

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：5.40元

3G终端补贴加大是拉低业绩增长的关键

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)	114,461.62
年内股价最高最低(元)	7.73/4.93
沪深300指数	3379.98
上证指数	2978.84



相关报告

- 《公司基本面已见底，当前就是买入机会》，2010.8.29
- 《iPhone促销一触即发，或迎来投资良机》，2010.4.27
- 《重获新生看3G,3G看2010年》，2010.3.29

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	0.071	0.174	0.280
每股净资产(元)	3.32	3.35	3.40	3.53	3.73
每股经营性现金流(元)	2.83	2.80	2.75	3.34	4.00
市盈率(倍)	5.40	49.26	76.40	31.02	19.29
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%	-52.24%	146.29%	60.83%
净资产收益率(%)	28.07%	4.42%	2.22%	5.08%	7.65%
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

- 2010年1-9月份中国联通经营业绩：合并收入上升8.79%，EPS 0.05元，净利润下滑65.77%，盈利能力下降的主要原因来自于3G，3G业务预计亏损约57亿元。

经营分析

- 2010年1-9月公司总体经营业绩：公司实现收入1286.10亿元，同比上升8.79%。公司实现盈利31.6亿元，同比下滑65.77%，联通A股EPS为0.05，低于市场预期，主要原因是联通的营业成本和费用增长较快，其中折旧与摊销比上年同期增长15.1%；网络、营运及支撑成本比上年同期增长12.7%；销售费用比上年同期增长15.3%；3G终端补贴29.9亿元，其中第三季度为18.2亿元。
- 2010年1-9月份移动业务业绩点评：公司移动业务收入增长20.4%，业务净利润下滑72.37%，其中经营成本增速37.25%，经营费用增速37.59%，是导致盈利能力下滑的主要原因。
- 2010年1-9月份固定业务业绩点评：固定业务收入下滑1.65%，业务净利润下滑45.28%，其中宽带业务比上年同期增长22.3%，固定业务收入趋缓，其中固定电话用户的持续减少是导致固网业务下滑的主要原因，宽带用户和收入维持稳定增长。

业绩预测

- 2010-2012年联通合并收入预计分别为1742亿元、1880亿元、2079亿元，同比增速分别为7.22%、7.41%、10.62%；2010-2012年红筹公司净利润分别为42.35亿元、104.60亿元、170.64亿元，同比增速分别为-54.85%、138.74%、63.14%。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后1.53x11年PB/31.0x11年PE，PB估值较低，当前股价具有较高的安全边际，维持买入评级。

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

2010 年 Q3 季报点评：3G 业务导致移动业务盈利能力下滑，固网业务收入下滑趋缓，未来盈利关键看 3G 发展

- **2010 年 1-9 月份经营业绩：**合并收入上升 8.79%，净利润下滑 65.77%，盈利能力下降的主要原因来自于 3G，3G 业务预计亏损约 57 亿元。
- **2010 年 1-9 月公司总体经营业绩：**公司实现收入 1286.10 亿元，同比上升 8.79%。公司实现盈利 31.6 亿元，同比下滑 65.77%，联通 A 股 EPS 为 0.052，低于市场预期，主要原因是联通的营业成本和费用增长较快，其中折旧与摊销比上年同期增长 15.1%；网络、营运及支撑成本比上年同期增长 12.7%；销售费用比上年同期增长 15.3%；3G 终端补贴 29.9 亿元，其中第三季度为 18.2 亿元。
- **2010 年 1-9 月份移动业务业绩点评：**公司移动业务收入增长 20.4%，业务净利润下滑 72.37%，其中经营成本增速 37.25%，经营费用增速 37.59%，是导致盈利能力下滑的主要原因，联通今后的盈利关键看 3G 的发展。
- **2010 年 1-9 月份固定业务业绩点评：**固定业务收入下滑 1.65%，业务净利润下滑 45.28%，其中宽带业务比上年同期增长 22.3%，固定业务收入下滑趋缓，其中固定电话用户的持续减少是导致固网业务下滑的主要原因，宽带用户和收入维持稳定增长。

图表1：2010 年 1-9 月经营业绩：合并收入上升 8.79%，净利润下滑 66%

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)		
	2009-9-30	2010-9-30	同比 预测 增速	2009-9-30	2010-9-30	同比 预测 增速	2009-9-30	2010-9-30	同比 实际 增速
营业收入(含终端收入)	541.35	651.80	20.40%	630.02	619.60	-1.65%	1,182.20	1,286.10	8.79%
营业成本	318.85	437.63	37.25%	445.05	454.42	2.11%	763.90	892.05	16.78%
毛利	222.49	214.17	-3.74%	184.97	165.18	-10.70%	407.47	379.35	-6.90%
经营费用	125.05	172.05	37.59%	144.90	146.35	1.00%	269.96	318.40	17.95%
营业利润	88.36	30.18	-65.85%	29.95	9.22	-69.21%	118.31	39.40	-66.70%
财务费用	-4.00	4.70	-217.62%	9.23	7.74	-16.20%	5.23	12.44	137.86%
利润总额	91.97	25.47	-72.30%	29.82	16.36	-45.15%	121.79	41.83	-65.65%
所得税费用	22.27	6.22	-72.09%	7.22	3.99	-44.72%	29.49	10.21	-65.38%
红筹净利润	69.70	19.26	-72.37%	22.60	12.37	-45.28%	92.30	31.60	-65.77%
A股净利润	24.34	6.72	-72.37%	7.89	4.32	-45.28%	32.23	11.03	-65.77%
联通红筹股本(亿股)	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%
红筹EPS(元)	0.304	0.084	-72.37%	0.099	0.054	-45.28%	0.403	0.138	-65.77%
A股EPS(元)	0.115	0.032	-72.37%	0.037	0.020	-45.28%	0.152	0.052	-65.95%

来源：国金证券研究所

联通未来经营业绩预测：期待 3G 业务的快速发展实现收入扭亏为盈

移动业务发展预测分析

- 联通移动业务收入预测：2010 年-2012 年公司 GSM 移动业务收入预计分别为 710 亿元、704 亿元、697 亿元，同比增速分别为 0.34%、-0.88%、-0.91%；3G 移动业务收入预计分别为 122 亿元、270 亿元、474 亿元，同比增速分别为 1444.36%、121.17%、75.55%。

固网业务发展预测分析

- 联通固定业务收入预测：2010 年-2012 年公司固定业务收入预计分别为 846 亿元、829 亿元、822 亿元，同比增速分别为 -0.43%、-2.05%、-0.76%。

联通合并收入和盈利预测分析

- 2010-2012 年联通合并收入预计分别为 1742 亿元、1880 亿元、2079 亿元，同比增速分别为 7.22%、7.41%、10.62%；2010-2012 年红筹公司净利润分别为 42.35 亿元、104.60 亿元、170.64 亿元，同比增速分别为 -54.85%、138.74%、63.14%。

图表2：公司主要业务盈利能力预测

GSM业务	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	707.64	710.07	703.82	697.38	691.66
增速	5.95%	0.34%	-0.88%	-0.91%	-0.82%
税前利润	117.52	130.23	138.79	143.46	149.32
增速	31.38%	10.82%	6.57%	3.36%	4.09%
3G业务	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	7.91	122.16	270.18	474.30	711.00
增速		1444.36%	121.17%	75.55%	49.91%
税前利润	-14.84	-94.22	-33.63	42.94	134.08
增速		-534.77%	-64.30%	-227.66%	212.28%
固定业务	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	849.55	845.91	828.57	822.29	826.25
增速	-4.69%	-0.43%	-2.05%	-0.76%	0.48%
税前利润	19.14	18.99	30.68	35.23	36.82
增速	-230.83%	-0.78%	61.59%	14.82%	4.53%
业务合并	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
通信服务收入(亿元)	1,565.10	1,678.14	1,802.56	1,993.97	2,228.91
ICT业务	23.13	18.45	18.80	19.16	19.53
终端销售	22.33	45.08	58.57	66.30	76.31
合计收入	1,610.57	1,741.67	1,879.93	2,079.44	2,324.74
增速	3.61%	7.22%	7.41%	10.62%	11.78%
税前利润(亿元)	121.81	55.00	135.84	221.62	320.22
增速	62.80%	-54.85%	147.00%	63.14%	44.49%
所得税	-28.02	-12.65	-31.24	-50.97	-73.65
税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股东应占净利润	93.79	42.35	104.60	170.64	246.57
增速	62.80%	-54.85%	147.00%	63.14%	44.49%

来源：国金证券研究所

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	2	7	14	23	49
买入	1	3	9	15	23
持有	0	1	3	3	10
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	1.33	1.43	1.53	1.52	1.54

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
7	2010-08-29	买入	5.11	6.38 ~ 6.38

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形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