

通信运营III

赵军华

0755-82026822

zhaojunhua@cjis.cn

中国联通

600050

推荐

08年业绩符合预期，重组和3G提升中长线投资价值

公司2008年红筹股EPS为1.43元，A股EPS为0.93元；较我们之前预测的红筹每股收益1.61元略低，主要反映了小灵通资产减值的差异。我们预测公司计提减值80亿元，而公司实际计提近120亿元。排除这个差异，公司业绩符合我们预期。

投资要点：

- 公司持续经营业务小幅下滑0.8%，其中移动业务收入增长4.3%，固网业务收入下滑4.7%。公司移动业务用户保持了10.3%的增速，但移动语音MOU值和ARPU值都出现了下滑，带动移动语音业务收入下滑1.3%；移动增值和宽带接入业务则成为公司的主要增长点，分别增长20.2%和26.9%。
- 公司2008年的资本开支大幅增加，由2007年的464亿元增至705亿元，而公司进一步计划09年开支1100亿元。我们注意到公司08年折旧及摊销与07年基本持平，反映了公司历史形成的CAPEX对应的折旧摊销处在下降通道。预计此种因素将缓解今年新增CAPEX对公司折旧构成的压力，且公司计提的小灵通资产减值也将对此做出贡献。
- 公司08年销售费用小幅下滑1%，公司解释为与网通的协同效应构成渠道费用的降低。我们预计今年由于手机终端补贴的增加，公司的销售费用将较大幅度增加，对协同效应是否会对费用控制构成积极效果，我们拭目以待。
- 我们注意到公司的雇员薪酬及福利开支在08年增长7.8%，这种情况反映了公司与网通合并短期为了稳定队伍采取的举措。但我们预计人工成本在今年会成为公司成本压缩的重点，将对利润增加做出贡献。
- 公司的财务费用从07年的32亿元下降为24亿元，我们认为由于公司现金状况的改善，财务费用在今年仍有进一步压缩的空间。
- 我们仍然认为重组和3G运营无疑从根本上给中国联通带来了改变，从长期增长了中国联通的竞争能力，提升了中国联通的长线投资价值。
- 预测（红筹）公司EPS的预测为2009-2010年为：0.65元、0.9元；按照1:0.337比例，对应的A股公司EPS为：0.25元、0.34元。
- 我们认为给予公司20倍的PE值是具有安全边际的，且在2009年不应完全以净利润为标准去估值，考虑到联通确实存在借助3G有效改善市场地位、提升市场份额的可能性，理应给予一定的风险溢价，因此给予其2009年估值25倍的市盈率，对应0.25元的EPS，估值为6.25元

6个月目标价： 6.25元

当前股价： 5.77元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2373.21
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	10442
流通市值(亿)	602
EPS (TTM)	0.31
每股净资产(元)	9.86
资产负债率	39.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	13.14	14.71	5.48
上证综合指数	13.94	30.34	3.46



相关报告

《中国联通-投资增加对业绩造成短期压力，但却增强中长期投资价值》2009-3-12

风险提示：关注中国联通与网通的合并进程给公司管理带来的风险

主要财务指标

单位：百万元	2008年	2009年	2010年
营业收入(百万元)(扣除网间结算成本)	136156	140346	153162
同比(%)	0.48%	3.08%	9.13%
归属母公司净利润(百万元)-A股	19740	5230	7243
同比(%)	109.42%	-73.51%	38.50%
每股收益(元)	0.93	0.25	0.34
P/E	6.20	23.08	16.97

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表（注：基于公司报表，结合我们的预测方法，对公司列报科目部分进行调整）

收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
移动业务	55605	57121	61664	71217
固网语音	44735	37360	30057	25798
网间结算净收入	2334	2182	2029	1887
宽带接入	13835	18401	23921	29901
固网增值	6114	5992	5692	5408
其他互联网相关服务	532	638	766	958
信息通信技术服务净收入	1160	2088	2923	3654
数据及互联网业务（原联通部分）	2590	2667	2747	2830
长途业务（原联通部分）	1031	1093	1093	1093
其他收入（原联通部分）	1147	769	538	377
管理型数据服务（原网通部分）	1284	1156	1040	936
网元出租收入（原网通部分）	2521	3025	3479	3827
其他（原网通部分）	2617	3664	4397	5276
成本费用				
折旧及摊销	47541	47678	53677	55287
销售费用（扣除了终端产品销售收入）	15689	15913	18481	20962
管理费用	12048	12145	11921	11765
网络营运及支撑成本	16022	16577	16577	16577
固定资产减值-小灵通资产减值	0	11837	0	0
雇员薪酬及福利开支	17585	18902	17424	17424
财务费用	3231	2411	744	1000
其他经营费用（扣除了信息通信技术硬件成本）	1431	4147	2576	2833
其他利润项目				
利息收入	284	239	428	428
净其他收入	4137	1379	1379	1000
出售 CDMA 收益	0	37560	0	0
考虑 2008 年前三季度 CDMA 贡献税前利润				
终止经营业务的税前利润（百万元）	1199	1053	2263	
净利润				
税前利润合计	26379	45725	20753	28742
所得税	1199	2263	0	0
净利润	7450	13777	5188	7185
红筹股份数量		23991	23991	23991
红筹股 EPS		1.43	0.65	0.90
A 股股东占红筹利润比例		57.70%	33.60%	33.60%
A 股股东应占利润		19740	5230	7243
A 股股份数量		21197	21197	21197
A 股 EPS		0.93	0.25	0.34

资料来源：中投证券研究所，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434