

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：梁铮

0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn

联系人：杨鑫林、李亚军

0755-23618492 yangxl@ghzq.com.cn

用一张可盈利的网络让一切明朗

——中国联通近期市场关注核心问题及三季报点评

事件：

1、近期中国联通（600050）股价出现一定的波动，主要因为市场存在以下一些担忧：一是中国移动上马 TD-LTE 影响中国联通 3G 网络优势，二是担忧中国联通的利润增长质量问题，三是关于中国联通的市场预期和股价催化剂问题。

2、10月25日晚，中国联通（600050）公告三季度业绩，2012年1-9月实现营业收入1906.4亿，同比增长18.7%，归属上市公司股东净利润为18.3亿，同比增长26.7%，基本每股收益为0.086元。

表 1、公司业绩预测

盈利预测	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2012-10-26
主营收入（百万元）	215519	267872	320168	372409	当前价格（元）	3.74
增长率(%)	22%	24%	20%	16%	52周价格区间（元）	3.41-5.77
净利润（百万元）	1412	2580	4418	6412	总市值（亿）	792.8
增长率(%)	15%	83%	71%	45%	流通市值（亿）	792.8
摊薄每股收益（元）	0.07	0.12	0.21	0.30	总股本（百万股）	21196.6
ROE(%)	0.68%	1.25%	2.17%	3.23%	流通股（百万股）	21196.6

资料来源：中国联通，国海证券研究所

在点评中国联通（600050）三季报业绩之前，我们想就市场关注中国联通的几个问题与投资者进行一些交流：

问题一：关于逐渐升温的 4G 网络，我们认为中移动大规模建设 4G 网络对中国联通来说反而是利好。市场普遍担心中国移动上马 TD-LTE 网络建设，中国联通会失去 WCDMA 3G 网络的优势；恰恰相反，我们认为中国移动 4G 网络建设，给中国联通带来了绝佳的机会。

- ❖ 首先，工信部已经明确表态把 1800MHz 和 2100MHz 频段规划给 FDD-LTE 网络，即中国联通将会获得这些频谱资源，1800M 和 2100M 两个频段可以与 3G 共用，即意味着中国联通的 4G 建网成本最小，仅需更换基站主设备即可，用极低的代价就可以建成 4G 网络。
- ❖ 其次，中国联通需要中国移动建设 4G 网络来炒热移动智能网络，让更多的用户选择使用智能手机，让更多的用户选择移动数据消费。目前中国的人均手机数据流量消费和日本、韩国、香港、美国等国家相比有巨大的差距，对于电信运营商来说，在移动用户总数已经过了高速增长阶段之后，急需用提升移动用户 ARPU 值的方法来提升收入和利润。语音资费的下降已经不可逆转，用 MOU 来评价移动用户质量的时代早已一去不复返，提升移动用户 ARPU 值的最佳方法就是让用户选择更多的数据流量消费。中国移动的市场号召力要强于中国联通，中国移动炒热 4G 概念，可以带动中国联通的用户也选择更高流量的数据消费。

❖ 再次，在 4G 网络建设初期的 2-3 年时间里，中国联通 3G 的 HSPA+网络速度一点也不会逊于中国移动的 TD-LTE 网络，下行理论速率值也可以从现在的 21M，到 42M，到 84M，到 168M... ..，其网络和覆盖比中国移动的 4G 网络还要成熟，中国联通可以把 HSPA+网络用到 2014 年，依然保持领先，手机终端上则会显示 4G 的标识，用户感绝佳。

问题二：关于中国联通的利润增长质量问题，我们认为基于移动用户增长和移动用户 ARPU 值提升的利润增长是有质量的。

❖ 近日有媒体曝光中国联通存在用成本换收入的问题，不可否认，这些问题在某些省分公司确实存在，不过从整体大局上来看，中国联通的收入增长依然保持了平稳较快的速度，且收入增速已经略超成本增速，这说明联通的利润增长还是有质量保障的。

❖ 我们粗略预计明年联通的资本开支在 1000 亿左右，基本与今年持平，成本增速会进一步得到控制，如果收入增速依然能够保持，则联通的盈利增长将会进一步得到保障。

问题三：关于中国联通的市场预期和股价催化剂问题，我们认为目前市场对中国联通的担忧多于对中国联通的预期，这恰恰奠定了中国联通股价的阶段底部。

❖ 目前市场的担忧：1、联通的 2012 年 Q4 的业绩会因为成本确认而不达预期；2、中国移动上 4G 网络，联通的网络优势将不在；3、联通的资本开支依然高企；4、联通老用户续约问题，导致 3G 用户高增长不可持续；5、媒体的报道，导致联通被质疑管理混乱。

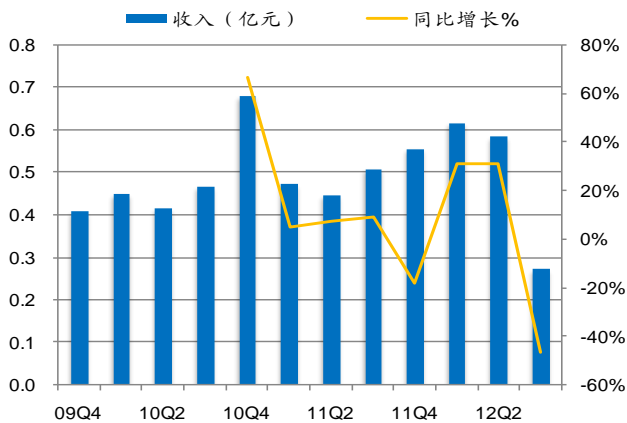
❖ 我们经过与市场主流机构投资者的交流和分析，认为联通目前的股价里面已经反映出市场对联通的担忧和悲观预期。在联通三季报发布后，港股和 A 股的走势均体现了这些负面因素，我们认为这极有可能形成一个联通的阶段底部。

❖ 联通股价的催化剂：1、联通即将启动宣传 3G 流量包，通过让 2G 用户和 3G 用户选择流量包来提升其 ARPU 值，同时引导 3500 万潜在的 3G 用户从 2G 用户迁移为 3G 用户；2、各个省分公司继续推进 3G 预付费卡，直指中国移动的“神州行”和“动感地带”用户，引导其使用联通的 3G 网络，从而确保联通的 3G 用户可持续高增长；3、iPhone 5 合约机于年底前率先在中国大陆上市，吸引增量高端用户因为 iPhone 5 选择联通 3G 网络。

三季报业绩点评：

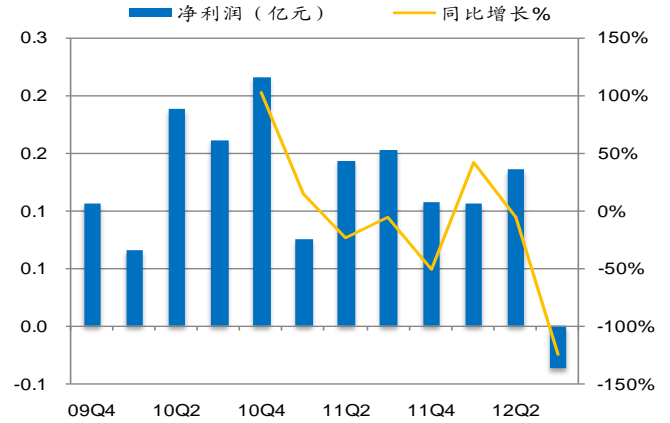
1、前三季度业绩持续向好，业务收入结构不断改善。 1-9 月份，公司收入和净利润保持快速增长，其中受益于 3G 补贴下降，净利润增速好于收入增长，盈利能力持续向好。业务收入结构方面，前三季度，移动业务收入实现 1253.6 亿元，同比增长 30%，其中移动增值服务收入占比达到 31.3%，较去年同期上升 2.1 个百分点，移动用户 ARPU 值为 48.3 元，较二季度提升 0.2 元；固网收入实现 645.7 亿，同比增长 2%，实现平稳增长，其中固网非语言业务贡献达 69.5%，业务收入结构得到持续改善。

图 1、公司分季度收入增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、公司分季度净利润增长情况

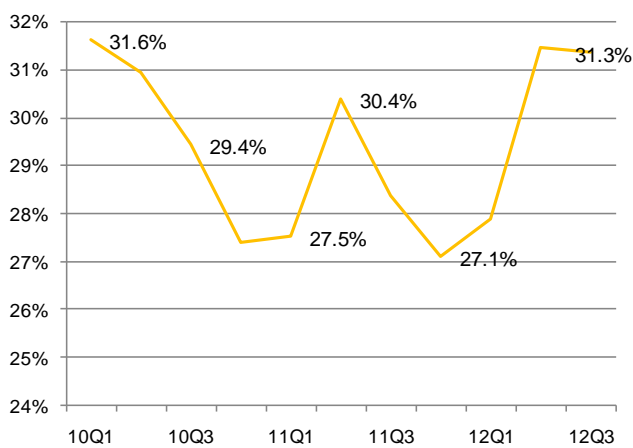


资料来源：公司公告、国海证券研究所

2、3G 收入占比持续提升，宽带收入保持平稳增长。1-9 月份，3G 业务实现收入 440.7 亿，同比增长 92%，占比移动业务收入为 46%，较去年同期上升 16.7 个百分点，3G 累计用户达到 6686 万户，ARPU 值为 89.1 元，较二季度下降 2.7 元，主要是随着 3G 用户规模不断提升，中低端用户占比越来越大。1-9 月份，宽带业务收入实现 304 亿，同比增长 12.7%，保持平稳增长，宽带收入成为固网业务收入第一大动力，占比固网收入达 47.1%，较上年同期提升 4.5 个百分点，宽带累计用户达到 6265 万，ARPU 值为 55.1 元，较二季度下滑 0.5 元。

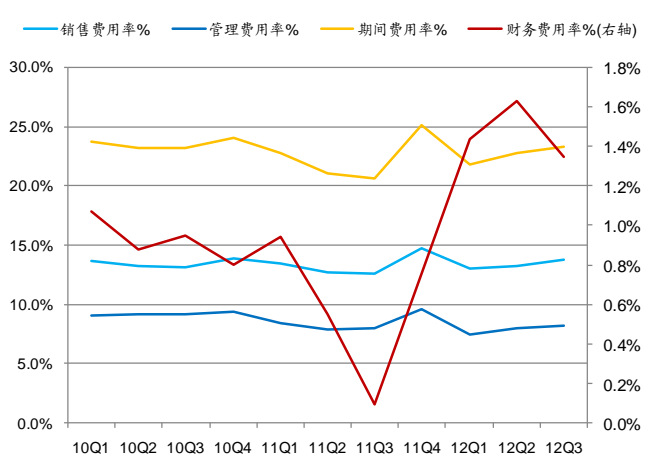
3、3G 手机补贴不断下降，成本控制趋向合理。1-9 月份，公司成本费用为 1761.2 亿，同比增长 18.4%，其中折旧及摊销为 456.6 亿，同比增长 5.8%，3G 销售费用为 337.8 亿，同比增长 48.4%，其中 3G 手机补贴为 46.4 亿，占比 3G 收入为 10.5%，较二季度下降 2.2 个百分点，呈现不断下降的趋势。

图 3、公司分季度毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4、公司分季度期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

4、2G 用户迁移 3G 网络，重新定于联通高增长逻辑。联通通过推出“流量包”政策，预期的 2G 用户迁移 3G 网络政策也随之落地，联通通过 2G 用户迁移 3G 网络政策不断挖掘中低端用户价值，驱动联通 3G 用户快速增长，拉升移动用户整体 ARPU 值，同时客户感知增强，实现收入稳定增长，也提升利润转化率。我们认为 3G 的 ARPU 值下降属于正常，中低端用户规模才是联通最大的用户价值体现，也是其规模优势所在，所以不断挖掘中低端用户价值和规模将提升移动用户综合 ARPU 值，从而提升盈利能力。

5、略微下调前期盈利预测，看好联通长期投资价值，维持买入评级。考虑到4季度是公司成本费用支出高峰期，我们略微下调前期的盈利预测，预计2012/13/14年EPS分别为0.12/0.21/0.30元，对于当前股价的PE分别为30.7/17.9/12.4倍，维持买入评级。

6、风险提示：（1）、3G用户增长低于预期。（2）、行业竞争加剧风险。（3）、2G用户迁移3G网络时间较长，成本费用较高。

表 2、中国联通（600050）盈利预测表

证券代码:	600050.sh				股票价格: 3.74	投资评级:	增持		日期:	2012-10-26
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E	
盈利能力					每股指标					
ROE	0.7%	1.2%	2.2%	3.2%	摊薄EPS	0.07	0.12	0.21	0.30	
毛利率	28.4%	28.6%	29.9%	31.0%	BVPS (最新股本)	3.35	3.02	2.45	1.63	
期间费率	25.3%	24.3%	23.8%	23.6%	估值					
销售净利率	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%	P/E	56.1	30.7	17.9	12.4	
成长能力					P/B	1.1	1.2	1.5	2.3	
收入增长率	22.3%	24.3%	19.5%	16.3%	P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	
利润增长率	15.0%	82.7%	71.3%	45.1%						
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
总资产周转率	0.47	0.57	0.66	0.74	营业收入	215519	267872	320168	372409	
应收账款周转率	14.97	9.27	9.51	9.51	营业成本	154414	191375	224504	256852	
存货周转率	33.20	21.48	20.28	19.22	营业税金及附加	6352	7395	9238	11246	
偿债能力					销售费用	28751	35535	42572	50119	
资产负债率	54.5%	55.8%	58.4%	60.8%	管理费用	18200	22121	26539	30670	
流动比	0.18	0.50	0.81	1.05	财务费用	1243	101	(2106)	(4092)	
速动比	0.16	0.46	0.76	1.00	其他费用/(-收入)	(1905)	(1600)	(2300)	(2500)	
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	4654	9746	17120	25115	
现金及现金等价物	15439	67909	147206	222589	营业外净收支	1010	600	600	600	
应收款项	14395	28901	33666	39159	利润总额	5664	10346	17720	25715	
存货净额	4651	9255	11524	13952	所得税费用	1476	2696	4618	6702	
其他流动资产	4387	6792	8438	10187	净利润	4188	7650	13102	19014	
流动资产合计	38872	112856	200833	285887	少数股东损益	2776	5070	8684	12602	
固定资产	325436	260369	195297	130228	归属于母公司净利润	1412	2580	4418	6412	
在建工程	52329	52329	52329	52329	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
无形资产及其他	20740	20740	18666	16592	经营活动现金流	69453	69237	104445	111670	
长期股权投资	47	50	52	53	净利润	4188	7650	13102	19014	
资产总计	458524	467443	488276	506188	少数股东权益	2776	5070	8684	12602	
短期借款	32322	32322	32322	32322	折旧摊销	57210	67161	67166	66965	
应付款项	92185	94159	109446	123328	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	36621	45517	54403	63279	营运资金变动	5279	(32384)	(32852)	(32430)	
其他流动负债	52363	52363	52363	52363	投资活动现金流	(82738)	65064	65070	65068	
流动负债合计	213490	224360	248532	271292	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	
长期负债合计	36423	36423	36423	36423	筹资活动现金流	65755	(9600)	(16443)	(23861)	
负债合计	249913	260783	284956	307715	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	206661	203320	198473	其它	70645	(9600)	(16443)	(23861)	
负债和股东权益总计	458524	467444	488276	506188	现金净增加额	52470	124702	153073	152877	

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