

评级：审慎推荐

电信运营行业

公司研究报告

中国联通（600050）2010 年年报点评

— 3G 优势加强，长期投入影响短期利润

第一创业研究所

分析师：任文杰 S1080207050038

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间(元): 5.35-8.16

总市值(百万元): 134,810.35

流通股本(百万股): 21,196.60

流通股比率(%): 100.0%

资产负债表摘要

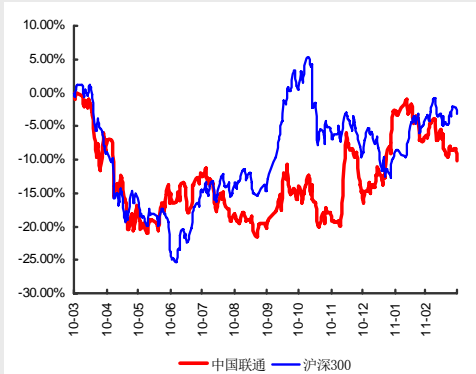
股东权益(百万元): 70,836.04

每股净资产: 3.34

市净率: 1.90

资产负债率: 53.1%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

要点:

- **中国联通公布了 2010 年年报** 2010 年实现营业收入 1761.7 亿元，同比增长 11.2%，全年实现净利润 36.7 亿元，其中归属于母公司的净利润为 12.3 亿元，基本每股收益为 0.058 元，调整后净利润比上年下降 56.3%。归属于 A 股上市公司股东的每股净资产为 3.34 元。每股派发现金股利 0.026 元（含税）。2010 年公司调整后 EBITDA 为 594.4 亿元，比上年增长 2.3%。调整后 EBITDA 率（调整后 EBITDA 占调整后营业收入的百分比）为 33.8%。
- **移动增值业务收入上升** 2010 年，公司移动业务实现通信服务收入 845.1 亿元，同比增长 18.1%。公司继续大力发展手机上网等增值业务，全年移动增值服务收入达到人民币 258.5 亿元，比上年增长 35.6%，所占移动业务通信服务收入的比重由上年的 27.3% 上升至 31.4%。
- **3G 优势将继续加强** 3G 业务实现通信服务收入人民币 119.3 亿元，占移动业务通信服务收入的比重由上年的 1.1% 上升至 14.1%。3G 用户 ARPU 为 124 元（高于中国电信 3G 用户 95 元的 ARPU）。3G 业务收入中非语音业务收入占到 47.7%。3G 基站数量达到 18.3 万个，同比增长 70.8%，3G 网络已覆盖全国县级以上城市和东部发达乡镇。利用 WCDMA 的网络优势和 iPhone 等功能丰富的终端，公司的 3G 业务吸引了大批每月消费较高的客户，而其中大部分是来自其他运营商的中高端客户，从而使得公司在移动业务具有最鲜明的 3G 特色，建立起差异化的品牌和越来越大的用户基础。3G 用户通信使用量达到 554.7 亿分钟，平均每用户每月数据流量达到 178M。2011 年公司计划在 56 个重点城市升级 HSPA+，提供达到 21M 的下行带宽，相比竞争对手的 3G 网络优势将继续加强。我们预计 2011 年 3G 业务依然会是公司最大的优势和亮点。
- **GSM 业务 ARPU 回稳** 2010 年 GSM 业务全年实现通信服务收入 725.8 亿元，同比增长 2.6%。GSM 用户累计净增 852.1 万户，用户总数达到 15,336.6 万户，同比增长 5.9%。GSM 业务维持了比较稳定的 ARPU，2010 年全年 GSM 业务的用户 ARPU 为 39.5 元，仅比 2010 年上半年下降了 0.3 元。显示了公司 3G 和 GSM 形成了良好的产品线互补，在以 3G 服务吸引高端客户的同时，面对中低消费的 GSM 也保持竞争力。
- **固网宽带业务收入与带宽齐增** 2010 年固网宽带业务保持快速增长，全年实现收入 307.3 亿元，同比增长 24.7%。通过提供更高带宽的产品和捆绑销售，保持了总体价格的稳定。用户 ARPU 为 57.1 元，同比基本持



平。宽带业务通信服务收入固网业务通信服务收入的比重由上年的 30.2% 上升至 37.9%。已经具备向超过 2500 万家庭提供 20M 以上宽带接入能力。2011 年公司计划加大光纤接入网建设,持续推进宽带网络升级提速,计划年内具备向超过 4000 万家庭提供 20M 以上宽带接入能力。随着带宽的提高,我们预计宽带增值业务将成为在宽带接入收入以外新的增长领域。

- **固话业务下滑趋缓** 2010 年固话业务(包含本地语音、长途、固网增值和网间结算业务)全年实现收入 413.1 亿元,同比下降 13.3%。本地电话用户全年累计流失 618.7 万户,用户总数达到 9,663.5 万户。其中无线市话用户流失 531.9 万户,用户总数为 1,342.3 万户。本地电话用户 ARPU 为 28.9 元,同比下降 8.0%。
- **自由现金流改善** 2010 年本公司的经营活动现金流量净额为 682.1 亿元,比上年增长 15.0%,资本开支为人民币 701.9 亿元,所占调整后营业收入的比重为 39.9%,自由现金流(经营活动现金流减资本开支)由上年的-531.6 亿元改善至-19.8 亿元。公司 2011 年计划资本开支为 738 亿元。我们预计 2011 年的自由现金流相比 2010 年将继续有小幅度改善。
- **公司收入增长但净利润下降,主要因素是折旧摊销、销售费用、手机补贴、财务费用等的上升** 由于 3G、GSM、宽带网络规模扩大及网络资产增加,折旧及摊销发生 547.9 亿元,同比增加 68.5 亿元,比上年增长 14.4%,所占调整后营业收入的比重由上年的 30.3% 上升至 31.1%。由于加大 3G、宽带等重点业务市场推广力度,全年销售费用 237.3 亿元,比上年增长 13.2%,所占调整后营业收入的比重由上年的 13.3% 上升至 13.5%。由于带息债务规模上升,全年财务费用由上年的人民币 9.4 亿元增加至人民币 16.2 亿元。
- **手机补贴总额增加** 公司采取终端补贴政策,大力发展 3G 合约计划用户。公司自 2010 年第四季度起对“预存话费送手机”业务采用“公允价值法”进行财务处理并追溯调整至 2010 年 1 月 1 日。全年销售通信产品支出发生 106.9 亿元,同期销售通信产品收入为 74.6 亿元,销售亏损为 32.3 亿元,其中 3G 终端销售亏损(“3G 手机补贴成本”)为 31.7 亿元,1-4 季度分别为人民币 1.0 亿元、3.9 亿元、7.7 亿元和人民币 19.1 亿元。我们预计 2011 年公司在 3G 用户引入期,仍将维持较大力度的手机补贴政策,对净利润仍有一定的压制。
- **管理费用控制见效** 2010 年本公司管理费用及其他为人民币 100.4 亿元,比上年增 3.9%,低于同期收入增幅,所占调整后营业收入的比重为 5.7%,比上年下降 0.4 个百分点。
- **盈利预测** 联通在 3G 服务的优质用户规模快速扩大,前期的网络和营销投入的回报将逐步增加,我们预计 2011 年到 2013 年联通 A 股的每股净利润将分别是 0.10 元、0.25 元、0.46 元。维持“审慎推荐”评级。



表 1、财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	42,292.8	86,465.6	140,325.1	203,909.1	一、营业收入	176,168.4	195,914.9	221,546.3	254,294.5
货币资金	22,790.7	64,958.1	116,887.6	178,117.5	减: 营业成本	123,734.9	135,752.0	142,759.3	149,678.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4,870.7	5,414.7	7,090.8	9,415.5
应收款项	10,469.3	11,808.6	13,353.5	15,327.3	销售费用	23,732.6	25,468.9	27,914.8	31,023.9
预付款项	3,066.5	3,347.3	3,520.1	3,690.7	管理费用	16,112.7	17,632.3	19,496.1	21,869.3
存货	3,728.4	4,113.7	4,326.0	4,535.7	财务费用	1,624.5	1,597.2	1,928.4	1,916.7
其他流动资产	2,237.9	2,237.9	2,237.9	2,237.9	资产减值损失	2,663.9	2,267.8	2,309.0	2,394.8
非流动资产	401,173.4	423,630.9	418,742.4	411,161.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	6,261.3	6,261.3	6,261.3	6,261.3	投资收益	484.6	8.1	8.1	8.1
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	8.1	8.1	8.1
固定资产	304,422.5	252,083.7	266,164.8	262,516.0	二、营业利润	3,913.6	7,790.0	20,055.9	38,004.1
在建工程	59,228.5	134,024.8	115,055.2	111,123.4	加: 营业外收入	1,060.1	1,007.1	956.8	908.9
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	327.3	337.1	347.2	357.6
无形及递延性资产	31,261.1	31,261.1	31,261.1	31,261.1	三、利润总额	4,646.5	8,460.0	20,665.5	38,555.4
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	975.2	1,945.8	4,959.7	9,253.3
资产总计	443,466.3	510,096.4	559,067.5	615,070.9	四、净利润	3,671.3	6,514.2	15,705.8	29,302.1
流动负债	197,893.6	236,020.6	246,953.3	258,971.3	归属母公司净利润	1,227.6	2,178.2	5,251.7	9,798.1
短期借款	36,726.5	36,726.5	36,726.5	36,726.5	少数股东损益与调整	2,443.7	4,336.0	10,454.1	19,504.0
应付账款	94,280.2	130,173.2	136,892.5	143,527.2	五、总股本(百万股)	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6
预收帐款	29,971.1	32,205.2	36,418.6	41,801.8	EPS (元/股)	0.06	0.10	0.25	0.46
其他	36,915.7	36,915.7	36,915.7	36,915.7					
长期负债	37,392.3	59,532.3	75,762.3	90,612.3	主要财务比率				
长期借款	35,181.6	57,321.6	73,551.6	88,401.6	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	2,210.7	2,210.7	2,210.7	2,210.7	营业收入	18996.6%	11.2%	13.1%	14.8%
负债合计	235,285.8	295,552.9	322,715.6	349,583.5	营业毛利	11085.6%	14.7%	31.0%	32.8%
少数股东权益	137,344.4	141,680.4	152,134.4	171,638.4	EBIT	2322.4%	50.9%	108.5%	74.2%
股本	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	净利润	366.9%	77.4%	141.1%	86.6%
资本公积	28,486.2	28,486.2	28,486.2	28,486.2	获利能力				
留存收益	21,153.3	23,180.4	28,273.4	37,904.9	毛利率	29.8%	30.7%	35.6%	41.1%
股东权益合计	208,180.4	214,543.5	230,090.6	259,226.1	EBIT/收入	4.4%	5.9%	11.0%	16.6%
负债和股东权益	443,466.3	510,096.4	552,806.3	608,809.7	净利率	0.7%	1.1%	2.4%	3.9%
					ROE	1.7%	3.0%	6.7%	11.2%
					ROIC	1.3%	2.1%	4.6%	7.6%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	53.1%	57.9%	58.4%	57.4%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	2.3	4.1	8.1	15.3
经营活动现金流	68,210.0	96,564.0	92,608.9	98,623.3	速动比率	0.18	0.34	0.54	0.76
净利润	3,671.3	6,514.2	15,705.8	29,302.1	经营现金净额/当期债务	1.86	2.63	2.52	2.69
折旧摊销	4,336.3	0.0	0.0	0.0	营运能力				
财务费用	1,784.6	1,597.2	1,928.4	1,916.7	总资产周转率	0.40	0.38	0.40	0.42
投资损失	-484.6	-8.1	-8.1	-8.1	应收账款天数	21.39	21.70	21.70	21.70
营运资金变动	4,622.3	36,121.8	9,002.7	9,663.8	存货天数	10.85	10.91	10.91	10.91
其它	1,941.2	0.0	6,261.3	36,108.3	每股指标(元)				
投资活动现金流	-71,348.4	-74,788.2	-54,822.2	-50,160.1	EBIT/股本	0.36	0.55	1.15	2.00
资本支出	-77,708.2	-74,796.3	-54,830.4	-50,168.3	每股经营现金流	3.22	4.56	4.37	4.65
长期投资	-46.3	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.34	3.44	3.68	4.13
其他	6,406.1	8.1	8.1	8.1	估值比率				
筹资活动现金流	17,824.3	20,391.6	14,142.9	12,766.7	P/E	109.82	61.89	25.67	13.76
债务融资	23,556.1	22,140.0	16,230.0	14,850.0	P/B	1.90	1.85	1.73	1.54
权益融资	0.4	0.0	0.0	0.0	P/S	0.77	0.69	0.61	0.53
其它	-5,732.2	-1,748.4	-2,087.1	-2,083.3	EV/EBITDA	17.15	19.65	10.09	6.14
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	14,685.8	42,167.4	51,929.5	61,229.9					

资料来源: Wind、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120