

中国联通 (600050)

弱势运营商的抗争——中国联通业绩回顾

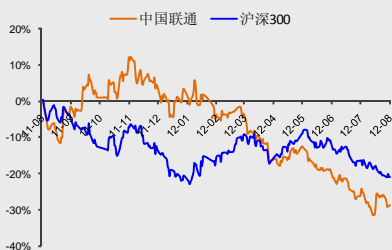
推荐 (下调)

现价: 3.72 元

主要数据

行业	通信
公司网址	chinaunicom.com
大股东/持股	联通集团/61.46%
实际控制人/持股	联通集团/61.46%
总股本(百万股)	21197
流通 A 股(百万股)	21197
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	759
流通 A 股市值(亿元)	759
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	53.9

行情走势图



证券分析师

卢山 投资咨询资格编号
S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

研究助理

冯明远 投资咨询资格编号
S1060110070206
0755-22621434
Fengmingyuan132@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 积极的经营策略，低迷的短期业绩

2009-2011 年，中国联通营收增长 37%，但同期净利润却下滑 55%。联通营收的较快增长由 3G 及固网宽带业务驱动，但巨大的 3G 网络建设及 3G 用户获取成本又使这样的增长显得昂贵。

低迷的盈利反映的是联通在 3G 网络建设及用户争夺上的积极态度。2008 年电信业“四合三”重组，联通事实上成为无线、固网的弱势运营商。3G 网络优势带给联通挑战行业强者的机会，加大网络建设力度，采取积极的经营策略，固然损害短期盈利，但亦是其崛起的最佳抉择。

■ 3G 驱动，成长空间清晰可见

中国移动电话渗透率 73%，低于发展中国家 78% 以及全球 83% 的平均水平；3G 渗透率 15%，远低于日韩超过 90% 的渗透率。这二个数据意味着中国移动通信市场仍拥有巨大的发展空间。中国联通 3G 发展占据优势，进入 2012 年，联通 3G 市场份额继续上升 2 个百分点达 34%；月均新增 3G 用户数上，联通 290 万户领先于中国移动、中国电信的 260 万户、235 万户。

■ EBITDA 率低迷，积极经营策略下的短期盈利压力

2009-2011 年，中国联通 EBITDA 率从 40% 持续下滑至 30%。我们对运营支出结构的分析表明，联通利润率下滑源自高企的折旧摊销及销售管理费用。联通在 3G 网络资本开支上的积极态度决定其折旧摊销费用率高峰期或将持续至 2016 年；而获取及维护 3G 用户的高成本又导致其销售管理费率处于高位。

我们看好联通利润率在未来的回升，随着时间推移，折旧高峰终将过去；3G 在经过初期高端用户争夺战后，获取中低端用户的成本将逐渐降低；而随着 3G 收入增长，规模效应终将提升利润率。

■ 估值与投资建议

预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.09、0.22、0.41 元，对应 8 月 8 日收盘价 3.72 元的 PE 分别为 43、17、10 倍，对应 PB 分别为 1.1、1.0、0.9 倍，公司正处于 3G 发展初的盈利低谷期，业绩有待复苏，下调为“推荐”评级。

■ 风险提示

中国移动 TD-LTE 建设进度加快，重夺移动电话市场份额优势。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	176,243	215,519	250,663	302,809	356,311
YoY(%)	11.3	22.3	16.3	20.8	17.7
净利润(百万元)	1,235	1,412	1,850	4,702	8,623
YoY(%)	-60.6	14.4	31.0	154.1	83.4
毛利率(%)	29.8	28.4	36.0	38.3	41.0
净利率(%)	0.7	0.7	0.7	1.6	2.4
ROE(%)	1.7	2.0	2.6	6.2	10.3
EPS(摊薄/元)	0.06	0.07	0.09	0.22	0.41
P/E(倍)	64	55.8	42.6	16.8	9.1
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

正文目录

一、成长空间清晰可见，3G 业务快速增长	4
1.1 中国联通营收速览	4
1.2 未来三年，用户数成长空间仍清晰可见	4
1.3 语音收入增长乏力，3G 数据业务增长强劲	6
1.4 语音价格弹性并不稳健，ARPU 值仍有下降空间	7
二、EBITDA 率低迷源于较高的建网、用户获取成本	9
2.1 较低的 EBITDA 率源于较高的折旧摊销及销售管理费用	9
2.2 资本开支仍将维持高位，折旧摊销率大幅下降并不现实	10
2.3 高管理销售费用源于较高的用户获取成本	11
三、盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测	13
3.2 估值	14
四、风险提示	15

图表目录

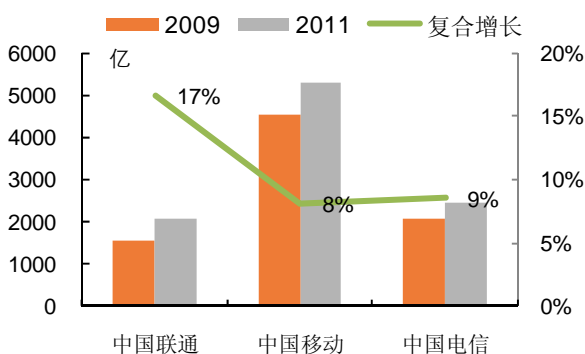
图表 1	运营商近三年收入及复合增速	4
图表 2	运营商近三年净利及复合增速	4
图表 3	中国月均新增移动电话用户数	4
图表 4	中国月均新增 3G 用户数	4
图表 5	移动电话用户渗透率对比	5
图表 6	全球 3G 用户渗透率对比	5
图表 7	三大运营商累计 3G 用户数	5
图表 8	截至 2012 年 5 月的 3G 用户市场份额	5
图表 9	2011 年 6 月的 3G 用户市场份额	6
图表 10	月均新增 3G 用户数	6
图表 11	运营商近三年语音收入对比	6
图表 12	运营商近三年非语音业务收入对比	6
图表 13	中国联通收入驱动因素	7
图表 14	中国联通 3G 收入拆解	7
图表 15	中国联通不同业务收入占比	7
图表 16	中国联通价格弹性	8
图表 17	中国移动 GSM 价格弹性	8
图表 18	全球电信运营商 EBITDA 率对比	9
图表 19	三大运营商 2011 年 EBITDA、EBIT 比率对比	9
图表 20	2009 年运营商运营支出结构	10
图表 21	2011 年运营商运营支出结构	10
图表 22	三大运营商资本开支对比	10
图表 23	中国联通 3G 投资更为积极	11
图表 24	2G 时代中国移动资本开支更为积极	11
图表 25	三大运营商 SG&A 拆解	11
图表 26	中国联通 SG&A 费用拆解	12
图表 27	三大运营商每用户费用对比	12
图表 28	中国联通用户数预测 单位：万	13
图表 29	中国联通费用预测 单位：万	13
图表 30	中国联通资本开支预测	14
图表 31	中国联通收入预测	14
图表 32	运营商 PB 估值对比	14

一、成长空间清晰可见，3G 业务快速增长

1.1 中国联通营收速览

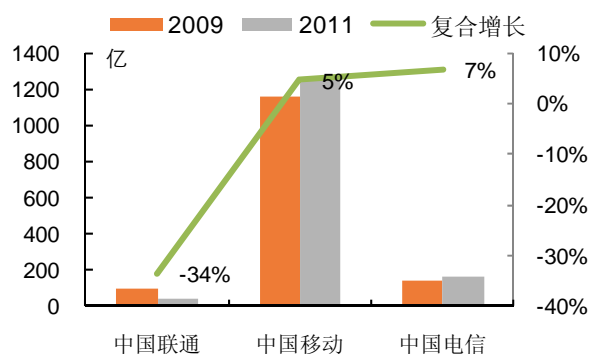
自 2009 年中国电信运营重组后，三大运营商营收、净利表现各有千秋。总体而言，中国移动、中国电信业绩表现稳健：中国移动近三年收入复合增长率 8%，净利复合增长率 5%；中国电信收入复合增长率 9%，净利复合增长率 7%。中国联通则表现出与竞争对手截然不同的发展轨迹，收入复合增速高达 17%，远高于竞争对手；但在净利增速上，复合增速-34%，利润出现较大滑坡。

图表1 运营商近三年收入及复合增速



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表2 运营商近三年净利及复合增速

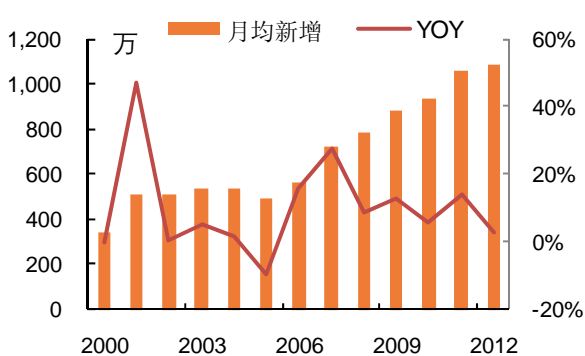


资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

1.2 未来三年，用户数成长空间仍清晰可见

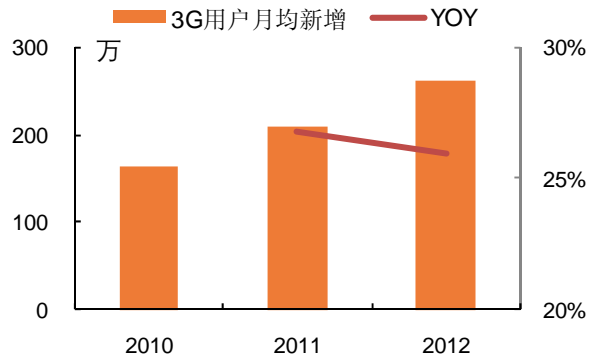
总体上看，近三年中国移动电话用户数保持较快增长，年新增用户数分别增长 5.5%，13.8%，2.7%，年新增移动电话用户数稳定在 1 亿户以上。而从移动用户渗透率看，中国 73% 的移动用户渗透率低于发展中国家 78% 及全球 85% 的平均水平，远低于日本、韩国、美国、英国、法国等发达国家 100% 的渗透率。如果我们以 100% 的渗透率作为移动用户的发展目标，则中国仍有 3.5 亿户以上的潜在移动用户，以年均新增 1 亿户估算，中国的移动用户增长仍能维持 3 年以上。

图表3 中国月均新增移动电话用户数



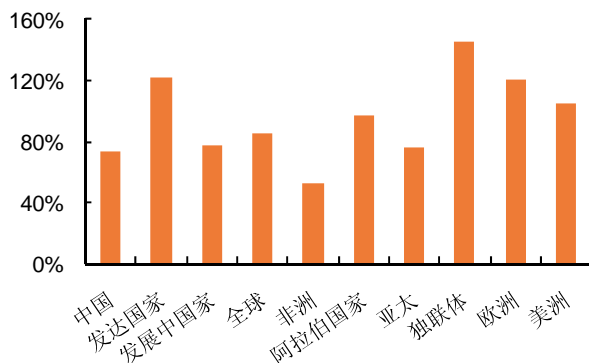
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 中国月均新增3G用户数



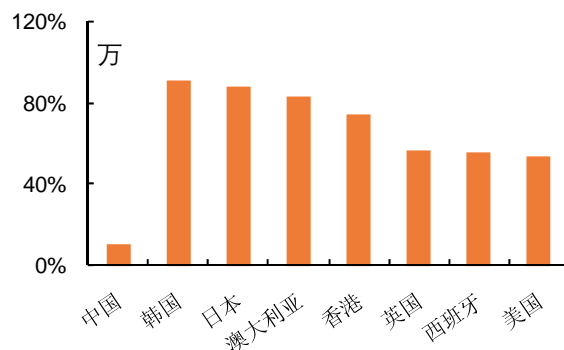
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 移动电话用户渗透率对比



资料来源: Wind, ITU, 平安证券研究所
统计日期截止2011年

图表6 全球3G用户渗透率对比

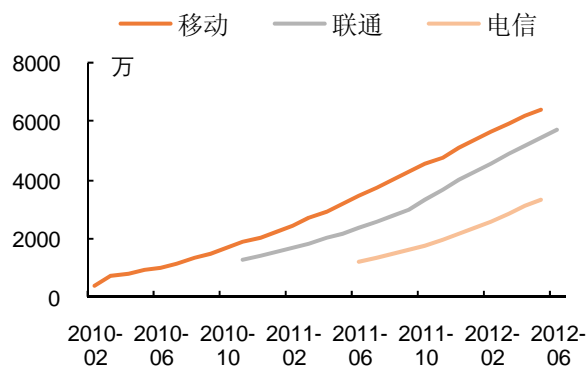


资料来源: Wind, ITU, 平安证券研究所
统计日期截止2011年

从3G市场用户数角度来看,与一年前相比,中国移动的竞争优势在削弱。至2012年5月,中国移动3G用户数6426万户,中国联通5450万户,中国电信3335万户;对应中国移动占据3G市场42%的份额,联通占据36%,电信占据22%。与一年前相比,中国移动的优势份额被逐渐蚕食,3G市场份额下滑7个百分点,联通与电信的市场份额分别上升2个、5个百分点。

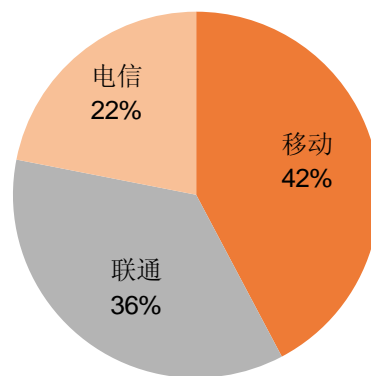
联通月均新增用户数领先于移动、电信。2011年,移动月均新增3G用户数254万户,高于联通、电信的216万户,154万户。而2012年前5个月,联通月均289万户的3G新增用户数,高于移动、电信的261万户,236万户。

图表7 三大运营商累计3G用户数



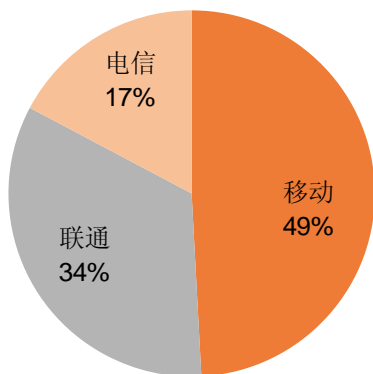
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 截至2012年5月的3G用户市场份额



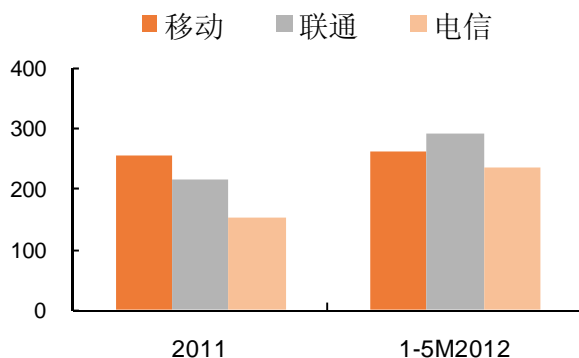
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2011年6月的3G用户市场份额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 月均新增3G用户数



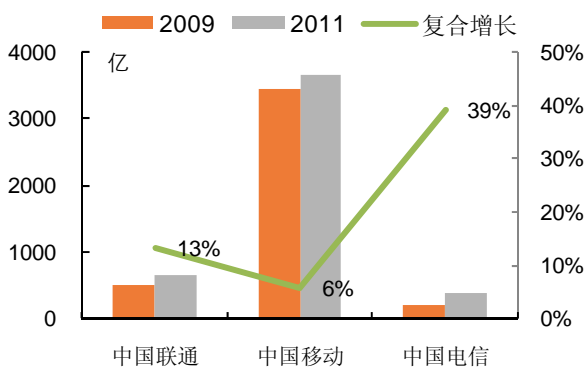
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 语音收入增长乏力，3G 数据业务增长强劲

近三年，业务收入结构上，语音收入虽然仍是各运营商移动业务收入的主要来源；但非语音业务展现出更强的增长力。中国联通非语音业务收入复合增长率达到 41%，而语音业务收入复合增长率仅 13%；同时非语音业务收入占比亦由 27%提升至 37%。中国移动由于收入基数较高，其语音、数据收入增长率分别为 6%，15%，数据业务收入占比为 27%（不含 TD）。

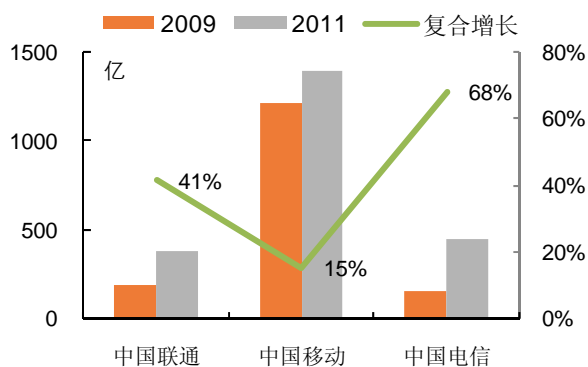
事实上，三家运营商中，中国电信的移动业务营收增长最为强劲，一方面其拥有三家中最高的语音、数据收入复合增长率；另一方面，其数据业务收入亦在 2011 年实现对中国联通的反超。

图表11 运营商近三年语音收入对比



资料来源: 运营商年报, 平安证券研究所
中国移动因统计口径变化原因取2010-2011的数据

图表12 运营商近三年非语音业务收入对比



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所
中国移动因统计口径变化原因取2010-2011的数据

如果换一个角度，从网络制式进行拆解，可以发现 3G 与固网宽带已成为联通近年业绩增长的最大驱动力。2010 年，3G 与固网宽带业务分别驱动收入增长 7.3%、4.0%；2011 年，二者分别驱动收入增长 12.9%，3.3%，而同期，2G、本地电话收入则已出现负增长。

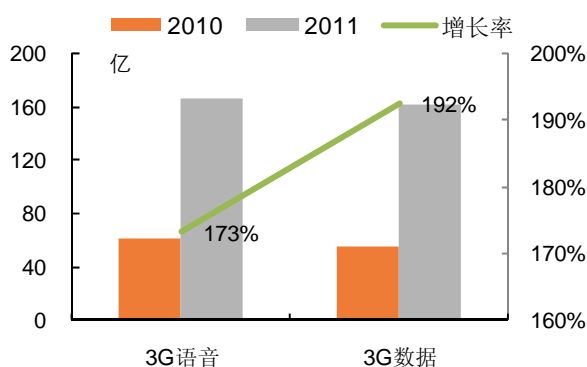
图表13 中国联通收入驱动因素

	2010	推动收入增长%	2011	推动收入增长%
新增收入	12699		21979	
其中: 3G新增	10825	7.3%	21143	12.9%
GSM新增	1769	1.2%	-286	-0.2%
本地电话新增	/	/	-6117	-3.7%
固网宽带新增	6137	4.0%	5404	3.3%
ICT新增	-6165	-4.1%	586	0.4%
数据通信及其他新增	133	0.1%	1249	0.8%

资料来源: 中国联通年报, 平安证券研究所

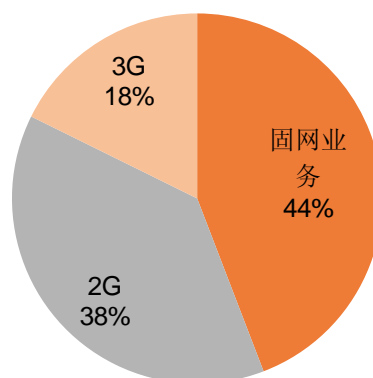
对联通 3G 收入作进一步拆解, 区分语音收入与非语音收入, 我们发现, 一方面, 二者收入规模相近, 语音与非语音收入各占 50%; 另一方面, 二者都保持高速增长, 2011 年, 3G 语音同比增长 173%; 3G 数据增长 192%。与联通整体语音、非语音收入占比及增速相比, 我们认为联通 3G 业务展现了比较好的收入成长性, 以及较强的数据业务特性。

图表14 中国联通3G收入拆解



资料来源: 中国联通年报, 平安证券研究所

图表15 中国联通不同业务收入占比



资料来源: 中国联通年报, 平安证券研究所

1.4 语音价格弹性并不稳健, ARPU 值仍有下降空间

单纯计算运营商的语音价格弹性及 ARPU 值的稳定性并不具备太大的现实意义。相比而言, 通过比较运营商间的价格弹性来判断其市场竞争力更有意义。对比国内二大运营商的语音价格弹性, 中国移动的话音弹性更为健康, 而这终将体现为中移动语音 ARPU 值的相对稳定性, 而联通语音 ARPU 值则仍有下降空间。而这背后反映的是中国移动在传统语音市场中的强大竞争力。

中国联通近年 2G 语音价格弹性并不理想。2008、2011 年均为负弹性, 这也意味着, 2G 资费的下降并未驱动通话量的上升; 而 2009、2010 年语音弹性虽为正值, 但值较低, 不足 0.5。联通 3G 语音价格弹性一直为负值, 当然, 3G 业务尚处于初期, 其值并不具备讨论的现实意义。

图表16 中国联通价格弹性

	2007	2008	2009	2010	2011
联通GSM					
ARPU	45.7	42.3	41.2	39.5	37.4
MOU	249.7	246.4	252.0	262.9	256.9
收入/分钟	0.140	0.126	0.118	0.106	0.100
价格弹性	/	-0.13	0.36	0.43	-0.40
联通3G					
ARPU	/	/	141.7	124	110
MOU	/	/	701.7	653.2	635.3
收入/分钟	/	/	0.2	0.189	0.173
价格弹性	/	/	/	-1.25	-0.32

资料来源：平安证券研究所

中国移动的 2G 语音价格弹性要显著好于中国联通，一方面，其价格弹性始终保持正值，即话费的下降能够带来话务量的上升；另一方面，除 2011 年外，其价格弹性值均大于 0.5，显示“薄利”能够带来“多销”。

图表17 中国移动GSM价格弹性

	2007	2008	2009	2010	2011
ARPU	89	83	77	73	71
MOU	455	492	494	521	525
平均每分钟收入	0.196	0.169	0.156	0.14	0.135
价格弹性	/	0.59	0.052	0.55	0.22

资料来源：运营商年报，平安证券研究所

这里，我们纠正一个常见的对 ARPU 值的错误解读，部分投资者简单认为 ARPU 的高低决定了运营商的盈利能力，事实并非如此。

电信运营商的利润可以由下式计算：

$$\text{电信企业利润} = (\text{ARPU} - \text{单位用户平均成本}) \times \text{用户数}$$

在不同的电信市场环境下，存在不同的利润逻辑：

1) 假定市场饱和、用户数增长空间有限，上述公式中影响移动运营商利润变动的变量只有 ARPU。此时追求高 ARPU 值成为运营商增加利润或保持利润水平的惟一冲动。

2) 当市场处于扩张期，用户数迅速增加时，上述公式中的 ARPU 值、单位用户平均成本和用户数量都成为变量，企业利润取决 ARPU 值与单位用户平均成本的差值和用户数量的乘积。因此，当用户规模较小，平均单位用户成本较高时，此时即使 ARPU 值较高，但若 ARPU- 单位用户成本 < 0，企业依然亏损。

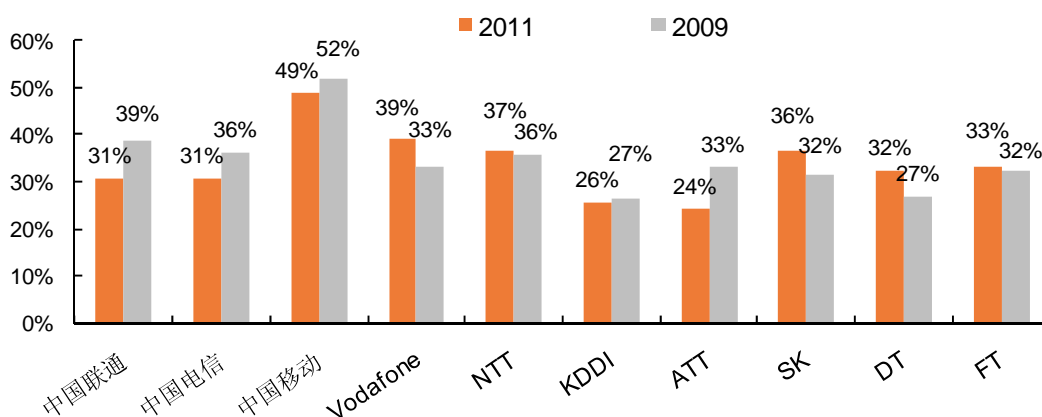
就中国而言，正如在 1.2 节中所讨论的，中国的电信用户数仍处于增长期，ARPU 值下降的同时，单位用户平均成本亦在同比下降，因此 ARPU 值的下降未必对运营商盈利带来想象中的冲击。

二、EBITDA 率低迷源于较高的建网、用户获取成本

2.1 较低的 EBITDA 率源于较高的折旧摊销及销售管理费用

2011 年，中国三大运营商中，中国联通、中国电信的 EBITDA 率在 30%左右，与国际运营商处于相同水平；而二年前的 2009 年，三大运营商的 EBITDA 率还处于 40%以上的高位，显著高于国际同行。这里我们思考的是，二年来，是什么因素导致了国内运营商 EBITDA 率的下滑？而这样的下滑是否会在未来持续？

图表18 全球电信运营商EBITDA率对比



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表19 三大运营商2011年EBITDA、EBIT比率对比

	中国联通	中国移动	中国电信
EBITDA率	30.6%	48.7%	30.8%
EBIT率	2.8%	30.2%	9.8%
折旧摊销率	27.7%	18.4%	20.9%
SG&A率	49.2%	42.1%	41.5%

资料来源: BLOOMBERG, 平安证券研究所

EBITDA 率下降的背后是运营支出率的增长。2009-2011 年，中国联通的运营支出率从 93.2%上升到 97.1%。对比国内、国际同行，联通的运营支出率显著高于行业水平。大部分的电信运营商运营支出率低于 90%，优秀运营商低于 80%。联通自 2009 年后，运营支出率始终高于 90%，2011 年甚至高达 97%。

我们对中国联通的运营支出进行拆解分析发现，高折旧摊销及销售管理开支是联通运营支出偏高的原因。2011 年联通折旧摊销率接近 30%，显著高于国际同行 15%的平均水平，也高于国内同行 20%左右的水平；2011 年 SG&A 率高达 49%，比 2009 年增长 10 个百分点，同时也显著高于国内同行 40%左右的水平。

那么，高折旧摊销率、营销管理费用率的原因是什么，他们是否会持续？

图表20 2009年运营商运营支出结构

	中国移动	中国联通	中国电信	NTT	SKT	AT&T
运营支出收入占比	67.5%	93.2%	89.2%	81.3	82.0%	82.4%
其中：电路租赁	0.7%	/	/	/	2.8%	/
网间互联支出	4.8%	8.7%	8.4%	7.1%	8.8%	/
工资	4.8%	14.3%	15.8%	5.7%	4.3%	40.9%
折旧摊销	17.7%	31.0%	25.0%	18.1%	15.7%	16%
SG&A	39.5%	39.2%	40.0%	50.4%	50.4%	25.5%
扣除 SG&A、折旧摊销的直接成本	10.3%	23%	24.2%	12.8%	15.9%	/

资料来源：平安证券研究所
注：ATT未提供直接成本明细

图表21 2011年运营商运营支出结构

	中国移动	中国联通	中国电信	NTT	SKT	AT&T
运营支出收入占比	69.8%	97.1%	90.2%	79.3%	86.7%	89.7%
其中：电路租赁	1.0%	/	/	/	2.9%	/
网间互联支出	4.5%	7.8%	11.8%	4.9%	7.9%	/
工资	5.4%	12.7%	15.9%	6.4%	7.3%	42.3%
折旧摊销	18.4%	27.7%	20.9%	16.2%	14.6%	16.8%
SG&A	42.1%	49.2%	41.5%	51.8%	54%	30.6%
扣除 SG&A、折旧摊销的直接成本	10.9%	20.5%	27.7%	11.3%	18.1%	42.34%

资料来源：平安证券研究所
注：ATT未提供直接成本明细

2.2 资本开支仍将维持高位，折旧摊销率大幅下降并不现实

资本开支的规模决定了折旧摊销率的大小。中国联通在 2008-2010 年进入新一轮资本开支高峰期，其资本开支收入比最高时达到惊人的 73%；按照中国联通通信设备 5-10 年折旧期估算，中国联通将在 2015 年以后进入折旧后期。同时需要注意的是，根据联通资本开支规划，2012 年资本开支有 30% 以上的增长，仍处于开支小高峰。因此，联通实际折旧摊销率出现规模下降的时间点将在 2016 年以后，这也意味着，在 2016 年前期望通过折旧摊销率的改善大幅提升利润率并不现实。

图表22 三大运营商资本开支对比

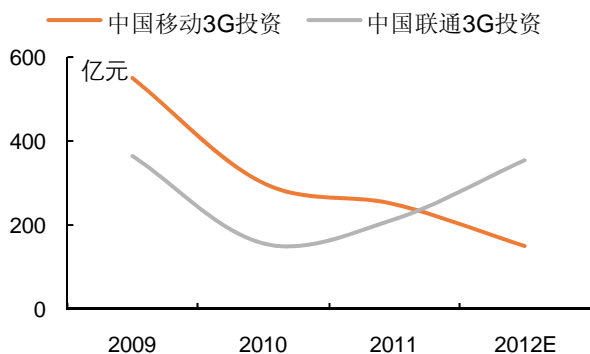
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
中国移动	870	1051	1363	1294	1243	1324	1319
YOY		20.80%	29.69%	-5.06%	-3.94%	6.55%	-0.41%
资本开支/收入	35.80%	40.66%	41.27%	44.54%	34.13%	35.46%	/
中国电信	491	463	484	380	430	496	550
YOY		-5.7%	4.5%	-19.01%	9.69%	15.23%	11.00%
资本开支/收入	27.96%	25.60%	25.95%	18.72%	19.56%	20.22%	/
中国联通	218	257	705	1125	702	767	1000
YOY		17.9%	59.5%	59.58%	-37.57%	9.23%	30.38%
资本开支/收入	22.86%	17.06%	44.11%	73.06%	40.98%	36.67%	/

资料来源：运营商年报，平安证券研究所

较激进的资本开支计划固然有损当期业绩，然而，从竞争的角度看，未必是坏事。回顾 2G 时代，中国移动加大资本开支，大力进行网络建设，开拓城镇市场，争夺用户资源，为持续发展提供驱动力；中国联通则采取防守型策略，其资本开支增长有限，网络质量较差，新增用户疲弱，长期竞争力较弱。

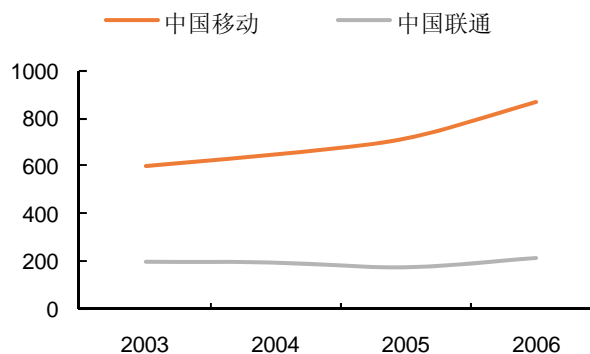
3G 资本开支的形势变化反映了联通、移动在 3G 上的迥异处境。中国联通当前 3G 势头强劲，在三大运营商中占优势地位；而中国移动受制于网络制式，3G 发展势头不复 2G 之勇。

图表23 中国联通3G投资更为积极



资料来源: 运营商年报, 平安证券研究所

图表24 2G时代中国移动资本开支更为积极



资料来源: 运营商年报, 平安证券研究所

2.3 高管理销售费用源于较高的用户获取成本

我们对三大运营商 SG&A 主要项目进行拆解。中国移动、中国电信的 SG&A 率相对较稳定。而从中国联通看，其销售费用率从 13.9% 上升到 16.5%，产品销售成本率从 1.5% 上升到 11.5%。我们认为 SG&A 率与运营商的管理水平、市场竞争情况相关，即管理经营费用率反映了运营商的管理水平；销售费用率背后反映了电信市场的竞争。

图表25 三大运营商SG&A拆解

	2009	2010	2011
中国联通			
销售费用率	13.9%	15.7%	16.5%
管理及经营费用率	8.5%	8.2%	7.1%
销售通信产品成本率	1.5%	4.4%	11.5%
中国移动			
销售费用率	17.7%	18.7%	18.3%
其他管理及经营费用率	21.8%	22.1%	23.7%
中国电信			
SG&A	17.7%	18.7%	18.3%
手机补贴	21.8%	22.1%	23.7%

资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

对中国联通的销售费用率作进一步的拆解，我们发现其固网、2G 销售费用率三年来稳定在 15%左右，并不存在明显上升；而 3G 销售费用率在 40%以上，显著高于固网及 2G 销售费用率。3G 销售费用率高是联通近二年销售费用率高涨的主要原因。

图表26 中国联通SG&A费用拆解

	2009	2010	2011
中国联通			
固网销售费用率	11.5%	11.3%	12%
2G销售费用率	16.9%	16.4%	16.5%
3G销售费用率		54.3%	40%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

我们计算了三大运营商每用户每月的 SG&A 及销售费用。我们发现中国移动无论每用户每月 SG&A 还是销售费用均保持相对稳定；中国电信的每用户每月 SG&A 费用则保持较快下降；中国联通的每用户每月 SG&A、销售费用均保持较快增长。

中国联通的每用户月费用反映了二种极端情况。其 3G 用户月销售费用高达 27.3 元，这反映了联通获取 3G 用户的成本较高。这其中的原因在于，3G 用户市场本质上为存量市场，3G 用户由 2G 用户转化而来，而联通当前获得的 3G 用户多由中国移动的高端 2G 用户转化而来，联通为了获取该部分用户，必然需要付出比中国移动更高的单用户成本。联通 2G 用户的月费用较低则是另一个极端，这反映了联通 2G 用户多为低端用户，其获取及维护成本较低。

中国移动较为平稳的每用户月销售费用反应了其在市场中稳固的竞争地位，获取及维护用户的成本稳定。同时我们注意到，中国电信的每用户月 SG&A 费用下降较快，从 2009 年的 30 元，下降到 2011 年的 20 元。我们认为这反映了中国电信移动、固网融合运营的竞争优势，即利用既有固网资源，通过捆绑赠送移动号码、套餐绑定等方式，以较低的成本获取新的移动用户。

图表27 三大运营商每用户费用对比

	2009	2010	2011
中国联通			
每用户月SG&A	17.43	19.99	24.60
每用户月销售费用	6.17	7.20	8.27
每3G用户月销售费用		37.32	27.32
中国移动			
每用户月SG&A	28.49	28.25	28.45
每用户月销售费用	12.77	12.95	12.40
中国电信			
每用户月SG&A	30.81	22.80	19.98

资料来源：公司年报，平安证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

- 1、我们预计联通在 3G 发展高峰期月新增 3G 用户数有望达到 400 万户左右，这样的预测来自于对月新增 3G 用户数峰值在 1000-1200 万户的判断，预计联通将继续保持 3G 新增用户市场超过 30% 的份额。
- 2、3G 用户中，中低端用户的占比预计将有较快提升，而 2G 用户相对稳定，故 2G 的 ARPU 值相对 3G 更稳定。
- 3、我们维持对月新增宽带用户数稳中有升的预测。

图表28 中国联通用户数预测 单位：万

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
3G 用户数	/	274	1406	4000	8500	13300	17800
新增 3G 用户数	/	/	1132	2594	4500	4800	4500
月均新增	/	/	94	216	375	400	375
ARPU	/	142	124	110	100	95	90
2G 用户数	13337	14485	15336	15964	16444	16804	17044
新增 2G 用户数	1280	1148	852	627	480	360	240
月均新增	107	96	71	52	40	30	20
ARPU	42	41	40	37	36	34	33
宽带用户数	3008	3855	4722	5565	6429	7329	8229
新增宽带用户数	/	847	867	843	864	900	900
月均新增	/	71	72	70	72	75	75
ARPU	64	57	57	56	56	56	55
固定电话用户数	11082	10282	9664	9285	8925	8625	8385
新增固话用户数	/	-800	-619	-378	-360	-300	-240
月均新增	/	-67	-52	-32	-30	-25	-20
ARPU	/	31	29	26	23	20	18

资料来源：中国联通年报，平安证券研究所

图表29 中国联通费用预测 单位：万

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
网间结算	12955	13727	16380	18859	21555	24082
YOY		5.9%	19.3%	15.1%	14.3%	11.7%
折旧及摊销	47808	54654	58021	62102	74186	84256
YOY		14.3%	6.2%	7.0%	19.5%	13.6%
网络运营及支撑	23733	26388	29449	33850	38689	43225
YOY		11.2%	11.6%	14.9%	14.3%	11.7%
人员薪酬、福利	21952	23348	26601	30949	35373	39519
YOY		6.4%	13.9%	16.4%	14.3%	11.7%
销售费用	21373	26907	34542	41104	45321	50017
YOY		25.9%	28.4%	19.0%	10.3%	10.4%
管理费用	13030	13862	14835	17409	19897	22229
YOY		6.4%	7.0%	17.4%	14.3%	11.7%
销售产品成本	2339	7516	23948	33851	44216	55575
YOY		221.3%	218.6%	41.3%	30.6%	25.7%

资料来源：中国联通年报，平安证券研究所

图表30 中国联通资本开支预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
GSM	206	75	46	32	28	20
YOY	-37.5%	-63.5%	-38.7%	-30.5%	-12.5%	-28.6%
WCDMA	364	157	214	355	330	350
YOY	/	-56.9%	36.6%	65.9%	-7.0%	6.1%
宽带及数据	188	225	257	258	250	230
YOY	/	107.7%	19.4%	14.4%	0.4%	-3.1%
固话	0	8	0	0	0	0
YOY	/	/	/	/	/	/
传输	250	170	154	256	230	230
YOY	37.6%	-32.0%	-9.3%	66.1%	-10.2%	0.0%
IT 支撑	67	37	95	99	100	110
YOY	34.8%	-45.1%	157.1%	4.1%	1.0%	10.0%
总计	1125	702	767	1000	938	940
YOY	59.6%	-37.6%	9.2%	30.4%	-6.2%	0.2%

资料来源：中国联通年报，平安证券研究所

图表31 中国联通收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
3G 服务收入	769	11596	32739	72857	116631	160200
YOY		1407.9%	182.3%	122.5%	60.1%	37.4%
2G 服务收入	69000	70854	70568	68678	67881.9	66826.4
YOY		2.7%	-0.4%	-2.7%	-1.2%	-1.5%
固话收入	46285	40120	34003	29325	24643	21562
YOY		-13.3%	-15.3%	-13.8%	-15.9%	-12.5%
宽带收入	23898	298220	35226	40758	46487	52223
YOY		24.8%	18.1%	15.7%	14.1%	12.3%

资料来源：运营商年报，平安证券研究所

3.2 估值

在这篇报告中，我们仅使用 PB 估值法对联通进行估值，而在后续的系列报告中，我们将使用更多的估值方法对联通的价值进行对比分析。

图表32 运营商PB估值对比

	2009	2010	2011	
AT&T (美国)	1.38	1.41	1.63	
KDDI (日本)	1.01	0.91	0.90	
NTT DOCOMO (日本)	1.06	1.21	1.19	
SK (韩国)	0.97	1.01	0.84	
DT (德国)	0.98	0.95	0.99	
FT (法国)	1.31	1.18	1.07	
中国移动	2.32	2.15	1.86	
中国电信	0.98	1.09	1.11	
Verizon (美国)	1.82	2.39	3.05	
平均		1.31	1.37	1.40

资料来源：公司年报，平安证券研究所

从 PB 估值看，国际主流电信运营商平均静态 PB 在 1.3 倍以上，部分竞争力及盈利能力强的运营商 PB 超过 2 倍。中国联通 A 股静态 PB 值为 1.1 倍左右，作为一家盈利能力处于低谷，市场竞争力处于上升过程中的运营商来说，1.1 倍的 PB 低估了其 3G 资产的盈利能力。但从目前 3G 发展形势看，联通业绩复苏时间点仍不明确，下调为“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、中国移动加大 TD-LET 发展力度，并通过渠道、营销优势重新夺回 3G 用户市场份额优势；
- 2、中国电信凭借较强的移固网综合优势，在用户争夺战中后来居上，夺取新增用户份额优势。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	38872	43362	52064	81281
现金	15439	15040	18169	40938
应收账款	12439	15986	19312	23001
其他应收款	1925	3008	3636	4277
预付账款	3689	4008	4856	5885
存货	4651	4618	5379	6457
其他流动资产	729	702	713	723
非流动资产	419651	441312	430511	417323
长期投资	47	47	47	47
固定资产	325436	373043	364466	355561
无形资产	20740	19239	17539	15640
其他非流动资产	73428	48983	48459	46075
资产总计	458524	484674	482576	498604
流动负债	213490	236155	222451	215799
短期借款	32322	51503	23495	5000
应付账款	91139	92996	100863	105096
其他流动负债	90030	91656	98093	105703
非流动负债	36423	35224	34074	33024
长期借款	1384	1384	1384	1384
其他非流动负债	35040	33840	32690	31640
负债合计	249913	271379	256525	248822
少数股东权益	137587	141127	150029	166196
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27159	27159	27159	27159
留存收益	22691	23832	27686	35249
归属母公司股东权益	71024	72168	76022	83585
负债和股东权益	458524	484674	482576	498604
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	69453	73776	102321	118468
净利润	4188	5391	13604	24791
折旧摊销	59737	63966	76411	86784
财务费用	1243	2054	1869	655
投资损失	-866	-900	-900	-900
营运资金变动	3891	2048	10361	5923
其他经营现金流	1260	1217	975	1215
投资活动现金流	-82738	-84558	-64468	-72489
资本支出	81818	82000	62000	70000
长期投资	-3368	49	0	0
其他投资现金流	-4287	-2510	-2468	-2489
筹资活动现金流	5800	10383	-34724	-23210
短期借款	-4405	19181	-28007	-18495
长期借款	-79	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-700	0	0	0
其他筹资现金流	10984	-8798	-6717	-4714
现金净增加额	-7485	-399	3129	22769

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	215519	250663	302809	356311
营业成本	154414	160338	186783	210192
营业税金及附加	6352	7019	8479	9977
营业费用	28751	52260	62891	75250
管理费用	18200	20891	23877	26676
财务费用	1243	2054	1869	655
资产减值损失	2771	2900	3000	3100
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	866	900	900	900
营业利润	4654	6101	16811	31361
营业外收入	1874	1500	1500	1500
营业外支出	865	600	643	666
利润总额	5664	7001	17667	32195
所得税	1476	1610	4063	7405
净利润	4188	5391	13604	24791
少数股东损益	2776	3540	8902	16167
归属母公司净利润	1412	1850	4702	8623
EBITDA	65634	72121	95091	118800
EPS (元)	0.07	0.09	0.22	0.41
主要财务比率				
会计年度	2011 A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	22.3%	16.3%	20.8%	17.7%
营业利润	18.1%	31.1%	175.5%	86.6%
归属于母公司净利润	14.4%	31.0%	154.1%	83.4%
获利能力				
毛利率(%)	28.4%	36.0%	38.3%	41.0%
净利率(%)	0.7%	0.7%	1.6%	2.4%
ROE(%)	2.0%	2.6%	6.2%	10.3%
ROIC(%)	1.5%	2.1%	5.1%	9.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.5%	56.0%	53.2%	49.9%
净负债比率(%)	13.54%	19.54%	9.76%	2.63%
流动比率	0.18	0.18	0.23	0.38
速动比率	0.16	0.16	0.21	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.53	0.63	0.73
应收账款周转率	14	14	13	13
应付账款周转率	1.67	1.74	1.93	2.04
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.09	0.22	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	3.48	4.83	5.59
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.40	3.59	3.94
估值比率				
P/E	55.83	42.61	16.77	9.14
P/B	1.11	1.09	1.04	0.94
EV/EBITDA	5	4	3	3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257 [