

分析师： 陈志坚 (8627)65799506 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 胡路 (8627) 65799537 hulu@cjsc.com.cn

中国联通 2010 年一季报点评

事件描述

中国联通公布了其 2010 年第一季度报告，主要经营指标如下表所示：

表 1：中国联通 2010 年一季度主要经营指标（人民币元）

	2010Q1	2009Q1	YOY
营业收入	41,544,795,022	38,999,165,802	12.28%
归属母公司股东净利润	371,045,813	1,169,910,853	-68.26%
经营活动产生的现金流量净额	19,124,158,291	22,106,033,224	-13.49%
全面摊薄每股收益（元/股）	0.017	0.055	-68.18%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

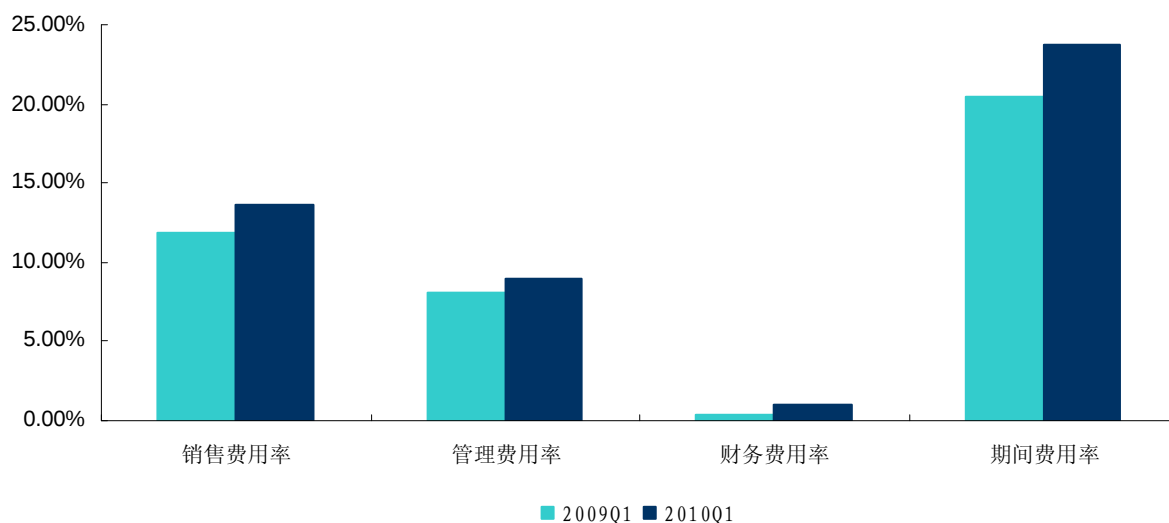
第一，受累于成本费用的增加，净利润出现较大幅度下降

2010 年第一季度，公司实现营业收入 415.44 亿元，较去年同期增长 12.28%，实现归属母公司股东净利润 3.71 亿元，较去年同期增长 39.68%，每股收益为 0.06 元。

公司收入实现了平稳增长，但净利润却出现较大幅度下滑。我们认为，主要原因为由折旧摊销、3G 运营导致的成本费用的上升拖累了公司盈利能力。具体来说，由于营销推广及终端补贴等支出的较大幅度增加，公司 2010 年一季度销售费用同比增加 22.4%，且占营业收入比重也较大幅度上升，从上年同期 11.92% 的占比上升为 13.69%。而网络营运及支持成本也同比增加 17.5%，主要由于 3G 基站数量增长导致的营运及维护成本上升。其它如折旧摊销等成本费用也均有 10% 以上同比增长，这都摊薄了公司在一季度的净利润水平，从而使净利润出现较大幅度下降。

我们认为，公司成本费用的压力将在今年较长时间存在，主要理由为：1. 从生命周期的角度来说，3G 目前处于市场导入期，此阶段的特征即需要运营商进行大规模运营投入；2. 从市场竞争角度出发，3G 用户争夺战将在网络建设达到较高水平后逐渐展开，这也需要进行较大幅度的市场营销、终端补贴等成本费用支出。因此，在 3G 业务发展达到盈亏平衡之前，公司成本压力将一直存在。

图 1：公司主要期间费用率对比（%）

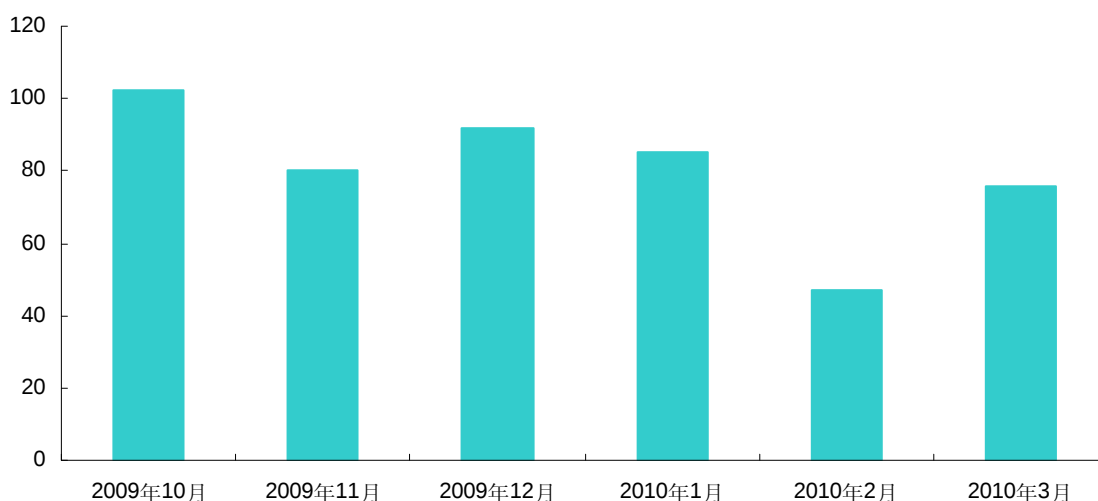


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司将逐渐加大市场营销推广力度，3G 用户有望出现加速发展

公司自去年 10 月正式启动 3G 商用后，3G 用户发展情况一直低于公司 100 万/月的既定目标。我们认为造成这一问题的主要原因：1. 用户对 3G 业务没有形成良好认知，因此对 3G 业务接受度不高；2. 3G 发展初期网络覆盖情况及质量均存在不足，影响用户业务体验；3. 公司 3G 目标用户群定位高端，资费及终端价格都具备很高门槛，用户数量本身相对较少。因此，公司在初期的 3G 用户发展并未取得预料中的情况。

图 2：公司 3G 月度新增用户情况（万户）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

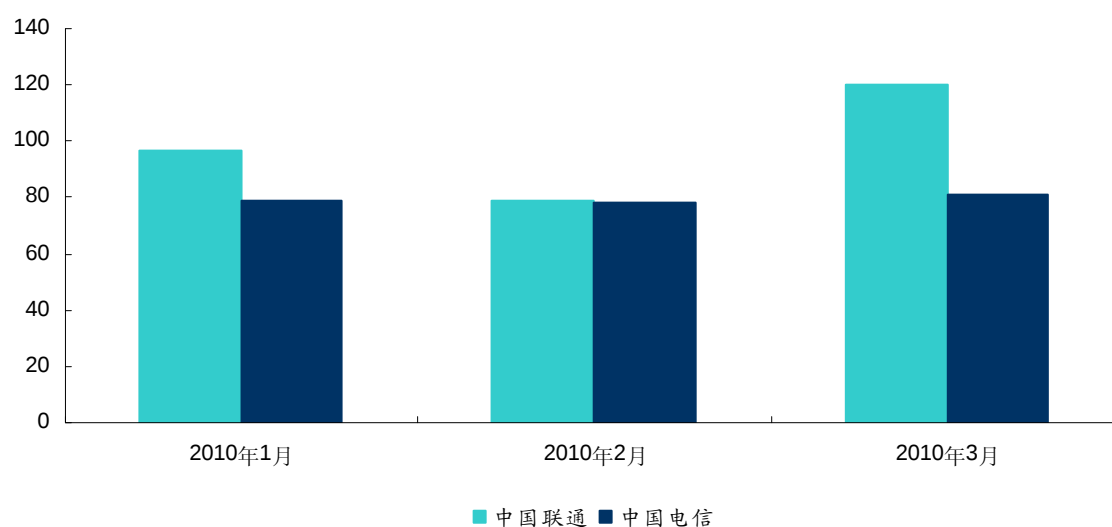
但是，随着各大运营商的广告轰炸用户对 3G 的接受度有了明显提高，且公司 3G 网络覆盖及质量的不断改善，尤其是

公司即将在 5 月份推出 36 元及 66 元等较低档 3G 套餐且 iPhone 等大力度的终端促销活动的推出,公司 3G 用户目标群体将逐渐从高端用户群体扩展到中高端用户群体,用户目标群体数量将大大扩展,因此,我们预计公司在今年二季度开始用户发展将呈加速趋势。

第三、宽带业务保持快速发展,并将为公司贡献稳定现金流

公司宽带业务发展势头良好, 2010 年一季度宽带收入达到 73.5 亿元,同比增长 23.8%。从用户发展情况来看,公司一季度宽带新增用户均高于竞争对手中国电信,尤其是在 3 月份,新增宽带用户更是达到 119.8 万户,为电信重组后单月的最高纪录,反映了公司在宽带用户发展的良好势头。

图 3: 中国联通及中国电信宽带新增用户情况 (万户)



资料来源:公司公告,长江证券研究部

我们认为,公司宽带用户的快速发展对缓解及改善目前公司的经营状况有重要作用,主要理由为: 1. 宽带用户相比移动用户稳定性更高,转网及离网率较低,有效节约相关营销成本; 2. 宽带用户 ARPU 值维持在较高水平,且基本稳定,能为公司提供持续现金流; 3. 宽带业务处于快速发展期,宽带用户仍存在巨大的增量市场且收入存在巨大增长空间,便于缓解 3G 相关支出带来的营运压力。

因此,宽带业务的快速发展对于公司整体业绩表现有重要意义。

第四、盈利预测与估值

虽然公司面临较大的成本费用压力导致净利润增长不理想,但我们预计公司在 2010 二季度 3G 用户将进入快速发展通道,因此,我们对于公司 2010 年 3G 用户发展持乐观态度。综合考虑各种因素后,我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.17 元、0.23 元和 0.32 元,并重申对公司的“推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158369	173253	192707	212498	货币资金	8828	17325	19271	21250
营业成本	105654	114163	124877	135440	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	52715	59091	67830	77058	应收账款	16538	16886	18782	20711
% 营业收入	33.3%	34.1%	35.2%	36.3%	存货	2412	2694	2945	3191
营业税金及附加	4487	4909	5460	6021	预付账款	1853	1967	2150	2330
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	其他流动资产	1066	1143	1243	1307
销售费用	20957	23389	25052	25500	流动资产合计	30723	40882	45353	49851
% 营业收入	13.2%	13.5%	13.0%	12.0%	可供出售金融资产	7977	7977	7977	7977
管理费用	14048	14727	16380	18062	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	8.5%	8.5%	8.5%	长期股权投资	15	15	15	15
财务费用	944	3121	3070	2056	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	1.8%	1.6%	1.0%	固定资产合计	704031	729931	741534	738541
资产减值损失	2376	90	532	541	无形资产	19645	18663	17730	16843
公允价值变动收益	1239	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	212	0	0	0	递延所得税资产	4081	21	122	124
营业利润	11356	12855	17337	24878	其他非流动资产	-347240	-347240	-347240	-347240
% 营业收入	7.2%	7.4%	9.0%	11.7%	资产总计	419232	450249	465491	466112
营业外收支	825	1500	1200	1200	短期贷款	63997	74933	62575	30182
利润总额	12181	14355	18537	26078	应付款项	101948	109287	119453	129459
% 营业收入	7.7%	8.3%	9.6%	12.3%	预收账款	21136	22523	25052	27625
所得税费用	2807	3302	4263	5998	应付职工薪酬	3598	3933	4299	4659
净利润	9374	11054	14273	20080	应交税费	912	1026	1215	1502
归属于母公司所有者的净利润	3137.0	3703.7	4782.5	6728.2	其他流动负债	8021	8695	9490	10206
少数股东损益	6237	7350	9491	13352	流动负债合计	199612	220397	222084	203633
EPS (元/股)	0.15	0.17	0.23	0.32	长期借款	759	759	759	759
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	266	0	0	0
经营活动现金流净额	59309	76469	85018	94562	其他非流动负债	9749	9749	9749	9749
取得投资收益收回现金	272	0	0	0	负债合计	210387	230905	232592	214141
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	70984	74132	78197	83916
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	137862	145212	154702	168054
固定资产投资	-80929	-75233	-66927	-57125	股东权益	208845	219344	232900	251971
其他	-9321	0	0	0	负债及股东权益	419232	450249	465491	466112
投资活动现金流净额	-90250	-75233	-66927	-57125	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.148	0.175	0.226	0.317
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.35	3.50	3.69	3.96
银行贷款增加 (减少)	43833	10937	-12359	-32392	PE	43.04	36.46	28.23	20.07
筹资成本	6505	-3676	-3787	-3065	PEG	1.49	1.26	0.97	0.69
其他	-21812	0	0	0	PB	1.90	1.82	1.73	1.61
筹资活动现金流净额	28526	7260	-16146	-35458	EV/EBITDA	3.21	2.92	2.34	1.65
现金净流量	-2415	8497	1945	1979	ROE	4.4%	5.0%	6.1%	8.0%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。
胡路，北京邮电大学信息管理与信息系统硕士，北京邮电大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。