

业绩低位徘徊，补贴大幅上升

中国联通 (600050)

评级: 增持 (维持)

电信服务

股价: 5.40 元

跟踪报告

2010 年 11 月 01 日 星期一

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

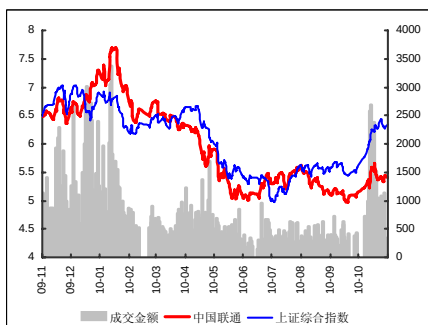
重要数据

总股本(亿股)	211.97
流通股本(亿股)	211.97
总市值(亿元)	1144.62
流通市值(亿元)	1144.62

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	6.30	-5.87
3 个月	-1.64	-14.58
6 个月	-7.44	-11.21

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 《3G 数据小幅回升，手机实名制降低费用、夯实基础》 10.09.21
- 《运营数据、净利润环比回升提振信心，沉淀优质客户》 10.08.27
- 《优化套餐结构，纠正销售策略》 10.07.05
- 《运营成本上升致 4 季度微利，3G 数据短期缺乏支撑》 10.03.25
- 《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

- **业绩低位徘徊。**2010 年前三季度公司实现服务收入 1,238.5 亿元，同比增长 7.7%；营业利润 39.4 亿元，同比减少 66.7%；净利润 10.7 亿元，同比减少 65.5%；摊薄每股收益 0.050 元。第三季度公司实现通信服务收入 425 亿元，同比增长 10.9%，环比增长 2.2%；净利润 2.38 亿元，同比减少 73.8%，环比减少 47.9%；摊薄每股收益 0.011 元。
- **收入增长加快：3G 贡献显著，固网下滑趋势遏制。**09 年 2-3 季度后，公司通信服务收入连续环比提升，10Q3 已达 425 亿元，主要是由于：①3G 运营开始，收入增加，其中第 3 季度 3G 服务收入为 34.6 亿元，而 10H1 总额仅为 40.9 亿元，环比增长加快。3G ARPU 129.8 元，较上半年 134 元略有下降，MOU 642 分钟，高于上半年的 638.5 分钟，客户结构持续优化。②固网通信服务收入同比、环比小幅上升，一方面固话流失用户减少，另一方面宽带收入保持平稳快速增长。
- **成本上升为主要压力，费用率持平。**第 3 季度营业成本同比、环比分别上升 18%、5.3%，其中折旧摊销 140 亿元，较 2 季度增长 4 亿元；运营支撑成本 65.8 亿元，与 2 季度基本持平。第 3 季度期间费用率与 2 季度持平，公司在第 2 季度加大手机补贴力度，第 3 季度更是达到了 18 亿元，较第 2 季度增加了 10 亿元。
- **关注焦点。**①第 4 季度手机补贴额度在 20 亿元左右，全年预计在 50 亿元左右，符合公司指引。②iPhone 4、千元终端推出，3G 用户发展驱动力充足。③盈利拐点最早出现在 11H1，拐点过后净利润恢复将提速。④资本开支年内不会反弹，预计明年将进一步加强宽带建设。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.063/0.190/0.303 元，对应动态 PE 分别为 86x/28x/18x，2011 年估值水平具有一定优势，维持公司“增持”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	164,085	158,369	174,075	197,150	225,997
营业收入增长率 (%)	6.5%	-3.5%	9.9%	13.3%	14.6%
营业利润 (百万元)	6,833	11,356	4,433	14,890	24,150
营业利润增长率 (%)	-68.6%	66.2%	-61.0%	235.9%	62.2%
净利润 (百万元)	3,908	3,137	1,332	4,029	6,418
净利润增长率 (%)	-55.7%	-19.7%	-57.5%	202.5%	59.3%
营业利润率 (%)	4.2%	7.2%	2.5%	7.6%	10.7%
每股收益 (元)	0.184	0.148	0.063	0.190	0.303
每股净资产 (元)	3.34	3.35	3.41	3.60	3.90
PE (X)	29.3	36.5	85.9	28.4	17.8
PB (X)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
ROE (%)	6.2%	4.4%	1.9%	5.4%	8.1%

表 1. 中国联通三季度业绩对比

百万元	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	YoY	QoQ	1-3Q2009	1-3Q2010	YoY	点评
营业收入	39,726	40,150	41,545	42,874	44,189	11.2%	3.1%	118,218	128,608	8.8%	①3G运营开始, 收入增加。②固网通信服务收入同比, 环比小幅上升。
服务收入	38,366	38,842	39,700	41,610	42,540	10.9%	2.2%	114,980	123,850	7.7%	
移动服务	18,054	18,435	19,110	20,980	21,980	21.7%	4.8%	53,120	62,070	16.8%	
固网服务	20,246	20,305	20,510	20,160	20,370	0.6%	1.0%	61,650	61,040	-1.0%	折旧摊销140亿元, 较2季度增长4亿元; 运营支撑成本65.8亿元, 与2季度基本持平。
减: 营业成本	26,420	28,892	28,408	29,613	31,184	18.0%	5.3%	76,762	89,205	16.2%	
营业税金及附加	1,133	1,149	1,130	1,175	1,193	5.3%	1.5%	3,338	3,499	4.8%	
期间费用率	22.5%	26.5%	23.8%	23.2%	23.2%	0.7%	-0.1%	21.4%	23.4%	1.9%	加大手机补贴力度, 第3季度更是达到了18亿元, 较第2季度增加了10亿元。
销售费用	5,204	6,121	5,688	5,652	5,770	10.9%	2.1%	14,835	17,110	15.3%	
销售费用率	13.1%	15.2%	13.7%	13.2%	13.1%	0.0%	-0.1%	12.5%	13.3%	0.8%	
管理费用	3,509	4,086	3,734	3,917	4,039	15.1%	3.1%	9,962	11,690	17.3%	长期贷款增加, 利息支出增加。
管理费用率	8.8%	10.2%	9.0%	9.1%	9.1%	0.3%	0.0%	8.4%	9.1%	0.7%	
财务费用	212	420	445	378	421	98.9%	11.5%	523	1,244	137.8%	
财务费用率	0.5%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	0.4%	0.1%	0.4%	1.0%	0.5%	
资产减值损失	625	455	686	726	743	18.9%	2.3%	1,920	2,155	12.2%	
公允价值变动损失	962	277	0	0	0	-100.0%	NA	962.02912	0	-100.0%	
加: 投资收益	-2	215	0	233	2	-189.1%	-99.1%	-2.413727	235	-9822.0%	
营业利润	3,583	-482	1,454	1,644	841	-76.5%	-48.9%	11,837	3,939	-66.7%	
增长率			-67.8%	-56.1%	-76.5%		-20.5%		-66.7%	-66.7%	
营业利润率	9.0%	-1.2%	3.5%	3.8%	1.9%	-7.1%	-1.9%	10.0%	3.1%	-7.0%	
加: 营业外收入	119	619	62	188	182	52.9%	-3.5%	481	431	-10.4%	
减: 营业外支出	100	136	56	68	64	-36.5%	-6.0%	139	188	34.4%	
利润总额	3,601	2	1,459	1,764	959	-73.4%	-45.7%	12,179	4,183	-65.7%	
减: 所得税费用	886	-142	362	408	251	-71.6%	-38.4%	2,949	1,022	-65.4%	
实际所得税率	24.6%	-8308.0%	24.8%	23.1%	26.2%	1.6%	3.1%	24.2%	24.4%	0.2%	
净利润	2,716	144	1,097	1,356	707	-74.0%	-47.9%	9,230	3,161	-65.8%	
少数股东损益	1,806	102	726	899	469	-74.0%	-47.8%	6,135	2,094	-65.9%	
归属于母公司普通股股东净利润	910	42	371	457	238	-73.8%	-47.9%	3,095	1,067	-65.5%	
增长率			-68.3%	-54.9%	-73.8%		-18.9%		-65.5%	-65.5%	
净利润率	2.3%	0.1%	0.9%	1.1%	0.5%	-1.8%	-0.5%	2.6%	0.8%	-1.8%	
每股收益 (元)	0.043	0.002	0.018	0.022	0.011	-73.8%	-47.9%	0.146	0.050	-65.5%	

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 中国联通盈利预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	164,085	158,369	174,075	197,150	225,997	6.5%	-3.5%	9.9%	13.3%	14.6%
服务收入	156,923	153,822	167,492	187,312	211,763	NA	-2.0%	8.9%	11.8%	13.1%
移动服务	65,580	71,555	85,975	104,039	123,801	NA	9.1%	20.2%	21.0%	19.0%
固网服务	90,967	81,955	81,206	82,960	87,649	NA	-9.9%	-0.9%	2.2%	5.7%
减: 营业成本	102,081	105,654	121,963	132,369	146,202	8.5%	3.5%	15.4%	8.5%	10.5%
营业税金及附加	4,598	4,487	4,927	5,580	6,397	9.7%	-2.4%	9.8%	13.3%	14.6%
期间费用率	21.4%	22.7%	23.2%	21.1%	20.4%	1.1%	1.3%	0.5%	-2.1%	-0.7%
销售费用	19,308	20,957	23,152	24,249	27,346	15.4%	8.5%	10.5%	4.7%	12.8%
销售费用率	11.8%	13.2%	13.3%	12.3%	12.1%	0.9%	1.5%	0.1%	-1.0%	-0.2%
管理费用	13,709	14,048	15,493	15,181	16,498	18.7%	2.5%	10.3%	-2.0%	8.7%
管理费用率	8.4%	8.9%	8.9%	7.7%	7.3%	0.9%	0.5%	0.0%	-1.2%	-0.4%
财务费用	2,156	944	1,741	2,169	2,260	-28.1%	-56.2%	84.5%	24.6%	4.2%
财务费用率	1.3%	0.6%	1.0%	1.1%	1.0%	-0.6%	-0.7%	0.4%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	15,405	2,376	2,611	2,957	3,390	596.6%	-84.6%	9.9%	13.3%	14.6%
公允价值变动	0	1,239	0	0	0	-100.0%	NA	-100.0%	NA	NA
加: 投资收益	5	212	245	245	245	NA	4547.5%	15.5%	0.0%	0.0%
营业利润	6,833	11,356	4,433	14,890	24,150	-68.6%	66.2%	-61.0%	235.9%	62.2%
增长率	-68.6%	66.2%	-61.0%	235.9%	62.2%	-68.6%	134.8%	-127.1%	296.8%	-173.7%
营业利润率	4.2%	7.2%	2.5%	7.6%	10.7%	-10.0%	3.0%	-4.6%	5.0%	3.1%
加: 营业外收入	2,450	1,101	1,000	1,000	1,000	-51.9%	-55.1%	-9.1%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	302	275	269	270	270	14.2%	-8.9%	-2.2%	0.4%	0.0%
利润总额	8,981	12,181	5,164	15,620	24,880	-66.2%	35.6%	-57.6%	202.5%	59.3%
减: 所得税费用	1,729	2,807	1,188	3,593	5,722	-76.1%	62.4%	-57.7%	202.5%	59.3%
实际所得税率	19.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	-7.9%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	7,252	9,374	3,977	12,027	19,158	-62.5%	29.3%	-57.6%	202.5%	59.3%
少数股东损益	3,344	6,237	2,644	7,998	12,740	-68.2%	86.5%	-57.6%	202.5%	59.3%
归属于母公司普通股股东净利润	3,908	3,137	1,332	4,029	6,418	-55.7%	-19.7%	-57.5%	202.5%	59.3%
增长率	-55.7%	-19.7%	-57.5%	202.5%	59.3%	-55.7%	36.0%	-37.8%	260.0%	-143.2%
净利润率	2.4%	2.0%	0.8%	2.0%	2.8%	-3.3%	-0.4%	-1.2%	1.3%	0.8%
每股收益 (元)	0.184	0.148	0.063	0.190	0.303	-55.7%	-19.7%	-57.5%	202.5%	59.3%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 3. 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 09/11年	PEG 10E	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E			
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,144.6	1,144.6	5.40	0.15	0.06	0.19	36.5x	85.9x	28.4x	13.3%	6.4x	1.6x
平均值									36.5x	85.9x	28.4x	13.3%		1.6x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	792.7	628.4	27.65	0.86	1.06	1.31	32.2x	26.0x	21.2x	23.4%	1.1x	3.9x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	93.3	23.7	16.79	0.61	0.70	0.87	27.4x	24.1x	19.4x	18.8%	1.3x	4.6x
平均值									29.8x	25.0x	20.3x	21.1%	1.2x	4.3x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	159.1	83.4	36.01	0.59	0.79	1.17	60.7x	45.5x	30.9x	40.2%	1.1x	4.9x
光迅科技	002281.SZ	增持	59.4	30.4	37.11	0.65	0.84	1.15	57.0x	44.4x	32.3x	32.9%	1.4x	6.1x
亨通光电	600487.SH	中性	53.1	53.1	31.95	1.11	0.97	1.18	28.9x	33.1x	27.0x	3.3%	9.9x	4.0x
中天科技	600522.SH	中性	88.5	88.5	27.60	1.04	1.26	1.55	26.4x	21.9x	17.8x	21.9%	1.0x	5.1x
平均值									43.2x	36.2x	27.0x	24.6%	3.3x	5.0x
配线、机柜														
新海宜	002089.SZ	-	51.3	32.2	21.80	0.35	0.54	0.75	62.4x	40.5x	28.9x	47.0%	0.9x	9.2x
日海通讯	002313.SZ	-	45.4	11.3	45.35	0.73	1.07	1.52	62.5x	42.2x	29.8x	44.9%	0.9x	5.4x
平均值									62.5x	41.4x	29.3x	46.0%	0.9x	7.3x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	36.0	26.9	16.76	0.36	0.50	0.61	46.5x	33.4x	27.6x	29.7%	1.1x	5.3x
奥维通信	002231.SZ	-	25.3	6.4	15.77	0.15	0.16	0.22	106.1x	100.6x	72.3x	21.1%	4.8x	6.4x
三元达	002417.SZ	-	26.4	6.6	21.98	0.41	0.56	0.68	53.2x	39.0x	32.3x	28.3%	1.4x	11.4x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	70.8	18.4	65.59	1.03	1.53	2.05	63.6x	42.8x	32.0x	41.0%	1.0x	5.0x
华星创业	300025.SZ	增持	20.2	9.5	25.20	0.33	0.50	0.66	76.4x	50.6x	38.1x	41.6%	1.2x	7.6x
中创信测	600485.SH	增持	22.6	22.6	16.29	0.19	0.43	0.61	85.7x	38.0x	26.5x	79.9%	0.5x	5.6x
国脉科技	002093.SZ	中性	59.8	50.0	14.93	0.23	0.29	0.36	64.2x	51.3x	41.1x	24.9%	2.1x	11.3x
平均值									70.8x	50.8x	38.6x	38.1%	1.2x	7.5x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	38.6	38.2	19.44	0.16	0.28	0.41	123.0x	68.5x	47.2x	61.4%	1.1x	5.4x
恒宝股份	002104.SZ	增持	74.9	46.9	16.99	0.21	0.26	0.39	79.8x	66.4x	43.7x	35.1%	1.9x	13.3x
大唐电信	600198.SH	增持	87.0	86.6	19.81	0.13	0.17	0.27	151.3x	119.0x	74.1x	42.9%	2.8x	17.6x
平均值									118.0x	84.6x	55.0x	46.5%	1.9x	12.1x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	28.7	20.0	38.00	0.47	0.29	0.42	80.9x	129.9x	90.3x	-5.3%	NA	7.2x
拓维信息	002261.SZ	买入	49.4	25.3	34.00	0.60	0.76	1.08	56.7x	44.8x	31.5x	34.1%	1.3x	7.8x
平均值									68.8x	87.4x	60.9x	14.4%	NA	7.5x
卫星导航														
北斗星通	002151.SZ	-	46.9	18.9	46.85	0.51	0.57	0.73	91.9x	82.7x	64.0x	19.8%	4.2x	15.0x
合众思壮	002383.SZ	-	64.9	16.2	54.05	0.70	0.88	1.14	77.3x	61.2x	47.6x	27.4%	2.2x	4.6x
平均值									84.6x	72.0x	55.8x	23.6%	3.2x	9.8x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	70.3	70.3	12.48	0.15	0.21	0.29	85.3x	59.2x	42.5x	41.7%	1.4x	4.9x
动力源	600405.SH	-	27.4	26.2	12.57	0.18	0.26	0.54	69.0x	48.1x	23.2x	72.2%	0.7x	6.9x
键桥通讯	002316.SZ	-	33.2	8.3	21.29	0.27	0.41	0.59	78.2x	51.9x	35.9x	47.6%	1.1x	4.3x
高新兴	300098.SZ	-	23.8	6.0	34.85	0.86	1.09	1.43	40.6x	32.0x	24.4x	29.0%	1.1x	12.0x
海格通信	002465.SZ	-	146.2	29.9	43.97	0.64	0.73	0.91	69.0x	59.9x	48.2x	19.6%	3.1x	15.0x
平均值									68.4x	50.2x	34.9x	42.0%	1.5x	8.6x
板块均值									67.6x	55.1x	38.5x	33.5%	1.2x	7.6x

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

附注:**研究员简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 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、免责条款

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