



上市公司年报点评

研究报告
信息技术—基础电信运营

增持 维持

中国联通 (600050)

2010 年 3 月 25 日

G 网 ARPU 继续企稳 固网拖累业绩

6 个月目标价: 7.00 元

计算机与通信行业分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672
chenmf@htsec.com
021-23219409

中国联通今日公布 2009 年报。公司 2009 年营收为 1583.7 亿, 同比下降 3.5%; 归属于母公司净利润为 93.7 亿, 同比下降 84.5%, EPS 为 0.148 元; 扣非后归属于母公司净利润为 25.8 亿, 同比增 88.6%, EPS 为 0.122 元; 调整后净利润按可比口径同比下降 35.1%; 调整后 EBITDA 同比下降 12.4%。固网语音用户数及 ARPU 值下滑导致整体营收下滑, 加上 3G 处于运营初期尚未能盈利, 最终导致公司调整后净利同比大幅下滑。此外, 参股西班牙电信的股票重估收益缓解了本期净利润的降幅。

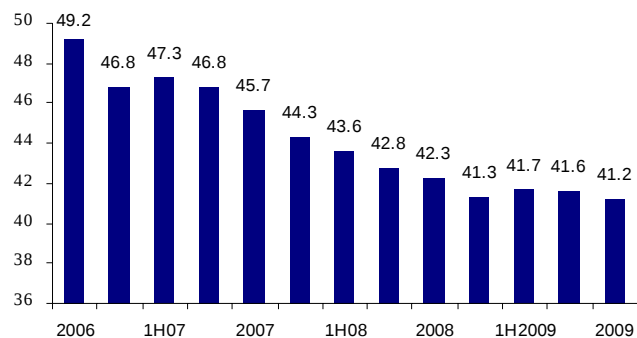
表 1 中国联通利润表预测 (百万元)

	2008	2009	YoY(%)	2010E	2011E
营业收入	164085	158369	-3.5	169098	182405
移动电话	66528	73848	11.0	88182	101736
固网	96762	83818	-13.4	80212	79965
其他	796	703	-11.7	703	703
营业成本	102081	105654	3.5	111429	117168
毛利	62005	52715	-15.0	57668	65237
毛利率 (%)	37.8	33.3		34.1	35.8
营业税金及附加	4598	4487	-2.4	4767	5126
销售费用	19308	20957	8.5	22665	25082
管理费用	13709	14048	2.5	14330	15049
财务费用	2156	944	-56.2	944	944
资产减值损失	15405	2376	-84.6	2665	2952
公允价值变动收益	0	1239		0	0
投资收益	5	212	4552.6	0	0
营业利润	6833	11356	66.2	12298	16085
营业外收入	2450	1101	-55.1	150	150
营业外支出	302	275	-8.9	0	0
利润总额	8981	12181	35.6	12448	16235
所得税	1729	2807	62.4	2863	3734
持续经营业务净利润	7252	9374	29.3	9585	12501
终止经营业务净利润	27947		-100.0		
净利润	35200	9374	-73.4	9585	12501
少数股东权益	14964	6237	-58.3	6374	8313
归属母公司所有者净利润	20236	3137	-84.5	3211	4188
EPS (元)	0.955	0.148		0.151	0.198

资料来源: 公司公告、海通证券研究所预测

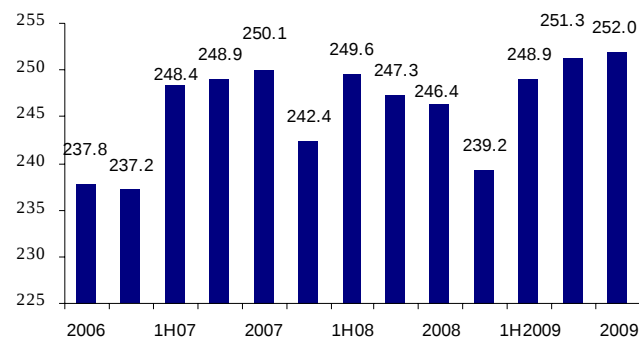
移动电话 ARPU 企稳。公司 2009 年通信服务收入为 1533 亿，按可比口径同比下降 1.1%。其中，2009 年移动电话服务费收入为 715.6 亿，同比增 9.1%。移动电话服务费收入增长主要由用户数驱动。2009 年底，公司 GSM 用户数为 14484.5 万户，同比增 8.6%。同时，公司 GSM 业务 ARPU 值降幅趋稳，2009 年 ARPU 值为 41.2 元，同比下滑 2.4%，相比 2008 年 ARPU 值 7.4% 的降幅明显收窄，表明公司客户结构正在改善。3G 方面，截至 2009 年底，公司已经发展用户 274.2 万户，其中数据卡用户为 44.8 万户。公司 3G 用户的 ARPU 值高达 141.7 元。随着 3G 用户的加入，我们预计公司 2010 年移动电话 ARPU 值有望回升。公司计划到 2010 年底使 ARPU 值超过 100 元的 3G 用户数达到 1000 万户，依此推算，公司 2010 年移动电话业务 ARPU 值有望上升 5~10%。

图 1 联通 G 网 ARPU 值 (元)



资料来源：公司公告

图 2 联通 G 网 MOU 值 (元)



资料来源：公司公告

固网语音业务拖累业绩。2009 年，公司固网业务完成通信服务收入 814.7 亿，按可比口径同比下降 8.5%。其中，本地电话业务实现收入 419.2 亿，同比下降 16.6%，直接导致了固网业务和公司整体业绩的下滑。本地电话业务大幅下滑的主要原因是用户数 2009 年底同比 6.2%，本地电话 ARPU 值由 2008 年的 35.4 元下降到 2009 年的 31.4，降幅达 11.3%。我们判断今明两年本地电话用户数仍将维持类似的萎缩速度，而 ARPU 值降幅则有望缩窄。固网宽带业务本期继续维持快速发展的势头，2009 年实现服务收入 246.4 亿，同比增 14.0%，主要原因是用户数同比增 28.2%，尽管 ARPU 值由 2008 年的 63.2 元下降到 2009 年的 57.2 元。公司计划 2010 年使固网非语音业务收入占固网业务的比重上升到 50%。我们认为宽带业务的快速增长已经能够抵销无线取代固话趋势带来的大部分负面影响，2010 年开始公司固网业务营收降幅有望明显收窄。

毛利率降低固网语音营收下降以及 3G 处于运营初期。公司 2009 年综合毛利率为 33.3%，同比大幅下降了 4.5 个百分点。从成本细分来看，由于 3G 在 Q4 开始正式全面商用以及宽带业务的快速推广，公司网络运行与支撑成本大幅上升，而同期 3G 业务收入规模很小。此外，固网语音业务在营收大幅下降的同时，成本并没有明显下降，是公司综合毛利率大幅下降的另一主要原因。我们相信随着 3G 营收规模的扩大以及固网整体收入降幅趋缓，公司综合毛利率将趋于提升。

3G 驱动费用率上升。公司 2009 年销售费用率和管理费用率同比分别上升 1.5 个百分点和 0.5 个百分点。我们判断主要原因是公司 3G 尚处于初步运营阶段，为了争夺市场需要大量的广告投入和其他市场投入。我们判断 3G 用户继续放量将降低公司期间费用率。

维持“增持”评级。我们调低了公司 G 网和本地电话用户数的预期，同时，我们假设 2010 年公司平均每月新增 80 万 3G 用户且 ARPU 值为 100 元，由此我们预测公司 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.151 元和 0.198 元（原来分别是 0.186 元和 0.248 元）。固网业务低于预期使公司整体业绩较大幅度低于我们预期，但 G 网和 3G 用户 ARPU 值的现状使我们对公司 2010 年移动电话业务营收增长较为乐观。我们判断 2009 年是公司业绩低谷，2010 年开始公司业绩有望恢复增长。公司目前股价对应的动态市盈率水平较高，但我们认为对于业绩具有不断改善趋势且有较大业绩弹性的公司，可以给予相对较高的估值水平。我们从中期角度维持“增持”的投资评级，并以略高于 35 倍的 2011 年市盈率预测公司 6 个月目标价为 7.00 元。公司股价可能的催化剂为 3G 用户数超出预期以及固网业务显示出停止下滑的趋势。

主要不确定性。3G 用户数发展可能达不到预期；价格竞争趋于激烈。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。