

**动态报告**

信息技术

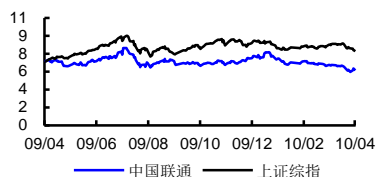
通信

**中国联通(600050)**
**推荐**

2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 30 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘 (元)	5.79
总股本/流通 A 股(百万股)	21,196.60/21,196.60
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	124,635.9/124,635.9
上证综指/深圳成指	2,868.43/11,196.35
12 个月最高/最低 (元)	8.14/5.60

**财务数据**

净资产值(百万元)	70,983.89
每股净资产(元)	3.35
市净率	1.76
资产负债率	50.18%
息率	0.91%

**相关研究报告:**

《中国联通月度用户数据点评: 3G 新增用户数环比回升, 放量仍需等待》——2010-4-20

《中国联通 09 年报点评: 单季度业绩触底, 后续逐季回升》——2010-3-25

《中国联通: 扰动因素致 3G 新增用户数环比回落》——2010-3-22

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070368

联系人: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**环比回升幅度略好于预期, 步入逐季改善周期**
**●1Q10 收入增长 6.5%, 净利润下降 68.3%, EPS0.018 元**

联通一季度业绩回升幅度略高于我们此前预期, 主要原因是: 收入环比上升的同时, 营业成本环比小幅下降。一季度实现主营业务收入 415.5 亿元, 环比增加 15 亿元。营业成本 284 亿元, 环比下降 4 亿元。实现净利润 11.0 亿元, 环比改善 10 亿元, 好于我们的预期 3-4 亿元。

**●3G 增势良好, 固网降幅收窄, 业绩触底回升态势已现**

1Q10 公司 3G 业务收入为 16.4 亿 (4Q09 为 7.7 亿), ARPU 达 139 元, 增势良好。同时因宽带业务增长迅速 (23.8%), 固网收入下降 1.6%, 跌势已有大幅收窄。4Q09 已为公司业绩底部, 后续每个季度收入增幅都将超过成本增加, 进而带动业绩逐季回升。若每月新增 100 万左右用户 (ARPU110 元), 每季度将新增 10 亿元左右 3G 收入, 带动业绩逐季回升 EPS1 分钱左右。

**●营销策略或有调整, 后续用户增长有望加速**

据媒体报道, 公司将在五一之后调整营销策略, 具体包括: 1) 优化现有套餐的语音和数据搭配, 新增 36 元套餐; 2) iPhone 降价千元左右, 入网门槛降至 96 元套餐; 3) 推出千元 3G 手机。我们认为, 资费、终端、应用是目前制约用户发展的主要因素, 上述调整措施有助促进公司 3G 用户加速增长。

**●维持 2Q10 交易性投资机会判断, 维持“推荐”投资评级**

我们维持对联通 10、11 年的盈利预测, EPS 分别为 0.12、0.24 元。目前其 PB 在 1.7 倍左右, 处于历史低位, 下行空间有限。一季报后 3-4 个月的业绩真空期适合把握阶段性机会。催化因素: 月度 3G 用户数超预期、套餐资费下调、iPhone 降价及引入 WIFI 版本。

**●渡过 3G 网络盈利拐点后, 有望产生趋势性机会**

趋势性机会需盈利增长预期的明确提升, 我们预计在 10Q3 前后 3G 网络渡过盈利拐点前后将是做出“趋势性机会”判断的合适时间窗口。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	158,370	172,991	188,814	212,297	234,635
(+/-%)	3.7%	9.2%	9.1%	12.4%	10.5%
净利润(百万元)	3137	2606	5043	8633	11447
(+/-%)	-33.5%	-16.9%	99.0%	71.2%	32.6%
每股收益 (元)	0.15	0.12	0.24	0.41	0.54
EBIT Margin	8.4%	7.0%	12.0%	17.2%	20.1%
净资产收益率 (ROE)	4.4%	3.6%	6.7%	10.9%	13.5%
市盈率 (PE)	42.1	51.8	26.8	15.6	11.8
EV/EBITDA	5.5	5.9	5.1	4.4	3.9
市净率 (PB)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.4

**表 1: 1Q10 收入同比增长 6.5%，净利润同比下降 68.3%，但环比已现改善**

(单位: 亿元)	1Q2009	4Q2009	1Q2010	1Q10VS1Q09	1Q10VS4Q09
营业收入	389.99	401.50	415.45	6.53%	3.47%
营业成本	247.70	288.90	284.08	14.68%	-1.67%
毛利率 (%)	36.48%	28.04%	31.62%	-4.86%	3.58%
营业税金及附加	10.78	11.50	11.30	4.85%	-1.74%
费用	79.72	106.30	98.67	23.77%	-7.17%
费用率 (%)	20.44%	26.48%	23.75%	3.31%	-2.72%
销售费用	46.48	61.20	56.88	22.38%	-7.07%
销售费用率 (%)	11.92%	15.24%	13.69%	1.77%	-1.55%
管理费用	31.75	40.90	37.34	17.61%	-8.69%
管理费用率 (%)	8.14%	10.19%	8.99%	0.85%	-1.20%
财务费用	1.50	4.20	4.45	197.42%	6.06%
财务费用率 (%)	0.38%	1.05%	1.07%	0.69%	0.03%
资产减值损失	6.66	4.60	6.86	3.04%	49.12%
公允价值变动收益	0.00	2.80	0.00	NA	NA
投资收益	0.00	2.10	0.00	NA	NA
营业利润	45.13	-4.80	14.54	-67.78%	-402.91%
营业利润率 (%)	11.57%	-1.20%	3.50%	-8.07%	4.70%
营业外收入	0.76	6.20	0.62	-18.62%	-90.06%
营业外支出	0.13	1.40	0.56	323.73%	-59.83%
利润总额	45.75	0.00	14.59	-68.10%	NA
税前利润率 (%)	11.73%	0.00%	3.51%	-8.22%	3.51%
所得税费用	10.89	-1.40	3.62	-66.76%	-358.52%
有效税率 (%)	23.80%	NA	24.80%	1.00%	NA
净利润	34.86	1.40	10.97	-68.52%	683.88%
归属于母公司净利润	11.70	0.40	3.71	-68.28%	827.61%
少数股东损益	23.17	1.00	7.26	-68.64%	626.39%
净利润率 (%)	8.94%	0.35%	2.64%	-6.30%	2.29%
每股收益 (元)	0.055	0.002	0.018	-68.28%	827.61%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	8828	10379	11329	12738
应收款项	16563	14218	15519	17449
存货净额	2412	1579	1555	1615
其他流动资产	2920	1730	1888	2123
流动资产合计	30723	27907	30291	33925
固定资产	349171	405511	441424	467886
无形资产及其他	19645	18859	18074	17288
投资性房地产	19678	19678	19678	19678
长期股权投资	15	15	15	15
资产总计	419232	471970	509482	538792
短期借款及交易性金融负债	63997	104332	136490	148567
应付款项	101948	78948	77758	80768
其他流动负债	33667	65021	64664	67785
流动负债合计	199612	248301	278912	297120
长期借款及应付债券	7759	8259	8759	9259
其他长期负债	3015	3515	4015	4515
长期负债合计	10774	11774	12774	13774
负债合计	210387	260075	291686	310894
少数股东权益	137862	139608	142987	148772
股东权益	70984	72287	74809	79125
负债和股东权益总计	419232	471970	509482	538792

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.15	0.12	0.24	0.41
每股红利	0.31	0.06	0.12	0.20
每股净资产	3.35	3.41	3.53	3.73
ROIC	4%	3%	5%	8%
ROE	4%	4%	7%	11%
毛利率	33%	31%	35%	39%
EBIT Margin	8%	7%	12%	17%
EBITDA Margin	38%	37%	43%	47%
收入增长	4%	9%	9%	12%
净利润增长率	-34%	-17%	99%	71%
资产负债率	51%	50%	50%	50%
息率	5.3%	1.1%	2.1%	3.5%
P/E	42.1	51.8	26.8	15.6
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.5	5.9	5.1	4.4

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	158370	172991	188814	212297
营业成本	105654	118852	123304	129873
营业税金及附加	4487	4844	5287	5944
销售费用	20957	22489	23602	25476
管理费用	14048	14625	14003	14585
财务费用	944	3004	4268	5039
投资收益	212	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1137)	(1200)	(1200)	(1200)
其他收入	(1)	0	0	0
营业利润	11356	7977	17150	30180
营业外净收支	825	2100	2350	3200
利润总额	12181	10077	19500	33380
所得税费用	2807	2318	4485	7677
少数股东损益	2091	5153	9972	17069
归属于母公司净利润	1046	869	1681	2878

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1046	869	1681	2878
资产减值准备	(12815)	804	250	222
折旧摊销	47200	52442	58422	62903
公允价值变动损失	1137	1200	1200	1200
财务费用	944	3004	4268	5039
营运资本变动	3262	14025	(2232)	4628
其它	8211	2679	6492	11318
经营活动现金流	48040	72019	65813	83149
资本开支	(99162)	(110000)	(95000)	(90000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(99177)	(110000)	(95000)	(90000)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(238)	500	500	500
支付股利、利息	(6505)	(1303)	(2522)	(4317)
其它融资现金流	63963	40335	32158	12077
融资活动现金流	50477	39532	30137	8260
现金净变动	(659)	1551	949	1409
货币资金的期初余额	9488	8828	10379	11329
货币资金的期末余额	8828	10379	11329	12738
企业自由现金流	(38522)	(34154)	(21394)	5573
权益自由现金流	25203	4368	7978	14270

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 锋	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
<b>万成水</b>	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b>	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b>	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b>	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦骥</b>	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b>	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b>	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123		