

市场有风险，投资需谨慎。

公司点评

中国联通 600050

中性 维持

业绩符合预期，关注 3G 发展

——中国联通 2009 年度业绩预告点评

2010 年 2 月 1 日

分析师：李忠智
联络人：张洪建

0755-22627806
0755-22624358

Lizhongzhi001@pingan.com.cn
zhanghongjian405@pingan.com.cn

事项

1 月 29 日，中国联通公布 2009 年业绩预告，预计 2009 年度公司实现归属于母公司所有者的净利润较 2008 年下降 50% 以上。

主要观点

一、 公司业绩符合预期

在 2009 年三季度报点评报告中，我们预计公司 2009 年归属母公司股东的净利润为 41.57 亿元，同下降 78.9%。公司预告业绩同比下降 50% 以上，符合我们原先的预期。

净利润同比大幅下降的原因有二：

(1) 2008 年归属于母公司所有者的净利润为 197.4 亿元，其中包括出售 CDMA 业务及相关资产产生的净利润约为人民币 163.3 亿元。CDMA 业务作为集团 2008 年度的终止经营业务已经不再对 2009 年度的经营业绩产生影响；

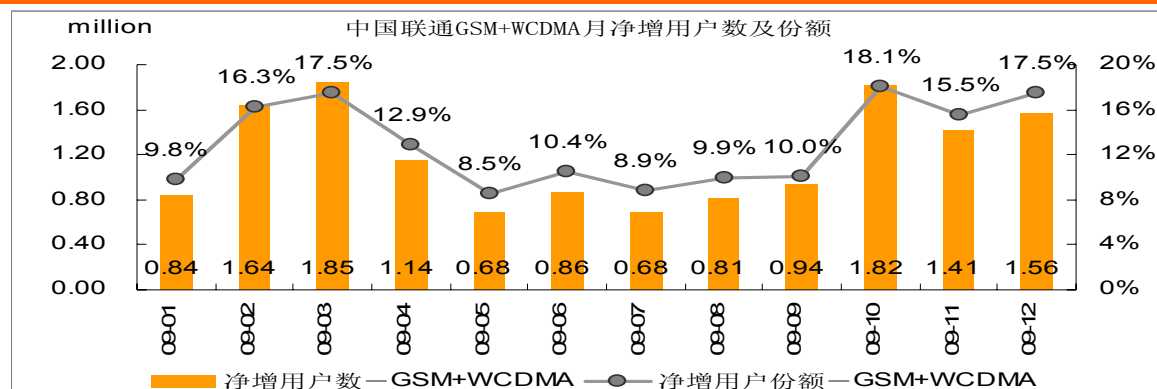
(2) 公司 WCDMA 业务于 2009 年 9 月 28 日正式商用，作为新开展的业务，前期成本费用较大，对盈利产生影响。

二、 3G 提升用户市场份额

WCDMA 用户发展顺利。2009 年 4 季度，联通 WCDMA 正式商用，10~12 月份 WCDMA 新增用户数分别为 102 万、80 万、92 万，至 09 年底 3G 用户数达到 274.2 万。根据我们了解，目前中国联通 WCDMA 用户数正在以每天 4~5 万户的速度递增。预计到 2010 年 2 季度，月新增用户有望达到 150 万左右。

3G 商用扭转了用户市场份额下降趋势。2009 年 10~12 月份，联通新增移动用户数分别为 182 万、141 万、156 万，新增移动用户占比为 18.1%、15.5% 和 17.5%。3G 用户的迅速增长，有助于联通用户份额的提升。

图表1 中国联通GSM+WCDMA新增用户数及市场份额



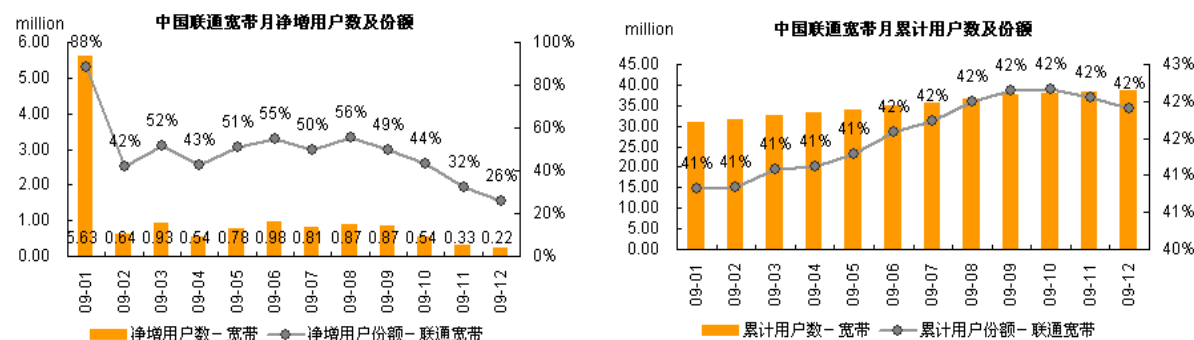
资料来源：平安证券研究所、公司经营数据

三、 宽带增速放缓，固网用户流失加速

09年10~12月，中国联通新增宽带用户数分别为54万户、33万户、22万户，占新增市场用户数份额连续4个月下滑。根据历史数据，每月新增60万用户为正常状态。我们认为，近几个月宽带用户增长放缓原因，可能与部分省分公司年度剔除部分无效用户有关。

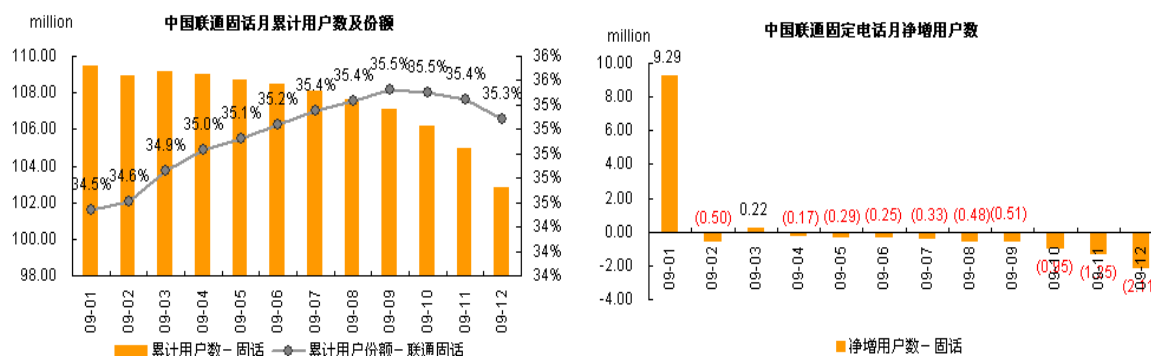
09年10~12月，中国联通固话用户分别流失95万户、125万户、211万户，用户总数占比连续三个月下滑。

图表2 联通宽带用户数及市场份额



资料来源：平安证券研究所、公司经营数据

图表3 联通固定电话用户数及市场份额



资料来源：平安证券研究所、公司经营数据

四、经营改善难以带来短期业绩改善，维持“中性”评级

调整后的业绩预测显示，联通2009~2011年的EPS分别为0.19元、0.21元、0.31元，对应2010年1月29日股价7.03元，EPS分别为37倍、34倍、23倍，维持“中性评级”。

图表4 中国联通2009~2012年业绩预测

12月31日	单位	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
最新股价	元			7.03			
持续经营 EPS—基本	元	0.44	0.16	0.19	0.21	0.31	0.43
持续经营 EPS—摊薄	元	0.44	0.16	0.19	0.21	0.31	0.43
PE（基本）	倍	15.81	43.66	37.26	33.69	22.58	16.28
基本 EPS 增长率	%		-63.8%	17.2%	10.6%	49.2%	38.7%
EPS 复合增长率（09—12）	%			31.8%			
PEG	倍			1.17			

资料来源：平安证券研究所

图表5 中国联通业绩预测参数调整

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
调整前					
GSM 用户数（百万户）	133.4	145.3	144.2	138.9	134.7
WCDMA 用户数（百万户）	0.0	6.0	38.0	78.0	98.0
WCDMA ARPU（元）	0.0	125.0	100.0	85.0	75.0
固定电话用户数（百万户）	100.1	101.1	99.1	97.1	95.2
宽带用户数（百万户）	25.4	39.6	48.4	57.1	65.6
调整后					
GSM 用户数（百万户）	133.37	144.85	145.43	141.90	134.24
WCDMA 用户数（百万户）	0.00	2.70	30.00	65.00	95.00
WCDMA ARPU（元）	0.00	150.00	125.00	100.00	85.00
固定电话用户数（百万户）	100.15	102.82	100.76	99.76	99.26
宽带用户数（百万户）	25.42	38.54	46.64	54.57	62.75
调整幅度					
GSM 用户数（%）	0%	0%	1%	2%	0%
WCDMA 用户数（%）		-55%	-21%	-17%	-3%
WCDMA ARPU（%）		20%	25%	18%	13%
固定电话用户数（%）	0%	2%	2%	3%	4%
宽带用户数（%）	0%	-3%	-4%	-4%	-4%

资料来源：平安证券研究所

附件：财务预测

图表6 利润表

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764.3	154,394.3	185,411.6	216,839.1	236,535.1
营业成本	(96,190.6)	(98,592.0)	(118,399.8)	(134,166.8)	(140,667.7)
销售费用	(17,078.8)	(19,299.3)	(23,176.4)	(26,671.2)	(29,093.8)
管理费用	(12,558.3)	(12,537.9)	(14,871.3)	(17,175.1)	(18,735.2)
EBITDA	69,335.7	69,367.8	79,705.6	93,950.6	106,930.5
折旧及摊销	(46,562.8)	(49,610.9)	(55,795.1)	(61,034.8)	(65,339.1)
EBIT	22,772.9	19,756.9	23,910.5	32,915.8	41,591.4
财务费用	(2,169.3)	(2,189.0)	(4,385.0)	(4,532.1)	(2,881.5)
非经常损益	(15,190.80)	(1,754.30)	(2,036.58)	(2,297.09)	(2,516.19)
营业利润	5,412.77	15,813.66	17,488.93	26,086.61	36,193.66
税前利润	7,482.2	15,813.7	17,488.9	26,086.6	36,193.7
所得税	(1,701.8)	(3,874.3)	(4,284.8)	(6,391.2)	(8,867.4)
净利润	33,727.8	11,939.3	13,204.1	19,695.4	27,326.2
少数股东损益	13,986.4	7,939.6	8,780.8	13,097.4	18,171.9
母公司所有者净利润	19,741.4	3,999.7	4,423.4	6,598.0	9,154.3

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：（0755）82449257