

运营成本上升致 4 季度微利，3G 数据短期缺乏支撑

中国联通（600050） 评级：中性（维持）

股价：6.37 元

目标价位：6.00 元

跟踪报告

2010 年 03 月 25 日 星期四

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	6.00 元
升值潜力 (%)	-6%
目标价确定日期:	10.03.25

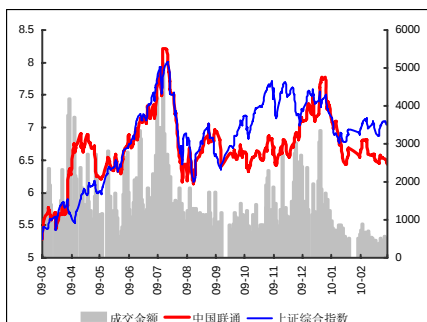
重要数据

总股本(亿股)	211.97
流通股本(亿股)	211.97
总市值(亿元)	1350.22
流通市值(亿元)	1350.22

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-5.18	-5.34
3 个月	-9.67	-9.12
6 个月	-7.67	-15.20

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《业绩预降合理，仍将持续低迷》

10.02.01

《3G 手机用户环比增长加快》

10.01.20

投资要点

- 2009 年公司实现营业收入 1,583 亿元，同比减少 3.5%，其中服务收入 1,538 亿元，同比减少 2%；营业利润 113.6 亿元，同比增长 66.2%；归属母公司所有者的净利润 31.4 亿元，同比减少 19.7%；摊薄每股收益 0.148 元，低于我们 0.178 元的预期，也大幅低于市场 0.21 元的预测。第 4 季度营业收入 401 亿元，环比增长 1.1%；归属母公司所有者的净利润 4,191 万元，环比减少 95.4%；摊薄每股收益 0.002 元，仅实现微利。分配预案为每股派 0.0536 元（含税）。
- **运营成本上升，EBITDA 率下滑。**3G 网络折旧及摊销在 4 季度仅计入 6.5 亿元，并不是 4 季度微利原因，OPEX 的上升才是根源。09 年公司 EBITDA 为 600.9 亿元，同比减少 12.4%，EBITDA 率也同比下滑 4 个百分点至 38.1%，影响因素：①09 年增加了南方网络租赁费用 20 亿元；②营运支撑成本受网络大规模建设以及水电等涨价影响，同比增加了 16%；③3G 业务广告宣传费用增加 11.7 亿元，致使销售费用同比增长 8.5%。
- **MOU 值见底，3G ARPU 值可观。**09 年 GSM 用户 MOU 值 252 分钟，同比增长 2.3%，ARPU 值 41.2 元，同比下降 2.4%，GSM 增值服务收入比重同比提高 1.9 个百分点，因此 2G 业务资费下降为 ARPU 下降原因，但已经带动 MOU 值的回升。09 年底 3G 商用城市由原来的 285 个增加到 335 个，用户数达 274 万户，手机用户占比为 84%，ARPU 达 141.7 元，已经超过国外同期水平，高端定位成效可观，成为拉动移动收入增长的重要原因。
- **关注焦点。**2010 年计划总资本开支 735 亿元，较 09 年减少 390 亿元，其中 3G 开支 230 亿元，较 09 年较少 134 亿元；2G 开支 80 亿元，较 09 年减少 126 亿元；宽带、IT 支撑、基础设施等均有部分减少，但创新及增值平台开支增加 6 亿元。
- **投资建议。**维持公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.138 元、0.155 元的盈利预测，动态市盈率分别为 46x、41x，估值水平高。考虑联通 3G 资费高，短期内运营数据难有抢眼表现，对股价缺乏支撑，维持“中性”评级，下调目标价格至 6.00 元。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	154,045	164,085	158,369	175,189	191,527
营业收入增长率 (%)		6.5%	-3.5%	10.6%	9.3%
营业利润（百万元）	21,752	6,833	11,356	10,953	12,413
营业利润增长率 (%)		-68.6%	66.2%	-3.5%	13.3%
净利润（百万元）	8,821	3,908	3,137	2,920	3,288
净利润增长率 (%)		-55.7%	-19.7%	-6.9%	12.6%
营业利润率 (%)	14.1%	4.2%	7.2%	6.3%	6.5%
每股收益（元）	0.416	0.184	0.148	0.138	0.155
每股净资产（元）	2.57	3.34	3.35	3.49	3.64
PE (X)	15.3	34.5	43.0	46.2	41.1
PB (X)	2.5	1.9	1.9	1.8	1.7
ROE (%)	16.2%	5.5%	4.4%	4.0%	4.3%

表 1. 中国联通 4 季度业绩对比

百万元	2008	2009	YoY	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	4QVS3Q	评论
营业收入	164,085	158,369	-3.5%	38,999	39,493	39,726	40,150	1.1%	
服务收入	156,923	153,822	-2.0%	38,580	38,034	38,366	38,842	1.2%	
移动服务	65,580	71,555	9.1%	17,150	17,916	18,054	18,435	2.1%	4Q增长加快源自3G业务的开展, 3G ARPU达141.7元。
固网服务	90,967	81,955	-9.9%	21,200	20,204	20,246	20,305	0.3%	09年本地电话业务收入419.2亿元, 同比减少16.6%; 宽带服务收入246.4亿元, 同比增长14%。
减: 营业成本	102,081	105,654	3.5%	24,770	25,571	26,420	28,892	9.4%	网络、营运及支撑成本217亿元, 增长16%; 租赁中国南方21省网络资产费20亿元。
营业税金及附加	4,598	4,487	-2.4%	1,078	1,128	1,133	1,149	1.4%	
期间费用率	21.4%	22.7%	1.3%	20.4%	21.3%	22.5%	26.5%	4.0%	
销售费用	19,308	20,957	8.5%	4,648	4,984	5,204	6,121	17.6%	3G业务10月1日正式商用, 3G业务发生业务及广告宣传费人民币11.7亿元。
销售费用率	11.8%	13.2%	1.5%	11.9%	12.6%	13.1%	15.2%	2.1%	
管理费用	13,709	14,048	2.5%	3,175	3,278	3,509	4,086	16.4%	
管理费用率	8.4%	8.9%	0.5%	8.1%	8.3%	8.8%	10.2%	1.3%	
财务费用	2,156	944	-56.2%	150	162	212	420	98.7%	积极采取低成本融资, 利率下调, 工程建设相关利息费用资本化金额增加。
财务费用率	1.3%	0.6%	-0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	1.0%	0.5%	
资产减值损失	15,405	2,376	-84.6%	666	630	625	455	-27.1%	08年对无线市话业务相关设备计提了约人民币122.5亿元的减值损失。
公允价值变动	0	1,239	NA	0	0	962	277	-71.2%	
加: 投资收益	5	212	4548%	0	0	-2	215	-8990%	
营业利润	6,833	11,356	66.2%	4,513	3,742	3,583	-482	-113.4%	
增长率	-68.6%	66.2%	134.8%					NA	
营业利润率	4.2%	7.2%	3.0%	11.6%	9.5%	9.0%	-1.2%	-10.2%	
加: 营业外收入	2,450	1,101	-55.1%	76	287	119	619	421.5%	
减: 营业外支出	302	275	-8.9%	13	26	100	136	35.5%	
利润总额	8,981	12,181	35.6%	4,575	4,003	3,601	2	-100.0%	
减: 所得税费用	1,729	2,807	62.4%	1,089	974	886	-142	-116.0%	
实际所得税率	19.2%	23.0%	3.8%	23.8%	24.3%	24.6%	-8308%	-8333%	
持续性净利润	7,252	9,374	29.3%	3,486	3,028	2,716	144	-94.7%	
少数股东损益	3,344	6,237	86.5%	2,317	2,013	1,806	102	-94.4%	08年由于红筹公司吸收合并网通红筹, 少数股东权益加权比例调整, 09年恢复正常。
持续性归属于母公司普通股股东净利润	3,908	3,137	-19.7%	1,170	1,015	910	42	-95.4%	
增长率	-55.7%	-19.7%	36.0%					0.0%	
净利润率	2.4%	2.0%	-0.4%	3.0%	2.6%	2.3%	0.1%	-2.2%	
持续性每股收益(元)	0.184	0.148	-19.7%	0.055	0.048	0.043	0.002	-95.4%	

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 中国联通资本开支计划

亿元	2009A	2010E	YoY
资本开支	1124.7	735.0	-34.6%
3G	364.0	230.0	-36.8%
GSM	205.8	80.0	-61.1%
固定电话	6.0	6.0	0.0%
宽带及数据	188.0	153.0	-18.6%
创新及增值平台	20.8	27.0	29.8%
IT 系统	67.4	43.0	-36.2%
基础设施及传送网	250.1	174.0	-30.4%
其他	22.6	22.0	-2.7%

资料来源: 东海证券研究所

表 3. 中国联通盈利预测

百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	154,045	164,085	158,369	175,189	191,527	6.5%	-3.5%	10.6%	9.3%
服务收入	151,580	156,923	153,822	170,879	186,717	3.5%	-2.0%	11.1%	9.3%
移动服务	63,314	65,580	71,555	82,697	96,185	3.6%	9.1%	15.6%	16.3%
固网服务	88,267	90,967	81,955	88,182	90,533	3.1%	-9.9%	7.6%	2.7%
减: 营业成本	94,047	102,081	105,654	113,903	124,854	8.5%	3.5%	7.8%	9.6%
营业税金及附加	4,191	4,598	4,487	4,959	5,421	9.7%	-2.4%	10.5%	9.3%
期间费用率	20.3%	21.4%	22.7%	24.1%	23.7%	1.1%	1.3%	1.4%	-0.4%
销售费用	16,728	19,308	20,957	25,753	27,388	15.4%	8.5%	22.9%	6.4%
销售费用率	10.9%	11.8%	13.2%	14.7%	14.3%	0.9%	1.5%	1.5%	-0.4%
管理费用	11,548	13,709	14,048	15,066	15,897	18.7%	2.5%	7.2%	5.5%
管理费用率	7.5%	8.4%	8.9%	8.6%	8.3%	0.9%	0.5%	-0.3%	-0.3%
财务费用	2,999	2,156	944	1,402	2,107	-28.1%	-56.2%	48.5%	50.3%
财务费用率	1.9%	1.3%	0.6%	0.8%	1.1%	-0.6%	-0.7%	0.2%	0.3%
资产减值损失	2,211	15,405	2,376	3,153	3,447	596.6%	-84.6%	32.7%	9.3%
公允价值变动	(569)	0	1,239	0	0	-100.0%	NA	-100.0%	NA
加: 投资收益	0	5	212	0	0	NA	4547.5%	-100.0%	NA
营业利润	21,752	6,833	11,356	10,953	12,413	-68.6%	66.2%	-3.5%	13.3%
增长率		-68.6%	66.2%	-3.5%	13.3%	-68.6%	134.8%	-69.7%	16.9%
营业利润率	14.1%	4.2%	7.2%	6.3%	6.5%	-10.0%	3.0%	-0.9%	0.2%
加: 营业外收入	5,089	2,450	1,101	700	700	-51.9%	-55.1%	-36.4%	0.0%
减: 营业外支出	264	302	275	80	80	14.2%	-8.9%	-70.9%	0.0%
利润总额	26,576	8,981	12,181	11,573	13,033	-66.2%	35.6%	-5.0%	12.6%
减: 所得税费用	7,227	1,729	2,807	2,627	2,959	-76.1%	62.4%	-6.4%	12.6%
实际所得税率	27.2%	19.2%	23.0%	22.7%	22.7%	-7.9%	3.8%	-0.3%	0.0%
持续性净利润	19,349	7,252	9,374	8,946	10,075	-62.5%	29.3%	-4.6%	12.6%
少数股东损益	10,527	3,344	6,237	6,026	6,786	-68.2%	86.5%	-3.4%	12.6%
持续性归属于母公司普通股股东净利润	8,821	3,908	3,137	2,920	3,288	-55.7%	-19.7%	-6.9%	12.6%
增长率		-55.7%	-19.7%	-6.9%	12.6%	-55.7%	36.0%	12.8%	19.5%
净利润率	5.7%	2.4%	2.0%	1.7%	1.7%	-3.3%	-0.4%	-0.3%	0.1%
持续性每股收益 (元)	0.416	0.184	0.148	0.138	0.155	-55.7%	-19.7%	-6.9%	12.6%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 4. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						08A	09E	10E	08A	09E	10E	08/10年	09E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	中性	1,350.2	1,350.2	6.37	0.93	0.15	0.14	6.8x	43.0x	46.2x	-19.7%	NA	1.9x
平均值									6.8x	43.0x	46.2x	-19.7%		1.9x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	815.9	636.1	42.69	0.87	1.30	1.65	49.1x	32.8x	25.9x	36.0%	0.9x	5.3x
武汉凡谷	002194.SZ	增持	109.5	27.7	19.69	0.59	0.73	0.87	33.3x	27.1x	22.8x	28.1%	1.0x	5.9x
平均值									41.2x	30.0x	24.3x	32.0%	0.9x	5.6x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	124.0	56.1	28.06	0.40	0.70	0.97	70.7x	39.9x	28.8x	59.6%	0.7x	4.0x
光迅科技	002281.SZ	增持	57.9	14.5	36.18	0.48	0.65	0.83	76.2x	55.6x	43.4x	25.2%	2.2x	6.2x
亨通光电	600487.SH	中性	56.7	56.7	34.13	0.64	1.02	1.21	53.2x	33.6x	28.2x	36.1%	0.9x	4.6x
中天科技	600522.SH	中性	76.5	76.5	23.84	0.46	1.05	1.21	52.4x	22.8x	19.7x	66.5%	0.3x	5.0x
平均值									63.1x	38.0x	30.0x	46.9%	1.0x	5.0x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	36.8	25.5	17.20	0.15	0.36	0.57	117.9x	48.1x	30.0x	67.9%	0.7x	9.1x
日海通讯	002313.SZ	-	44.9	11.2	44.90	0.36	0.69	0.93	126.4x	64.9x	48.3x	41.1%	1.6x	18.7x
平均值									122.2x	56.5x	39.2x	54.5%	1.1x	13.9x
网优、测试														
三维通信	002115.SZ	增持	38.8	29.7	28.95	0.42	0.62	0.80	68.7x	46.7x	36.1x	37.0%	1.3x	6.2x
奥维通信	002231.SZ	中性	19.4	4.9	18.09	0.19	0.22	0.24	96.7x	83.3x	76.9x	-10.4%	NA	5.1x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	82.7	17.2	153.15	0.72	2.09	2.73	212.1x	73.4x	56.1x	77.4%	0.9x	45.0x
华星创业	300025.SZ	-	19.3	4.8	48.28	0.44	0.59	0.80	110.7x	81.5x	60.6x	32.1%	2.5x	27.8x
中创信测	600485.SH	增持	25.5	25.5	18.40	0.41	0.53	0.67	45.0x	34.8x	27.3x	51.3%	0.7x	6.5x
国脉科技	002093.SZ	增持	62.2	42.9	23.31	0.29	0.35	0.58	80.3x	66.8x	40.5x	40.5%	1.7x	18.2x
平均值									102.3x	64.4x	49.6x	38.0%	1.5x	18.2x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	43.1	42.6	21.71	0.21	0.16	0.28	102.5x	137.4x	76.4x	11.4%	12.1x	6.2x
恒宝股份	002104.SZ	增持	59.3	37.1	20.17	0.28	0.31	0.42	73.0x	64.5x	47.9x	26.3%	2.5x	11.7x
大唐电信	600198.SH	增持	81.6	81.3	18.59	0.10	0.13	0.30	178.8x	138.1x	62.4x	60.2%	2.3x	17.3x
平均值									118.1x	113.3x	62.3x	32.6%	5.6x	11.7x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	29.3	17.5	38.80	0.46	0.47	0.54	85.0x	82.6x	71.8x	8.6%	9.6x	7.5x
拓维信息	002261.SZ	买入	50.1	25.7	44.85	0.70	0.80	0.99	64.0x	56.4x	45.5x	20.3%	2.8x	8.5x
平均值									74.5x	69.5x	58.7x	14.4%	6.2x	8.0x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	61.0	61.0	17.33	0.21	0.23	0.45	82.7x	74.0x	38.2x	8.5%	8.7x	4.3x
动力源	600405.SH	-	21.5	21.5	10.30	0.02	0.00	0.12	422.3x	-	-	-	-	5.6x
键桥通讯	002316.SZ	-	35.6	8.9	29.68	0.32	0.37	0.48	93.7x	80.6x	62.0x	11.0%	7.4x	15.9x
平均值									88.2x	77.3x	50.1x	9.7%	8.0x	10.1x
板块均值									85.4x	63.1x	45.2x	32.5%	2.3x	11.0x

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122