

马钦琦

021-50588666-8013

maq@ccnew.com

2008年3月27日

价值基本体现，重组溢价取决博弈过程

——中国联通（600050）年报点评

投资评级： 增持(短期)、买入(长期)

公司点评报告 (中证研 20080345 号)

通信行业

盈利预测

	2007	2008E	2009E
主营业务收入(亿元)	1004.67	1024.00	1054.72
增长比率(%)	4.10	1.93	3.01
净利润(亿元)	56.32	57.12	65.96
增长比率(%)	166.41	14.20	15.47
每股收益(元)	0.26	0.27	0.31
市盈率	33.00	33.00	28.80

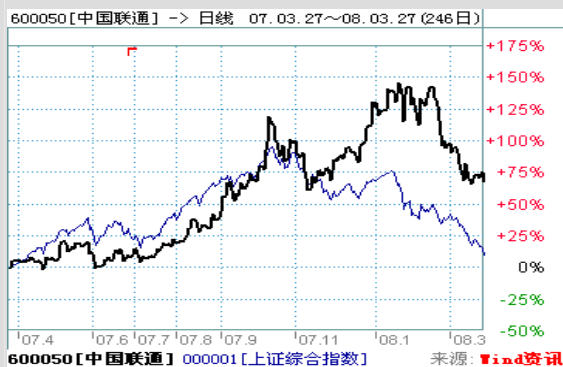
市场数据 (2008年3月27日)

收盘价(元)	8.94
年内最高/最低(元)	13.50 / 8.50
上证指数	3411.49
市净率	3.63
流通市值(亿元)	838.75

基础数据 (2007年12月31日)

每股净资产(元)	7.90
净资产收益率(%)	10.40
每股经营现金流(元)	1.54
总股本(亿股)	211.96
流通股(亿股)	93.82

个股相对上证指数表现



联系人: 刘冉

电话: 021-50588666-8020 传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编: 200122

投资要点:

- 07年公司实现营业收入1004.7亿元,同比增长4.1%;实现利润总额131.6亿元,同比增长118%;实现净利润56.3亿元,同比增长166.4%;每股收益为0.266元(扣除公允价值变动和再投资退税净利润43.6亿元,每股收益0.206元,同比增长20.4%)。公司的利润分配预案为:每10股派0.067元(含税)。
- 移动对固话的替代作用加速后,公司用户数快速增长,虽然ARPU值有所下降,但MOU值却快速增长,最终公司收入呈现小幅增长态势。同时,由于公司改变营销策略、提高管理能力,有效控制各项费用的增长,最终达到了收入小幅增长和费用下降的双效驱动效果。
- 或有事项中,可转债公允价值变动损失大幅缩减,仅为5.68亿元;同时,公司还有一笔高达27.8亿元的退还所得税收入,占全年净利润的比例达49.3%。
- 重组前仍然是双寡头垄断的移动运营商的黄金时期,但增长速度可能会有所放缓。目前公司的股价基本体现了公司的经营情况,但公司的资产价值、网络价值、用户价值和品牌价值仍被低估,重组过程中仍有向合理价值回归的需求。但在重组过程中的价值回归主导权、定价权取决于管理层最后对各方利益的平衡结果。
- 后重组时代,公司资源整合是重中之重。排除掉整合因素,我们有理由看好未来公司的发展趋势。
- 考虑到08年漫游费下调和雪灾等因素,预计08、09年公司的每股收益分别为0.27元、0.31元,按3月27日收盘价8.94元计算,08、09年动态市盈率分别为33倍、29倍,维持对公司短期“增持”、长期“买入”的投资评级。
- 风险提示:移动资费仍有下降趋势;重组方案迟迟没有定论,将影响公司经营和投资决策过程。

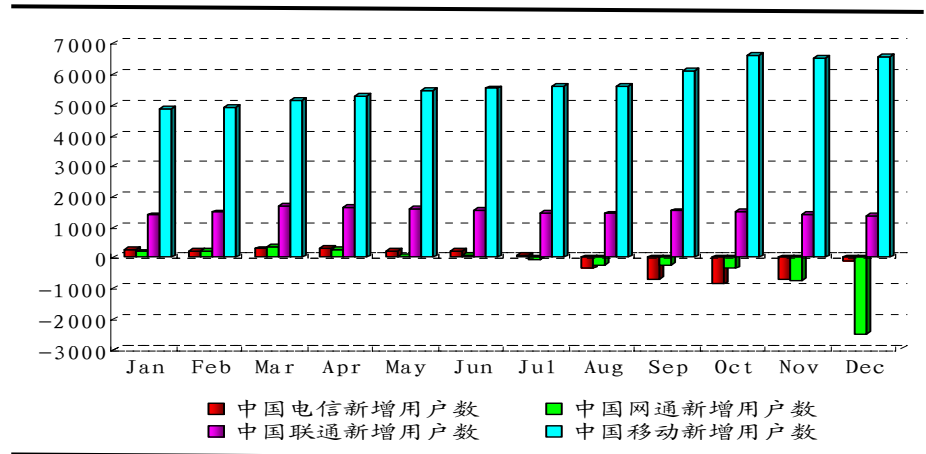
1、业绩稳定增长

07年公司实现营业收入1004.7亿元，同比增长4.1%；实现利润总额131.6亿元，同比增长118%；实现净利润56.3亿元，同比增长166.4%；每股收益为0.266元（扣除公允价值变动和再投资退税净利润为43.6亿元，每股收益0.206元，同比增长20.4%）。公司的利润分配预案为：每10股派0.067元（含税）。

07年公司累计新增用户1825万户，同比增长12.6%，累积用户已达1.62亿户，用户增长情况在四大运营商中排名第二。从图1的情况来看，移动对固话的替代作用已有加速的趋势，8月份以后中国电信和中国网通的本地用户数量都出现较大幅度的负增长，而移动运营商则增长势头强劲。但就用户绝对增长数和增长率情况来看，中国联通仍较中国移动有较大差距。单向收费后，公司GSM业务收入并未随之减少，反而同比增长5.3%，而CDMA业务收入则同比下降了0.2%，且ARPU值也有一定程度的下降。不过用户增长和通话量增加从一定程度上弥补了单向收费的影响。

图1：07年四大运营商月度用户变化情况

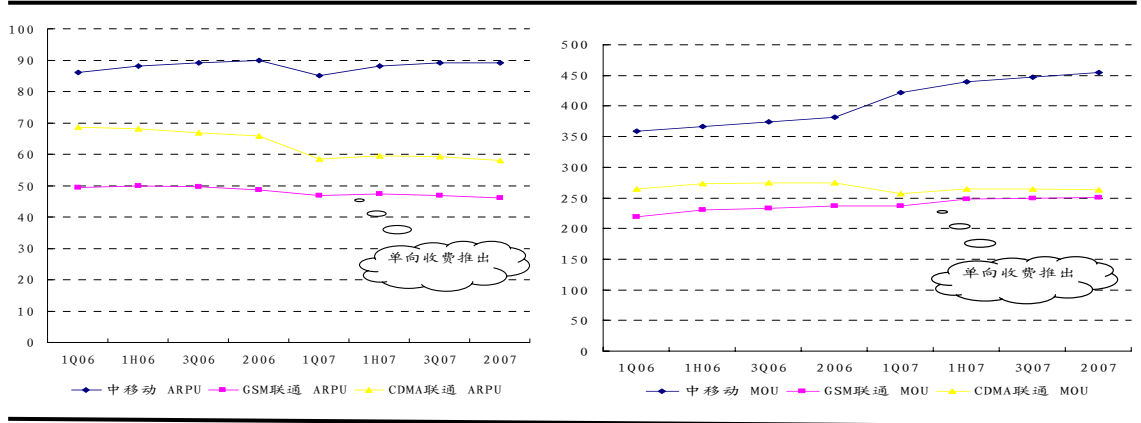
单位：千户



资料来源：中原证券研究所

从07年移动运营商的MOU、ARPU值情况来看，由于实施准单向收费后，中国联通和中国移动的GSM网络MOU值（每月每用户通话分钟数）呈快速增长态势；而ARPU值（每月每用户收入）的下降趋势也有减缓趋势，未来也将趋于稳定。而中国联通CDMA由于两网分营后，营销方式的改变导致MOU、ARPU值双双大幅下降，但用户数的增长和补贴费用的减少，使C网的盈利能力有所增强。此外公司增值业务增长较为喜人，全年收入达204.5亿元，占服务收入的比重也上升到22.4%。

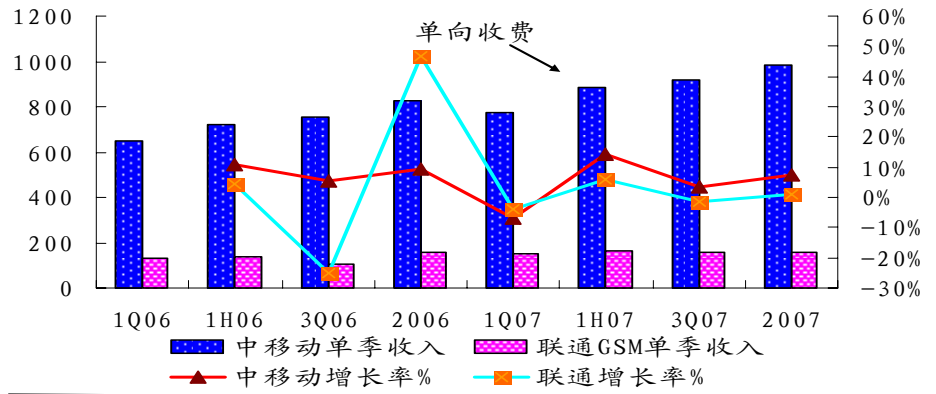
图 2: 中国移动和中国联通 MOU 值、ARPU 情况比较



资料来源: 公司年报、中原证券研究所

图 3: 中国联通、中国移动收入和增长率情况

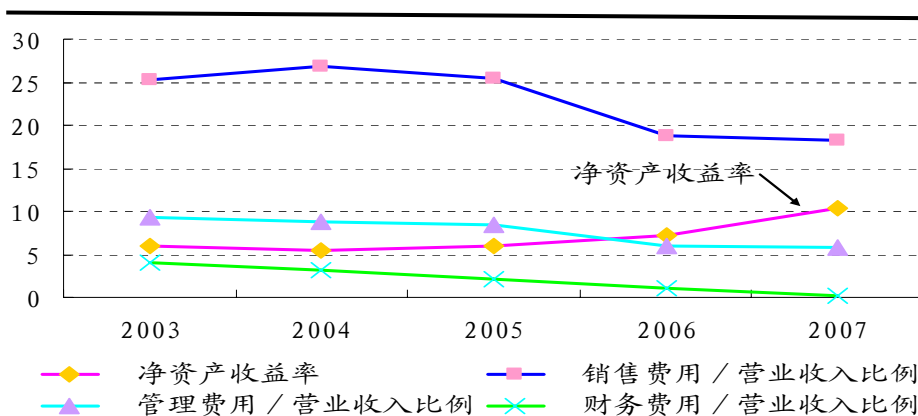
单位: 亿元/%



资料来源: 公司历年季报、中原证券研究所

公司盈利能力随着用户数量的增长和管理能力的提升而不断提高。07 年公司净资产收益率已达到 10.4%，而期间费用中销售费用、管理费用、财务费用都呈不断下降的趋势，公司经营绩效得到较大程度的改善。公司经营状况呈现收入小幅增长和费用下降的双效驱动态势。

图 4: 销售、管理、财务费用占营业收入的比重及净资产收益率 单位: %



资料来源: 中原证券研究所

公司在 07 年中报时曾以 16.4 亿元计提可转债公允价值变动损失, 而年末最终计提金额为 5.68 亿元, 大大低于原来的计提标准, 显示韩国 SK 电讯应在较低价格时, 就进行了转股, 由于可转债已全部转股完成, 未来也不会再度发生此类公允价值变动损失。

此外公司还有一笔高达 27.8 亿元的退还所得税收入, 是依据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》第十条, 外商投资企业的外国投资者, 将从企业取得的利润直接再投资于该企业, 增加注册资本, 或作为资本开办其他外商投资企业, 经营期不少于 5 年的, 退还其再投资部分已缴纳所得税税款 40%。联通运营公司历年积存的子公司未分配利润再投资于子公司, 而获得退还该子公司以前已支付的部份所得税, 该笔退税达 27.8 亿元, 占净利润的比例达 49.3%。公司今年申请大额退税, 也有重组前全面结算方面的考虑。

2、未来前景分析

2.1 行业业绩好于预期

从已公布年报的中国移动、中国网通、中国联通的情况来看, 业绩普遍好于市场预期, 但增长方式却各有不同。未来行业增长潜力仍然较为乐观。

- 中国移动由于具有较强的经营和盈利能力, 在单向收费导致移动对固话替代作用加速的情况下, 基本独占了固话转网带来的好处。同时由于公司把握住了农村市场的发展机遇, 一年来中国移动近一半新增用户来自于农村市场。
- 中国网通虽然固话用户大量流失, 但公司在宽带和 ICT 等创新业务上表现出强劲的增长, 宽带业务同比增长 40%, 创新业务同比增长 39%, 增值业务的发展基本弥补了固话用户收入减少带来的损失。

- 中国联通则通过用户增长带动收入的小幅增长，营销策略方面公司实施两网分营提高盈利能力，同时提高管理能力，控制各项费用的有效增长，达到双效驱动的效果。

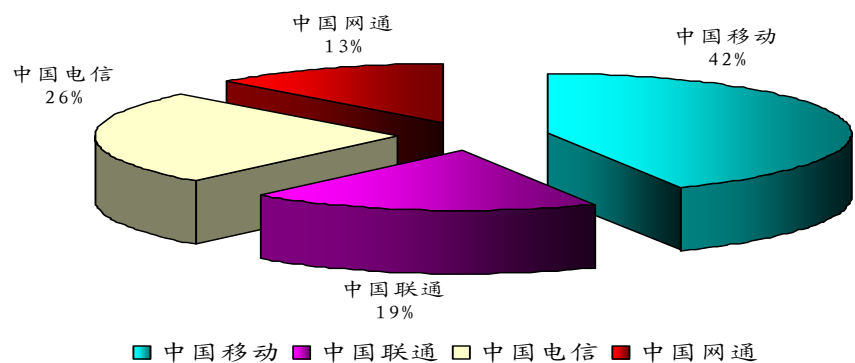
表 1: 07 年四大运营商经营情况

	中国移动	中国联通	中国网通	中国电信 1H07
营业收入(亿元)	3569.59	1004.67	840.05	869.58
增长率(%)	20.90	4.10	-3.35	2.81
EBITDA(亿元)	1940.03	325.80	412.44	445.51
EBITDA 率(%)	54.30	33.00	50.00	51.20
净利润(亿元)	870.62	56.30	120.90	172.58
增长率(%)	31.90	166.40	-6.70	1.80
用户数(亿户)	3.69	1.62	1.10	2.20
净增数(万)	6810.70	1825.00	-325.20	-271.00
ARPU(元)	89.00	G 网 46.00 C 网 58.10	固话 36.60 宽带 67.40	/
MOU(元)	455.00	G 网 250.10 C 网 263.00	/	/
07 资本支出(亿元)	1051.00	257.20	206.84	470.00
08 资本支出(亿元)	1272.00	309.50	196.00	

注：中国电信除用户数和净增数为 07 年年底数据

图 5: 四大运营商用户数量占比

单位：%



资料来源：中原证券研究所

2.2 公司价值已基本体现，重组溢价取决博弈过程

重组前仍然是双寡头垄断的移动运营商的黄金时期，但增长速度可能会有所放缓。公司 08 年预计仍能保持 6% 以上的用户增长，但营业收入和净利润的增速将有所放缓。目前的股价基本体现了公司的经营情况，但公司的资产价值、网络价值、用户价值和品牌价值仍被低估，重组过程中仍有向合理价值回归的需求。

按照之前我们报告的观点，中国联通目前的价值是被严重低估的，但问题在于中国电信行业属于政府控制的行业，其重组过程中，特别是在中国联通在 CDMA 用户的最终估价问题上的主导权、定价权取决于管理层最后对各方利益的平衡，同时兼顾上市公司股东的利益。

表 2: 中国联通和中国移动资产价值比较情况 单位: 亿元

	中国移动	中国联通	备 注
00-07 年资本支出	5452	3484	按公司报表统计
资产折旧和现值	1932	1254	按 CDMA 资产和用户价值比率计算
用户价值总计	4256	1935	按 CDMA 用户价值 1282 元/户估算
品牌价值	3131	600-1000	按国际评估公司评估价值
合 计	9319	3989	
目前总市值	22323	2096	中国移动为港元

资料来源：中原证券研究所

- 注：1、联通 00-07 资本支出达 3484 亿元，折旧后资产现值为 1254 亿元；
2、公司 GSM 和 CDMA 网络用户价值分别为 1435 和 500 亿元；
3、品牌价值核算值为 800 亿元，公司合计价值为 3989 亿元；

2.3 后重组时代，资源整合是重中之重

未来后重组时代，公司的工作重点将是如何进行整合，不仅仅是固网和移动之间的业务整合，也包括 10 万中国联通和 30 万中国网通员工的整合将是一个非常浩大的工程。整合结果的好坏直接影响未来新公司的经营情况。

排除掉整合因素，我们有理由看好未来公司的发展趋势。首先，公司将摆脱左右互博，两手抓两手都不硬的困境，同时充分发挥固网和移动和互联网的业务融合优势；其次，从 3G 演进的过程来看，目前公司将经营的 WCDMA 是国际上应用最为广泛的标准，不论从商业运营的成熟度还是终端产品和产业链的支撑力度来看，都较其他两种标准具有明显优势；最后，联通+网通的

组合虽然是弱势组合，但重组最终目的是为了要治强扶弱，未来如号码可携带等政策推出，也将有助于弱势企业提高市场竞争能力。

3、盈利预测与投资评级

考虑到 08 年漫游费下调和雪灾等因素，我们预计 08、09 年公司的每股收益分别为 0.27 元、0.31 元，按 3 月 27 日收盘价 8.94 元计算，08、09 年动态市盈率分别为 33 倍、29 倍，维持对公司短期“增持”、长期“买入”的投资评级。

表 3: 公司盈利预测 单位: 百万元

	2007	2008E	2009E
一、营业收入	100,400	102,400	105,472
减: 营业成本	61,478	62,523	63,546
营业税金及附加	2,368	2,316	2,364
销售费用	18,241	14,505	14,940
管理费用	5,786	8,824	9,265
财务费用	214	416	428
公允价值变动	-569	0	0
加: 其他利润	0	0	0
投资收益	0	0	0
二、营业利润	10,348	13,816	14,929
加: 营业外收入	2972	59	68
减: 营业外支出	165	427	453
三、利润总额	13,155	13,448	14,544
减: 所得税费用	3,836	4,228	4,354
四、净利润	9,319	9,220	10,190
归属母公司净利润	5,632	5,693	6,558
少数股东损益	3,686	3,527	3,632
五、基本每股收益	0.267	0.270	0.311

资料来源: 中原证券研究所、公司年报

4、风险提示

- 移动资费仍有下降趋势;
- 重组方案迟迟没有定论, 将影响公司经营和投资决策过程。

投资评级

买入： 未来公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 未来公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出： 未来公司相对大盘跌幅大于5%。

*本评级标准中**短期**为6个月以内，**长期**为6个月以上

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。