



3G业务快速增长 成本压力制约盈利表现

2011年10月31日

推荐/维持

中国联通

财报点评

——中国联通（600050）三季度报点评

| | | | | |
|-----|-----------|--------------------|--------------|------------------------|
| 王玉泉 | TMT 小组负责人 | wangyq@dxzq.net.cn | 010-66507334 | 执业证书编号: S1480510120008 |
| 郭琪 | 通信行业分析师 | guoqi@dxzq.net.cn | 010-66507332 | 执业证书编号: S1480510120010 |

事件:

中国联通公布2011年三季度报,公司2011年1-9月实现营业收入1606.10亿元,同比增长23.58%;归属上市公司股东净利润14.06亿元,同比增长0.43%;基本每股收益0.066元。三季度公司实现营业收入561.46亿元,同比增长24.77%;归属上市公司股东净利润5.34亿元,同比增长22.20%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 42873.79 | 44189.22 | 47560.56 | 50528.70 | 53935.28 | 56146.25 |
| 增长率(%) | 8.56% | 11.23% | 18.46% | 21.62% | 25.80% | 27.06% |
| 毛利率(%) | 30.93% | 29.43% | 27.40% | 27.52% | 30.39% | 28.37% |
| 期间费用率(%) | 23.20% | 23.15% | 24.02% | 22.75% | 21.04% | 20.60% |
| 营业利润率(%) | 3.83% | 1.90% | -0.05% | 0.28% | 5.90% | 3.64% |
| 净利润(百万元) | 457.45 | 238.14 | 160.97 | 48.50 | 823.64 | 533.68 |
| 增长率(%) | -54.95% | -73.83% | 284.11% | -86.93% | 80.05% | 124.10% |
| 每股盈利(季度,元) | 0.022 | 0.011 | 0.008 | 0.002 | 0.039 | 0.025 |
| 资产负债率(%) | 50.89% | 50.70% | 53.06% | 52.77% | 52.69% | 52.10% |
| 净资产收益率(%) | 0.66% | 0.34% | 0.25% | 0.07% | 1.16% | 0.75% |
| 总资产收益率(%) | 0.32% | 0.17% | 0.12% | 0.03% | 0.55% | 0.36% |

评论:

积极因素:

- 报告期内,移动业务继续快速增长。移动业务完成营业收入965.13亿元,其中服务收入为781.07亿元,分别比上年同期增长45.0%和26.0%。移动增值服务收入为281.83亿元,占移动服务收入比重由上年同期的31.4%上升至36.1%。移动用户累计净增2160.8万户,达到18903.4万户。移动用户ARPU为47.4元,同比增长9.0%。GSM业务发展平稳,完成服务收入552.04亿元,比上年同期增长1.2%,累计净增用户543.8万户,达到15880.4万户,ARPU为38.1元,MOU为258.8分钟。3G业务持续快速增长,完成服务收入229.03亿元,所占移动服务收入的比重由上年同期的12.0%上升至29.3%,累计净增用户1617.0万户,达到3023.0万户,ARPU为115.0元,MOU为658.0分钟,平均每用户每月数据流量为270M。
- 固网业务保持平稳,2011年前三季度,固网业务完成营业收入633.49亿元,其中服务收入为632.99亿元,分别比上年同期分别增长2.5%和2.6%。固网非语音业务收入为398.94亿元,所占固网服务收入比重由上

- 年同期的54.7%上升至63.0%。宽带服务收入完成269.86亿元，比上年同期增长18.5%，所占固网服务收入比重由上年同期的36.9%上升至42.6%，累计净增用户731.3万户，达到5453.7万户，ARPU为56.9元。

消极因素：

- 受网络资产规模扩大、业务发展加快、通胀压力加大等因素影响，公司成本继续面临上涨压力，2011年前三季度，公司共发生成本费用1487.98亿元，比上年同期增长24.8%。前三季度折旧及摊销费用发生431.60亿元，比上年同期增加23.97亿元，增长5.9%，网络、营运及支撑成本发生215.23亿元，比上年同期增加21.81亿元，增长11.3%。公司继续加大业务营销力度，前三季度销售费用发生206.34亿元，比上年同期增加35.24亿元，增长20.6%，3G手机补贴成本发生41.56亿元，比上年同期增加28.90亿元。公司的毛利率同比下降1.86个百分点至28.78%。

业务展望：

- 四季度，公司将实现重点业务的规模发展。在移动业务方面，充分借助终端、补贴、重点行业应用以及渠道等各方面的营销和激励政策，推动3G业务加速上规模，进一步提升市场份额。前三季度3G用户累计净增了1617万户，距离2500万户的全年目标，还有将近900万的差距。公司在第四季度采购800万部千元智能机在全渠道供货上市，以及iPhone新资费等措施的实施，将拉动3G用户数持续快速增长，全年完成目标的确定性较强。在固网业务方面，公司将推动固网宽带业务持续快速增长，加大融合产品的组合营销力度，扩大重点行业应用推广范围，带动集团客户规模增长，保持固网业务稳定。

盈利预测与投资建议：

- 我们预计公司2011年-2013年的EPS分别为0.10元、0.19元和0.30元，对应的动态市盈率分别为54倍，28倍和18倍。我们认为随着公司网络建设的持续推进，管理效率的进一步提升，四季度在千元智能机的持续推动下，公司的盈利能力也将持续改善，未来6个月目标价6元，对应公司2012年EPS32倍PE估值，维持对公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 资本开支低于预期，3G业务的拓展低于预期。

表 1：公司盈利预测

| 指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入（百万元） | 158368.82 | 176168.36 | 213155.50 | 256216.57 | 301913.96 |
| (+/-)% | 3.67% | 11.24% | 21.00% | 20.20% | 17.84% |
| EBITDA（百万元） | 59499.10 | 59522.04 | 71951.42 | 104194.33 | 120495.07 |
| (+/-)% | 7.65% | 0.04% | 20.88% | 44.81% | 15.64% |
| 净利润（百万元） | 3137.02 | 1227.61 | 2122.01 | 4055.77 | 6259.36 |
| (+/-)% | -84.11% | -60.87% | 72.86% | 91.13% | 54.33% |
| ROE | 4.42% | 1.73% | 3.09% | 6.27% | 10.72% |
| EPS（元） | 0.15 | 0.06 | 0.10 | 0.19 | 0.30 |
| P/E | 36.76 | 93.96 | 54.34 | 28.43 | 18.42 |
| P/B | 1.62 | 1.63 | 1.68 | 1.78 | 1.97 |

| | | | | | |
|-----------|------|------|------|------|------|
| EV/EBITDA | 3.00 | 2.76 | 1.89 | 1.62 | 1.16 |
|-----------|------|------|------|------|------|

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

郭琪

电子信息工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。