

评级：审慎推荐

电信运营行业

公司点评

第一创业研究所
分析师：任文杰, CFA
电话：0755-25832647
邮件：renwenjie@fcsc.cn

中国联通（600050）2009 年年报点评

— 网络建设和营销投入制约净利润

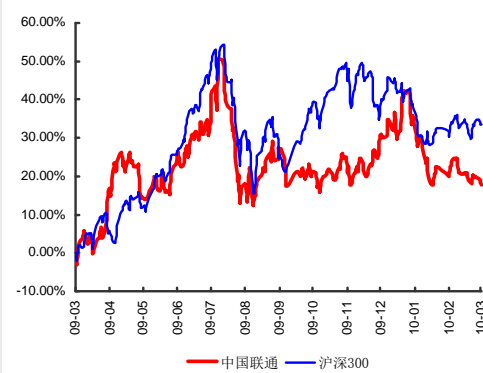
交易数据

52 周内股价区间(元): 3.95-10.71
总市值(百万元): 115,733.42
流通股本(百万股): 10,441.94
流通股比率(%): 49.3%

资产负债表摘要

股东权益(百万元): 70,983.89
每股净资产: 3.35
市净率: 1.63
资产负债率: 50.2%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

要点:

- **中国联通公布年报** 2009 年公司实现营业收入人民币 1583.7 亿元, 实现通信服务收入 1533.3 亿元, 按可比口径, 同比下降 1.1%。2009 年公司实现盈利 93.7 亿元, 其中归属于母公司的净利润为 31.4 亿元, 基本每股收益为人民币 0.148 元。按剔除 08 年出售 CDMA 业务和计提无线市话服务相关减值准备影响后的可比口径, 调整后净利润同比下降 35.1%。
- **固网收入下降抵销移动业务收入上升** 09 年移动业务实现通信服务收入 715.6 亿元, 同比增长 9.1%; 固网业务实现通信服务收入 814.7 亿元, 按可比口径同比下降 8.5%。固网业务收入的下降主要是由于传统语音业务收入下滑。
- **3G 业务推出和建立新营销品牌使得销售费用增加** 可比净利润下降主要由于销售费用增长。配合 3G 业务推出以及建立“沃”新品牌, 公司加大了广告宣传及市场推广力度, 09 年红筹公司销售费用支出 209.6 亿元, 比上年增长 8.5%, 占调整后通信服务收入的比重 13.7%, 较上年上升 1.2 个百分点。2009 年公司管理费用及其他人民币 96.6 亿元, 比上年下降 0.3%, 所占调整后通信服务收入的比重 6.3%, 与上年基本持平。我们预计 2010 年销售费用仍会在较高的比例。
- **毛利率将趋于稳定** 随着 3G 商用, 3G 资产第四季度开始计提折旧。公司 3G 网络资产第四季度增加折旧及摊销人民币 6.5 亿元。我们预计 2010 年折旧和摊销虽然会增加, 但基本上会和收入增长匹配, 因此 2010 年毛利率不会有明显下降。
- **2G 业务 ARPU 值转趋稳定** 09 年 GSM 业务实现通信服务收入人民币 715.6 亿元, 同比增长 9.1%, 其中 GSM 增值业务收入占 GSM 通信服务收入比重达到 27.3%, 同比提高 1.9 个百分点。08 年 GSM 业务平均每月每户收入 (ARPU) 为 42.3 元, 09 年上半年为 41.7 元, 09 年全年为 41.6 元。可以看到 09 年下半年 GSM 业务的 ARPU 基本没有再下降。我们预计在 2G 业务 ARPU 相对稳定的情况下, 2010 年 2G 业务收入将会获得增长。
- **3G 业务带来高消费客户** 截至 2009 年 12 月 31 日, 公司 3G 业务在 335 个城市商用, 3G 用户 ARPU 达到 141.7 元。虽然正式商用只有 3 个月, 09 年 3G 服务收入已经有 7.69 亿元。公司已经推出手机上网、手机音乐、手机电视、可视电话、手机报和无线上网卡等多项 3G 业务。公司计划在 2010 年新增 ARPU 值超过 100 元的 3G 用户 1000 万户。我们预计 2010



年 3G 业务的收入将进入大规模高增长阶段，2010 年和 2010 年 3G 业务收入占移动业务收入的比例将有望分别达到 14%和 29%。

- **固话业务 ARPU 值下降** 09 年固定电话平均每月每用户本地电话通话分钟数(MOU)为 145.4 分钟,比上年下降 1.1%;平均每用户每月收入(ARPU)为 31.4 元,比上年下降 11.2%。09 年固网宽带业务由于用户数量继续有较高的增长,实现收入 246.4 亿元,同比增长 14.0%。但宽带业务 ARPU 由上年的 63.6 元降至 57.2 元
- **资本开支将下降** 2009 公司的资本开支为 1124.7 亿元,,自由现金流为 -547.4 亿元。而 2010 年资本开支预算为人民币 735 亿元。在 2010 年以后,3G 和网络基础设施将在全国范围内比较完善,我们预计 2011 年公司将可以获得正的自由现金流。
- **投资建议** 联通在 3G 竞争中处于最有利的地位,在完成和网通的整合以后,公司的营销和服务水平在持续提高,我们继续看好公司的长远竞争力提升。但由于处于网络的投入期,因此制约了公司的净利润在短期内的增长,公司目前处于利润周期的低点附近。我们预计 2010 年到 2012 年联通 A 股的每股净利润将分别是 0.20 元、0.27 元、0.45 元,给予“审慎推荐”评级。

表 1、盈利预测

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	15,276,426	15,836,882	17,703,722	19,580,050
减: 营业成本	9,619,060	10,565,376	11,580,424	12,433,050
营业税金及附加	416,376	448,704	520,480	607,495
销售费用	1,707,877	2,095,674	2,301,484	2,408,346
管理费用	1,255,826	1,404,788	1,540,224	1,664,304
财务费用	216,929	94,352	173,674	222,580
资产减值损失	1,519,080	237,564	15,511	22,619
加: 公允价值变动收益	0	123,913	0	0
投资收益	0	21,216	255	255
二、营业利润	541,278	1,135,553	1,572,181	2,221,911
加: 营业外收入	231,684	110,064	115,567	121,345
减: 营业外支出	24,738	27,519	28,895	30,339
三、利润总额	748,225	1,218,098	1,658,853	2,312,917
减: 所得税费用	170,184	280,708	414,713	578,229
四、净利润	578,040	937,389	1,244,140	1,734,688
归属母公司净利润	1,974,141	313,702	416,414	580,600
少数股东损益	1,398,638	623,687	827,726	1,154,088
五、总股本(万股)	2,119,660	2,119,660	2,119,660	2,119,660
六、摊薄每股收益(元/股)	0.93	0.15	0.20	0.27

资料来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120