

买入 首次

中国联通 (600050)

2011 年 12 月 05 日

股票价格

12 月 02 日收盘价	5.28 元
6 个月内目标价	7.00 元
52 周内股价波动	4.43-6.37 元

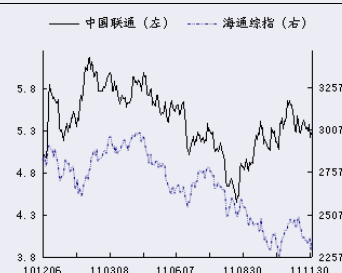
主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	88.00	48.00	21.12
市净率	1.58	1.57	1.57
PEG	0.92	0.50	0.22

股本结构

总股本 (万股)	2119659.64
流通 A 股 (万股)	2119659.64
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

通信行业高级分析师

袁兵兵

SAC 执业证书编号:

S0850511100003

电话: 021-23219770

Email: ybb6053@htsec.com

联系人

侯云哲

电话: 021-23219815

Email: hyz6671@htsec.com

于无声处听惊雷, 3G 业务利润拐点凸现

公司实现全年净增 2500 万 3G 用户已无悬念; 通过中低端千元智能机、高端 iPhone 的用户拓展战略, 公司游刃有余的实现了 3G 合约用户占比不断提升, 并保障了规模与成本控制的良性循环。随着 3G 业务收入增长曲线开始上穿费用成本曲线, 我们认为公司 3G 业务的盈利拐点已经来临。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率 (%)	-84.50%	-60.87%	87.31%	130.19%	79.58%
主营业务利润率 (%)	7.17%	2.22%	3.84%	7.50%	11.56%
净资产收益率 (%)	4.42%	1.73%	3.25%	7.47%	13.42%
每股收益 (元)	0.15	0.06	0.11	0.25	0.45

资料来源: 海通证券研究所

- **全年实现净增 2500 万 3G 用户已无悬念。**在 3G 用户发展不断加速的背景下, 四季度公司加强千元智能机供应、同时进一步推广 iPhone 4S/N9 等高端机型, 我们认为公司有望超预期实现 2011 年 3G 用户发展目标。
- **3G 业务拓展游刃有余、日臻佳境。**我们判断公司的合约用户占比将有望进一步提升、2012 年全年占比将达到 52%; 同时, 中低端千元智能机、高端机型的合约实现了全覆盖不同用户群。在加强产业链上游供应后、移动互联网数据需求爆发的基础上, 千元智能机将能够维持较高 ARPU 值、实现用户拓展规模与成本的完美结合; 12 月 iPhone 4S/N9 等高端手机上市将进一步助推公司 3G 用户高增长。
- **于无声处听惊雷, 3G 业务利润拐点凸现。**在 3G 手机补贴占 3G 业务收入比不断下降的背景下, 受益 3G 用户基数扩大带来的服务收入高速增长曲线 (2011-2013 年 CAGR 达到 74.6%), 正在上穿 3G 业务成本曲线 (3G 服务成本加当期 3G 增量用户的补贴成本) ——3G 业务的盈利拐点正在来临。我们测算公司将在 2011 年 Q4 实现 3G 业务盈利突破!
- **盈利预测。**在 3G 业务 2012 年实现加速盈利、2G 业务收入小幅增长、固网有望恢复稳定增长的同时, 我们测算营业成本占收入比逐年下降、公司业绩将实现爆发性增长。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.11、0.25、0.45 元, 公司业绩将呈现爆发性增长、2011-2013 之间 3 年 CAGR 达到 95.7%。
- **投资建议。**参考行业内可比公司 Verizon、AT&T、Telefonica 和中国电信, 考虑联通在国内 3G 业务中的优势地位以及 2012 年 3G 业务开始贡献利润, 我们给予联通 2.1 倍 P/B 估值, 对应 6 个月目标价 7.00 元、给予“买入”评级。
- **主要不确定因素。**3G 业务拓展及成本控制不及预期; 竞争对手过早实现网络升级部署。

目 录

投资要点	4
1. 联通全年净增 2500 万用户的目标达成已无悬念	5
2. 联通 3G——日臻佳境，游刃有余	5
2.1 合约用户比例上升，3G 用户质量提升	5
2.2 3G 合约实现细分市场全覆盖	6
3. 于无声处听惊雷——3G 利润拐点已现	10
3.1 补贴继续存在，但对利润影响渐微	10
3.2 3G 通信服务收入爆发增长，2011-2013 CAGR 增长率为 74.55%	11
3.3 3G 业务利润拐点显现	11
4. 业绩预测：2012 年业绩增速为 130.19%	11
4.1 2G 收入小幅增长，固网有望恢复稳定增长	11
4.2. 营业成本占收入比逐年下降、利润爆发性增长	12
5. P/B 低估、业绩拐点带来价值回归、买入评级	14
6. 不确定因素	15

图目录

图 1 中国联通 3G 用户结构	5
图 2 中国联通 2011 - 2013 合约用户预测	6
图 3 中国联通不同类型合约价值（单位：元）	6
图 4 中国联通 3G 用户结构	7
图 5 千元智能机产业链	7
图 6 2010Q4 - 2011Q3 中国联通 3G 用户 ARPU 值（单位：元）	9
图 7 千元智能机合约用户占比	9
图 8 iPhone286 套餐取消对 iPhone 合约拓展影响	10
图 9 3G 业务利润拐点来临	11
图 10 2011 Verizon/AT&T/Telefonica/中国电信的 P/B 变化趋势	15

表目录

表 1 高端机型市场推广分析	5
表 2 公司 3G 业务用户结构预测（单位：万户）	7
表 3 终端厂商智能机目标出货量（单位：万部）	8
表 4 3G 套餐利润影响分析（单位：元）	8
表 5 3G 重点套餐内容分析	8
表 6 公司 3G 通信产品销售业务预测（单位：亿元）	10
表 7 公司 3G 业务通信服务收入（单位：亿元）	11
表 8 公司 2G 和固网业务营业收入预测（单位：亿元）	12
表 9 公司主要营业成本预测（单位：亿元）	13
表 10 公司其他营业成本预测（单位：亿元）	13
表 11 合并利润表预测（单位：亿元）	14
表 12 2011.11.23 可比运营商 P/B 值	14

投资要点

公司通过中低端千元智能机、高端iPhone的用户拓展战略，公司游刃有余的实现了3G合约用户占比不断提升，并保障了规模与成本控制的良好循环。在3G业务2012年实现加速盈利、2G业务收入小幅增长、固网有望恢复稳定增长的同时，我们测算营业成本占收入比逐年下降，公司业绩将实现爆发性增长。我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.11、0.25、0.45元，公司业绩将呈现爆发性增长、2011-2013年CAGR达到95.7%，给予买入评级。

估值分析

参考行业内可比公司Verizon、AT&T、Telefonica和中国电信，考虑联通在国内3G业务中的优势地位以及2012年3G业务开始贡献利润，我们给予联通2.1倍P/B估值，对应6个月目标价7.00元，给予“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- **全年实现净增2500万3G用户已无悬念。**在3G用户发展不断加速的背景下，四季度公司加强千元智能机供应、同时进一步推广iPhone 4S/N9等高端机型，我们认为公司有望超预期实现2011年3G用户发展目标。
- **3G业务拓展游刃有余、日臻佳境。**我们判断公司的合约用户占比将有望进一步提升、2012年全年占比将达到52%；同时，中低端千元智能机、高端机型的合约实现了全覆盖不同用户群。在加强产业链上游供应后、移动互联数据需求爆发的基础上，千元智能机将能够维持较高ARPU值、实现用户拓展规模与成本的完美结合；12月iPhone 4S/N9等高端手机上市将进一步助推公司3G用户高增长。
- **于无声处听惊雷，3G业务利润拐点凸现。**在3G手机补贴占3G业务收入比不断下降的背景下，受益3G用户基数扩大带来的服务收入高速增长曲线（2011-2013年CAGR达到74.6%），正在上穿3G业务成本曲线（3G服务成本加当期3G增量用户的补贴成本）——3G业务的盈利拐点正在来临。我们测算公司将在2011年Q4实现3G业务盈利突破。

不确定因素

- 3G业务拓展及成本控制不及预期；
- 竞争对手过早实现网络升级部署。

1. 联通全年净增 2500 万用户的目标达成已无悬念

截至 2011 年 10 月份，2011 年净增 3G 用户 1909 万户，距离年初 2500 万户的目标仅有约 600 万户的差距。全年 2500 万用户的目标达成已无悬念：

- 3G 用户拓展加速趋势越发明显。公司 9 月份净增用户环比 15.28%、10 月份环比 23.62%，呈现不断加速趋势。
- 我们认为第四季度开始，公司通过向中兴、华为、联想等终端供应商合作甚至包销的方式，解决了千元智能机供货能力瓶颈。
- 四季度为 3G 用户发展的传统旺季（新生入学、节日购物等促进因素）背景下，公司适时推出针对性市场策略：四季度计划向市场推出 800 万部千元智能机，同时精准定位校园青少年用户市场（9 月份开始新生入学，配合具有竞争力的 36 元“沃派”校园套餐及 66 元套餐）。
- 高端机型方面将继续领先：公司下半年陆续推出 HTC/Samsung/Nokia 等高端智能机型、恢复 iPhone 零元购机的 286 套餐都将进一步拓展 3G 高端用户市场。

表 1 高端机型市场推广分析

厂商	机型	上市时间	每月套餐资费
Nokia	N9	2011.11	386 元以上
HTC	HTC 灵感 Z710e	2011.9	386 元以上
Samsung	GT-I9100	2011.8	586 元以上

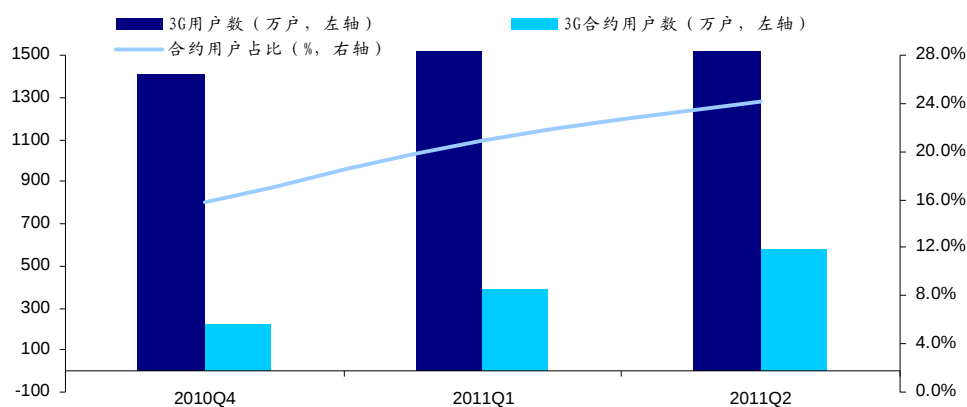
资料来源：中国联通网站，海通证券研究所

2. 联通 3G——日臻佳境，游刃有余

2.1 合约用户比例上升，3G 用户质量提升

千元智能机大幅提升合约用户比例、有助实现抢占份额的长远布局。联通 2010.Q4 至 2011.Q2 合约用户占 3G 用户的比例分别为 15.70%，21.00% 和 24.10%。

图 1 中国联通 3G 用户结构

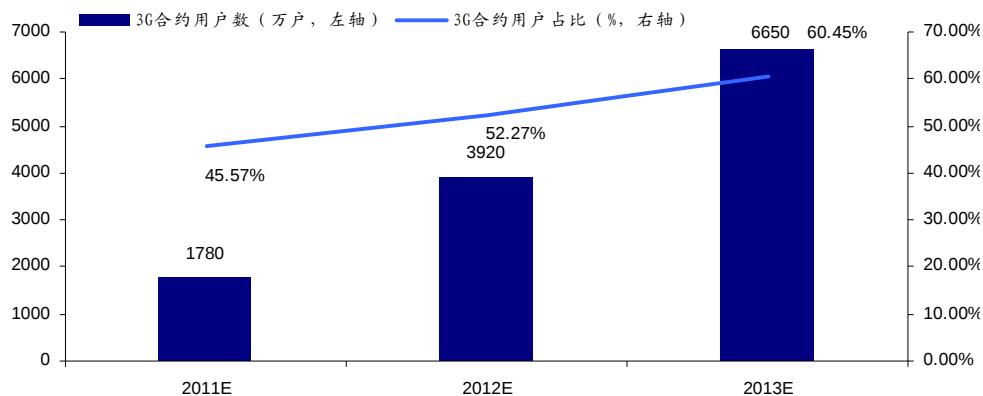


资料来源：公司网站，海通证券研究所

在公司 2011 年中开始推广千元智能机战略的拉动下（我们预计全年 1100 万部千元智能机，其中合约用户预计占比 70%），我们预测 2011 - 2013 年合约用户占比将进一

步提升：分别达到 45.57%，52.27%和 60.45%。

图 2 中国联通 2011 - 2013 合约用户预测



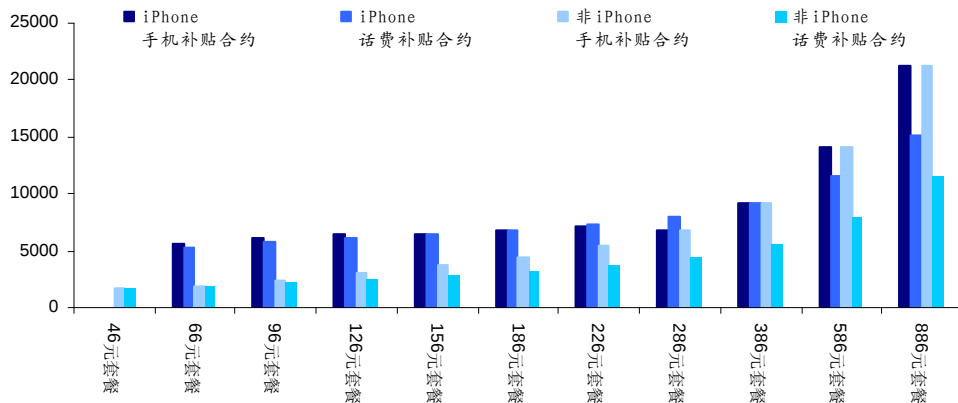
资料来源：海通证券研究所

合约用户占比逐渐上升体现用户黏性提升趋势。在套餐具有高性价比、及合同约束的基础上，合约用户具有更好的黏性、更低的转网概率。

2.2 3G 合约实现细分市场全覆盖

以合约的内涵包括手机及通信服务为假设基础，联通 3G 合约通过 iPhone 合约覆盖 2 年消费额在 5000 元-20000 元的高端客户，通过 iPhone 以外的合约覆盖 2 年消费额在 1600 元-5000 元的中低端合约用户。

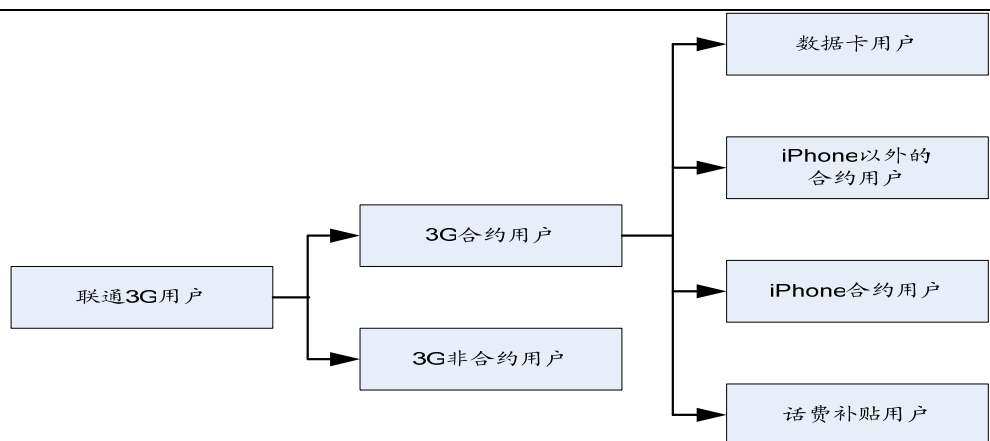
图 3 中国联通不同类型合约价值（单位：元）



资料来源：中国联通公司网站，海通证券研究所整理

根据 3G 合约类型的不同，我们将 3G 合约用户拆分为 iPhone 合约用户、iPhone 以外的合约用户、数据卡用户和话费补贴用户。

图 4 中国联通 3G 用户结构



资料来源：中国联通公司网站，海通证券研究所整理

我们认为 2011 - 2013 年，合约用户尤其是 iPhone 以外的合约用户（主要是千元智能机合约用户）的比例将大幅提升。总体上，我们预测 3G 用户结构比例如下：

表 2 公司 3G 业务用户结构预测（单位：万户）

	2011E	占总用户比例	2012E	占总用户比例	2013E	占总用户比例
合约用户	1780	45.57%	3920	52.27%	6650	60.45%
iPhone 合约用户	360	9.22%	780	10.40%	1300	11.82%
iPhone 以外的合约用户	790	20.23%	1925	25.67%	3500	31.82%
数据卡用户	240	6.14%	465	6.20%	750	6.82%
话费补贴用户	390	9.98%	750	10.00%	1100	10.00%
非合约用户	2126	54.43%	3580	47.73%	4350	39.55%
合计	3906	100.00%	7500	100.00%	11000	100.00%

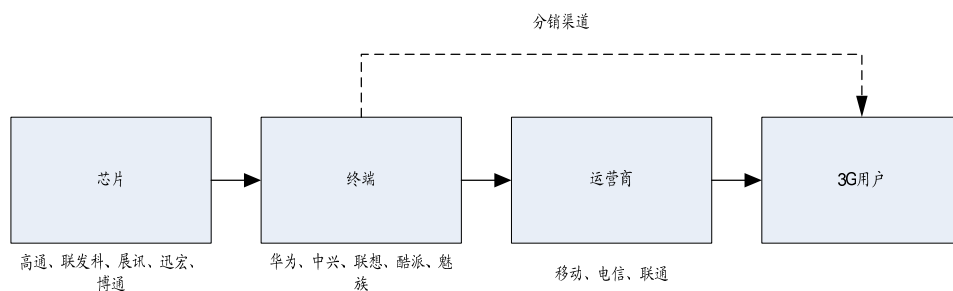
资料来源：公司 2009 - 2010 年报，海通证券研究所整理

在整体发展规划中，公司采用了“大刀开路壮气势”（初期 iPhone 创品牌），“小刀收割拓市场”（后期千元智能机加快 3G 渗透）的战略。同时在控制手机补贴的背景下，较好把握 iPhone 为代表的高端手机用户与中低端手机拉动 3G 用户的节奏：

2.3.1 千元智能机产业链日臻成熟，增量又增收，成为 3G 用户主力

1. 千元智能机产业链日臻成熟，供货能力日益改善：

图 5 千元智能机产业链



资料来源：海通证券研究所整理

- 上游芯片：龙头芯片供应商高通和联发科均开始推广量产的中低端智能机芯片。联发科（MT6573）以及高通即将推出的智能手机芯片（MSM7225A）将使智能手机成本大幅下降至 600 元-700 元。
- 中游终端制造商：千元智能机得到传统电信设备商（华为中兴）和消费电子领域厂商（联想，酷派，魅族等）的支持。

表 3 终端厂商智能机目标出货量（单位：万部）

终端厂商	销售目标
中兴	2011 年智能手机 1200 万部，Blade 500 万部
华为	2011 年智能手机 2000 万部
联想	2011 年 11 月开始每月出货量超过 100 万部
酷派	2011 年智能手机 800 万部

资料来源：公开信息，海通证券研究所

- 下游运营商：千元智能机具有推广门槛低、ARPU 值与补贴费用之间实现较好均衡的特点，有助于运营商加大推广 3G 用户市场。

2.千元智能机使得联通的 3G 用户推广实现规模与利润的完美结合。公司于 2011 年 6 月份开始主推千元智能机，相对于 iPhone 等高端机型，千元智能机极大缓解运营商在 3G 业务拓展过程中的补贴压力，从对当期利润的影响上看，千元智能机 96 元套餐相对于 iPhone286 套餐有比较明显的优势。更为重要的是，千元智能机的引入并未导致运营商 ARPU 值显著下降（如图 6），实现市场规模拓展与利润增长的完美结合。

表 4 3G 套餐利润影响分析（单位：元）

	2 年净合约价值 (每月套餐 × 24-手机成本)	对当期利润影响 (手机成本一半)	用户发展门槛
96 元套餐 (千元智能机典型套餐)	1504	-400	低
286 元套餐 (iPhone 典型套餐)	3564	-1650	高

资料来源：中国联通网站，海通证券研究所

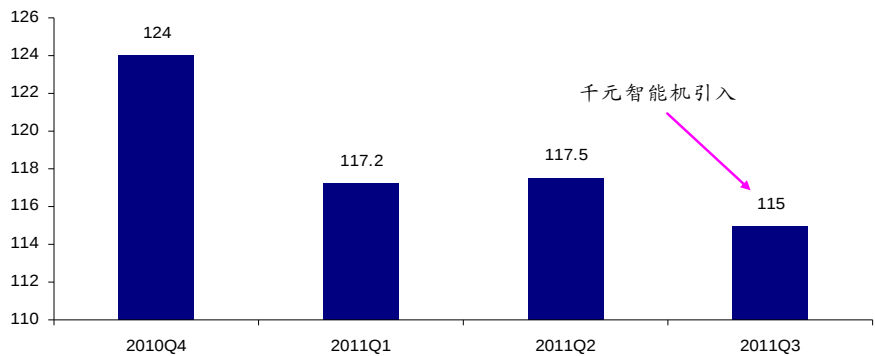
3.从 ARPU 值角度，拓展千元智能机用户并不会拉低用户的 ARPU 值。在移动互联网应用带动下，人均移动数据流量将爆发性增长。根据公司 3 季报，3G 用户的 MOU 为 658 分钟，每用户月均数据流量 270M。联通套餐表明，96 元套餐相对 66 元套餐更好的满足 3G 用户的通信需求，因此不必担心 ARPU 值的快速下降。

表 5 3G 重点套餐内容分析

	通话时长（单位：分钟）	数据流量（单位：M）	短信数（单位：条）
66 元 A 套餐	50	300	240
66 元 B 套餐	200	60	0
66 元 C 套餐	380	60	0
96 元 A 套餐	240	300	0
96 元 B 套餐	450	80	0
96 元 C 套餐	550	80	0
286 元套餐	900	950	0

资料来源：中国联通网站，海通证券研究所

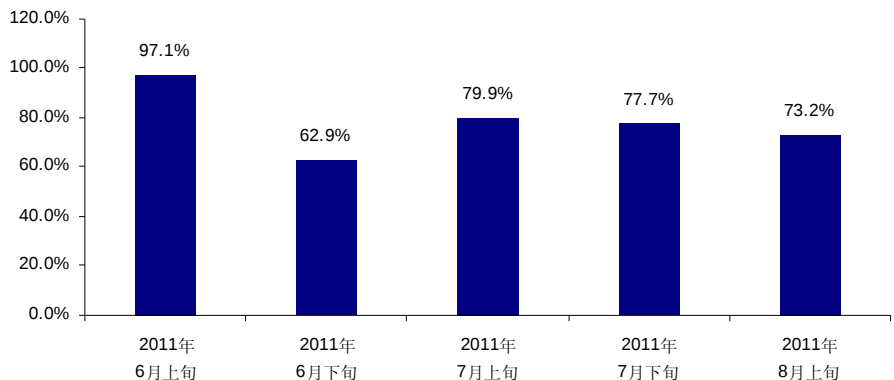
图6 2010Q4 - 2011Q3 中国联通 3G 用户 ARPU 值（单位：元）



资料来源：中国联通定期财务报告，海通证券研究所

4.千元智能机已成为 3G 用户主力。我们认为 10 月份开始千元智能机的供货已明显改善，公司四季度计划供货约 800 万部千元智能终端，我们预计全年销售 1100 万部千元智能终端。假设其中合约用户占比为 70%，则 iPhone 以外的合约用户增量为 770 万，占 2011 净增 2500 万 3G 用户比例为 30.80%。

图7 千元智能机合约用户占比



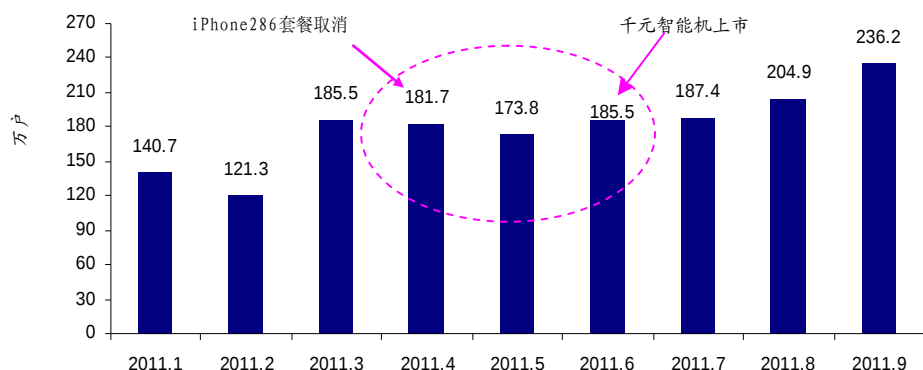
资料来源：中国联通公司网站，海通证券研究所

2.3.2 恢复iPhone 零元购机 286 套餐更好拉动iPhone合约用户增长

我们谨慎预测 2011 年全年净增 iPhone 合约用户约 180 万（120 万 + 60 万）部，占全年净增 3G 用户比例 7.20%。

- 2011.1-2011.3 以及 2011.9-2011.12 共 6 个月 286 套餐期，我们判断 iPhone 合约用户月均净增量约 20 万、6 个月共 120 万。
- 2011.4 月-2011.9 286 套餐取消期，我们估计每月净增 iPhone 合约用户 10 万、6 个月共 60 万。
- ✓ 在千元智能机没有上市的期间，iPhone 286 元套餐取消对用户发展的影响较为明显：4 月份 iPhone286 套餐取消后，5 月份相对于 4 月份 3G 用户净增减少 7.9 万户。

图 8 iPhone286 套餐取消对 iPhone 合约拓展影响



资料来源：中国联通公司网站，海通证券研究所整理

iPhone 4S 上市将进一步促进 iPhone 合约用户发展。根据目前 iPhone 4S 申请入网许可证的进展，我们预测联通将在 2011 年 12 月份将 iPhone 4S 推向市场。

3. 于无声处听惊雷——3G 利润拐点已现

追踪曲线来到拐点：3G 终端补贴只取决于当期增量 3G 用户，而 3G 服务收入则主要取决于累积存量用户。受益 3G 用户基数扩大带来的服务收入高速增长曲线，正在上穿 3G 业务成本曲线（3G 服务成本加当期 3G 增量用户的补贴成本）——3G 业务的盈利拐点正在来临。

模型计算方法：根据联通公告的对 3G 合约用户采用基于公允价值法的收入确认准则，我们将 3G 合约的价值扣除终端的公允价值后（假设终端成本的 50%确认为终端销售收入），将剩余合约价值在合约期 24 个月内进行分摊。

3.1 补贴继续存在，但对利润影响渐微

我们预测公司 3G 通信产品销售收入和成本如下（占比表示各个项目占 3G 通信服务收入的比重）：

表 6 公司 3G 通信产品销售业务预测（单位：亿元）

	2010	占比	2011E	占比	2012E	占比	2013E	占比
通信产品销售收入合计	74.59	62.20%	122.24	36.36%	174.38	25.30%	191.46	18.69%
iPhone 合约用户终端销售收入	30.56	25.49%	29.70	8.83%	58.80	8.53%	67.60	6.60%
iPhone 以外的合约用户终端销售收入	1.30	1.08%	38.50	11.45%	51.08	7.41%	59.06	5.77%
数据卡用户终端销售收入	1.43	1.20%	4.04	1.20%	4.50	0.65%	2.80	0.27%
话费补贴用户终端销售收入	41.29	34.44%	50.00	14.87%	60.00	8.70%	62.00	6.05%
通信产品销售成本合计	106.92	89.16%	185.43	55.16%	287.25	41.67%	318.93	31.13%
iPhone 合约用户终端销售成本	61.13	50.98%	59.40	17.67%	117.60	17.06%	135.20	13.20%
iPhone 以外的合约用户终端销售成本	2.60	2.17%	77.00	22.90%	102.15	14.82%	118.13	11.53%
数据卡用户终端销售成本	2.87	2.39%	8.07	2.40%	9.00	1.31%	5.60	0.55%
话费补贴用户终端销售成本	40.32	33.62%	40.96	12.18%	58.50	8.49%	60.00	5.86%
通信产品销售补贴（亏损）	-32.32	-26.96%	-63.19	-18.80%	-112.88	-16.37%	-127.46	-12.44%

资料来源：公司 2010 年报，海通证券研究所

3.2 3G通信服务收入爆发增长，2011-2013 CAGR增长率为 74.55%

我们预测 2011-2013 年 3G 通信服务收入如下(占比表示占 3G 通信服务收入比重):

表 7 公司 3G 业务通信服务收入 (单位: 亿元)

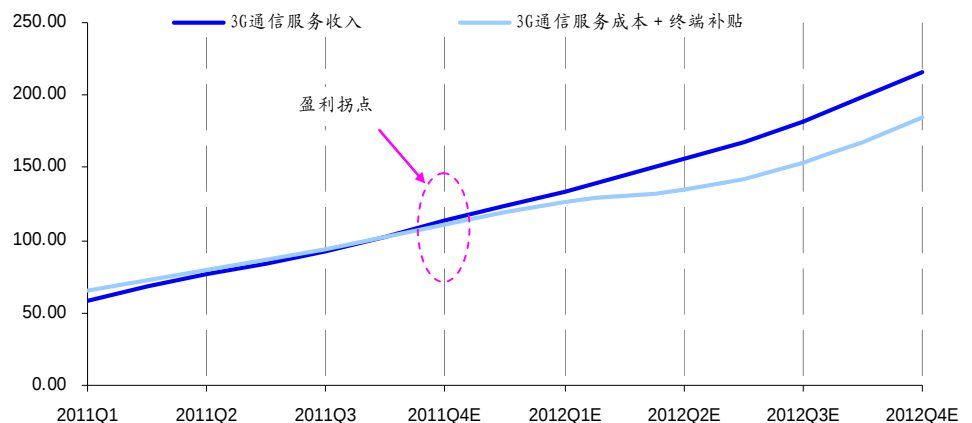
	2010	占比	2011E	占比	2012E	占比	2013E	占比
iPhone 合约用户通信服务收入	24.08	20.08%	70.39	20.94%	131.10	19.02%	192.40	18.78%
iPhone 以外的合约用户通信服务收入	0.83	0.69%	36.53	10.87%	125.84	18.25%	261.62	25.54%
数据卡用户通信服务收入	4.69	3.91%	13.68	4.07%	24.94	3.62%	33.30	3.25%
话费补贴用户通信服务收入	2.70	2.25%	12.00	3.57%	48.00	6.96%	85.00	8.30%
非合约用户通信服务收入	87.62	73.07%	203.59	60.56%	359.48	52.15%	452.01	44.13%
3G 通信服务收入总计	119.92	100.00%	336.19	100.00%	689.36	100.00%	1024.33	100.00%

资料来源: 公司 2010 年报, 海通证券研究所

3.3 3G业务利润拐点显现

根据我们测算, 2011 年 Q4 至 2012 年 Q1 为公司 3G 业绩盈利拐点期。拐点期后, 由于 3G 通信服务收入的增速超过相应成本 (补贴成本, 3G 服务成本) 的增速, 3G 业务将成为公司主要的利润高速增长点。

图 9 3G 业务利润拐点来临



资料来源: 海通证券研究所

4. 业绩预测: 2012 年业绩增速为 130.19%

4.1 2G收入小幅增长, 固网有望恢复稳定增长

2G 业务经过充分竞争后, 三大运营商市场份额基本保持稳定, 公司 2G 业务已进入稳定发展期。

公司固网宽带用户的增长有效的补偿了固话用户和小灵通用户的流失。在未来三网融合、光纤宽带接入带动下, 同时考虑固话业务和小灵通业务用户流失速度将趋缓, 我们认为公司固网业务收入未来将保持加速增长。2011/2012/2013 的增长率分别为 4.0%/8.0%/12.0%。

表 8 公司 2G 和固网业务营业收入预测（单位：亿元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
2G 业务营业收入	707.4	725.8	737.9	748.7	755.9
YOY		2.6%	1.7%	1.5%	1.0%
固网业务营业收入	875.6	823	855.9	924.4	1035.3
YOY		-6.0%	4.0%	8.0%	12.0%

资料来源：公司 2009 - 2010 年报，海通证券研究所

4.2. 营业成本占收入比逐年下降、利润爆发性增长

网间结算支出：我们认为 2011-2013 年，受益于联通市场份额的提升，网间结算支出占收入的比重分别为 7.50%/6.50%/5.50%。

折旧及摊销：由于公司主要采用年限平均法进行折旧和摊销，我们认为公司 2011-2013 年折旧和摊销占营业收入的比重逐年下降，分别为 29.50%/28.00%/27.00%。

网络、营运及支撑成本：由于规模效应及节能减排的要求，该成本占营业收入的比重逐年下降，2011/2012/2013 年占营业收入的比重分别为 14.00%/12.50%/11.50%。

雇员薪酬及福利开支：我们认为雇员薪酬及福利开支的增速将快于公司营业收入的增长速度。2011/2012/2013 雇员薪酬及福利开支占营业收入的比重分别为 13.00%/13.40%/14.00%。

销售费用：2010 - 2011 年公司基本完成 3G 业务相关的市场推广、品牌宣传和销售渠道建设。我们预测公司后续销售费用占营业收入的比重呈现逐年下降的趋势，2011/2012/2013 的比例分别为 13.40%/12.00%/11.40%。

管理费用及其他：2011 年公司规模效益显现，我们预测公司 2011 - 2013 年的管理费用占营业收入比重逐年下降。2011/2012/2013 年管理费用及其他占营业收入的比重分别为 5.30%/4.30%/3.90%。

信息通信技术成本：我们假设 2011-2013 年信息通信技术成本占营业收入的比重稳定在 0.50%。

财务费用：考虑到营运资金需求压力，我们认为 2011/2012/2013 年的财务费用逐年上升，占营业收入比重分别为 0.95%/1.00%/1.05%。

表 9 公司主要营业成本预测（单位：亿元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
网间结算支出	129.55	137.27	153.99	164.90	165.39
占营业收入比例	8.18%	7.79%	7.50%	6.50%	5.50%
折旧及摊销	478.98	547.86	605.70	710.32	811.90
占营业收入比例	30.24%	31.10%	29.50%	28.00%	27.00%
网络、营运及支撑成本	237.28	263.83	287.45	317.11	345.81
占营业收入比例	14.98%	14.98%	14.00%	12.50%	11.50%
雇员薪酬及福利开支	219.34	233.31	266.92	339.94	420.99
占营业收入比例	13.85%	13.24%	13.00%	13.40%	14.00%
销售费用	209.57	237.33	275.13	304.42	342.80
占营业收入比例	13.23%	13.47%	13.40%	12.00%	11.40%
管理费用及其他	96.59	100.38	108.82	109.08	117.27
占营业收入比例	6.10%	5.70%	5.30%	4.30%	3.90%
信息通信技术成本	8.39	8.95	10.27	12.68	15.04
占营业收入比例	0.53%	0.51%	0.50%	0.50%	0.50%
财务费用	9.44	16.25	19.51	25.37	31.57
占营业收入比例	0.60%	0.92%	0.95%	1.00%	1.05%
总计	1416.03	1652.06	1913.22	2271.07	2569.70
占营业收入比例	89.41%	93.78%	93.18%	89.52%	85.46%

资料来源：公司 2009 - 2010 年报，海通证券研究所

其他成本如营业税金及附加、资产减值损失、公允价值变动损益、投资收益、营业外收入和营业外支出，我们认为占总收入的比重保持稳定。

表 10 公司其他营业成本预测（单位：亿元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业税金及附加	-44.87	-48.71	-56.67	-70.02	-82.99
资产减值损失	-23.76	-26.64	-10.27	-12.68	-15.04
公允价值变动收益	12.39	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.12	4.85	5.75	7.10	8.42
营业外收入	11.01	10.60	12.32	15.22	18.04
营业外支出	-2.75	-3.27	-4.11	-5.07	-6.01

资料来源：公司 2009 - 2010 年报，海通证券研究所

根据以上收入和费用预测，我们认为 2011-2013 年归属母公司股东净利润分别为 22.99 亿、52.93 亿和 95.06 亿元，对应 2011 - 2013 年 EPS 分别为 0.11 元、0.25 元和 0.45 元。

表 11 合并利润表预测（单位：亿元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1583.70	1761.70	2053.22	2536.85	3007.05
营业成本	1100.43	1298.10	1509.76	1832.19	2078.05
网间结算支出	129.55	137.27	153.99	164.90	165.39
折旧及摊销	478.98	547.86	605.70	710.32	811.90
网络、营运及支撑成本	237.28	263.83	287.45	317.11	345.81
雇员薪酬及福利开支	219.34	233.31	266.92	339.94	420.99
信息通信技术成本	8.39	8.95	10.27	12.68	15.04
销售通信产品支出	26.89	106.88	185.43	287.25	318.93
营业税金及附加	-44.87	-48.71	-56.67	-70.02	-82.99
销售费用	209.57	237.33	275.13	304.42	342.80
管理费用及其他	96.59	100.38	108.82	109.08	117.27
财务费用	9.44	16.25	19.51	25.37	31.57
资产减值损失	-23.76	-26.64	-10.27	-12.68	-15.04
公允价值变动收益	12.39	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.12	4.85	5.75	7.10	8.42
营业利润	113.56	39.14	78.82	190.19	347.74
营业外收入	11.01	10.60	12.32	15.22	18.04
营业外支出	-2.75	-3.27	-4.11	-5.07	-6.01
利润总额	121.81	46.47	87.03	200.33	359.77
所得税	-28.07	-9.75	-18.28	-42.07	-75.55
净利润（红筹）	93.74	36.72	68.75	158.26	284.21
少数股东损益	62.37	24.44	45.76	105.33	189.16
归属母公司净利润	31.37	12.28	22.99	52.93	95.06
股本	211.97	211.97	211.97	211.97	211.97
EPS（单位：元）	0.15	0.06	0.11	0.25	0.45

资料来源：公司 2009 - 2010 年报，海通证券研究所

5. P/B 低估、业绩拐点带来价值回归、买入评级

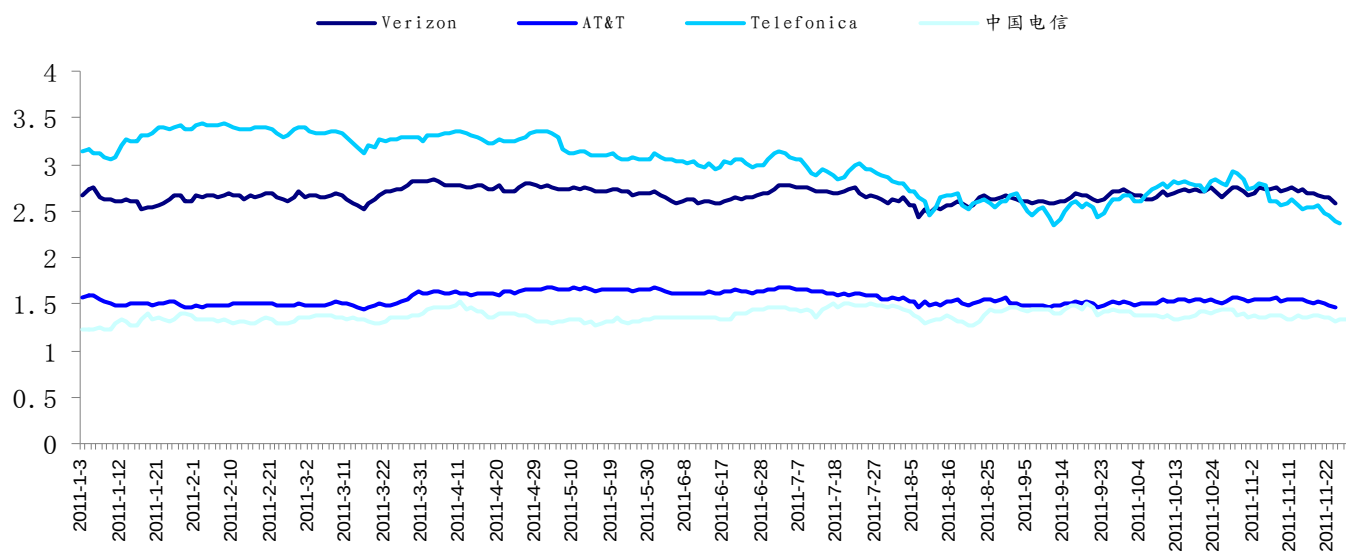
根据联通 2011 年 12 月 02 日的收盘价 5.28 元计算，联通 P/B 只有 1.6 倍。参考行业内可比公司 Verizon、AT&T、Telefonica 和中国电信，考虑联通在国内 3G 业务中的优势地位以及 2012 年 3G 业务开始贡献利润，我们给予联通 2.1 倍 P/B，对应 6 个月目标价 7.00 元、给予“买入”评级。

表 12 2011.11.23 可比运营商 P/B 值

行业内可比公司	P/B
Verizon	2.59
AT&T	1.46
Telefonica	2.38
中国电信	1.32

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 10 2011 Verizon/AT&T/Telefonica/中国电信的 P/B 变化趋势



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

6. 不确定因素

3G 业务拓展及成本控制不及预期；竞争对手过早实现网络升级部署。

信息披露 分析师声明

袁兵兵：通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、海能达、新海宜、国腾电子、烽火通信、信维通信、日海通讯、盛路通信、大富科技、三维通信、光迅科技、金信诺

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

联系人

陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金春 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

联系人

武亮 (021) 23219883

联系人

黄轩 (021) 23219886

联系人

倪玉娟 (021) 23219820

联系人

nyj6638@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

联系人

蒋科 (021) 23219474

联系人

侯云哲 (021) 23219815

联系人

hyz6671@htsec.com

联系人

李宏科 (021) 23219671

联系人

lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
黄媚 (021) 23219638
汤婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪（021）23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜（021）23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健（021）23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩（021）23219383 zhangh@htsec.com 牛品（021）23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青（021）23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔（021）23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣（021）23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿（021）23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞（021）23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇（021）23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞（021）23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊（021）23219747 tll5535@htsec.com 谢盐（021）23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童（021）23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳（021）23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博（021）23219822 mhb6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 （021）63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 （021）23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清（0755）82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶（0755）83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟（0755）83253022 gulj@htsec.com 高艳娟（0755）83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱（021）23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳（021）23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅（021）23219385 huxm@htsec.com 黄 毓（021）23219410 huangyu@htsec.com 朱 健（021）23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇（021）23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛（021）23219454 wcc6132@htsec.com 朱 昂（021）23219397 za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊（010）58067988 sunj@htsec.com 张广宇（010）58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫（010）58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍（010）58067944 sw7437@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼

电话：（021）23219000

传真：（021）23219392

网址：www.htsec.com