

中国联通 (600050.SH) 无线通信行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 3.61元
目标(人民币): 4.00元

短期面临需求趋缓, 中期面临竞争加剧

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	21,196.60
总市值(百万元)	765.20
年内股价最高最低(元)	5.72/3.44
沪深 300 指数	2247.91
上证指数	2066.21

成交金额(百万元)

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.058	0.067	0.100	0.138	0.193
每股净资产(元)	3.34	3.35	3.39	3.45	3.54
每股经营性现金流(元)	3.22	3.28	1.70	2.92	3.38
市盈率(倍)	62.50	54.33	35.97	26.11	18.69
行业优化市盈率(倍)	27.64	25.60	25.60	25.60	25.60
净利润增长率(%)	-96.05%	15.04%	50.64%	37.77%	39.72%
净资产收益率(%)	1.73%	1.99%	2.96%	4.01%	5.45%
总股本(百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

■ 中国联通发布三季报, 前三季度实现收入 1906.4 亿元, 同比增长 18.7%。其中服务收入 1611.1 亿元, 同比增长 13.3%。各业务中, 移动服务收入 958.8 亿, 增长 22.7%; GSM 收入 518.0 亿, 下降 6.2%; WCDMA 收入 440.7 亿, 增长 92.42%。实现净利润 54.1 亿(归属 A 股股东的净利润 18.33 亿), 增长 26.7%。总体而言, 3G 收入增速放缓, 2G 收入下滑环比趋缓; WCDMA 仍是亮点。本期终端补贴控制成效继续彰显, 单季补贴环比少支出 8.8 亿。

经营分析

- 总体而言, 不断扩大的融资规模、强化的竞争态势、刚性的经营性和资本性支出压力的恶性循环仍未被突破, 公司基本面实质性的改善仍需要在这个大背景下审视。
- 中国联通今年 3 季度以来, 新增用户数保持在 300 万以上, 较为稳定。但在用户发展较好的九月, 环比仅多增 11.2 万, 低于去年同期的情况。ARPU 值方面, 89.1 元低于市场预期, 环比出现了 2.7 元的降幅。
- 2G 新增用户旺季不旺, 用户发展前景堪忧, ARPU 低于预期。今年三季度 2G 新增用户数旺季不旺, 尤其是传统的红九月, 单月 2G 新增用户数仅 24.2 万, 环比还出现了下降。前三季度 ARPU 仅 34.1 元, 环比下降了 0.35 元, 低于我们的预测。
- 本期中国联通成本控制成效显著, 尤其是补贴亏损、折旧摊销成本和运维成本, 收入占比下降明显。但网间结算收入占比下降缓慢, 人工成本受制于工资刚性上升, 同时销售费用在营销方式改造, 提升体验以及竞争压力下依然告诉增长, 是业绩改善未达预期的主要原因。

盈利预测和投资建议

- 鉴于宏观经济的悲观预期, 以及行业中长期面临竞争加剧的风险, 我们重新调整业绩预测: 2012-2014 年公司收入分别为 2530 亿元、2886 亿元、3268 亿元, 同比增速分别为 17.4%、14.1%、12.5%。2012~2014 年公司净利润分别为 62.85 亿、86.59 亿、120.98 亿, 对联通 A 股 EPS 分别为 0.100 元(增速 50.6%)、0.138 元(增速 37.8%)和 0.193 元(增速 39.7%), 当前 A 股收盘价 35.97 倍、26.11 倍和 18.69 倍; 维持增持评级。

相关报告

1. 《竞争加剧补贴削减的可持续性》, 2012.8.24
2. 《下一步关注网络质量和终端成本》, 2012.4.26
3. 《业绩略低于预期, 关注 12 年资本开支》, 2012.3.23

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

2012年3季报点评：费用控制略见成效，竞争加剧拖累 ARPU

三季报概述

- 中国联通发布三季报，前三季度实现收入 1906.4 亿元，同比增长 18.7%。其中服务收入 1611.1 亿元，同比增长 13.3%。
- 各业务中，移动服务收入 958.8 亿，增长 22.7%；GSM 收入 518.0 亿，下降 6.2%；WCDMA 收入 440.7 亿，增长 92.42%。
- 实现净利润 54.1 亿（归属 A 股股东的净利润 18.33 亿），增长 26.7%。总体而言，3G 收入增速放缓，2G 收入下滑环比趋缓；WCDMA 仍是亮点。本期终端补贴控制成效继续彰显，单季补贴环比少支出 8.8 亿。
- 由于竞争加剧拖累和宏观经济影响，3G、2G ARPU 值均低于我们的预期。

图表1：2012Q3 业绩简表

	2012Q3	2011Q3	同比增速
营业收入	1,906.40	1,606.07	18.70%
终端收入	295.3	191.8	53.94%
通信服务收入	1,611.10	1,414.24	13.92%
2G 服务收入	518.0	552.2	-6.20%
3G 服务收入	440.7	229.0	92.42%
固网服务收入	645.2	633.2	1.90%
宽带收入	304.0	269.7	12.70%
营业成本及费用	1,761.20	1,487.50	18.40%
折旧和摊销	456.6	431.6	5.79%
网络、营运及支撑	240.7	215.2	11.85%
销售通信产品成本	337.8	227.6	48.40%
销售费用	253.8	206.4	22.97%
净利润	54.1	42.7	26.70%
归属于上市公司股东	18.3	14.0	30.36%
股本	211.96	211.96	0.00%
EPS	0.086	0.066	30.36%

来源：国金证券研究所

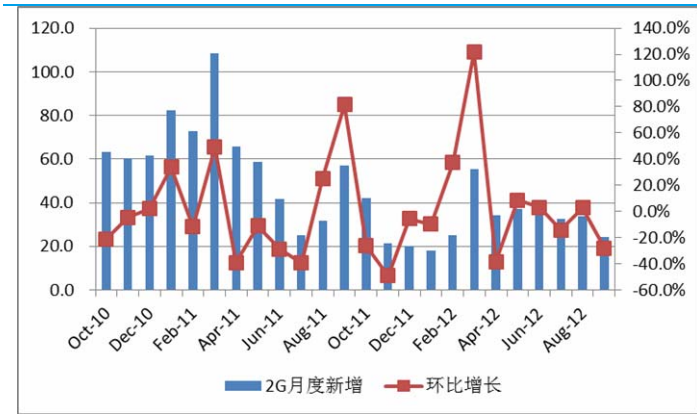
总体评价

- 本期中国联通用户发展情况旺季不旺，依然面临着以下三个挑战：
 - 竞争压力：今年以来运营商资费大战，并为实现用户发展的改善，反而造成 ARPU 下降、销售费用居高不下，
 - 成本压力：人工成本刚性上升，财务费用由于融资压力下借贷增加而上升，运维成本、网间结算净支出依然难以控制，成本费用的收入占比下降有限；
 - 现金流压力：现金流压力一直是联通的关键弱点。经营性现金流的脆弱平衡下，资本开支压力需要不断扩大的借贷来补足资金缺口，相应的财务费用也成为侵蚀公司利润的一个漏洞。
- 总体而言，不断扩大的融资规模、强化的竞争态势、刚性的经营性和资本性支出压力的恶性循环仍未被突破，公司基本面实质性的改善仍需要在这个大背景下审视。

分业务评价：竞争压力、经济低迷，用户发展旺季不旺，ARPU 下滑超预期

- **3G 用户发展稳定，ARPU 下滑略超预期：**中国联通今年 3 季度以来，新增用户数保持在 300 万以上，较为稳定。但在往年用户发展较好的九月，环比仅多增 11.2 万，低于去年同期的情况。ARPU 值方面，89.1 元低于市场预期，环比出现了 2.7 元的降幅。
- **2G 新增用户旺季不旺，用户发展前景堪忧，ARPU 低于预期。**今年三季度 2G 新增用户数旺季不旺，尤其是传统的红九月，单月 2G 新增用户数仅 24.2 万，环比还出现了下降。前三季度 ARPU 仅 34.1 元，环比下降了 0.35 元，低于我们的预测。

图表2：中国联通 2G 新增用户数（单位：万人）

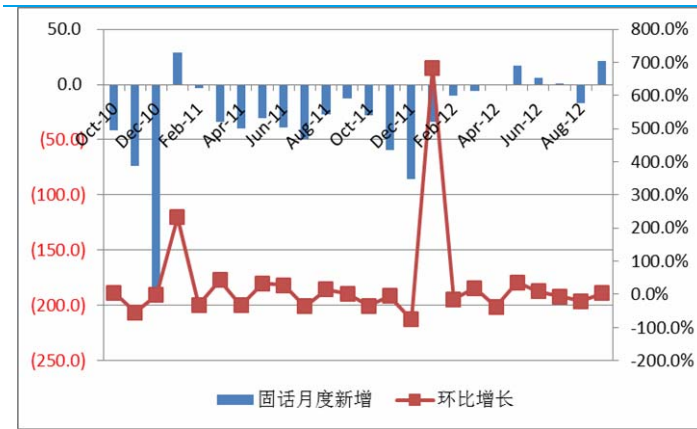


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：中国联通 3G 新增用户数（单位：万人）



图表4：中国联通固话新增用户数（单位：万人）



来源：国金证券研究所

图表5：中国联通宽带新增用户数（单位：万人）



成本费用分析

网间结算、人工成本依然是成本控制的难点

- 本期中国联通部分成本项目控制成效显著，尤其是补贴亏损、折旧摊销成本和运维成本，收入占比下降明显。但网间结算收入占比下降缓慢，人工成本受制于工资刚性上升，同时销售费用在营销方式改造，提升体验以及竞争压力下依然高速增长，是业绩改善未达预期的主要原因。
- **销售费用大幅增长：**前三季度销售费用发生人民币 253.8 亿元，比上年同期增加人民币 47.4 亿元，增长 23.0%。

- **终端补贴率显著下降：**本期联通终端补贴（亏损）46.40 亿，终端补贴控制成效继续彰显，单季补贴环比少支出 8.8 亿。
- **折旧摊销成本收入占比继续下降：**前三季度折旧及摊销发生人民币 456.6 亿元，比上年同期增加人民币 25.0 亿元，增长 5.8%，低于收入增速，收入占比同比下降 13 个百分点。
- **运维成本占比下降：**网络、营运及支撑成本发生人民币 240.7 亿元，比上年同期增加人民币 25.5 亿元，增长 11.8%，收入占比同比下降 7 个百分点，改善显著。
- **网间结算支出占比下降：**前三季度网间结算成本发生人民币 139.5 亿元，比上年同期增加人民币 19.8 亿元，增长 16.5%，低于收入增速收入占比同比下降 2 个百分点。
- **人工成本继续增长：**发生人民币 210.6 亿元，比上年同期增加人民币 16.3 亿元，增长 8.4%。

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 鉴于宏观经济的悲观预期，以及行业中长期面临竞争加剧的风险，我们重新调整业绩预测：2012-2014 年公司收入分别为 2530 亿元、2886 亿元、3268 亿元，同比增速分别为 17.4%、14.1%、12.5%。2012~2014 年公司净利润分别为 62.85 亿、86.59 亿、120.98 亿，对联通 A 股 EPS 分别为 0.100 元（增速 50.6%）、0.138 元（增速 37.8%）和 0.193 元（增速 39.7%），当前 A 股收盘价 35.97 倍、26.11 倍和 18.69 倍。

投资建议及风险提示

- 维持公司的“增持”评级，提醒注意年底明年资本支出规划、LTE 出台对全行业的系统性影响和宏观经济风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	158,369	176,168	215,519	252,992	288,575	324,679	货币资金	8,828	22,791	15,439	15,000	16,500	18,150
增长率		11.2%	22.3%	17.4%	14.1%	12.5%	应收款项	16,563	12,086	14,395	15,117	17,243	19,401
主营业务成本	-105,654	-123,735	-154,414	-177,372	-201,307	-225,096	存货	2,412	3,728	4,651	4,860	5,515	6,167
%销售收入	66.7%	70.2%	71.6%	70.1%	69.8%	69.3%	其他流动资产	2,920	3,688	4,387	5,323	6,041	6,755
毛利	52,715	52,433	61,104	75,620	87,268	99,582	流动资产	30,723	42,293	38,872	40,300	45,300	50,473
%销售收入	33.3%	29.8%	28.4%	29.9%	30.2%	30.7%	%总资产	7.3%	9.5%	8.5%	8.6%	9.2%	9.9%
营业税金及附加	-4,487	-4,871	-6,352	-7,286	-8,311	-9,351	长期投资	7,992	6,261	6,999	7,000	6,999	6,999
%销售收入	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	固定资产	349,171	363,651	380,102	405,815	426,713	439,725
营业费用	-20,957	-23,733	-28,751	-33,648	-37,803	-42,208	%总资产	83.3%	82.0%	82.9%	86.2%	86.4%	86.3%
%销售收入	13.2%	13.5%	13.3%	13.3%	13.1%	13.0%	无形资产	27,266	27,594	28,840	17,430	14,651	12,316
管理费用	-14,048	-16,113	-18,200	-20,745	-23,086	-25,650	非流动资产	388,510	401,173	419,651	430,247	448,365	459,041
%销售收入	8.9%	9.1%	8.4%	8.2%	8.0%	7.9%	%总资产	92.7%	90.5%	91.5%	91.4%	90.8%	90.1%
息税前利润 (EBIT)	13,223	7,717	7,802	13,940	18,068	22,374	资产总计	419,232	443,466	458,524	470,547	493,665	509,514
%销售收入	8.3%	4.4%	3.6%	5.5%	6.3%	6.9%	短期借款	63,997	36,911	32,449	58,172	51,702	34,883
财务费用	-944	-1,625	-1,243	-3,429	-4,054	-3,257	应付款项	130,865	132,329	137,413	157,179	178,592	200,026
%销售收入	0.6%	0.9%	0.6%	1.4%	1.4%	1.0%	其他流动负债	4,751	28,654	43,627	7,047	8,216	9,500
资产减值损失	-2,376	-2,664	-2,771	-3,132	-3,469	-3,986	流动负债	199,612	197,894	213,490	222,397	238,510	244,409
公允价值变动收益	1,239	0	0	0	0	0	长期贷款	759	1,462	1,384	1,384	1,384	1,385
投资收益	212	485	866	500	500	500	其他长期负债	7,457	35,930	35,040	33,118	33,118	33,118
%税前利润	1.7%	10.4%	15.3%	6.0%	4.3%	3.1%	负债	207,829	235,286	249,913	256,899	273,012	278,912
营业利润	11,356	3,914	4,654	7,880	11,045	15,631	普通股股东权益	70,984	70,836	71,024	71,903	73,181	75,127
营业利润率	7.2%	2.2%	2.2%	3.1%	3.8%	4.8%	少数股东权益	137,862	137,344	137,587	141,744	147,472	155,475
营业外收支	825	733	1,010	500	500	500	负债股东权益合计	416,675	443,466	458,524	470,547	493,665	509,514
税前利润	12,181	4,647	5,664	8,380	11,545	16,131	比率分析						
利润率	7.7%	2.6%	2.6%	3.3%	4.0%	5.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-2,807	-975	-1,476	-2,095	-2,886	-4,033	每股指标						
所得税率	23.0%	21.0%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.148	0.058	0.067	0.100	0.138	0.193
净利润	9,374	3,671	4,188	6,285	8,659	12,098	每股净资产	3.349	3.342	3.351	3.392	3.452	3.544
少数股东损益	6,237	2,444	2,776	4,157	5,728	8,003	每股经营现金净流	2.798	3.218	3.277	4.767	5.455	6.348
归属于母公司的净利润	3,137	1,228	1,412	2,127	2,931	4,095	每股股利	0.067	0.067	0.054	0.060	0.078	0.101
净利率	2.0%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.42%	1.73%	1.99%	2.96%	4.01%	5.45%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	0.75%	0.28%	0.31%	0.45%	0.59%	0.80%
净利润	9,374	3,671	4,188	6,285	8,659	12,098	投入资本收益率	3.62%	2.18%	2.09%	3.41%	4.42%	5.59%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	51,718	57,880	60,965	70,402	84,910	101,153	主营业务收入增长率	3.67%	11.24%	22.34%	17.39%	14.07%	12.51%
非经营收益	-561	1,867	347	6,421	3,380	2,615	EBIT增长率	-41.93%	-41.64%	1.10%	78.66%	29.61%	23.83%
营运资金变动	-1,508	4,622	3,891	17,925	18,683	18,680	净利润增长率	N/A	-60.87%	15.04%	50.64%	37.77%	39.72%
经营活动现金净流	59,023	68,040	69,391	101,034	115,631	134,546	总资产增长率	21.24%	6.43%	3.40%	2.62%	4.91%	3.21%
资本开支	-80,929	-77,708	-80,387	-84,075	-102,509	-111,310	资产管理能力						
投资	1	-46	-3,368	-1	0	0	应收账款周转天数	22.1	21.0	19.3	19.0	19.0	19.0
其他	-388	1,285	1,017	500	500	500	存货周转天数	6.2	9.1	9.9	10.0	10.0	10.0
投资活动现金净流	-81,316	-76,470	-82,738	-83,576	-102,009	-110,810	应付账款周转天数	280.4	286.5	218.5	210.0	210.0	210.0
股权募资	43,833	23,556	11,022	-14,167	-6,470	-16,817	固定资产周转天数	656.9	630.7	551.2	492.7	443.7	396.6
其他	-6,505	-5,732	-5,256	-3,729	-5,652	-5,269	偿债能力						
筹资活动现金净流	37,328	17,824	5,800	-17,896	-12,122	-22,086	净负债/股东权益	30.13%	23.60%	24.69%	36.36%	31.59%	22.22%
现金净流量	15,035	9,394	-7,546	-439	1,500	1,650	EBIT利息保障倍数	14.0	4.8	6.3	4.1	4.5	6.9
							资产负债率	49.88%	53.06%	54.50%	54.60%	55.30%	54.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B