

2013 年 12 月 25 日

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 3.70

### 公司基本资讯

产业别	信息服务
A 股价(2013/12/24)	3.21
上证综指(2013/12/24)	2092.91
股价 12 个月高/低	3.85/3.04
总发行股数(百万)	21196.60
A 股数(百万)	21196.60
A 市值(亿元)	680.41
主要股东	中国联合网络通信集团有限公司(63.09%)
每股净值(元)	3.50
股价/账面净值	0.92
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.4 -1.2 -5.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-10-25	3.44	持有
2013-08-09	3.24	持有
2013-04-26	3.64	持有

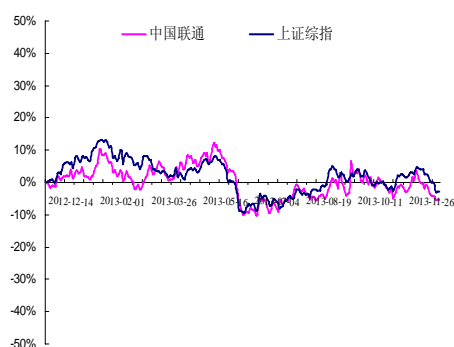
### 产品组合

电信业	100.0%
-----	--------

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.8%
一般法人	62.4%

### 股价相对大盘走势



## 中国联通(600050.SH)

Buy 买入

### 受益网间结算标准调整, 增厚 2014 年净利润 25%

#### 结论与建议:

工信部发布通知, 从 2014 年 1 月 1 日起对基础电信运营企业公用电信网网间结算标准进行调整。中国电信和中国联通向中国移动支付的网间结算费由现时的每分钟 0.06 元减至每分钟 0.04 元。三大运营商之间短信结算标准由现时的每条 0.03 元调减至每条 0.01 元, 彩信结算标准由现时的每条 0.1 元调减至每条 0.05 元。政策内容和出台时间与市场预期基本相符。

我们经过简单测算, 该政策的实施可以增厚联通 A 股公司 14 净利润约 25%。预计公司 2013、2014 年实现归属于 A 股公司净利润 36.16 亿元和 65.06 亿元, YOY+52.7%和 79.91%, EPS 为 0.17 元和 0.31 元, P/E 19 倍和 10 倍。14 年 LTE 投资增加资本开支规模, 以及中移动 4G 正式运营都将对公司的经营带来压力, 我们对公司中期的看法仍较为谨慎, 但考虑到网间结算政策对短期利润增厚较为明显, 将投资建议调升为“买入”。

■ **网间结算标准调整:** 12 月 23 日晚间, 工信部发布通知, 从 2014 年 1 月 1 日起对基础电信运营企业公用电信网网间结算标准进行调整。通知显示, 中国电信和中国联通的移动用户呼叫中国移动的移动用户(不含 TD-SCDMA 专用号段 157、188 用户)时, 中国电信和中国联通向中国移动支付的网间结算费由现时的每分钟 0.06 元减至每分钟 0.04 元。同时, 三大运营商之间短信结算标准由现时的每条 0.03 元调减至每条 0.01 元, 彩信结算标准由现时的每条 0.1 元调减至每条 0.05 元。此外, 工信部将根据电信市场发展情况, 每两年评估一次网间结算政策, 并根据市场情况进行适时的调整。通知内容与 10 月份在市场流传的方案基本相符, 作为 4G 发牌的配套政策, 出台时点也基本符合预期。

■ **联通网间结算支出明显下降:** 中国联通 2012 年网间结算支出为 187 亿元, 2013 上半年为 99 亿元, 预计 13 年网间结算支出超过 200 亿, 2014 年为 220 亿元。由于短信结算标准为双向调整, 且收入规模较小, 影响忽略不计。假设结算支出中 90%为移动业务, 按移动和电信 7.63 亿和 1.85 亿的用户规模简单推算, 联通支付给移动的结算费占比约为 80%, 结算费标准降低 1/3, 推算 14 年可减少结算费用支出约 52 亿元。此次政策调整, 可增厚税后净利润 39 亿元。如按 A 股公司口径计算, 可增厚净利润 13.1 亿元, 较我们预估的 14 年 52 亿元净利润增加约 25%。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2013 年、2014 年实现归属于母公司净利润 36.16 亿元和 65.31 亿元, YOY+52.7%和 80.61%, EPS 为 0.17 元和 0.31 元。

..... 续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1228	1412	2368	3616	6531
同比增减	%	-60.87%	15.04%	67.68%	52.70%	80.61%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.058	0.067	0.112	0.171	0.308
同比增减	%	-60.87%	15.04%	67.68%	52.70%	80.61%
A 股市盈率(P/E)	X	55.43	48.18	28.73	18.82	10.42
股利(DPS)	RMB 元	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
股息率(Yield)	%	0.81%	1.11%	1.25%	1.56%	1.56%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

#### 附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业额	176168	215519	256265	303071	339908
经营成本	123735	154414	179108	206530	221321
营业费用	23733	28751	35037	40915	45888
管理费用	16113	18200	20491	23640	25833
财务费用	1625	1243	3417	3637	3739
营业利润	3914	4654	7996	17161	30671
税前利润	4646	5664	9544	18611	32071
所得税	975	1476	2519	4913	8394
少数股东权益	2444	2776	4657	10082	17146
净利润	1228	1412	2368	3616	6531

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	22791	15439	18320	27166	35747
应收帐款	10408	12439	14300	17160	20249
存货	3728	4651	5803	7254	8705
流动资产合计	42293	38872	48240	61580	74700
固定资产合计	304423	325436	367281	396663	436330
非流动负债合计	401173	419651	470117	540635	621730
资产总计	443466	458524	518357	602214	696430
流动负债合计	197894	213490	301812	310866	320192
非流动负债合计	37392	36423	4311	5173	6208
负债合计	235286	249913	306123	316040	326400
股本	21197	21197	21197	21197	21197
少数股东权益	137344	137587	139937	142036	144167
股东权益合计	208180	208611	212234	286175	370030
负债和股东权益总计	443466	458524	518357	602214	696430

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	68210	69453	74738	79970	86368
投资活动产生的现金流量净额	-71348	-82738	-99233	-79387	-87325
筹资活动产生的现金流量净额	17824	5800	27648	8294	9539
现金及现金等价物净增加额	14686	-7485	3153	8878	8581

<sup>1</sup> 此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。