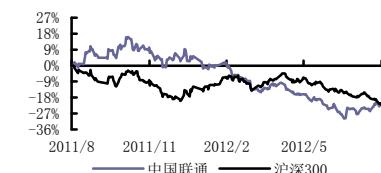


信息技术 - 通信

2012 年 8 月 30 日

市场数据	2012 年 8 月 30 日
当前价格 (元)	3.85
52 周价格区间 (元)	3.44-5.69
总市值 (百万)	81606.90
流通市值 (百万)	81606.90
总股本 (百万股)	21196.60
流通股 (百万股)	21196.60
日均成交额 (百万)	361.07
近一月换手 (%)	5.55%
Beta (2 年)	
第一大股东	中国联合网络通信集团有限公司
公司网址	http://www.chinaunicom-a.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中国联通	11.84%	-11.86%	-44.22%
沪深 300	-5.72%	-16.45%	-22.36%

相关报告

夏虹

执业证书号: S1030512050001

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，夏虹，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

苦尽甘来、持续进步

—中国联通 (600050) 2012 年中报点评

评级: 增持 (调高)

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	215518.51	258623	310347	372417
净利润 (百万元)	1412.25	2408	4790	8286
每股收益 (元)	0.07	0.11	0.23	0.39
净利润增长率 %	15.04%	70.48%	98.94%	73.01%
每股净资产 (元)	3.35	3.43	3.60	3.88
市盈率	57.49	33.72	16.95	9.80
市净率	1.14	1.12	1.06	0.99
EV/EBITDA	4.59	4.20	3.17	2.48

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司 2012 年 8 月 24 日公布本年度中报，公司上半年实现销售收入 1253 亿元，同比上涨 20%；实现利润总额 46 亿元，同比上升 32%；实现净利润 11.6 亿元，同比上升 32.4%，每股收益 0.055 元；营业成本为 881 亿，同比上升 19%；加权净资产收益率为 1.62%，2011 年同期为 1.22%；非流动资产总额 4280 亿，同比增长 6.2%；应收账款 144 亿元，同比上升 26%；预收款项 379 亿，同比上升 12.4%；企业自由现金流 FCFF 为 112 亿，期初为 27 亿。
- 利润增速行业最高显示经营能力提高：中国移动同比增长 1.5%，中国电信同比下降 8.3%，中国联通的同比增长 32%。毛利率水平提高是关键。其中大幅度降低折旧摊销和网维成本的增速促进了毛利率的提高，反映了公司经营能力的提高。
- 移动收入占比持续增长反映行业竞争发展趋势：公司上半年移动业务收入占比为 59%，话音业务收入同比增长 15.3%，比中国移动话音业务 2.2% 的增速高出近 7 倍。这得益于公司移动用户数的持续升高，尤其是 3G 用户数量的稳步增长。3G 用户的增长实际上是中国高端客户在运营商之间的重新分配。在这个过程中，中国联通的技术优势十分突出，在未来占据较大优势。
- 数据业务潜力无限：公司数据业务的收入占比从去年同期的 36% 增至 41%。数据通信将取代话音成为主要收入来源，光纤入户、3G、WiFi 各占一份细分市场，相互补充。4G 没有显示需求。
- “增持”评级。预计公司 2012 年-2014 年的 EPS 分别为 0.11、0.23、0.39 元，目前股价对应市盈率分别为 35、17、10 倍，鉴于公司属三家垄断企业之一，拥有比中国移动更大的市场潜力和发展空间，给予“增持”评级。
- 风险提示：公司资本支出项目出现重大失误。与苹果公司合作终止给公司带来意想不到的客户流失。中国经济复苏延缓，导致客户增长和消费下降。中国移动在结合庞大客户群体的优势上率先推出新业务导致公司客户流失。

2012 年中报概述

公司 2012 年 8 月 24 日公布本年度中报，公司上半年实现销售收入 1253 亿元，同比上涨 20%；实现利润总额 46 亿元，同比上升 32%；实现净利润 11.6 亿元，同比上升 32.4%，每股收益 0.055 元；营业成本为 881 亿，同比上升 19%；加权净资产收益率为 1.62%，2011 年同期为 1.22%；非流动资产总额 4280 亿，同比增长 6.2%；应收账款 144 亿元，同比上升 26%；预收款项 379 亿，同比上升 12.4%；企业自由现金流 FCFF 为 112 亿，期初为 27 亿。

点评

利润增速行业最高显示经营能力提高

今年上半年三大电信运营商累计实现净利润逾 720 亿元，其中中国移动占 622 亿元，同比增长 1.5%；中国电信净利润为 88.14 亿元，同比下降 8.3%；而中国联通的净利润同比增长 32%。公司整体毛利率水平提升是主要原因，在营业收入增加了 19.94% 的情况下，营业成本只增加了 18.81%，毛利率从去年同期的 29% 提高到今年的 29.66%。而在营业成本构成中最重要的两项，折旧摊销和网维成本分别增加了 5.62% 和 11.44%。随着参加补贴的手机中 iPhone 的占比越来越低，价格较低的中低端手机占比逐步提高，未来这部分成本有望进一步降低。这些情况说明公司的经营能力在持续改善。

移动收入占比持续增长反映行业竞争发展趋势

公司上半年移动业务收入占比为 59%，去年同期为 53%。从数据上分析，上半年公司话音业务收入为 359 亿元，同比增长 15.3%，相对于中国移动话音业务 2.2% 的增速高出近 7 倍。这些得益于公司移动用户数的持续升高，尤其是 3G 用户数量的稳步增长。上半年中国联通累计净增 3G 用户约 1751 万户，3G 用户总数达 5753 万户；同期中国移动 3G 用户净增 1587 万户，总数超过 6700 万户；中国电信 3G 用户数净增 1467 万户，总数达 5096 万户。全国固定用户的数量减少了 181 万户；2G 方面中国联通用户上半年新增 208 万户，中国电信新增 304 万户，中国移动新增

1768万户。3G用户为联通带来了话音业务的迅速提升，由于用户基数的巨大差异，中移动的新增3G用户为公司带来的贡献占比较低，新增的2G用户虽然数量庞大，但ARPU值很低。从这些数据反应出通信行业在从固定向移动过渡的过程中从数量上看已经基本饱和，移动总体新增市场空间基本消失，3G用户的增长实际上是中高端客户在运营商之间重新分配的过程。在这个过程中，中国联通的技术优势十分突出，在未来占据较大优势。中国移动的传统优势逐步退化，虽然盈利水平可以在较长时间内保持很高，但增长动力缺乏。

数据业务潜力无限

公司今年上半年数据业务的收入占比从去年同期的36%增至41%，显示出这部分业务强劲的增长势头。从通信行业的总体发展趋势来看，数据通信（主要是以宽带为载体）将取代话音成为主要收入来源，其中有线宽带以ADSL和光纤到户为主，无线宽带以3G和WiFi为主。从现有的技术来看，有线宽带和无线宽带必然将专注于不同的细分市场。有线宽带适合于视频、大型数据传递等应用，3G适合于新闻、重要信息等以文本为主、图片为辅的应用，WiFi介于前两者之间，保密性较差。4G并没有现实的价值，除了中国移动之外，联通和电信对它都没有实质性需求。现在人们的很多生活习惯随着宽带网络的普及逐步得到改变。比如看影视剧、听音乐、购物、阅读等方面有了根本性的变化；远程教育、办公等正在发生着变化。在公司、政府层面，宽带所带来的信息沟通的便利也在不断深化。在一切皆可为商品的当代社会里，信息是最重要的资源，而将这个资源价值化就必须依赖信息的传递。目前中国只有三个电信运营商，几乎所有信息的传递必须通过这三家公司。但是三家公司 在数据业务方面获取的价值几乎都是来自于线路的出租，而对于旗下几亿用户所能拥有的信息本身却并没有整理、提炼和发布。就象是给金矿运送黄金的卡车固然可以赚取运输费，但是他们运输的东西其实更有价值。所以在数据业务领域有着难以想象的市场空间，作为三家运营商之一的联通公司将可以得到深远的发展。

盈利预测及评级

综合上述分析，移动用户的重新分配、数据业务的迅速崛起、公司利润较低的基数，在加上历史原因所造成的企业负担逐步消除，公司在未来

有能力保持甚至提高经营业绩的增速。具体预测如下：

Figure 1 公司盈利预测 (单位: 百万元)

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	215519	258623	310347	372417
收入同比(%)	22%	20%	20%	20%
归属母公司净利润	1412	2408	4790	8286
净利润同比(%)	14%	70.48%	98.94%	73.01%
毛利率(%)	28.4%	29.8%	31.6%	33.6%
ROE(%)	2.0%	3.3%	6.3%	10.1%
每股收益(元)	0.07	0.11	0.23	0.39
P/E	57.49	33.72	16.95	9.80
P/B	1.14	1.12	1.06	0.99
EV/EBITDA	5	4	3	2

数据来源：同花顺、世纪证券研究所

鉴于公司属于中国三家垄断的通信运营商之一，拥有比中国移动更大的市场潜力和发展空间，给予“增持”评级。

风险提示

- 1、公司资本支出项目出现重大失误。
- 2、与苹果公司合作终止给公司带来意想不到的客户流失。
- 3、中国经济复苏延缓，导致客户增长和消费下降。
- 4、中国移动在结合庞大客户群体的优势上率先推出新业务导致公司客户流失。

世纪证券投资评级标准:**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。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.