活动。电子渠道的产品与社会渠道有所不同。我们注意到中国联通只会在网上销售20元人民币、30元人民币的3G预付费套餐卡。第一个月公司已经售出了30万张卡。电子渠道将节省占收入10%左右的销售费用，这对于公司的盈利提升来说贡献巨大。

公司计划2012年通过电子渠道开发500万3G用户，实现收入365亿人民币，同比增长58%。到2014年，电子渠道销售额占比将达到30%。

下半年3G新增用户将创新高

下半年智能手机依然是3G用户增长的重要推动力。我们预计下半年中国联通将积极推动700人民币的智能手机销售，预计未来补贴将下降，甚至取消。我们预计国内运营商将在399元人民币、499元人民币、599元人民币的价格点上展开竞争，加快手机置换的潮流。手机市场规模和竞争程度都将超过上半年，整体市场规模达到4亿台。

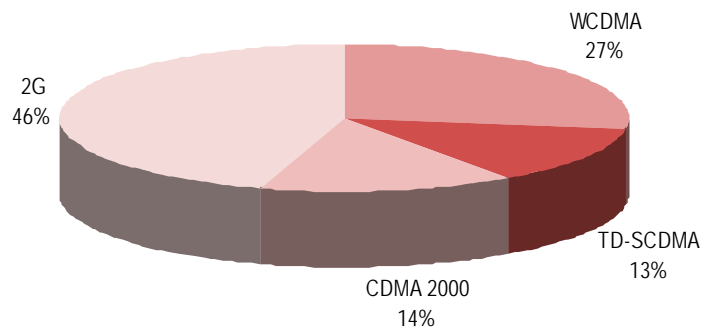
我国约有 10 亿手机用户，其中 3 亿是智能手机用户，其余 7 亿功能手机用户将在 18-24 个月内完成智能手机的更新换代。手机置换的新时代已经来临。

根据工信部电信研究院统计，今年上半年国内市场的手机出货量为 1.95 亿台，其中包括 1.07 亿台 3G 手机，占总数的 58%。

智能手机方面，上半年智能手机出货量为 9,485.5 万台，占整体手机出货量的 48.66%。从 4 月开始，智能手机出货量首次超过功能手机。同时，智能手机的市场份额首次连续三个月超过 50%，6 月达到 56.9%。

上半年，三种通信制式的表现也有明显差异：中国移动 TD-SCDMA 出货量为 2,558 万台，中国联通 WCDMA 出货量为 5,310 万台，中国电信 CDMA2000 出货量为 2,820 万台，市场份额分别为 13.13%、27.25%、14.47%。

图表 2.2012 年上半年三大标准的市场份额



资料来源：工业和信息化部

图表 3.2012 年三大运营商的移动用户数量(百万)

		12 年 1 月	12 年 2 月	12 年 3 月	12 年 4 月	12 年 5 月	12 年 6 月
新增加用户							
中国联通	3G	3.05	2.83	2.97	2.92	2.73	3.03
	2G	0.18	0.25	0.55	0.34	0.37	0.38
中国电信	3G	2.41	2.45	2.4	2.01	2.6	2.8
	2G	0.37	0.63	1.1	0.67	0.25	0.02
中国移动	3G	2.73	2.65	2.98	2.31	2.39	2.82
	2G	3.14	3.32	2.82	2.97	2.62	2.77
3G 总计		8.19	7.93	8.35	7.24	7.72	8.65
3G 注册用户 (%)							
中国联通		37.2	35.7	35.6	40.3	35.4	35.0
中国电信		29.4	30.9	28.7	27.8	33.7	32.4
中国移动		33.3	33.4	35.7	31.9	31.0	32.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

2013 年资本性开支缩水，现金流改善

中国通信网报道，中国联通计划从 2012 年的三年内将资本性开支控制在 2,490 亿人民币，其中 1,000 亿人民币将用于 2012 年 3G 网络扩张和宽带建设，750 亿人民币和 740 亿人民币将在 2013 年和 2014 年完成投资，用于建设移动网络、宽带、数据网络、传输网络等。

我们预计从2013年开始中国联通的资本性开支将缩水,是继续扩建3G网络还是明年开始投资建设4G目前尚不确定。此外,到2012年末宽带向FTTX接入的市场份额争夺战将落下帷幕。未来宽带投资需要根据实际用户数量进行调整。

随着3G业务不断扩大,我们预计2013年公司的现金流将明显改善。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	176,243	215,519	251,566	287,152	317,026
销售成本	(69,109)	(96,393)	(112,853)	(132,527)	(148,149)
经营费用	(44,731)	(53,302)	(63,614)	(72,613)	(80,168)
息税折旧前利润	62,403	65,823	75,098	82,012	88,710
折旧及摊销	(54,654)	(58,021)	(63,243)	(68,479)	(73,770)
经营利润(息税前利润)	7,749	7,802	11,855	13,532	14,940
净利息收入/(费用)	(1,624)	(1,243)	(3,069)	(4,028)	(4,132)
其他收益/(损失)	(1,453)	(895)	(152)	962	2,641
税前利润	4,672	5,664	8,634	10,466	13,449
所得税	(980)	(1,476)	(2,158)	(2,617)	(3,362)
少数股东权益	(2,457)	(2,776)	(4,309)	(5,223)	(6,711)
净利润	1,235	1,412	2,167	2,627	3,375
核心净利润	1,235	1,412	2,167	2,627	3,375
每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
核心每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.041	0.050	0.064
收入增长(%)	11	22	17	14	10
息税前利润增长(%)	(41)	1	52	14	10
息税折旧前利润增长(%)	3	5	14	9	8
每股收益增长(%)	(61)	14	53	21	28
核心每股收益增长(%)	(61)	14	53	21	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	4,672	5,664	8,634	10,466	13,449
折旧与摊销	54,654	58,021	63,243	68,479	73,770
净利息费用	1,624	1,243	3,069	4,028	4,132
运营资本变动	4,877	16,266	12,552	23,909	12,759
税金	(883)	(1,371)	(2,048)	(2,483)	(3,190)
其他经营现金流	3,038	(12,088)	(101)	(122)	(157)
经营活动产生的现金流	67,982	67,735	85,349	104,278	100,763
购买固定资产净值	(73,500)	(73,800)	(101,663)	(98,074)	(94,602)
投资减少/增加	5,762	0	0	0	0
其他投资现金流	(3,760)	(9,170)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(71,498)	(82,970)	(101,663)	(98,074)	(94,602)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	10,000	0	8,200	0	0
支付股息	(3,770)	(1,480)	(1,691)	(2,594)	(3,145)
其他融资现金流	12,063	9,224	(3,069)	(4,028)	(4,132)
融资活动产生的现金流	18,293	7,744	3,440	(6,622)	(7,277)
现金变动	14,777	(7,491)	(12,873)	(418)	(1,116)
期初现金	7,820	22,597	15,106	2,233	1,815
公司自由现金流	(3,516)	(15,235)	(16,314)	6,204	6,161
权益自由现金流	6,484	(15,235)	(8,114)	6,204	6,161

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	22,870	15,410	2,537	2,119	1,003
应收帐款	9,304	11,412	14,066	16,055	17,726
库存	3,728	4,651	5,358	6,116	6,753
其他流动资产	6,425	7,330	35,804	36,657	43,281
流动资产总计	42,327	38,803	57,765	60,948	68,763
固定资产	361,328	377,107	415,527	445,122	465,953
无形资产	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
其他长期资产	34,843	37,552	37,552	37,552	37,552
长期资产总计	398,942	417,430	455,850	485,445	506,276
总资产	441,269	456,233	513,615	546,392	575,039
应付帐款	97,666	95,252	127,262	152,909	168,817
短期债务	36,727	32,322	63,909	63,909	63,909
其他流动负债	63,840	86,353	57,769	59,631	65,413
流动负债总计	198,233	213,927	248,939	276,449	298,139
长期借款	1,462	1,384	10,759	10,759	10,759
其他长期负债	35,913	35,024	43,224	43,224	43,224
股本	2,310	2,311	2,311	2,311	2,311
储备	203,351	203,587	208,381	213,649	220,606
股东权益	205,661	205,898	210,692	215,960	222,917
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	441,269	456,233	513,615	546,392	575,039
每股帐面价值(人民币)	9.70	9.71	9.94	10.19	10.52
每股有形资产(人民币)	9.57	9.58	9.81	10.06	10.39
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	0.88	3.42	3.44	3.49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.4	30.5	29.9	28.6	28.0
息税前利润率(%)	4.4	3.6	4.7	4.7	4.7
税前利润率(%)	2.7	2.6	3.4	3.6	4.2
净利率(%)	0.7	0.7	0.9	0.9	1.1
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率(倍)	4.8	6.3	3.9	3.4	3.6
净权益负债率(%)	7.6	9.0	34.4	33.7	33.2
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	62.5	54.8	35.7	29.5	23.0
核心业务市盈率(倍)	62.5	54.8	35.7	29.5	23.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	97.9	85.8	55.9	46.2	36.0
市净率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
价格/现金流(倍)	1.1	1.1	0.9	0.7	0.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.5	1.4	2.0	1.8	1.7
周转率					
存货周转天数	16.2	15.9	16.2	15.8	15.9
应收帐款周转天数	18.8	17.5	18.5	19.1	19.4
应付帐款周转天数	208.9	163.4	161.4	178.1	185.2
回报率					
股息支付率(%)	44.6	50.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	0.6	0.7	1.0	1.2	1.5
资产收益率(%)	1.4	1.3	1.8	1.9	2.0
已运用资本收益率(%)	3.0	3.2	4.5	4.7	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371