

3G 业务发展势头良好、显规模效应 成本费用端更增业绩弹性

中国联通 (600050.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

联通 3、4 月份净增 3G 用户数均保持 400 万以上, 同时公司资本开支度过高峰, 市场贴现融资成本的下降, 有利盈利能力提升。

2. 我们的分析与判断:

(一) 估值优势明显, PB 有安全边际和向上空间

表 1: 海外重要运营商 P/B 指标

运营商	Verizon	AT&T	Sprint	德国电信	KDDI	NTT DoCoMo	平均
P/B	4.43	2.22	3.11	1.56	1.66	1.13	2.14

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

表 2: 国内三大运营商 P/B 指标

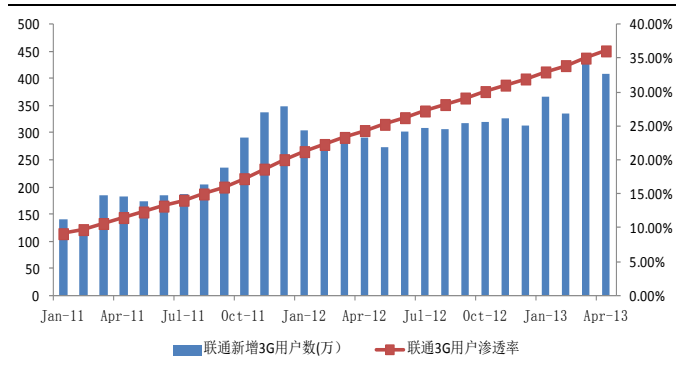
运营商	中国联通	中国移动	中国电信	平均
P/B	1.05	1.82	0.94	1.27

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究部

(二) 3G 用户增长良好, 新增用户占比回升

近两个月中国联通单月新增 3G 用户数均突破 400 万户 (分别为 3 月 433.2 万户, 4 月 407.6 万户), 截止 4 月底, 中国联通 3G 用户累计达到 8348.4 万户, 3G 用户渗透率达到 36.1%。

图 1: 联通新增 3G 用户数(万户)及联通 3G 用户渗透率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

分析师

朱劲松

☎: (8610) 8357 4072

✉: zhujingsong@chinastock.com

执业证书编号: S0130513050004

特此鸣谢

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 2013.5.29

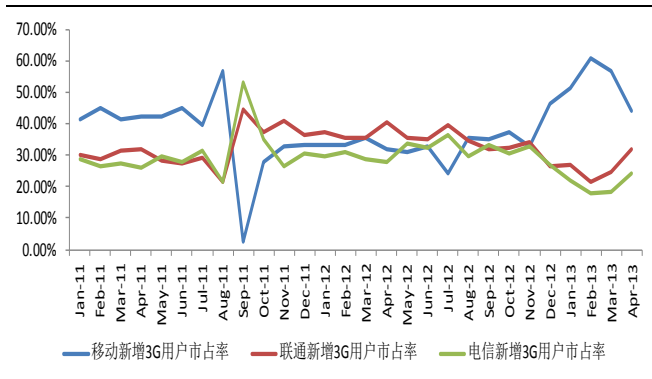
A 股收盘价 (元)	3.81
A 股一年内最高价 (元) *	4.16
A 股一年内最低价 (元) *	3.15
上证指数	2324.02
市净率	1.05
总股本 (百万股)	21196.6
实际流通 A 股 (百万股)	21196.6
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	807.61

注: *价格未复权

相关研究

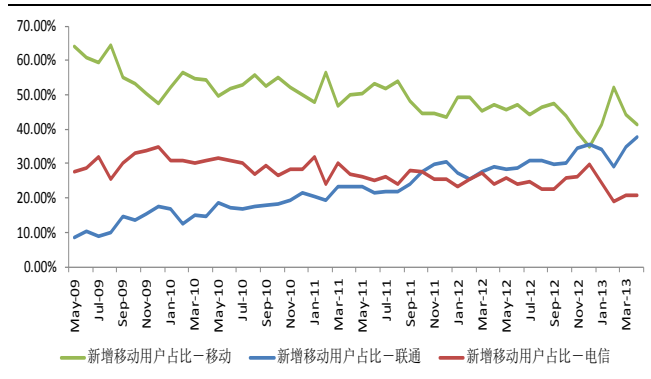
- 1、《中国联通 1 季报点评: 业绩略超预期, 3G 业务规模效益渐显》2013.4.26
- 2、《行业周报 (第 14 周, 总第 65 期) 微信收费热议, 推动中国联通无线网络和业务价值重估》2013.4.7
- 3、《行业周报 (第 12 周, 总第 63 期) 三大运营商 13 年资本开支整体符合预期, 电信、联通 LTE 网建设表态谨慎》2013.3.24
- 4、《中国联通年报点评: 业绩符合预期, 业务增速及占比的结构性变化驱动投资重心向无线网倾斜》2013.3.21

图 2: 三大运营商新增 3G 用户占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 3: 三大运营商新增移动用户占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2月联通、电信新增3G用户占比有所下滑,主要是中移动2G向3G用户转网速度更快所致。3~4月,联通、电信新增3G用户占比回升,4月联通新增3G用户占比31.9%,接近去年12月前的水平。联通4月的37.9%新增移动用户数占比更是创新高,与中移动的差距进一步缩小。

移动电话渗透率已到极限,新增更多来自对手和个人平均移动终端数的增加;从对手处获取新用户代价极高,新增用户越多付出代价越大,质量比数量重要;联通获取新增用户数维持30%左右的份额趋势就是成功。如果用户良性增长,渠道和广告等费用端也有很大的下降空间。

去年底工信部预计13年3G用户净增1亿户,随着3G业务的稳定推广和智能终端的快速普及,3G移动电话用户渗透率保持较快速度的提升,今年1~4月3G用户净增5593.9万户,仅4个月就完成了预期的55.9%,考虑智能机快速普及带来的2G用户向3G迁移趋势加快,2013年将净增3G用户数预计将超过1.7亿户,假设联通保持30%的占比,13年即可能净增3G用户过5000万户,达成全年净增4200万户的市场预期完全有希望。

(三) 3G 业务规模效应渐显、成本费用趋势向好, 13 年中报业绩高增长确定性大

收入方面,如前所述联通新增3G用户数及用户占比维持在较高的水平,同时一季度3G用户平均ARPU为78.2元,环比不降反增1.4%,在有量有价的保证下,联通13年中报收入较快增长确定性高,我们预计13年1~6月营业收入增长14.96%,其中3G服务收入同比增长48.79%。

表 3: 联通 2013 上半年度收入预测

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2 (预测)	2013H1 (预测)	2013H1 同比 增速 (预测)
3G 业务 ARPU (元)	93.9	89.7	83.7	77.1	78.2	74.3	76.2	
3G 用户数 (万户)	4886.0	5753.0	6686.3	7645.6	8781.6	9989.2	9989.2	
新增 3G 用户数 (万户)	978.9	867.0	933.3	959.3	1136.0	1207.6	2343.6	
营业收入 (亿元)	629.8	623.1	653.5	656.2	727.0	713.3	1440.3	14.96%
其中: 移动服务收入 (亿元)	301.3	321.4	336.1	339.3	363.3	378.0	741.3	19.04%
3G 服务收入 (亿元)	129.3	148.2	163.2	176.4	198.7	214.2	412.9	48.79%
移动服务收入占营业收入比重	47.84%	51.58%	51.43%	51.71%	49.97%	52.98%	51.46%	
3G 服务收入占移动服务收入比重	42.91%	46.11%	48.56%	51.99%	54.69%	56.67%	55.70%	

资料来源: 中国银河证券研究部

成本费用方面, 资本开支高峰已过, 联通 12 年 CAPEX 为 997.9 亿元, 13 年预算为 800 亿元, 策略上联通选择继续深耕 3G 市场, 同时在农村、中西部建设 U900 补充 3G 覆盖、降低建设维护成本。联通的 CAPEX 进入趋势性下降阶段, 财务意义上, 联通有望 5 年来首次实现正现金流循环, 对应到利润表上折旧摊销、运营支撑、财务费用占比均会改善。1 季报显示今年 1 季度联通折旧摊销占服务收入的比重同比下降 0.5 个百分点; 运营支撑、管理费用占服务收入的比重同比下降 1.6 个百分点。

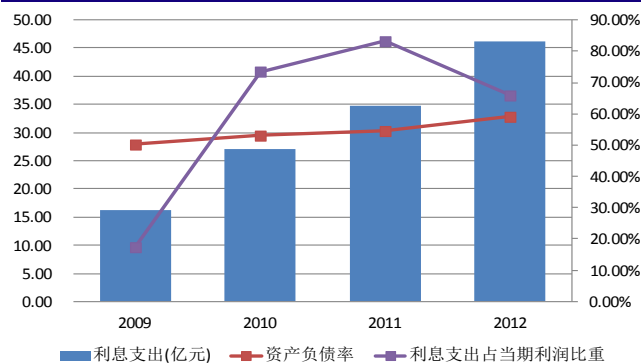
终端补贴方面, 由于 3G 智能机的普及和网络的日益成熟, 2012 年手机补贴明显收敛, 今年手机补贴将保持“两降一升”策略, 集中资源面向高端市场, 补贴额占收入比例以及每名客户的补贴将下降。1 季报显示今年 1 季度 3G 终端补贴占 3G 服务收入的比重下降 4.1 个百分点。

2011 年加薪, 2013 年人工成本仍将上调, 但占比稳中趋降, 一季度占服务收入的比重同比下降 0.7 个百分点。

总体而言, 受益 3G 业务规模效益渐显, 联通大部分成本费用项目占收比趋下降, 增大业绩向上弹性。

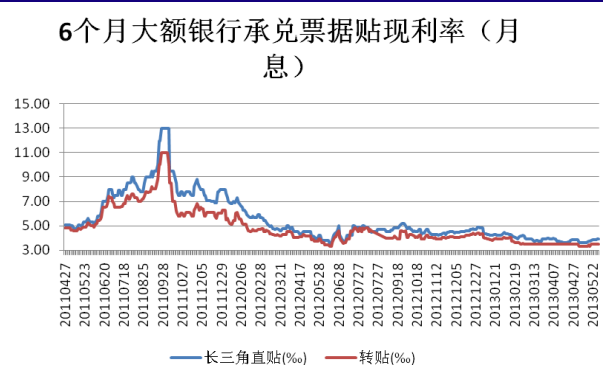
(四) 票据贴现融资成本趋降, 有利缓解公司债务成本

图 3: 联通资产负债率及利息支出情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 银行间票据贴现率走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

3. 投资建议

对应 13 年 1.05xPB 估值、20xPE 估值，中国联通的估值优势带来安全边际，3G 业务规模效益渐显和成本费用端的改善趋势，带动盈利能力保持向上提升趋势，维持对中国联通此前的“推荐”评级。

我们维持对公司此前的盈利预测，预计收入分别为 2895.25 亿、3171.74 亿元，同比增速分别为 12.97%、9.50%；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 分别为 0.19、0.27 元。

4. 催化剂

- 1) 净增 3G 用户数维持预期高位；
- 2) 中期业绩超出预期。

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。

朱劲松，通信行业证券分析师。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：中国联通（600050.SH）、中兴通讯（000063.SZ）、烽火通信（600498.SH）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、科华恒盛（002335.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、海能达（002583.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、中海达（300177.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、三维通信（002115.SZ）、东土科技（300353.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、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