

研究所

证券分析师: 马金良 S0350510120001

联系人: 梁铮

0755-83707451 [liangz02@ghzq.com.cn](mailto:liangz02@ghzq.com.cn)

联系人: 杨鑫林、李亚军

0755-23618492 [yangxl@ghzq.com.cn](mailto:yangxl@ghzq.com.cn)

## 3G 盈利拐点将至, 明后两年资本开支有望下降

### ——中国联通 (600050) 投资机会点评

#### 事件:

- 1、中国联通 (600050) 股价表现严重低于市场预期, 从年初到目前已经下跌 29.1%, 其中业绩拐点是否到来, 3G 用户增长是否面临瓶颈, 未来资本开支是否继续攀升, 是市场主要担心的问题。
- 2、据媒体 (C114 通信网) 报道, 中国联通计划从 2012 年起 3 年内将资本开支控制在 2490 亿元, 其中 2012 年 1000 亿用于 3G 网络扩容和宽带建设, 2013 年、2014 年资本开支分别控制在 750 亿、740 亿。

表 1、公司业绩预测

盈利预测	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2012/8/19
主营收入 (百万元)	215519	267872	315277	366394	当前价格 (元)	3.69
增长率 (%)	22%	24%	18%	16%	52 周价格区间 (元)	3.41-5.77
净利润 (百万元)	1412	3175	4785	6842	总市值 (亿)	782.2
增长率 (%)	15%	125%	51%	43%	流通市值 (亿)	782.2
摊薄每股收益 (元)	0.07	0.15	0.23	0.32	总股本 (百万股)	21196.6
ROE (%)	0.68%	1.54%	2.36%	3.47%	流通股 (百万股)	21196.6

资料来源: 中国联通, 国海证券研究所

#### 评论:

我们认为中国联通 (600050) 业绩拐点已经到来, 目前具备长线买入的机会, 主要基于以下三点: 一是 12 年下半年联通 3G 用户将继续快速增长, 3G 总用户达到 5753 万, 目前还不存在增长天花板; 二是 3G 业务 12 年年底将实现盈利, 通过削减 3G 销售佣金和终端补贴, 以及加大电子商务销售渠道降低销售费用等措施以改变 3G 不盈利的局面; 三是联通将削减明后两年的资本开支, 13 年和 14 年将控制在 700-800 亿之间。

调整 (上调) 2012-2014 年盈利预测, 预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 0.15/0.23/0.32 元, 对于当前股价的 PE 分别 24.6/16.3/11.4 倍, 上调为买入评级。

1、销售淡季等季节性因素已消除, 下半年联通 3G 用户将恢复快速增长。

■ 由于季节性以及竞争加剧等因素的影响, 1H2012 联通 3G 用户增速低于市场预期, 但相较 1H2011 年同比增长 77%。在 2011 年 11 月开始连续 3 个月 3G 用户月增超过 300 万后, 市场预期 2012 年联通 3G 用户月增将保持在 300 万平台之上, 但今年上半年 3G 用户实际增长基本都未跨过 300 万的台阶, 低于市场预期, 但与 2011 年同期相比, 同比增长 77%, 仍取得较快的同比增长。我们认为今年上半年联通 3G 用户增长未

达预期主要有以下原因：一是季节性影响因素，春节过后的 3、4、5 月份作为传统淡季，节假日较少使电信运营商促销活动减少；二是较长时间未推出具备冲击力的智能终端，联通上半年主要在强化渠道销售能力，未能有效推出吸引眼球的智能终端，在新款千元智能手机方面均没有太大作为。三是中高层内部调整和轮岗也影响相关业务的拓展，上半年联通内部岗位变动较大对其用户拓展业务方面有较大的影响。

图 1、中国联通 6 月份 3G 用户环比增长 11%

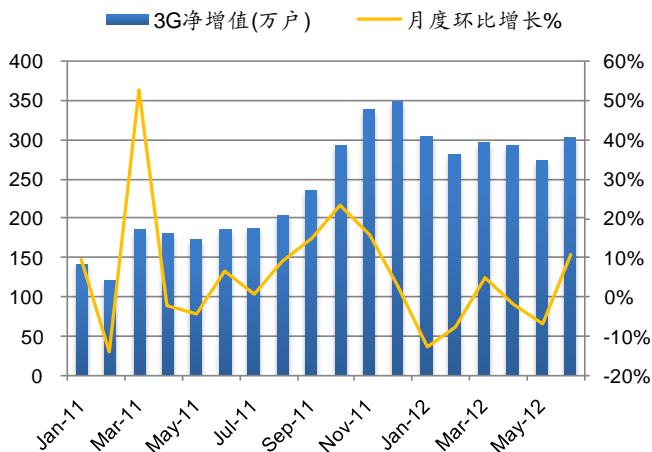
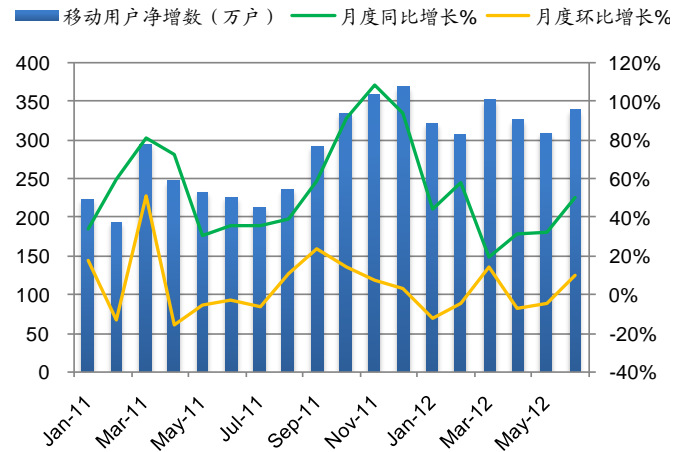


图 2、中国联通 6 月份移动用户环比增长 10.0%



资料来源：中国联通、国海证券研究所

资料来源：中国联通、国海证券研究所

■ 下半年多假期以及传统旺季因素，助力联通 3G 用户恢复快速增长。6 月份，在联通 3G 用户重新回到月增 300 万平台后，联通继续加大电子商务渠道的建设力度，大力拓展低价 3G 套餐用户。下半年作为传统的旺季，并且面临 9 月份校园开学，“十一”黄金周以及元旦圣诞等节假日促销活动，我们较为乐观的预计下半年联通 3G 用户将保持在月增 300 万以上，重新回到快速增长态势。

■ 联通 20 元低价 3G 套餐用户增长迅猛，电子销售渠道有望与实体销售渠道并驾齐驱。6 月份联通继续推广低价 3G 套餐，通过建立电子商务渠道大力争夺 3G 用户，截止 6 月底，联通网上专售 3G 卡销售累计已经突破 50 万张，联通电子商务平台日营业额也超过 1 亿元。目前电子商务渠道目前越来越受到三大运营商的重视，从年初联通首次提出“将电子渠道打造成销售服务的主渠道”，到 5 月份举办“首届沃 3G 网购节”并推出网上专售的沃 3G 预付费 20 元卡，再到 6 月份联通成立电子商务部门专注于电子化销售服务和电子商务平台运营，联通在电子商务渠道上走出一条成功的路径，短短 2 个月给联通增加 50 万 3G 用户，而这部分用户的 ARPU 相对比较稳定，这对联通实现 3G 业务盈利有一定的帮助。我们认为电子渠道未来有望成为和实体渠道并列两条主要销售路径，随着三大运营商在 3G 市场竞争激烈程度加大，未来 3 大运营商争夺用户将从实体转战到电子商务。

图 3、中国联通建立电子商务渠道参与市场竞争



资料来源：中国联通、国海证券研究所

■ **6月份联通3G用户渗透率为26.2%，远未到增长天花板。**以国外发达国家3G渗透率水平来比较，日韩已经达到90%以上，美国、欧洲已经超过50%，所以我国3G用户渗透率上升空间依然较大，将继续快速提升，到2012年底有望突破25%，预计到“十二五”末，3G用户渗透率将达到50%以上，而联通作为3G产业最为完善的电信运营商，增长天花板远未到来。

图 4、2011 年主要国家 3G 渗透率比较

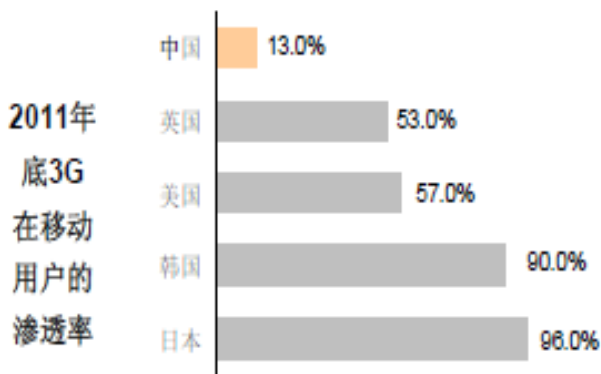
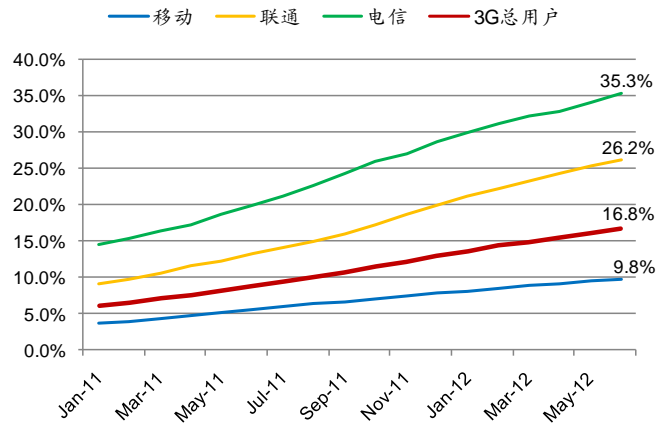


图 5、3 大电信运营商渗透率比较



资料来源：中国联通、国海证券研究所

资料来源：三大运营商、国海证券研究所

**2、多措施改变 3G 业务不盈利局面，3G 业绩拐点将至，3G 用户累积效应逐步显现。**

■ **预计 7 月份联通 3G 总用户将突破 6000 万，3G 用户累积效应逐渐显现。**截止 6 月底，联通 3G 总用户达到 5753 万户，占比达到 32.7%，随着 7 月份 3G 用户有望突破月增 300 万，联通 6000 万 3G 总用户即将突破。我们认为联通 3 年多的 3G 网络建设以及累积用户所投入的补贴对近两年的利润有一定的压制，也是产业发展不可避免的阶段，长期看，随着网络建设逐步完成以及累积用户达到一定规模，存量用户特别是 3G 存量用户将是确保联通业绩稳定增长的有力保障，并给联通带来丰厚的回报。

图 6、联通 3G 总用户达到 5753 万户（截止 6 月）

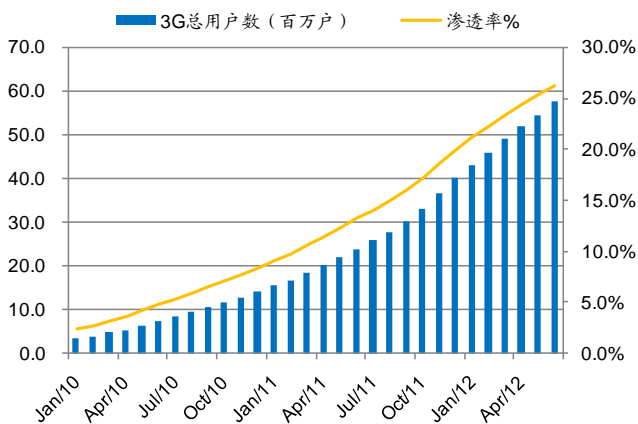
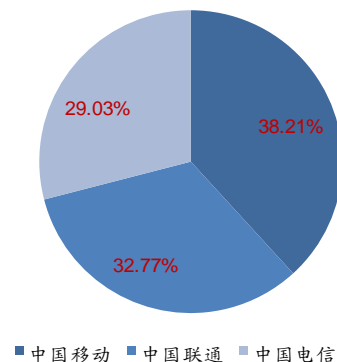


图 7、三大运营商 3G 用户占比情况（截止 6 月份）



资料来源：中国联通、国海证券研究所

资料来源：三大运营商、国海证券研究所

■ **削减销售佣金和终端补贴，加大电子商务渠道销售力度等多措施有助于降低 3G 业务销售费用。**在降低 3G 业务费用上，联通通过削减销售佣金、降低终端补贴、以及大力拓展电商渠道。在 3G 销售佣金方面，上半

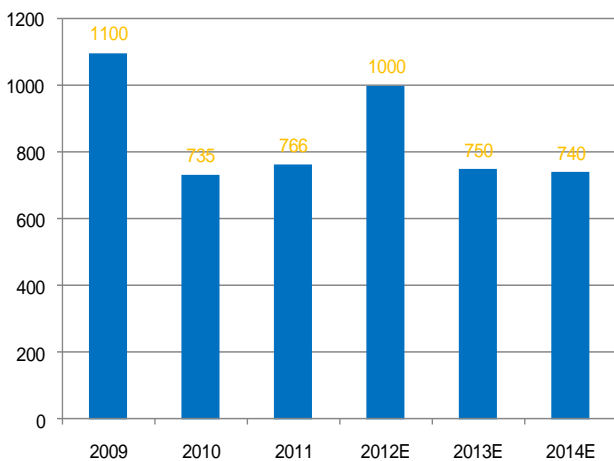
年联通继续强化在网络和终端的优势，4月份开始调整3G代理佣金，取消一次性佣金，但维持50%月度话费提成，预计销售佣金的调整可为联通过节省15亿左右的销售费用；在降低终端补贴方面，今年联通逐步降低对千元智能手机的补贴力度，从最高的50%下调到20-30%左右，凭借网络 and 终端的优势，下调补贴并未影响用户拓展，反而提升了3G业务盈利能力；在电商渠道拓展方面，联通通过建立电子商务渠道大力争夺3G用户，截止6月底，联通网上专售3G卡销售累计已经突破50万张，联通电子商务平台日营业额也超过1亿元，电商渠道将节省10%左右的销售费用，联通计划2012年通过电商渠道拓展500万3G用户。

- **2012年底联通3G业务将实现盈利。**联通通过多措施降低3G业务销售费用，特别是降低终端补贴将显著提升3G业务盈利能力，近几年联通通过不断提高补贴千元智能手机，在终端补贴政策的推动下，3G业务实现快速增长，并已成为推动联通收入增长的第一驱动力，但同时也不断加大其3G运营成本压力，2011年全年联通3G手机补贴成本达到57.9亿，较2010年同比增长82.6%，1季度补贴也达到19.8亿。我们认为联通下调终端补贴将显著提高其盈利能力，预计在3-4季度开始能手机，在终端补贴政策的推动下，3G业务实现快速增长，并已成为推动联通收入增长的第一驱动力，但同时也不断加大其3G运营成本压力，2011年全年联通3G手机补贴成本达到57.9亿，较2010年同比增长82.6%，1季度补贴也达到19.8亿。我们认为联通下调终端补贴将显著提高其盈利能力，预计在3-4季度显现，同时联通高层对今年公司3G业务实现盈利信心较足，3G业务将在11-12月出现业绩拐点，年内实现盈利是大概率事件，3G实现盈利给联通整体业绩锦上添花。

**3、2012年是联通资本开支高峰年，明后两年将出现明显下降。**

- **2012年联通1000亿资本开达到历史最高峰年。**中国联通2012年资本开支预算增幅居行业之首，移动网络分布演进和宽带升级提速成为其投资重点，2012年资本开支预算达1000亿元，同比增长30.4%，较上年同期上升21.2pp，其中3G和基础传输网投资分别达到355亿和256亿元，同比增长66%和59%。2011年完成资本开支766.6亿元，同比增长9.2%，资本预算完成度为104%。

图 8、近几年中国联通资本开支情况



资料来源：中国联通、国海证券研究所

图 9、中国联通2012年资本开支结构

中国联通资本开支结构			
	2011年	2012年	增长%
3G网络	213.9	355	66.0%
宽带及数据	256.8	258	0.5%
2G网络	46.0	32	-30.4%
传输网	154.1	256	66.1%
IT及其他	95.1	99	4.1%
合计	766.6	1000	30.4%

资料来源：中国联通、国海证券研究所

- **明后两年联通资本开支将控制在700-800亿之间，将有效改变现金流压力。**随着3G网络扩容和宽带建设告一段落，未来几年联通的资本开支将逐步下降，据C114通信网报告，联通计划从2012年起3年内将资本开支控制在2490亿元，其中2012年1000亿用于3G网络扩容和宽带建设，2013年、2014年资本开支分别控制在750亿、740亿，资本开支的下降将显著的缓解联通现金流的压力。

**4、业绩拐点已到，具备长线投资价值，上调为买入评级。**主要基于以下三点：一是 12 年下半年联通 3G 用户将继续快速增长，3G 总用户达到 5753 万，目前还不存在增长天花板；二是 3G 业务 12 年年底将实现盈利，通过削减 3G 销售佣金和终端补贴，以及加大电子商务销售渠道降低销售费用等措施以改变 3G 不盈利的局面；三是联通将消减明后两年的资本开支，13 年和 14 年将控制在 700-800 亿之间。

**结论：调整（上调）2012-2014 年盈利预测，预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 0.15/0.23/0.327 元，对于当前股价的 PE 分别 24.6/16.3/11.4 倍，上调为买入评级。**

表 2、中国联通（600050）盈利预测表

证券代码:	600050.sh				股票价格: 3.69	投资评级:	增持		日期:	2012/8/19
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	0.7%	1.5%	2.4%	3.5%	摊薄EPS	0.07	0.15	0.23	0.32	
毛利率	28.4%	28.6%	29.8%	30.9%	BVPS (最新股本)	3.35	2.94	2.33	1.45	
期间费率	25.3%	23.5%	23.2%	23.0%	<b>估值</b>					
销售净利率	0.7%	1.2%	1.5%	1.9%	P/E	55.4	24.6	16.3	11.4	
<b>成长能力</b>					P/B	1.1	1.3	1.6	2.5	
收入增长率	22.3%	24.3%	17.7%	16.2%	P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	
利润增长率	15.0%	124.8%	50.7%	43.0%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
总资产周转率	0.47	0.57	0.65	0.73	营业收入	215519	267872	315277	366394	
应收账款周转率	14.97	9.27	9.51	9.51	营业成本	154414	191375	221472	253032	
存货周转率	33.20	21.48	20.28	19.22	营业税金及附加	6352	7395	9103	11079	
<b>偿债能力</b>					销售费用	28751	33735	40105	47207	
资产负债率	54.5%	55.8%	58.2%	60.7%	管理费用	18200	21621	25847	29838	
流动比	0.18	0.50	0.80	1.05	财务费用	1243	115	(2039)	(4005)	
速动比	0.16	0.46	0.76	1.00	其他费用/(-收入)	(1905)	(1600)	(2300)	(2500)	
					<b>营业利润</b>	<b>4654</b>	<b>12032</b>	<b>18489</b>	<b>26743</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业外净收支	1010	700	700	700	
现金及现金等价物	15439	67460	144964	219685	<b>利润总额</b>	<b>5664</b>	<b>12732</b>	<b>19189</b>	<b>27443</b>	
应收款项	14395	28901	33151	38526	所得税费用	1476	3318	5001	7152	
存货净额	4651	9255	11368	13745	<b>净利润</b>	<b>4188</b>	<b>9414</b>	<b>14189</b>	<b>20291</b>	
其他流动资产	4387	6792	8309	10022	少数股东损益	2776	6240	9404	13449	
<b>流动资产合计</b>	<b>38872</b>	<b>112407</b>	<b>197792</b>	<b>281979</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1412</b>	<b>3175</b>	<b>4785</b>	<b>6842</b>	
固定资产	325436	260369	195297	130228						
在建工程	52329	52329	52329	52329	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
无形资产及其他	20740	20740	18666	16592	<b>经营活动现金流</b>	<b>69453</b>	<b>72171</b>	<b>104737</b>	<b>113457</b>	
长期股权投资	47	50	52	53	净利润	4188	9414	14189	20291	
<b>资产总计</b>	<b>458524</b>	<b>466994</b>	<b>485235</b>	<b>502280</b>	少数股东权益	2776	6240	9404	13449	
短期借款	32322	32322	32322	32322	折旧摊销	57210	67161	67166	66965	
应付款项	92185	94159	107963	121495	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	36621	45517	53572	62257	营运资金变动	5279	(32384)	(29739)	(31683)	
其他流动负债	52363	52363	52363	52363	<b>投资活动现金流</b>	<b>(82738)</b>	<b>65064</b>	<b>65070</b>	<b>65068</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>213490</b>	<b>224360</b>	<b>246218</b>	<b>268436</b>	资本支出	(17481)	65067	65072	65069	
长期借款及应付债券	34502	34502	34502	34502	长期投资	0	(3)	(2)	(1)	
其他长期负债	1921	1921	1921	1921	其他	(65257)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>36423</b>	<b>36423</b>	<b>36423</b>	<b>36423</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>65306</b>	<b>(11814)</b>	<b>(17806)</b>	<b>(25464)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>249913</b>	<b>260783</b>	<b>282642</b>	<b>304859</b>	债务融资	(4923)	0	0	0	
股本	21197	21197	21197	21197	权益融资	33	0	0	0	
股东权益	208611	206211	202594	197421	其它	70196	(11814)	(17806)	(25464)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>458524</b>	<b>466994</b>	<b>485235</b>	<b>502280</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>52021</b>	<b>125421</b>	<b>152001</b>	<b>153061</b>	

资料来源: 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

马金良，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。本报告清晰准确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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 【研究团队】

**梁 铮:** 分析师，中国人民大学金融工程硕士，华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历（中国联通），目前在国海证券从事通信行业研究。

**钱文礼:** 分析师，西南财经大学金融工程硕士。曾任皓胜电子研发工程师，3年证券行业电子行业研究经历，目前在国海证券从事电子行业研究。

**杨鑫林:** 分析师，北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历（航天科技集团航天五院研发工程师），2年证券行业通信行业研究经历，目前在国海证券从事通信行业研究。

**陈 宁:** 分析师，北京大学传播学硕士，北京师范大学工商管理学士。4年电信行业工作经历（中国联通，中国移动研究院），目前在国海证券从事传媒行业研究。

**孔令峰:** 分析师，东北财经大学企业管理硕士。2年证券行业研究工作经历，目前在国海证券从事计算机软件行业研究。

**李亚军:** 助理分析师，中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

## 【机构销售团队】

**北京区:** 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

**上海区:** 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区:** 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn