

马嵌琦

021-50585908

maq@ccnew.com

2009年8月31日

移动业务拐点初现，未来份额有望提高

——中国联通（600050）中报点评

公司点评

观望（维持）

事件：

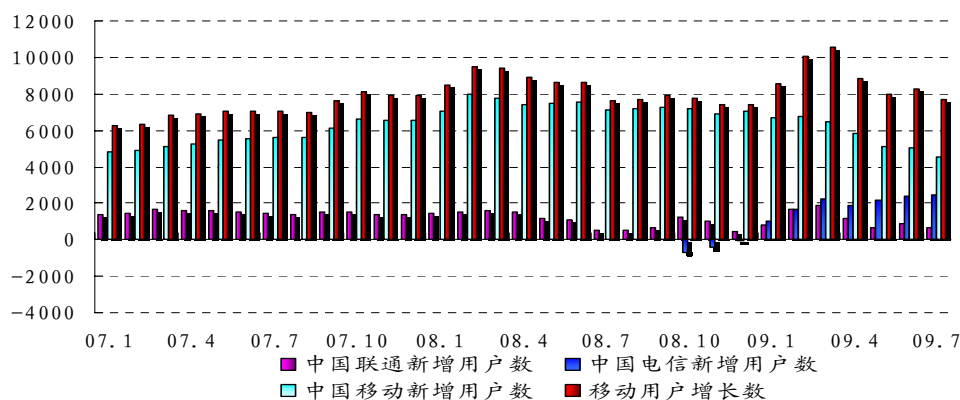
- **中国联通公布09年中报。**上半年公司按照重组合并后及完成营业收入为784.9亿元，按合并重列可比数据同比下降6.2%；净利润为21.85亿元，同比下降57.2%，每股收益0.10元。

点评：

- **业绩增长略低于预期。**各项业务中，移动业务收入增速有所放缓，同比增长6.2%，而固话业务则同比下降11.4%，仅宽带业务保持了较为快速的增长，收入同比增长10.3%。业绩下滑主要受金融危机、重组整合及运营商竞争加剧等因素影响。
- **公司移动用户增速放缓，目前移动业务或处于拐点。**上半年国内新增移动用户6193.9万户，整个行业新增用户同比增长1%。而公司1-7月净增移动用户769.2万户，公司在1-7月新增用户占比从去年同期的14%下降到今年同期的12%，市场份额较去年有所下降，而中国电信的新增用户占比却从年初的12%提高到7月份31.9%。但这并未反映公司真实情况，由于公司3G建网进程最慢，目前公司拥有的WCDMA的3G优势并未有限显现出来。四季度公司3G网络正式商用后，优势将逐步体现。

图 1：三大运营商移动用户新增情况

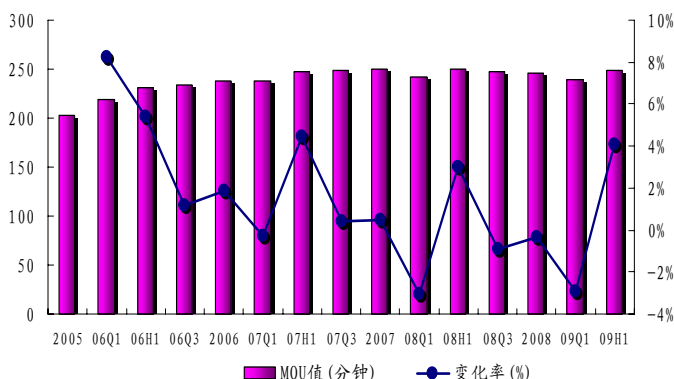
单位：千户



资料来源：公司公告、中原证券研究所

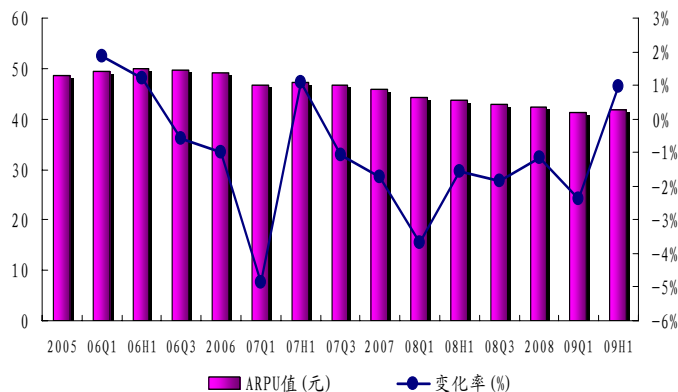
- **MOU值、ARPU值已有好转迹象。**公司上半年ARPU值由去年同期的43.5下降到41.7，同比虽然下降4.3%，但环比上升1个百分点，显示已有好转迹象。ARPU值下降仍处于合理区间，主要是新增移动用户大多为“三低”用户（低收入、低话量、低ARPU值），因此拖累ARPU值整体下降仍属合理。而MOU值仍受益于整体资费下降，上半年MOU值为248.9与去年同期持平，环比上升4个百分点。

单位: 分钟/%



数据来源: 公司公告

单位: 元/%



数据来源: 公司公告

- **固网业务仍是拖累公司业绩的主要因素。** 占营业收入56%的固网业务上半年收入444.24亿元, 同比下降14%。固话用户上半年流失111.8万户, 且MOU值和ARPU值分别下降到144分钟和32元, 分别同比下降1.9%和12.2%。固话业务继续呈现全面下滑的趋势。公司宽带业务则表现出较好的增长潜力, 上半年累计净增用户483.2万户, 在宽带用户增长方面赶超了中国电信。但ARPU下滑到60.2元, 同比下降13.5%。
- **3G发展好于预期, iPhone提升作用有限。** 公司5月17日推出56个城市试商用后, 目前3G友好用户已达35万户, 用户发展速度好于中国移动。自7月底公司3G试商用城市已达到268个, 年内将覆盖到335个城市。上半年公司资本性支出为人民币372.5亿元, 其中3G资本性支出为人民币199.3亿元。iPhone近期负面新闻较多, 且上市多年后随着其他高端产品的推出, iPhone的边际效益在递减。同时, iPhone销售数量提高未必能带来盈利能力的提高。首先, iPhone如果仅是吸引原来联通客户, 那么对公司上客率的帮助能力有限, 由于用户对原有号码的依赖性, 只有全面放开号码可携带政策后, 才能显示出iPhone的杀伤力; 其次, 如果公司采用较高的终端补贴政策, 其盈利能力也将大打折扣; 最后, iPhone影响的主要是高端客户, 即使销售量达到300万部, 仍难以撬动公司1.4亿户的用户量的盈利能力。进入四季度后3G正式商用及iPhone推出后, 公司将展开3G全面的营销, 届时将会公司市场地位将逐步改变市场对公司未来的预期。
- **短期仍落后中国移动、中国电信, 未来市场份额有望提升。** 在三大运营商中, 公司上半年收入和净利润增速都落后于中国移动和中国电信。在新增用户占比中1-7月仅占12.4%, 市场份额进一步下滑, 且公司3G建设速度也落后于中国移动和中国电信。而根据我们对三大运营商上网速度的测试情况来看, 公司的WCDMA具有非常明显的优势, 之所以目前仍未显示出应有的市场地位, 一方面是由于公司仍未正式推出3G商用, 用户推广和营销仍未全面展开; 另一方面, 由于目前3G仍处于用户培育期, 市场对高数据流量的应用仍显不足, 一旦达到一定用户规模及高数据流量的应用推广, 公司的WCDMA优势将得以充分体现。同时公司的终端优势, 随着公司营销策略的推进, 其优势也将逐步有所体现。进入四季度乃至明年后, 公司将正式步入较长时间的上升期, 未来公司新增市场份额也将有一定幅度的提升。

表 1: 上半年三大运营商经营情况

单位: 亿元/%/百万户

	中国移动	中国电信	中国联通
营业收入(亿元)	2129.13	1031.46	784.90
增长率(%)	8.90	14.80	-6.20
总收入占比(%)	53.96	26.14	19.89
净利润(亿元)	553.29	84.12	21.85
增长率(%)	1.40	-27.50	-57.20
总利润占比(%)	83.92	12.76	3.31
用户数(百万户)	移动 493.12 (净增 35.87)	移动 39.28(净增 11.37) 固话 199.36(净减 8.99) 宽带 49.05(净增 4.78)	移动 140.37(净增 7.01) 固话 108.45(净减 1.11) 宽带 34.91(净增 4.83)
MOU 值(分钟)	移动 496↘490	移动 308.5↗330.7	移动 250↘249 固话 146↘144
ARPU 值(元)	移动 84↘75	移动 63.60	移动 43.5↘41.7 固话 36↘32
移动用户占比(%)	73.29	5.84	20.86
上半年资本支出(亿元)	628.32(3G 占 439)	170.33	372.50(3G 占 199)

资料来源: 公司公告、中原证券研究所

- **维持公司观望评级。**虽然我们看好公司长期发展前景,但短期仍将受3G投资压力加大、财务成本增加(资金压力较大及公司拟发行中长期债券)以及重组的影响。且四季度后运营商如3G推广达不到预期效果,不排除运营商加大推广力度,导致营销费用、终端补贴等成本有较大幅度的提升。同时运营商竞争也有更趋激烈的迹象。同时,我们考虑到运营商子行业未来2-3年仍将担负较大的3G以及FTTx等投资压力,在行业增长率已明显低于GDP增长率,行业景气度下降的趋势下,即使公司有望走出拐点,仍难在弱势行业中展现投资机会。因此我们下调了2009-2010年的盈利预期,预计2009、2010年每股收益为0.21、0.26元,对应市盈率28、23倍,在行业内仍不具备估值优势,维持公司观望的评级。

表2: 盈利预测

	2007 年	2008 年	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	1540.44	1527.64	1545.97	1727.91
增长比率 (%)	59.50	-0.80	1.20	5.30
净利润 (亿元)	94.26	197.41	44.51	55.11
增长比率 (%)	176.94	109.40	-74.23	8.33
每股收益 (元)	0.31	0.93	0.21	0.26
市盈率 (倍)	19	6	28	23

资料来源: 中原证券研究所

相关研究

20090403 中国联通年报点评:09 年 5 月 24 日

20080843 中国联通中报点评:08 年 8 月 26 日

市场数据 (2009年08月31日)

收盘价 (元)	6.07
一年内最高最低 (元)	8.16/4.63
沪深300	2830.27
市净率 (倍)	1.83
流通市值 (亿元)	1286.63

基础数据 (2009年08月31日)

每股净资产 (元)	3.31
每股经营现金流 (元)	1.50
毛利率 (%)	35.86
净资产收益率 (%)	3.10
资产负债率 (%)	41.85
总股本/流通股 (百万股)	21196.59/21196.59

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。