

等待 4G 时代的到来

买入 首次

目标价格：暂无

我们今天上午参加了中国联通的股东会，相关内容如下：

- 公司认识到这是数据竞争的新时代，客户原本单纯的语音需求变成了语音和数据的双重需求。公司并不打算以传统做语音业务的竞争模式，如通过补贴终端，或者降低语音、数据业务费用等等方式来争取更多的客户。公司在各省叠加流量的定价方面做了很多工作，在统一套餐基础上使用了很多方式来尝试客户流量业务的再开发。公司认为在未来的 3G 及 4G 竞争中，运营商的网络状况以及在良好的网络基础上提供的 OTT 应用和服务才是竞争的实质所在。同时，也要摆脱裸流量的思路，不能做单纯的流量经营，而应关注流量带来的应用服务的差异。
- **关于 4G 牌照及投资：**TDD-LTE 牌照肯定会在年底之前发放，伴随着 4G 牌照发放，还会有网间结算费用的调整，中国移动固网牌照的发放等政策发布。TDD-LTE 公司肯定会投资，会在某些区域补充数据网络，对 TD 发展贡献自己的力量，但是支持的力度不会有中国移动那么大，FDD 的牌照发放会在 TDD 之后，时间窗口可能会比预期的短。
- **关于 4G 投资：**明年公司会重点扩容相关的网络。投资的总量不会严格控制，但是投资会更精准，按规划指导项目投资。公司在分配资源方面会下沉责任主体，公司的管理逐渐纵向穿通扁平化管理。但是投资的具体金额和规模没有详细透露，我们估计，公司会考虑直接升级 3G 到 HSDPA 等多种方式来保障数据网络的质量。
- **营业税改增值税：**对三运营商影响较大。考虑到业务比重，中国联通影响幅度会更大，但会给过渡性政策，目前细节还在修订中。过渡期会对受影响的公司有所补偿，以逐步形成新的行业发展秩序。
- **关于频谱：**FDD 的频段还没有颁布，但不会 1.8G 的频段都给了中国电信，否则会影响中国联通 4G 的国际漫游。
- **盈利预测及估值。**我们预计 2013-2015 年的 eps 分别为 0.19、0.27、0.36 元，“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	215518.51	256264.75	299881.01	345912.74	388840.52
增长率 (%)	22.34	18.91	17.02%	15.35%	12.41%
归母净利润(百万)	1412.25	2368.11	4126.53	5685.34	7638.10
增长率 (%)	15.04	67.68	74.25%	37.78%	34.35%
每股收益	0.07	0.11	0.195	0.268	0.360
市盈率	184.61	110.10	16.90	12.27	9.13

通信行业研究组

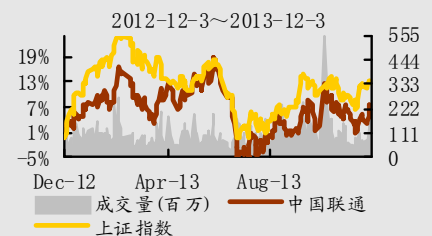
分析师：

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



相关研究

- 北纬通信：渠道是公司最大的优势
2013-11-21
- 4G 投资专题研究
2013-11-5
- 中兴通讯：全年扭亏为盈无压力
2013-10-31
- 东华软件：静待收购进展
2013-10-29
- 烽火通信：业绩增速略低于预期
2013-10-28
- 中兴通讯：等待下半年的扭亏为盈
2013-8-22

表 1: 财务报表预测

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2562.65	2998.81	3459.13	3888.41	经营性现金净流量	737.70	1820.90	1247.29	2015.58
减: 营业成本	1791.08	2071.28	2372.62	2660.84	投资性现金净流量	-992.33	-791.12	-789.79	-988.46
营业税金附加	73.39	86.67	99.97	112.37	筹资性现金净流量	276.48	-1121.15	-25.51	-19.83
营业费用	350.37	419.83	466.98	505.49	现金流量净额	21.84	-91.37	432.00	1007.29
管理费用	204.91	194.92	221.38	244.97	财务指标汇总	2012A	2013E	2014E	2015E
财务费用	34.17	30.16	34.89	18.70	毛利率	30.11%	30.93%	31.41%	31.57%
资产减值损失	32.94	41.99	48.43	54.44	三费/销售收入	23.00%	21.51%	20.91%	19.78%
加: 投资收益	4.17	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	5.44%	6.44%	6.46%	7.35%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.00%	43.04%	40.50%	39.06%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	2.74%	4.10%	4.89%	5.85%
营业利润	79.96	153.96	214.86	291.60	ROE	3.28%	5.56%	7.40%	9.51%
加: 其他非经	15.48	12.00	13.80	15.60	ROA	2.72%	4.08%	4.65%	5.15%
利润总额	95.44	165.96	228.66	307.20	ROIC	3.10%	4.44%	7.23%	10.77%
减: 所得税	25.19	43.15	59.45	79.87	销售收入增长率	18.91%	17.02%	15.35%	12.41%
净利润	70.25	122.81	169.21	227.32	EBIT 增长率	56.21%	38.66%	15.74%	27.89%
减: 少数损益	46.57	81.55	112.35	150.94	EBITDA 增长率	11.96%	67.91%	8.55%	8.41%
归母公净利润	23.68	41.27	56.85	76.38	净利润增长率	67.75%	74.81%	37.78%	34.35%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	总资产增长率	13.00%	-7.44%	1.45%	15.62%
货币资金	167.43	76.06	508.06	1515.35	股东权益增长率	1.79%	2.63%	3.54%	4.59%
应收预付款项	239.62	294.15	336.23	372.12	资产负债率	58.53%	53.07%	50.85%	54.14%
存货	58.03	53.51	74.26	69.03	投资资本/总资产	59.06%	45.32%	38.66%	18.74%
其他流动资产	1.54	1.54	1.54	1.54	带息债务/总负债	36.63%	1.01%	1.04%	0.84%
长期股权投资	0.50	0.50	0.50	0.50	流动比率	0.16	0.17	0.38	0.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.14	0.15	0.35	0.64
固资和在建	4291.81	4027.51	3676.77	3420.02	总资产周转率	0.50	0.63	0.72	0.70
无资产和开发	213.62	182.88	152.15	121.41	固定资产周转率	0.70	0.74	0.94	1.14
其他非流资产	144.66	100.17	55.67	55.67	应收账款周转率	17.83	16.45	17.85	16.98
资产总计	5117.21	4736.32	4805.18	5555.64	存货周转率	30.86	38.71	31.95	38.55
短期借款	1071.75	0.00	0.00	0.00	EBIT	139.29	193.14	223.55	285.89
应付预收款项	1558.40	2148.67	2078.93	2643.21	EBITDA	768.68	1290.68	1401.09	1518.94
长期借款	25.36	25.36	25.36	25.36	NOPLAT	91.53	134.04	155.21	200.02
其他负债	339.36	339.36	339.36	339.36	净利润	23.68	41.27	56.85	76.38
负债合计	2994.87	2513.39	2443.65	3007.93	EPS	0.11	0.19	0.27	0.36
股本	211.97	211.97	211.97	211.97	BPS	3.41	3.50	3.62	3.79
资本公积	267.76	267.76	267.76	267.76	PE	29.45	16.90	12.27	9.13
留存收益	243.25	262.29	288.53	323.78	PEG	0.62	N/A	N/A	N/A
归属母公司	722.97	742.02	768.25	803.50	PB	0.96	0.94	0.91	0.87
少数股东权益	1399.37	1480.92	1593.27	1744.21	EV/EBIT	21.51	10.88	7.99	3.27
股东权益合计	2122.34	2222.93	2361.52	2547.71	EV/EBITDA	3.90	1.63	1.28	0.62
负债和权益合	5117.21	4736.32	4805.18	5555.64	ROIC-WACC	0.03	0.04	0.07	0.11

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007年加盟宏源证券研究所, 2012年获汤森路透 StarMine 全球卖方分析师评选“中国大陆及香港地区”软件及IT服务业“最佳行业选股”。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。