

业绩符合预期，业务增速及占比的结构 性变化驱动投资重心向无线网倾斜

中国联通（600050.SH）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

中国联通3月21日发布2012年年报。2012年营业收入2562.65亿元，同比增18.9%，其中主营业务收入2167.9亿，同比增13.1%；EBITDA为729亿，同比增14.6%，EBITDA率同比提高0.4个百分点到33.6%；净利润同比增长68.4%达70.3亿元，归属A股上市公司股东净利润23.68亿元，每股EPS 0.112元。12年资本性支出997.9亿，12年分配政策计划为每10股派0.399元。

中国联通2012年营业收入略超我们预期，净利润增速符合预期。

2. 我们的分析与判断：

（一）收入增速继续快于行业平均增速，非语音业务收入占比超一半；联通投资重心预期向无线宽带网络建设倾斜

中国联通2012年收入增速18.9%，继续快于2012年中国移动6.04%、中国电信15.52%的收入同比增速，和中国电信的收入相对差距逐渐缩小。

主营业务收入中，非语音业务收入同比提高3.9个百分点，占比达到53.2%，首次超过一半，业务结构出现根本性转变。移动业务成为主营业务增长的主要驱动力，占比60%；3G业务占主营收入比重也从2010年的17.6%快速增加到28.5%，占移动业务比重则已达一半。

包括固网宽带业务在内的固网业务增速均低于主营业务增速，我们预期未来中国联通投资重心将进一步向无线宽带（3G<E）投资倾斜，固网宽带投资也可能将适度压缩。

（二）智能机普及推动2G向3G用户迁移加速，3G用户月均流量略降凸现流量经营是未来业务转型关键

联通2012年3G用户年累计净增3643.7万户，达到7645.6万户，其中含无线上网卡用户达到564.9万户。智能机的普及推动2G向3G用

分析师

王家炜

☎：(8610) 6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujiingsong@chinastock.com.cn)

王娜：(8610) 6656 8846

(wangna_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2013.3.21

A股收盘价(元)	3.44
A股一年内最高价(元)*	4.57
A股一年内最低价(元)*	3.15
上证指数	2324.24
市净率	1.01
总股本(百万股)	21196.6
实际流通A股(百万股)	21196.6
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	726.16

注：*价格未复权

相关研究

《行业深度-通信行业2013年度策略报告：弱复苏下的结构性机会，军工通信长期发展最确定》
2012.12.27

户迁移加速，同时 3G 业务 ARPU 值的下降趋势也因此略有加快，3G 用户 ARPU 值从 12 年从一季度 93.9 元下降到半年报的 91.8 元、第三季度的 89.1 元、12 年年报的 86.1 元；但在 GSM 用户 ARPU 同比下降 8.6% 到 34.2 元的情况下，3G 业务仍带动整体移动用户 ARPU 值提升 1.3% 到 47.9 元。

表 1: 中国联通分业务同比增速及占比

单位: 亿元	2012 年			2011 年			2010 年	
	累计完成	所占主营百分比	同比增速	累计完成	所占主营百分比	同比增速	累计完成	所占主营百分比
主营业务收入	2167.90	100.00%	13.05%	1917.60	100.00%	15.28%	1663.39	100.00%
其中: 移动业务	1298.10	59.90%	22.08%	1063.30	55.50%	25.82%	845.08	50.80%
其中: 3G	617.10	28.50%	82.63%	337.90	17.60%	183.24%	119.30	7.20%
固网业务	860.10	39.70%	1.93%	843.80	44.00%	4.11%	810.50	48.70%
其中: 宽带	407.30	18.80%	11.80%	364.30	19.00%	18.55%	307.30	18.50%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2012 年 3G 手机数据流量达到 939.9 亿 MB, 同比增长 185.0%, 3G 智能手机用户月均数据流量达到 256MB, 较 2011 年 3G 用户月均数据流量 267MB (同比增 50.1%) 略有下降; 应用商店、手机音乐注册用户分别达到 1894 万户、2215 万户。

3G 用户规模大幅增加带动数据总流量继续快速增长, 对网络容量及网络体验要求加大; 同时, 2012 年 3G 用户月均数据流量同比略有下降 (数据卡用户占比变化也是影响因素之一), 因此“以体验营销培育用户需求, 创新流量资费模式, 促进流量价值增值”, 也是中国联通未来业务持续成长的转型着力点。

(三) 3G 终端补贴得到优化, 销售及财务费用有改善空间

2012 年公司持续优化 3G 合约政策, 全年 3G 终端补贴成本发生 61.0 亿元, 同比增长 5.4%, 但占比有所下降, 所占主营业务收入的比重由上年的 3.0% 下降至 2.8%, 占 3G 业务主营业务收入的比重由上年的 17.1% 下降至 9.9%。虽然四季度终端补贴因 iPhone5 的推广环比略有提升, 但 3G 手机补贴总体上呈下降趋势, 3G 用户发展成本逐渐得到控制。

表 2: 中国联通单季度终端补贴逐渐趋于改善 (2010Q1-2012Q4)

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
3G 终端补贴 (亿元)	1.0	3.9	7.7	19.1	19	11.57	10.99	16.34	19.8	15.4	11.2	14.6

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

成本费用方面, 销售费用 (占主营收入比从 11 年的 15.0% 增加到 12 年的 16.2%) 及财务费用 (主要由于网络投资增加带动短期借款大幅提升及融资成本提升, 同比增加 21.8 亿元) 对业绩形成拖累, 其他成本费用率均得到改善。

(四) 联通网络制式优势仍存, 加快网络覆盖完善、提高用户体验,

是长期发展关键

美国 LTE 经过 2 年发展，截至 12 年底的用户也仅为 1600 余万，渗透率 6.8%；中国联通 WCDMA HSPA+和 TD-LTE 理论速率对比，落差显著小于 CDMA/WCDMA/TD 三种 3G 制式差距，未来 3G 和 LTE 在较长时间内将共存，并在未来数年内仍以 3G 业务发展为主导。

中国联通 WCDMA 的网络制式，也使其未来如果获得 FDD-LTE 牌照，向 LTE 升级的成本大大低于中国移动和中国电信（中国电信即使获得 FDD-LTE 牌照，C 网的制式问题和累计基站较少的相对缺点也加大未来 FDD-LTE 的投资压力），为其超过行业的业绩成长带来优势。

我们认为联通的发展仍受困于短期帐面资金及现金流制约投资能力、网络覆盖亟待完善；而加快完善 3G 网络覆盖、提高不断降低的用户体验，仍是中国联通长期发展的关键。

3. 投资建议

13 年 1 倍的 PB 估值和预期 18 倍的动态 PE 估值，中国联通估值优势明显，仍是通信板块累计涨幅较高情况下，逐渐转防御配置的首选，维持对中国联通此前的“推荐”评级。

我们维持对公司 2013~2014 年的盈利预测，预计收入分别为 2826.75 亿、3250.76 亿元，同比增速分别为 10.30%、15.00%；归属 A 股母公司股东对应的净利润分别为 40.26 亿、57.23 亿，同比增速分别为 69.87%、42.14%，每股 EPS 分布为 0.19、0.27 元。

4. 风险提示

- 1) 3G 用户发展低于预期。
- 2) LTE 牌照、虚拟运营商及移动转售等政策性事件影响

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机行业证券分析师。 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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中国联通（600050.SH）、星网锐捷（002396.SZ）、海格通信（002465.SZ）、海能达（002583.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、硕贝德（300322.SZ）、烽火通信（600498.SH）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、邦讯技术（300312.SZ）、东土科技（300353.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn