

运营数据、净利润环比回升提振信心，沉淀优质客户

中国联通 (600050)

评级: 增持 (维持)

电信服务

股价: 5.07 元

跟踪报告

2010 年 08 月 27 日 星期五

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

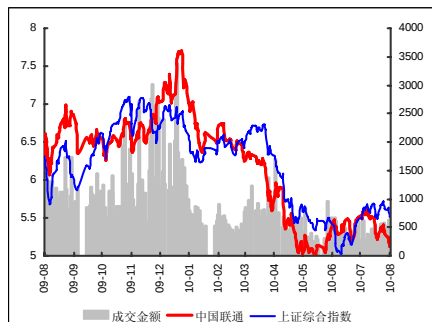
重要数据

总股本(亿股)	211.97
流通股本(亿股)	211.97
总市值(亿元)	1074.67
流通市值(亿元)	1074.67

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-6.97	-7.93
3 个月	1.35	2.47
6 个月	-22.92	-7.75

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《优化套餐结构，纠正销售策略》

10.07.05

《运营成本上升致 4 季度微利，3G 数据短期缺乏支撑》

10.03.25

《业绩预降合理，仍将持续低迷》

10.02.01

《3G 手机用户环比增长加快》

10.01.20

投资要点

- **二季度净利润环比回升。**2010 年上半年公司实现营业收入 844 亿元，同比增长 7.6%；营业利润 31 亿元，同比减少 63%；净利润 8.3 亿元，同比减少 62%；摊薄每股收益 0.039 元。第二季度公司实现营业收入 429 亿元，同比增长 8.6%，环比增长 3.2%；净利润 4.6 亿元，同比减少 55%，环比增长 23%；摊薄每股收益 0.022 元。
- **服务收入增长动力源自 3G 的运营，固网收入下滑减少。**上半年公司实现通信服务收入 813 亿元，同比增长 6.1%：①移动服务收入 401 亿元，同比增长 14%，二季度收入增速继续加快，同比增长 17%，环比增长 10%，其中 GSM 服务收入 360 亿元，同比增长 2.7%，3G 收入 40.9 亿元。②固网收入 407 亿元，同比下滑 1.8%，远好于去年全年 9.9% 的降幅，压力大幅缓解，其中宽带收入 149 亿元，同比增长 23%，本地电话收入 186 亿元，同比减少 14%，下滑幅度减小。
- **成本费用上升快。**成本费用的上升在预期之内，成本同比增长 15.3%，这主要是由于：①营运及支撑成本同比上升 16%。②折旧摊销同比上升 13%。期间费用率 23.6%，同比上升 2.6 个百分点，其中销售费用率由于 3G 宣传增加以及手机补贴增加 11.7 亿元，同比上升 1.2 个百分点；管理费用率同比上升 0.8 个百分点，主要是由于公司内部调整，导致人工成本、办公费用、折旧摊销增加。
- **运营数据可圈可点。**GSM 用户 ARPU 39.8 元，同比减少 4.5%，降幅与同期持平，MOU 值 260.2 分钟，出现反弹，同比增长 4.5%，而去年同期为持平状态。3G 用户 ARPU 134 元，较去年全年下降 7.7 元，主要是由于低端套餐的推出，3G MOU 为 638 分钟，验证了我们中高端客户加速增长的观点。宽带 ARPU 58.5 元，较去年全年提高 1.3 元。
- **关注焦点。**①公司上半年完成资本开支 333 亿元，完成全年预期的 45%，去年上半年开支完成比例为 33%，预计公司下半年投资仍不会有太大变化。②公司在终端策略、定价策略更加积极，吸引中高端客户的能力正在增强，终端缺货也将得到解决，用户数

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	164,085	158,369	178,989	208,410	242,937
营业收入增长率 (%)	6.5%	-3.5%	13.0%	16.4%	16.6%
营业利润 (百万元)	6,833	11,356	7,493	9,735	13,609
营业利润增长率 (%)	-68.6%	66.2%	-34.0%	29.9%	39.8%
净利润 (百万元)	3,908	3,137	2,121	2,699	3,699
净利润增长率 (%)	-55.7%	-19.7%	-32.4%	27.2%	37.0%
营业利润率 (%)	4.2%	7.2%	4.2%	4.7%	5.6%
每股收益 (元)	0.184	0.148	0.100	0.127	0.174
每股净资产 (元)	3.34	3.35	3.45	3.58	3.75
PE (X)	27.5	34.3	50.7	39.8	29.1
PB (X)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
ROE (%)	6.2%	4.4%	2.9%	3.6%	4.8%

有望继续快速增长。③3G 用户快速增长带来的收入，短期无法弥补亏损，盈利拐点还需等待，预计最早出现在 2011 年上半年。

- **盈利预测及投资建议。**维持公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.10/0.13/0.17 元的盈利预测，对应动态 PE 分别为 51x/40x/29x，估值水平基本合理。我们认为中报良好的运营数据及净利润环比回升，对投资者的信心提振有帮助，同时公司正在朝积极的方向发展，中高端客户的沉淀大有厚积薄发之势，达到盈利拐点后业绩将形成加速上升态势，因此维持公司“增持”评级，建议长期投资者关注。

表 1. 中国联通上半年度业绩对比

百万元	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	YoY	QoQ	1H2009	1H2010	YoY	备注
营业收入	39,493	39,726	40,150	41,545	42,874	8.6%	3.2%	78,492	84,419	7.6%	移动服务收入同比增长14%，3G贡献41亿元，固网收入同比下降1.8%，受益于去年全年0.9%的降幅
服务收入	38,034	38,366	38,842	39,700	41,610	9.4%	4.8%	76,614	81,310	6.1%	
移动服务	17,916	18,054	18,435	19,110	20,980	17.1%	9.8%	35,066	40,090	14.3%	
固网服务	20,204	20,246	20,305	20,510	20,160	-0.2%	-1.7%	41,404	40,670	-1.8%	
减：营业成本	25,571	26,420	28,892	28,408	29,613	15.8%	4.2%	50,341	58,021	15.3%	①营运及支撑成本同比上升16%，②折旧摊销同比上升13%
营业税金及附加	1,128	1,133	1,149	1,130	1,175	4.2%	4.0%	2,205	2,305	4.5%	
期间费用率	21.3%	22.5%	26.5%	23.8%	23.2%	1.9%	-0.5%	20.9%	23.5%	2.6%	
销售费用	4,984	5,204	6,121	5,688	5,652	13.4%	-0.6%	9,631	11,340	17.7%	3G宣传以及手机补贴增加。
销售费用率	12.6%	13.1%	15.2%	13.7%	13.2%	0.6%	-0.5%	12.3%	13.4%	1.2%	
管理费用	3,278	3,509	4,086	3,734	3,917	19.5%	4.9%	6,453	7,652	18.6%	内部调整，导致人工成本、办公费用、折旧摊销增加。
管理费用率	8.3%	8.8%	10.2%	9.0%	9.1%	0.8%	0.1%	8.2%	9.1%	0.8%	
财务费用	162	212	420	445	378	133.5%	-15.2%	311	823	164.3%	利息支出增加。
财务费用率	0.4%	0.5%	1.0%	1.1%	0.9%	0.5%	-0.2%	0.4%	1.0%	0.6%	
资产减值损失	630	625	455	686	726	15.3%	5.9%	1,296	1,412	9.0%	
公允价值变动损失	0	962	277	0	0	NA	NA	0	0	NA	
加：投资收益	0	-2	215	0	233	NA	NA	0	233	NA	
营业利润	3,742	3,583	-482	1,454	1,644	-56.1%	13.1%	8,255	3,098	-62.5%	
增长率				-67.8%	-56.1%	-56.1%	11.7%	-39.8%	-62.5%	-22.6%	
营业利润率	9.5%	9.0%	-1.2%	3.5%	3.8%	-5.6%	0.3%	10.5%	3.7%	-6.8%	
加：营业外收入	287	119	619	62	188	-34.4%	205.3%	363	250	-31.1%	
减：营业外支出	26	100	136	56	68	159.3%	20.3%	39	124	214.8%	
利润总额	4,003	3,601	2	1,459	1,764	-55.9%	20.9%	8,578	3,224	-62.4%	
减：所得税费用	974	886	-142	362	408	-58.1%	12.8%	2,063	770	-62.7%	
实际所得税率	24.3%	24.6%	-8308.0%	24.8%	23.1%	-1.2%	-1.7%	24.1%	23.9%	-0.2%	
净利润	3,028	2,716	144	1,097	1,356	-55.2%	23.6%	6,515	2,454	-62.3%	
少数股东损益	2,013	1,806	102	726	899	-55.3%	23.7%	4,329	1,625	-62.5%	
归属于母公司普通股股东净利润	1,015	910	42	371	457	-54.9%	23.3%	2,185	828	-62.1%	
增长率				-68.3%	-54.9%	-54.9%	13.3%	-53.9%	-62.1%	-8.2%	
净利润率	2.6%	2.3%	0.1%	0.9%	1.1%	-1.5%	0.2%	2.8%	1.0%	-1.8%	
每股收益（元）	0.048	0.043	0.002	0.018	0.022	-55.0%	23.3%	0.103	0.039	-62.1%	

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 2. 中国联通盈利预测

百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	154,045	164,085	158,369	178,989	208,410	242,937	6.5%	-3.5%	13.0%	16.4%	16.6%
服务收入		156,923	153,822	168,948	189,332	213,920	NA	-2.0%	9.8%	12.1%	13.0%
移动服务		65,580	71,555	87,430	106,060	125,959	NA	9.1%	22.2%	21.3%	18.8%
固网服务		90,967	81,955	81,206	82,960	87,649	NA	-9.9%	-0.9%	2.2%	5.7%
减：营业成本	94,047	102,081	105,654	123,115	145,676	169,249	8.5%	3.5%	16.5%	18.3%	16.2%
营业税金及附加	4,191	4,598	4,487	5,066	5,899	6,876	9.7%	-2.4%	12.9%	16.4%	16.6%
期间费用率	20.3%	21.4%	22.7%	22.7%	21.1%	20.4%	1.1%	1.3%	0.0%	-1.6%	-0.7%
销售费用	16,728	19,308	20,957	23,806	25,634	29,395	15.4%	8.5%	13.6%	7.7%	14.7%
销售费用率	10.9%	11.8%	13.2%	13.3%	12.3%	12.1%	0.9%	1.5%	0.1%	-1.0%	-0.2%
管理费用	11,548	13,709	14,048	15,214	16,048	17,734	18.7%	2.5%	8.3%	5.5%	10.5%
管理费用率	7.5%	8.4%	8.9%	8.5%	7.7%	7.3%	0.9%	0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.4%
财务费用	2,999	2,156	944	1,611	2,293	2,429	-28.1%	-56.2%	70.7%	42.3%	6.0%
财务费用率	1.9%	1.3%	0.6%	0.9%	1.1%	1.0%	-0.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	2,211	15,405	2,376	2,685	3,126	3,644	596.6%	-84.6%	13.0%	16.4%	16.6%
公允价值变动	(569)	0	1,239	0	0	0	-100.0%	NA	-100.0%	NA	NA
加：投资收益	0	5	212	0	0	0	NA	4547.5%	-100.0%	NA	NA
营业利润	21,752	6,833	11,356	7,493	9,735	13,609	-68.6%	66.2%	-34.0%	29.9%	39.8%
增长率		-68.6%	66.2%	-34.0%	29.9%	39.8%	-68.6%	134.8%	-100.2%	63.9%	9.9%
营业利润率	14.1%	4.2%	7.2%	4.2%	4.7%	5.6%	-10.0%	3.0%	-3.0%	0.5%	0.9%
加：营业外收入	5,089	2,450	1,101	1,000	1,000	1,000	-51.9%	-55.1%	-9.1%	0.0%	0.0%
减：营业外支出	264	302	275	269	270	270	14.2%	-8.9%	-2.2%	0.4%	0.0%
利润总额	26,576	8,981	12,181	8,224	10,465	14,339	-66.2%	35.6%	-32.5%	27.2%	37.0%
减：所得税费用	7,227	1,729	2,807	1,891	2,407	3,298	-76.1%	62.4%	-32.6%	27.2%	37.0%
实际所得税率	27.2%	19.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	-7.9%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	19,349	7,252	9,374	6,332	8,058	11,041	-62.5%	29.3%	-32.4%	27.2%	37.0%
少数股东损益	10,527	3,344	6,237	4,211	5,358	7,342	-68.2%	86.5%	-32.5%	27.2%	37.0%
归属于母公司普通股股东净利润	8,821	3,908	3,137	2,121	2,699	3,699	-55.7%	-19.7%	-32.4%	27.2%	37.0%
增长率		-55.7%	-19.7%	-32.4%	27.2%	37.0%	-55.7%	36.0%	-12.6%	59.6%	9.8%
净利润率	5.7%	2.4%	2.0%	1.2%	1.3%	1.5%	-3.3%	-0.4%	-0.8%	0.1%	0.2%
每股收益（元）	0.416	0.184	0.148	0.100	0.127	0.174	-55.7%	-19.7%	-32.4%	27.2%	37.0%

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,074.7	1,074.7	5.07	0.15	0.10	0.13	34.3x	50.7x	39.8x	-7.2%	NA	1.5x
平均值									34.3x	50.7x	39.8x	-7.2%		1.5x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	658.8	522.2	22.98	0.86	1.10	1.31	26.8x	20.8x	17.6x	23.5%	0.9x	3.3x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	78.5	19.9	14.12	0.61	0.70	0.87	23.0x	20.2x	16.3x	18.8%	1.1x	3.9x
平均值									24.9x	20.5x	16.9x	21.1%	1.0x	3.6x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	124.4	56.3	28.15	0.59	0.85	1.16	47.4x	32.9x	24.4x	39.5%	0.8x	3.8x
光迅科技	002281.SZ	增持	51.4	26.4	32.15	0.65	0.76	1.03	49.4x	42.4x	31.1x	26.0%	1.6x	5.3x
亨通光电	600487.SH	中性	45.1	45.1	27.14	1.11	1.15	1.43	24.5x	23.6x	19.0x	13.5%	1.7x	3.4x
中天科技	600522.SH	中性	68.4	68.4	21.33	1.04	1.10	1.33	20.4x	19.5x	16.1x	12.7%	1.5x	3.9x
平均值									35.4x	29.6x	22.6x	22.9%	1.4x	4.1x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	41.2	25.9	17.51	0.35	0.56	0.78	50.1x	31.3x	22.5x	49.2%	0.6x	7.4x
日海通讯	002313.SZ	-	38.2	9.5	38.15	0.73	1.13	1.57	52.6x	33.8x	24.3x	47.1%	0.7x	4.5x
平均值									51.4x	32.5x	23.4x	48.1%	0.7x	6.0x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	31.4	23.4	14.63	0.36	0.50	0.61	40.6x	29.2x	24.1x	29.7%	1.0x	4.6x
奥维通信	002231.SZ	-	20.7	5.2	12.92	0.15	0.16	0.22	86.9x	82.4x	59.2x	21.1%	3.9x	5.3x
三元达	002417.SZ	-	25.1	5.0	20.92	0.41	0.56	0.68	50.6x	37.2x	30.8x	28.3%	1.3x	10.8x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	82.7	21.4	153.10	2.06	3.07	4.10	74.3x	49.9x	37.4x	41.0%	1.2x	5.8x
华星创业	300025.SZ	增持	20.1	5.0	25.10	0.33	0.53	0.73	76.1x	47.2x	34.6x	48.3%	1.0x	7.6x
中创信测	600485.SH	增持	22.3	22.3	16.06	0.19	0.43	0.59	84.5x	37.3x	27.0x	76.9%	0.5x	5.5x
国脉科技	002093.SZ	中性	53.6	44.8	13.38	0.23	0.29	0.36	57.5x	46.0x	36.9x	24.9%	1.8x	10.1x
平均值									67.2x	47.0x	35.7x	38.6%	1.1x	7.1x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	38.2	37.9	19.26	0.16	0.28	0.41	121.9x	67.8x	46.8x	61.4%	1.1x	5.4x
恒宝股份	002104.SZ	增持	74.9	46.9	17.00	0.21	0.26	0.39	79.8x	66.5x	43.7x	35.1%	1.9x	13.3x
大唐电信	600198.SH	增持	80.9	80.6	18.44	0.13	0.17	0.27	140.8x	110.7x	68.9x	42.9%	2.6x	16.4x
平均值									114.2x	81.7x	53.2x	46.5%	1.9x	11.7x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	27.3	19.0	36.14	0.47	0.29	0.42	77.0x	123.5x	85.9x	-5.3%	NA	6.8x
拓维信息	002261.SZ	买入	42.3	21.7	29.13	0.60	0.76	1.08	48.6x	38.4x	27.0x	34.1%	1.1x	6.7x
平均值									62.8x	81.0x	56.5x	14.4%	NA	6.8x
卫星导航														
北斗星通	002151.SZ	-	38.3	17.0	42.09	0.56	0.65	0.85	75.0x	65.1x	49.3x	23.3%	2.8x	12.3x
合众思壮	002383.SZ	-	58.6	14.7	48.87	0.70	0.88	1.14	69.9x	55.4x	43.0x	27.4%	2.0x	4.1x
平均值									72.4x	60.2x	46.2x	25.4%	2.4x	8.2x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	60.4	60.4	10.72	0.15	0.24	0.34	73.3x	45.5x	31.2x	53.3%	0.9x	4.2x
动力源	600405.SH	-	26.6	26.6	12.75	0.19	0.27	0.57	-	-	-	-	-	6.7x
键桥通讯	002316.SZ	-	29.0	7.3	18.60	0.27	0.39	0.50	68.3x	48.1x	37.3x	35.3%	1.4x	3.7x
平均值									70.8x	46.8x	34.2x	44.3%	1.1x	4.0x
板块均值									62.1x	49.0x	35.8x	32.0%	0.1x	6.4x

资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122