



研究员：程思琦 电话：0411--39673224

2010年3月23日星期二

(市场有风险·投资须谨慎)

中国联通（600050）2月份运营数据点评

事件：

中国联通公布了2010年2月份用户发展数据：

- (1) 移动用户本月合计增加120.6万户，环比下降27%：其中2G用户数净增73.6万户，环比下降9%；3G用户数净增47万户（上网卡用户2.02万户），环比下降44%；
- (2) 宽带用户净增79.1万户，环比下降18%；
- (3) 固网业务用户减少41万户，上月减少30万户。

点评：

1、2月份3G用户增长低于市场预期。2月联通3G新增用户增速有所放缓，当月新增47万户（上网卡用户为2.02万户），环比下降44.9%，低于我们先前预期。我们认为当月用户增速放缓主要是受春节因素影响所致。考虑假期因素后，我们认为2月份2G用户增长情况较为理想，但3G用户增长仍低于预期。

2、2月宽带新增用户环比回落至79.1万户，同比增长24.6%，依旧维持在较高水平。2月固定电话小幅流失41万户，上月减少30万户，流失速度进一步加大。

3、估值与投资建议：我们认为联通的业绩拐点将在公司3G用户形成规模增长之后到来，3G用户高ARPU值的优势只有在3G用户数量达到一定规模之后才能对业绩产生实质性影响。当前我们仍然维持对联通的原有预测：09-11年EPS为0.179、0.190、0.215元，目前股价对应10年市盈率为34倍，维持“中性”评级。

4、投资风险：电信行业竞争加剧导致运营商业绩下滑超预期。

表1：联通盈利预测

(单位: 亿元)	07A	08A	09E	10E	11E
持续经营业务					
营业收入	1540.44	1527.64	1572.80	1683.00	1818.00
增长率		-0.83%	2.96%	7.01%	8.02%
营业成本	940.47	961.91	1,030.18	1,119.20	1,210.79
毛利率	38.95%	37.03%	34.50%	33.50%	33.40%
主营业务税金及附加	41.91	41.64	44.51	47.63	51.45
主营税金率	2.72%	2.73%	2.83%	2.83%	2.83%
营业费用	167.28	170.79	201.32	213.74	229.07
营业费用率	10.86%	11.18%	12.80%	12.70%	12.60%
管理费用	115.48	125.58	133.69	141.37	150.89
管理费用率	7.50%	8.22%	8.50%	8.40%	8.30%
财务费用	29.99	21.69	7.0776	6.732	6.363
财务费用率	1.95%	1.42%	0.45%	0.40%	0.35%
资产减值损失	22.11	151.91	20.00	10.00	5.00
公允价值变动收益	5.69	0	9.60	10.00	10.00
投资收益	0	0	-0.20	0.00	0.00
营业利润	217.52	54.13	145.42	154.33	174.44
营业利润率	14.12%	3.54%	9.25%	9.17%	9.60%
营业外收入	50.89	23.17	5	5	5
营业外支出	2.64	2.47	1.5	1	1
利润总额	265.76	74.82	148.92	158.33	178.44
占主营业务收入比	17.25%	4.90%	9.47%	9.41%	9.82%
所得税费用	72.27	17.02	35.99	38.00	42.83
有效税率	27.19%	22.75%	24.17%	24.00%	24.00%
持续经营业务净利润	193.49	57.8	112.93	120.33	135.61
终止经营业务					
终止经营业务净利润	12.63	279.47	0	0	0
净利润	206.12	337.28	112.93	120.33	135.61
少数股东损益	111.85	139.86	75.05	79.97	90.13
归属于母公司净利润	94.26	197.41	37.88	40.36	45.48
净利率	6.12%	12.92%	2.41%	2.40%	2.50%
总股本(百万股)	211.97	211.97	211.97	211.97	211.97
按照 09 年总股本计算的每股收益	0.4447	0.9313	0.1787	0.1904	0.2146

资料来源：大通证券研发中心

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、刊登或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司