

通信运营Ⅲ

赵军华 S0960109063882

010-66276915

zhaojunhua@cjis.cn

中国联通 600050

推荐

一季度业绩受费用增大影响表现平淡，但公司在弱市中的安全边际建议关注

公司今日公布本年 1 季度报告：从红筹口径来看（注：下文取自数据均按照红筹口径），实现收入 404 亿元，较 09 年同期增长 6.59%；实现净利润 11.29 亿元，较 09 年同比下滑 68%；对应港股的 EPS 是 0.05 元，对应 A 股的 EPS 则为 0.018 元。

6 个月目标价：

当前股价： 5.79 元

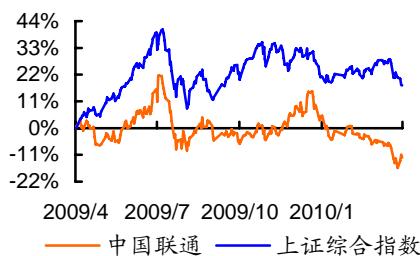
评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2868.43 |
| 总股本(百万) | 21197 |
| 流通股本(百万) | 21197 |
| 流通市值(亿) | 1227 |
| EPS (TTM) | 0.15 |
| 每股净资产(元) | 9.85 |
| 资产负债率 | 50.2% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|--------|-------|
| 中国联通 | -8.96 | -17.64 | -7.51 |
| 上证综合指数 | -8.17 | -4.04 | -3.11 |



相关报告

《中国联通-09 年利润水平受投入加大影响而下滑，关注利空背后的机会》2010-3-25

《中国联通-2010 年 1 月 3G 用户净增 85 万，固网经营数据出现改善迹象》2010-2-22

《中国联通-公司 09 年 12 月 3G 用户净增 92 万，3G 市场份额进一步提升》2010-1-20

投资要点：

- 公司移动业务保持了良好的增长态势，同比增长 11.9%，用户 Arpu 值从 08 年 4 季度以来连续 6 个季度保持稳定。公司移动业务总体实现收入 186.3 亿元，其中，3G 业务实现收入 15.9 亿元，占比达到 8.53%；公司移动业务综合 Arpu 值为 41.5 元，同比 09 年 1 季度的 41.3 元，环比 09 年 4 季度的 41.2 元都出现提升，其中，3G 用户 Arpu 值为 139 元，对综合 Arpu 的提升起到贡献。
- 公司固网业务继续下滑，但下滑幅度有所收窄，宽带业务增长率较去年同期出现提升。公司固网业务实现收入 199 亿元，较 09 年同期下降 1.6%，而 09 年全年固网收入相比 08 年下滑 8.5%，下滑幅度明显收窄；其中，宽带业务收入增长 23.8%，09 年全年相比 08 年则仅增长 14%，宽带收入的增长率也明显提升。
- 总体而言，我们认为公司的收入增长处于良好的向上趋势，但公司 1 季度成本费用则出现大幅增长，使得公司业绩同比出现下滑。公司本年 1 季度的折旧摊销费用相比 09 年同期增加 15 亿元，同比增长率为 13%；网运支撑成本相比 09 年同期增加 9 亿元，同比增长率为 17%；其他经营费用（主要为销售费用的增加）相比 09 年同期增加 23 亿元，同比增长率为 29%；这三项成本费用的较大幅度增加是公司净利润相比 09 年同期较大幅度下降的主因，也在市场的预期之内。
- 从公司本年的净利润分季度情况来看，1、2 季度是低谷区，下半年有可能逐渐抬升。从 09 年各季度的净利构成看，1、2 季度是高点，3、4 季度尤其是 4 季度是低点；我们认为今年的利润各季度分布可能与去年相反，由于收入增长在下半年将更加值得期待，而成本费用的增加逐季将放缓，下半年的业绩更为值得期待。
- 公司 3G 用户增长从本年 1 月开始出现放缓趋势，我们判断一方面受公司内部管理调整的影响，一方面受行业 3G 用户迁转放缓的影响。公司可能在 5 月份推出 3G 的低资费套餐，这无疑对用户的增长会起到良好的作用，建议关注事态的进展。
- 从投资逻辑上看，由于预计公司本年业绩仍将平淡，我们倾向于仍将公司的投资机会定义为波段性的交易机会，3G 用户的增长将是决定投资机会的观察风向标；从公司投资的基本面而言，我们仍认为公司的管理素质是决定投资价值的决定因素，所以建议投资者对公司内部管理的调整持密切关注态度。由于公司的发展潜力无疑值得期待，所以我们仍维持对公司的推荐的投资评级；虽然公司的 PE 值相对较高，但 PB 值具有明显吸引力，我们认为公司的安全边际在当前股价下显然存在。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
|---------------------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)(扣除网间结算成本) | 150944 | 158240 | 170454 |
| 同比(%) | -2.54% | 4.83% | 7.72% |
| 归属母公司净利润(百万元)-A 股 | 9556 | 9469 | 14899 |
| 同比(%) | -73.00% | -0.91% | 57.34% |
| 每股收益(元) | 0.15 | 0.15 | 0.24 |
| P/E | 38.22 | 45.20 | 28.83 |

附：财务预测表（注：基于公司报表，结合我们的预测方法，对公司列报科目部分进行调整）

| | 收入 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 移动通信服务收入 | | 64246 | 69770 | 80386 | 94729 |
| 固网通信服务收入 | | 86376 | 79059 | 75638 | 73419 |
| 信息通信技术服务净收入 | | 114 | 201 | 302 | 392 |
| 其他营业收入 | | 4148 | 1914 | 1914 | 1914 |
| 成本费用 | | | | | |
| 网间结算成本 | | 13038 | 12955 | 13000 | 13000 |
| 折旧及摊销 | | 47961 | 47587 | 52783 | 55685 |
| 销售费用 | | 19614 | 21020 | 22702 | 23837 |
| 管理费用及其他 | | 12968 | 12175 | 11445 | 11788 |
| 销售终端产品净支出 | | 413 | 529 | 529 | 529 |
| 网络营运及支撑成本 | | 18736 | 21728 | 21728 | 22163 |
| 人工成本 | | 20758 | 21931 | 21931 | 22370 |
| 财务费用 | | 2411 | 1036 | 1036 | 1036 |
| 固定资产减值-小灵通资产减值 | | 11837 | 0 | 0 | 0 |
| 中国南方电信网络租赁费 | | | 2000 | 2000 | 2000 |
| 其他利润项目 | | | | | |
| 利息收入 | | 239 | 91 | 91 | 91 |
| 净其他收入 | | 2097 | 962 | 962 | 962 |
| 衍生金融工具公允值变动之已实现盈利 | | 0 | 1239 | 0 | 0 |
| 持续经营业务盈利 | | | | | |
| 税前利润 | | 9484 | 12275 | 12140 | 19101 |
| 所得税 | | 1801 | 2721 | 2671 | 4202 |
| 所得税率 | 18.99% | 22.17% | 22.00% | 22.00% | |
| 净利润 | | | | | |
| 考虑终止经营业务盈利 | | | | | |
| 终止经营业务盈利 | | 1438 | 0 | 0 | 0 |
| 出售终止经营业务之盈利 | | 26135 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | | 35398 | 9556 | 9469 | 14899 |
| 红筹股份数量（百万） | | 23715 | 23715 | 23715 | 23715 |
| 红筹股 EPS | | 1.49 | 0.40 | 0.40 | 0.63 |
| A 股股东占红筹利润比例 | | | 33.60% | 33.60% | 33.60% |
| A 股股东应占利润 | | 19713 | 3211 | 3182 | 5006 |
| A 股股份数量 | | 21197 | 21197 | 21197 | 21197 |
| A 股 EPS | | 0.93 | 0.15 | 0.15 | 0.24 |

资料来源：中投证券研究所，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华：中投证券研究所通信行业研究员，南开大学经济学硕士，三年电信运营商工作经验，2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司：中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434