动态报告

信息技术

通信

中国联通(600050)

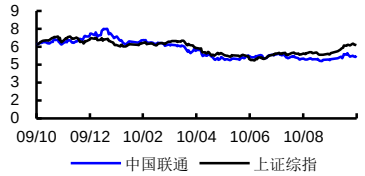
推荐

2010 年三季报点评

（维持评级）

2010 年 11 月 01 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据	
昨收盘（元）	5.40
总股本/流通 A 股(百万股)	21,196.6/21,196.6
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	114,461.6/114,461.6
上证综指/深圳成指	2,978.84/13,367.24
12 个月最高/最低（元）	7.70/4.93

财务数据	
净资产值(百万元)	70,640.90
每股净资产(元)	3.33
市净率	1.62
资产负债率	50.70%
息率	0.99%

相关研究报告:

《中国联通-600050-月度用户数点评：3G 新增用户创新高，大盘股回暖催生阶段性机会》—《中国联通-600050-月度用户数点评：3G 新增用户数恢复至百万水平》——2010-9-21

《中国联通-600050-中报点评：季度盈利环比小幅改善，等待盈利追上预期》——2010-8-27

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

财报点评

手机补贴增加致 3Q 业绩低于预期

- **收入增长 9.0%，净利润下降 73.8%，EPS0.05 元，低于预期**

公司 1-3Q 收入 1286.1 亿元，同比增长 9.0%，净利润 31.6 亿元，归属于母公司的净利润为 10.7 亿元，同比下降 73.8%，EPS0.27 元，低于预期。其中 3Q 净利润为 2.4 亿元，EPS0.01 元，单季盈利环比下降，手机补贴增长是主因。

- **3G 营收占比提升至 6%，收入增长结构继续优化**

1-3Q3G 收入 75.5 亿，占通信服务收入的 6.1%，ARPU129.8 元，表现出色。3G 与宽带（+22.3%）是收入增速加快的主要驱动。目前收入结构进一步优化，移动业务占比提升，固网衰退幅度收窄，公司未来面临较高的收入向上弹性。

- **手机补贴支出较大，3G 依旧处于增收不增利阶段**

但 3G 业务投入依旧较大，对业绩形成拖累，增收不增利的局面未改。3Q 各项成本费用增速正常，但因 iPhone 热销，中低端手机补贴力度加大，终端补贴高达 18.2 亿元（1Q 为 5 亿，2Q 为 6 亿），成为单季业绩下滑主因。此外，3Q 来自西班牙电信的投资收益几无（1H 为 2.3 亿），亦是业绩环比下滑的原因之一。

- **上调收入增速，小幅下调净利润预测**

我们根据 3Q 业绩小幅上调了联通收入增幅，10/11 年收入增速提升至 9.3%/10.4%；小幅下调净利润预测，10/11 年 EPS 为 0.08/0.18 元。

- **建议把握阶段性机会，但趋势性机会仍需等待业绩追上盈利预期**

我们仍建议把握大盘回暖下的阶段性机会，但趋势性机会仍需等待业绩追上盈利预期。因：1）PB 虽低，但 PE 仍较高，较港股溢价幅度较大，包含了经营回升和业绩改善预期。2）3G 业务发展迅速，但付出代价不小。3）仅靠 PE 扩张难以推动趋势性行情，趋势性机会需盈利增长预期明确提升并消化 PE 压力。

- **投资风险**

3G 新增用户数波动中低于预期、国际板开板预期、携号转网加剧竞争程度。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	158,370	173,166	191,172	218,249	242,900
(+/-%)	3.7%	9.3%	10.4%	14.2%	11.3%
净利润(百万元)	3137	1786	3835	5465	7816
(+/-%)	-33.5%	-43.1%	99.0%	42.5%	43.0%
每股收益（元）	0.15	0.08	0.18	0.26	0.37
EBIT Margin	8.4%	5.2%	9.3%	10.8%	13.3%
净资产收益率（ROE）	4.4%	2.5%	5.2%	7.1%	9.7%
市盈率（PE）	42.1	75.6	35.2	24.7	17.3
EV/EBITDA	5.4	6.1	5.4	5.0	4.5
市净率（PB）	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

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。

收入增长继续优化，但 3G 投入依旧居高不下

表 1：主业增速环比加快，3G 及宽带业务是首要驱动，固话衰退速度减缓，业务结构继续优化

	1H2010	1-3Q2010	2010H1 结构	1-3Q2010 结构	1H2010 同比	1-3Q2010 同比
营业收入	821.1	1286.1	100.0%	**100.0%**	7.6%	**9.0%**
其中：移动业务	410.5	651.8	50.0%	**50.7%**	17.7%	**19.9%**
固网业务	401.1	619.6	48.8%	**48.2%**	-2.4%	**-1.9%**
通信服务收入	791.0	1238.5	100.0%	**100.0%**	6.6%	**7.7%**
其中：3G	39.8	75.5	5.0%	**6.1%**	NA	**NA**
2G	351.2	576.3	44.4%	**46.5%**	2.7%	**0.9%**
宽带及数据	180.8	227.7	22.9%	**18.4%**	17.9%	**22.3%**
固定电话	212.6	391.9	26.9%	**31.6%**	-12.2%	**-7.9%**

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

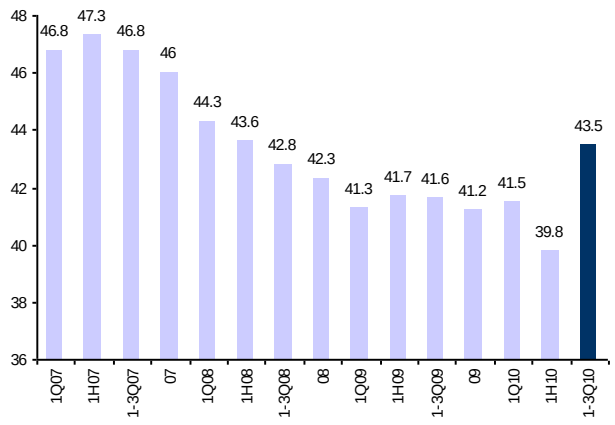
表 2：营业成本环比增长，手机补贴支出增长较快

	1Q2010	2Q2010	3Q2010
营业成本合计	389.4	394.9	425.0
网间结算支出	30.8	34.2	36.5
折旧及摊销	131.7	134.7	139.0
网络运营及支撑成本	62.3	65.3	65.8
人工成本	57.7	58.0	56.3
销售费用	56.9	68.2	46.0
其中：手机补贴	**5.2**	**6.0**	**18.2**

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

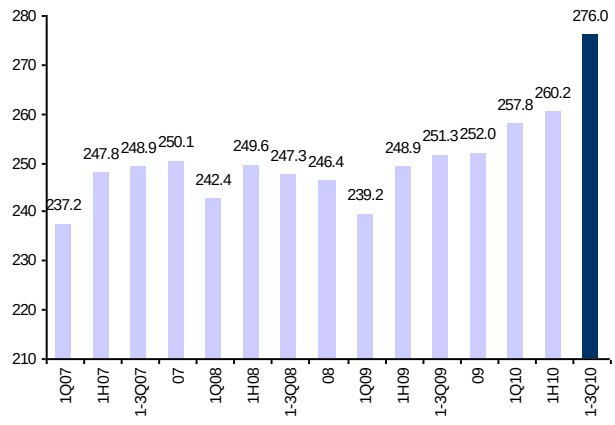
3G 上量驱动 ARPU、MOU 显著提升

图 1：1-3Q10ARPU 值为 43.5 元，W 网为 129.8 元



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：1-3Q10MOU 值为 276 分钟，3G 为 642 分钟



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	10390	11470	13095
应收款项	16563	14233	15713	17938
存货净额	2412	1653	1704	2003
其他流动资产	2920	1732	1912	2182
流动资产合计	30723	28008	30799	35218
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	472071	509990	540085
短期借款及交易性金融负债	63997	99619	127546	125310
应付款项	101948	82664	85221	100134
其他流动负债	33667	67078	69026	79049
流动负债合计	199612	249361	281793	304494
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	261135	294567	318268
少数股东权益	137862	139059	141628	145290
股东权益	70984	71877	73795	76527
负债和股东权益总计	419232	472071	509990	540085

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.15	0.08	0.18	0.26
每股红利	0.31	0.04	0.09	0.13
每股净资产	3.35	3.39	3.48	3.61
ROIC	4%	2%	4%	5%
ROE	4%	2%	5%	7%
毛利率	33%	29%	32%	32%
EBIT Margin	8%	5%	9%	11%
EBITDA Margin	38%	35%	40%	40%
收入增长	4%	9%	10%	14%
净利润增长率	-34%	-43%	99%	42%
资产负债率	51%	50%	50%	50%
息率	5.7%	0.8%	1.7%	2.4%
P/E	42.1	75.6	35.2	24.7
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.4	6.1	5.4	5.0

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	173166	191172	218249
营业成本	105654	122239	130048	147378
营业税金及附加	4487	4849	5353	6111
销售费用	20957	22512	23896	26190
管理费用	14048	14639	14168	14972
财务费用	944	2922	4027	4469
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	4807	12479	17929
营业外净收支	825	2100	2350	3200
利润总额	12181	6907	14829	21129
所得税费用	2807	1589	3411	4860
少数股东损益	2091	3532	7583	10805
归属于母公司净利润	1046	595	1278	1822

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1046	595	1278	1822
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	2922	4027	4469
营运资本变动	3262	19707	3544	22863
其它	8211	1583	4877	7083
经营活动现金流	48040	76332	69572	96092
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)	(893)	(1918)	(2732)
其它融资现金流	63963	35623	27926	(2235)
融资活动现金流	50477	35229	26509	(4468)
现金净变动	(659)	1562	1080	1625
货币资金的期初余额	9488	8828	10390	11470
货币资金的期末余额	8828	10390	11470	13095
企业自由现金流	(38522)	(30976)	(19400)	13937
权益自由现金流	25203	2897	5926	8760

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±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±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

免责条款

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团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312

策略
黄学军 021-60933142
崔 嵘 021-60933159

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
高 健 0755-82130678

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476
谈 煊 010- 66025229

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

机械
余爱斌 0755-82133400
黄海培 021-60933150
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343

汽车及零配件
李 君 021-60933156
左 涛 021-60933164

钢铁
郑 东 010- 66026308
秦 波 010-66026317

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
吴美玉 010-66026319
祝 彬 0755-82131528

基础化工
张栋梁 0755-82130532
陈爱华 0755-82133397
邱 斌 0755-82130532

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
陈 栋 021-60933147

石油与石化
严蓓娜 021-60933165

电力设备与新能源
皮家银 021-60933160

传媒
陈财茂 021-60933163

有色金属
彭 波 0755-82133909
谢鸿鹤 0755-82130646

电力与公用事业
徐颖真 021-60875162
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
程 峰 021-60933167

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407

计算机
段迎晟 0755- 82130761

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 0755-82130771

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

旅游
刘智景 021-60933148

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建材
杨 昕 021-60933168

煤炭
李 然 010-66026322
苏绍许 021-60933144

建筑
邱 波 0755-82133390
李遵庆 0755-82133055

新兴产业
陈 健 010-66215566
李筱筠 010-66026326

固定收益
李怀定 021-60933152
高 宇 0755- 82133538
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340
蔺晓熠 021-60933146
刘子宁 021-60933145

指数与产品设计
焦 健 0755-82133928
王军清 0755-82133297
彭甘霖 0755-82133259
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
赵学昂 0755-66025232

投资基金
杨 涛 0755-82133339
刘舒宇 0755-82133568
康 亢 010-66026337
刘 洋

数量化投资
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
林晓明 0755-25472656
赵斯尘 021-60875174
程景佳 021-60933166
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154

交易策略
戴 军 0755-82133129
秦国文 0755-82133528
徐左乾 0755-82133090
黄志文 0755-82133928

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎　敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐　冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn