

中国联通 (600050.SH)

无线通信行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：5.11元  
目标(人民币)：6.38元

## 公司基本面已见底，当前就是买入机会

长期竞争力评级：等于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	21,196.60
总市值(百万元)	108,314.61
年内股价最高最低(元)	7.73/4.95
沪深 300 指数	2858.57
上证指数	2610.74



### 相关报告

- 1.《Iphone 促销一触即发,或迎来投资良机》, 2010.4.27
- 2.《重获新生看 3G,3G 看 2010 年》, 2010.3.29
- 3.《关于联通红筹公司和西班牙电信相互投资 10 亿美元事件点评:》, 2009.9.7

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.931	0.148	0.093	0.171	0.273
每股净资产(元)	3.32	3.35	3.42	3.53	3.73
每股经营性现金流(元)	2.83	2.80	2.91	3.37	3.86
市盈率(倍)	5.40	49.26	54.73	29.89	18.74
行业优化市盈率(倍)	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
净利润增长率(%)	250.47%	-84.11%	-36.92%	83.10%	59.54%
净资产收益率(%)	28.07%	4.42%	2.73%	4.84%	7.32%
总股本(百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司中期实现收入增长 7.55%，净利润下滑 62.4%，3G 业务亏损约 30 亿元，是导致盈利能力大幅下滑的关键因素；联通 A 股 EPS 为 0.04 元，略高于我们此前 0.033 元的预期，高于预期的主要因素在于固网业务业绩好于预期。

### 经营分析

- **业绩驱动因素分析**：从成本构成因素分析看，新增 3G 网络的运营导致水电、燃料动力费及房屋租赁费增加，以及能源价格上涨共同导致了网络运营成本上升 26.25%。新增折旧及摊销成本上升 13.90%，主要源于 3G 网络和固网宽带折旧成本出现较大幅度上升。3G 市场推广和电信业务竞争加剧导致销售费用增长了 17.74%。3G 网络的闲置、折旧成本上升、手机补贴增加是盈利能力下滑的主要原因。
- **公司经营业务点评**：移动业务好转和固网业务下滑趋缓。从收入增速看，移动业务收入为增速 16.2%，其中包含 3G 业务收入 40.90 亿元；固定业务收入同比下滑了 2.35%，其中宽带业务增速为 23.4%。从业务盈利能力看，GSM 业绩净利润预计在 46 亿元，而 3G 业务预计亏损 30 亿元，固网业务净利润预计 12 亿元，GSM 业务和固网业务增长趋势较为平缓，影响业绩波动的关键因素就看 3G 业务。

### 盈利调整

- 我们上调了公司未来几年收入增速 2010-2012 年 公司实现收入分别为 1741 亿元（增速 7%）、1890 亿元（8%）、2069 亿元（9%）和 2271 亿元（10%），4 年合并收入复合增速为 9%。考虑 3G 业务竞争加剧可能导致终端补贴成本上升的影响，我们对明年业绩略有下调，2010 年 Eps 维持 0.093 元，2011EPS 从此前的 0.20 元下调到 0.17 元。

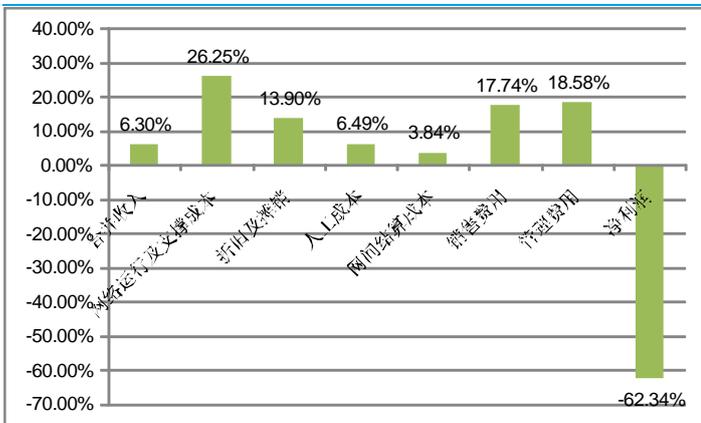
### 投资建议

- **采用相对估值方法**：联通 A 股 5.98 元（对应 11 年 35XPE）-6.36 元（对应 10 年 1.8XPB），红筹为 11.91 港币（对应 11 年 25XPE）-15.89 港币（对应 10 年 1.5XPB）。**采用用户价值计算方法**：保守预测 2010 年联通 A 股股票合理价 6.38 元。截至 8 月 29 日收盘价 5.11 元，我们保守预计半年内有 20%的安全收益空间，我们认为当前就是买入机会。

中报点评：固网好于预期，3G 业务亏损在预期之中

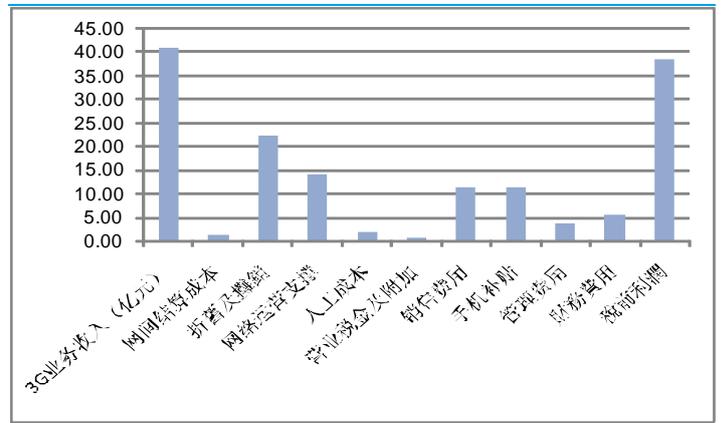
- 2010 年中报经营业绩：合并收入增长 7.55%，扣除非经常性损益后的净利润下滑 62.4%，3G 业务预计亏损约 30 亿元
  - ◆ 2010 年中报经营业绩概况：公司中期实现收入 844 亿元，实现净利润 24.5 亿元，联通 A 股 EPS 为 0.04 元，略高于我们此前 0.033 元的预期，高于我们预期的主要因素在于固网业务的实际经营业绩好于我们此前下滑 6% 的预测，固定业务实际下滑 2.3%，宽带业务增长 23.41% 是固定业务下滑趋缓的关键驱动因素，宽带业务占比为 36.5%。
  - ◆ 业绩驱动因素分析：网络运营、折旧、销售费用、管理费用增速大幅超过收入增速是导致业绩大幅下滑的主因。从成本构成因素分析看，新增 3G 网络的运营导致水电、燃料动力费及房屋租赁费增加，以及能源价格上涨共同导致了网络运营成本上升 26.25%；新增折旧及摊销成本上升 13.90%，主要源于 3G 网络和固网宽带折旧成本出现较大幅度上升；3G 市场推广和电信业务竞争加剧导致销售费用增长了 17.74%；手机补贴从去年同期的 1.3 亿元，增加到今年中期 11 亿元；3G 网络的闲置、折旧成本、手机补贴大幅上升是盈利能力下滑的主要原因。
  - ◆ 公司经营业务点评：移动业务好转和固网业务下滑趋缓。从收入增速看，移动业务收入为增速 16.2%，其中包含 3G 业务收入 40.90 亿元；固定业务收入同比下滑了 2.35%，其中宽带业务增速为 23.4%。从业务盈利能力看，GSM 业绩净利润预计在 46 亿元，而 3G 业务预计亏损 30 亿元，固网业务净利润预计 12 亿元，GSM 业务和固网业务增长趋势较为平缓，影响业绩波动的关键因素就看 3G 业务。

图表1：2010 年中期公司财务指标较去年同期增速



来源：国金证券研究所

图表2：2010 年中期 3G 业务经营业绩分析



图表3：2010年中期联通经营业绩分析：收入增速7.55%，净利润下滑63%

单位：亿元	新联通-移动业务(亿元)			新联通-固定业务(亿元)			新联通合计(亿元)		
	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速
	累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测	
收入(含终端收入)	358.84	417.01	16.21%	423.13	413.20	-2.35%	784.92	844.19	7.55%
营业成本	213.58	273.89	28.24%	302.26	311.10	2.93%	515.84	584.99	13.41%
毛利	145.26	143.12	-1.47%	120.87	102.10	-15.53%	266.13	245.22	-7.86%
经营费用	82.86	109.88	32.60%	99.60	98.88	-0.72%	182.47	208.76	14.41%
营业利润	42.45	9.71	-77.14%	15.30	-2.63	-117.20%	57.75	7.07	-87.75%
财务费用	-2.69	3.11	-215.57%	5.81	5.52	-5.00%	3.11	8.63	176.93%
利润总额	58.10	20.72	-64.34%	27.68	11.52	-58.38%	85.78	32.24	-62.42%
所得税费用	13.94	4.77	-65.83%	6.64	2.65	-60.11%	20.59	7.41	-63.98%
红筹净利润	44.15	15.95	-63.87%	21.04	8.87	-57.83%	65.19	24.54	-62.36%
A股净利润	15.42	5.57	-63.87%	7.35	3.10	-57.83%	22.76	8.57	-62.36%
红筹股本(亿股)	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%
红筹EPS(元)	0.193	0.070	-63.87%	0.092	0.039	-57.83%	0.284	0.107	-62.36%
A股EPS(元)	0.073	0.026	-63.87%	0.035	0.015	-57.83%	0.107	0.040	-62.36%

来源：国金证券研究所

### 未来经营业绩预测：10-13 年收入复合增速为 8.9%，净利润复合增速 26.0%

- **联通红筹经营业绩预测**：10-13 年合并收入预计分别为 1741 亿元（增速 7%）、1,890 亿元（8%）、2069 亿元（9%）和 2271 亿元（10%），4 年合并收入复合增速为 9%。10-13 年净利润分别为 65 亿元（增速-47%）、97 亿元（97%）、157 亿元（60%）和 237 亿元（51%），4 年净利润复合增速为 26%。
- **联通 EPS 预测**
  - ◆ **新联通红筹 10-13 年 EPS 预计**：分别为 0.248 元、0.454 元、0.724 元和 1.078 元；其中，GSM 业务贡献分别为 0.444 元、0.469 元和 0.484 和 0.504 元；3G 业务贡献分别为-0.298 元、-0.148 元、0.08 元和 0.404 元，固定业务 EPS 贡献分别为 0.030 元、0.029 元、0.040 元和 0.045 元。
  - ◆ **新联通 A 股 10-13 年 EPS 预计**：分别为 0.093 元、0.171 元、和 0.273 元和 0.406 元。

图表4：中国联通主营业务对 EPS 分类贡献分析与预测

EPS贡献(RMB)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务	0.158	0.167	0.176	0.182	0.190	0.196
3G业务	-0.021	-0.112	-0.056	0.030	0.152	0.267
固网业务	0.017	0.027	0.040	0.045	0.047	0.050
其他	-0.006	0.011	0.011	0.015	0.017	0.018
联通A股EPS	0.148	0.093	0.171	0.273	0.406	0.531
增速	-84.11%	-36.92%	83.10%	59.54%	48.95%	30.79%
红筹EPS(RMB)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务	0.419	0.444	0.469	0.484	0.504	0.520
3G业务	-0.054	-0.298	-0.148	0.080	0.404	0.710
固网业务	0.045	0.072	0.105	0.120	0.126	0.134
其他	-0.016	0.030	0.029	0.040	0.045	0.047
联通红筹EPS	0.393	0.248	0.454	0.724	1.078	1.410
增速	-84.11%	-36.92%	83.10%	59.54%	48.95%	30.79%

来源：国金证券研究所

图表5：公司主要业务盈利能力预测：2G 和固网业务趋缓，增量看 3G 业务

GSM业务	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
收入(亿元)	707.64	710.07	703.82	697.38	691.66	681.57
增速	5.95%	0.34%	-0.88%	-0.91%	-0.82%	-1.46%
税前利润	124.64	132.03	139.45	144.10	149.96	154.74
增速	39.34%	5.92%	5.63%	3.34%	4.06%	3.19%
3G业务	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
收入(亿元)	7.91	122.16	280.49	459.92	651.78	856.93
增速		1444.36%	129.62%	63.97%	41.72%	31.48%
税前利润	-16.21	-88.62	-44.17	23.68	120.32	211.20
增速		-446.62%	-50.16%	-153.61%	408.14%	75.52%
固定业务	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
收入(亿元)	849.55	845.91	828.57	822.29	826.25	838.91
增速	-4.69%	-0.43%	-2.05%	-0.76%	0.48%	1.53%
税前利润	13.38	21.51	31.29	35.83	37.43	39.81
增速	-191.48%	60.76%	45.46%	14.51%	4.47%	6.34%
业务合并	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
通信服务收入(亿元)	1,565.10	1,678.14	1,812.88	1,979.59	2,169.69	2,377.42
ICT业务	23.13	18.19	18.54	18.90	19.26	19.63
终端销售	22.33	45.08	58.57	70.98	81.93	88.32
合计收入	1,610.57	1,741.41	1,889.99	2,069.47	2,270.87	2,485.37
增速	3.61%	7.22%	8.03%	9.20%	9.60%	9.57%
税前利润(亿元)	121.81	64.92	126.57	203.62	307.71	405.74
增速	62.80%	-46.71%	94.98%	60.87%	51.13%	31.86%
所得税	-28.02	-14.93	-29.11	-46.83	-70.77	-93.32
税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股东应占净利润	93.79	49.99	97.46	156.78	236.94	312.42
增速	62.80%	-46.71%	94.98%	60.87%	51.13%	31.86%

来源：国金证券研究所

### 投资建议：股票合理价 6.38 元，维持买入

- 相对估值方法：联通 A 股 5.98 元（对应 11 年 35XPB）-6.36 元（对应 10 年 1.8XPB），红筹为 11.91 港币（对应 11 年 25XPE）-15.89 港币（对应 10 年 1.5XPB）。

图表6：新联通红筹估值区间：11.91-15.89 港币

新联通红筹(RMB)	2009	10E	11E	12E	13E
持续业务EPS	0.409	0.218	0.425	0.684	1.034
每股净资产	9.306	9.459	9.757	10.236	10.959
目标PE			25.0	20.0	16.0
对应股价(港币)			11.91	15.32	18.53
目标PB		1.50	1.43	1.36	1.30
对应股价(港币)		15.89	15.13	14.41	13.73

来源：国金证券研究所

图表7：新联通 A 股估值区间：5.98-6.36 元 RMB

A股(RMB)	2009	10E	11E	12E	13E
持续业务EPS	0.148	0.093	0.171	0.273	0.406
每股净资产	3.415	3.535	3.726	3.828	3.992
目标PE			35.0	25.0	20.0
对应股价			5.98	6.82	8.12
目标PB		1.80	1.71	1.63	1.55
对应股价		6.36	6.39	6.25	6.21

- 用户价值计算方法：保守预测 2010 年联通 A 股股票合理价 6.38 元

- ◆ 用户价值计算方法：公司价值等于公司净资产与公司用户价值的总和，而用户价值等于用户数量与单用户价值的乘积；联用户价值包括 GSM 用户价值、3G 用户价值、固定电话用户价值和宽带用户价

值。以 GSM 单用户价值为基准，各其他业务单用户价值与 ARPU 比值成线性关系。

- ◆ 参考中国电信收购联通 CDMA 用户，单用户价值约在 1200 元左右，ARPU 大约在 60 元左右，我们保守预计联通 GSM 用户（ARPU 为 39 元）标准价值为 500 元/户，其他用户价值以 GSM 为基准，详细计算如下表所示。

图表8：GSM 用户价值分析与预测

GSM用户价值	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM用户数量(百万)	153.93	161.10	167.02	170.59	172.54
ARPU	39.61	37.24	35.42	34.14	33.11
单用户价值	500.00	470.03	447.14	431.01	417.90
GSM用户价值(亿元)	769.64	757.20	746.83	735.24	721.03

来源：国金证券研究所

图表9：3G 用户价值分析与预测

3G用户价值	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
3G业务	14.19	31.62	54.10	81.15	113.61
ARPU	120.24	102.04	89.42	80.32	73.33
用户价值	1517.77	1288.02	1128.72	1013.85	925.68
3G用户价值(亿元)	215.38	407.33	610.63	822.73	1051.65

图表10：固话用户价值分析与预测

固话用户价值	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
固定电话数量	103.28	86.17	83.64	81.22	80.25
ARPU	29.26	26.29	23.51	23.02	21.73
单用户价值	369.36	331.85	296.72	290.54	274.28
固话用户价值(亿元)	381.47	285.95	248.17	235.97	220.10

来源：国金证券研究所

图表11：宽带用户价值分析与预测

宽带用户价值	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
宽带用户数量	47.03	55.50	63.82	70.20	75.82
ARPU	58.50	57.92	56.18	54.49	52.86
单用户价值	738.44	731.06	709.13	687.85	667.22
宽带用户价值(亿元)	347.30	405.71	452.57	482.89	505.88

图表12：公司价值=净资产+用户价值

公司价值	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM用户价值(亿元)	769.64	757.20	746.83	735.24	721.03
3G用户价值(亿元)	215.38	407.33	610.63	822.73	1051.65
固话用户价值(亿元)	381.47	285.95	248.17	235.97	220.10
宽带用户价值(亿元)	347.30	405.71	452.57	482.89	505.88
合计用户价值	1713.79	1856.20	2058.21	2276.84	2498.66
公司净资产	2167.75	2235.97	2345.72	2511.57	2730.27
公司价值=净资产+用户	3881.53	4092.16	4403.92	4788.41	5228.93

来源：国金证券研究所

图表13：2010 年联通 A 股股票合理价 6.38 元

以2010年的GSM用户价值为参考					
基准用户价值假设	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
400	5.82	6.12	6.56	7.12	7.77
450	6.10	6.42	6.90	7.50	8.18
500	6.38	6.73	7.24	7.87	8.59
550	6.66	7.03	7.58	8.24	9.01
600	6.94	7.34	7.92	8.62	9.42

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	4	8	16	27	48
买入	2	3	8	11	29
持有	0	0	2	4	9
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	3
评分	1.33	1.29	1.40	1.42	1.55

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-12-17	持有	5.48	N/A
2 2009-07-22	买入	7.16	8.59 ~ 8.59
3 2009-08-31	买入	6.04	7.82 ~ 7.82
4 2009-09-07	买入	6.49	7.82
5 2010-03-29	买入	6.34	7.42 ~ 8.88
6 2010-04-27	买入	5.93	7.97

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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、复印件或复制品，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室