

通信运营Ⅲ

赵军华

0755-82026822

zhaojunhua@cjis.cn

中国联通

600050

推荐

处于价值提升拐点，攻守兼备的良好品种

我们在本月 16 日出具联通的深度报告《中国联通-3G 战局开始，联通优势显现》，将目标价提升到 9.32 元；而从 16 日至今，联通的累计涨幅达到 14.5%，远跑赢上证综指 4.3% 的涨幅。值大盘振荡的敏感期，公司股价未来将如何变化，值得深思。我们仍然看好公司的投资价值，认为公司是攻守兼备的良好投资品种。

投资要点：

- **中国联通本年涨幅相比大盘仍有落后，具有良好的防御特点。**从本年 1 月份至今，上证综指上涨幅度达到 77%，而联通的涨幅则仅为 61%，涨幅明显落后大盘；考虑到公司通过重组和 3G 运营很有可能提升长期竞争实力，股价表现和公司基本面变化出现背离，这也为公司的股价提供了良好的安全性。
- **公司处于价值提升的拐点，具备成为逆境反转股的潜力。**公司在 2G 时期远落后于中国移动，但与网通的合并提升了综合实力，WCDMA 的 3G 制式将进一步成为公司在 3G 时期改善地位的有利武器。我们认为公司的基本面处于变化的拐点，一旦成功跨越，将可能成为逆境反转股。
- **联通在 3G 时期净增市场份额至少 1/3，3G 用户的数量将取决于 3G 用户迁转的比例。**中国联通在 3G 的终端和网络下载速度方面优势明显，而竞争对手中国移动的 TD 制式面临的困难重重，中国电信虽然当前势头良好，但 CDMA 的产业链局限性将制约其后续的发展。我们看好联通 3G 时期的净增用户份额，其当前的唯一不确定性为行业 3G 用户迁转的规模问题。
- **看好联通与 iPhone 的合作，如果采取非分成的合作模式，可能是对联通最有利的合作方案。**市场传言，联通和苹果初步达成的协议并未包含业务分成的模式。联通每年保证销售 100 万-200 万部 iPhone 手机，保证销量不低于 50 亿元人民币。而苹果将从终端销售以及在 iPhone 平台上的增值业务收入上双重获益。如果最终传言属实，非分成的模式将更有利于公司利润的增长。
- **公司在下半年基本面将逐渐发生重大改变，值得期待。**公司从去年开始大规模网络建设，预计 2G 时期被诟病最多的网络信号问题在下半年将有效改善；而公司与网通的融合虽然仍有问题存在，但融合效应加以时日也必将发生作用；且 3G 的规模效应、与 iPhone 的合作都将在下半年实现，种种利好因素值得期待。
- **维持对公司业绩的预测，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31、0.43 元，维持推荐的投资评级，并再次强调投资者关注公司基本面的变化决定投资策略。**

6-12 个月目标价： 9.32 元

当前股价： 8.13 元

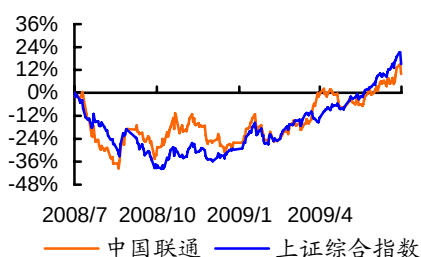
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3266.43
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1723
EPS (TTM)	
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	19.7	21.6	64.5
上证综合指数	9.78	32.34	64.09



相关报告

《中国联通-3G 战局开始，联通优势显现》
2009-7-16
《中国联通-3G 即将放号，成败拭目以待》
2009-5-14
《中国联通-一季报符合预期，未来 3G 运营值得期待》2009-4-30

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	132780	135166	147718	158585
同比(%)	-1.68%	1.80%	9.29%	7.36%
归属母公司净利润(百万元)	19713	5316	6549	9047
同比(%)		-73.03%	23.20%	38.15%
ROE(%)	16.41%	7.29%	8.55%	11.25%
每股收益(元)	0.93	0.25	0.31	0.43
P/E	7.81	32.42	26.31	19.05
P/B	2.45	2.61	2.48	2.37

资料来源：中投证券研究所（此处经营收入和公司公布口径略有差异，以便于预测）

附：财务预测表

收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
移动语音及增值	55605	56727	61022	71431	78935
其他业务—移动	1091	1119	1000	1000	1000
固网语音	47027	39391	31783	27352	24156
宽带接入	14273	18114	23186	28982	34779
网间结算净收入	2548	2347	2159	1987	1828
固网增值	6758	6591	6261	5948	5651
信息通信技术服务净收入	495	663	928	1207	1569
其他互联网相关服务及管理型数据收入	1835	1673	1506	1355	1220
网元出租收入	3741	4597	5516	6344	6978
广告及媒体服务收入	380	697	1115	1561	2030
其他	1289	861	689	551	441
成本费用					
折旧及摊销	47369	47678	50737	55647	52439
销售费用	15746	15836	17894	20237	21921
管理费用及其他	12599	13631	13631	13631	14040
网络营运及支撑成本	16022	16577	16909	17247	17592
人工成本	17540	18902	17390	17390	18781
财务费用	3231	2411	744	1000	1500
固定资产减值-小灵通资产减值	0	11837	0	0	0
其他利润项目					
利息收入	285	239	428	428	214
净其他收入	4990	1994	1994	1994	1994
持续经营业务盈利					
税前利润	27241	8141	20283	24988	34521
所得税	7083	1801	4462	5497	7595
所得税率	26.00%	22.12%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	20158	6340	15821	19491	26926
考虑终止经营业务盈利					
终止经营业务盈利	654	1438	0	0	0
出售终止经营业务之盈利	626	26135	0	0	0
净利润	21438	33913	15821	19491	26926
红筹股份数量（百万）		23715	23715	23715	23715
红筹股 EPS		1.43	0.67	0.82	1.14
A 股股东占红筹利润比例			33.60%	33.60%	33.60%
A 股股东应占利润		19713	5316	6549	9047
A 股股份数量		21197	21197	21197	21197
A 股 EPS		0.93	0.25	0.31	0.43

资料来源：中投证券研究所，公司报表，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、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

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