

## 营改增靴子落地、 铁塔公司成立拉开资产重组序幕

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **营改增影响:** 营改增对三大运营商的影响差别较大 (主要在于三家运营商业务结构差异), 联通影响可以被年初执行的网间结算政策带来的利润增厚完全覆盖。同时, 营改增影响主要体现在短期利润的财务报表上, 对现金流而言是提升的; 中长期是降低运营商的综合税负, 影响偏正面。
- **铁塔公司推出背景:** 在于此前工信部推动共建共享在利益未理清的情况下推动迟缓; 在高频、高速 4G 网建设中, 一方面新站址难寻, 另一方面未来 4G 覆盖全国所需基站数远超 2/3G 时代, 迫使三大运营商移动网络均面临较过去严峻得多的站址资源瓶颈和开支, 共建共享需要有所突破。
- **铁塔公司推出的影响:** 盘活运营商已有站址资源、减少未来新站址投入, 对运营商、尤其中国联通/中国电信 (存量站址相对较少) 有利; 由于不涉及无线侧通信设备共享, 对设备商无影响; 对基站侧的配套设施 (如铁塔, 小机房及其动力/监控设施, 管线等) 存在短期减少浪费投入、中长期行业集中度提升的影响。第三方独立的铁塔公司, 在美、欧等通信业发达国家, 由于土地私有、自建站址成本高昂, 更是运营商站址资源的主要提供方。
- **估值和投资建议**

2014~2015 年 EPS 分别为 0.24(+51%)、0.31(+29%)元, 当前股价对应的 14 年动态 PE13 倍、PB 0.8 倍, 维持“推荐”评级。

基于短期的行业政策驱动 (成立铁塔公司、FDD-LTE 试点牌照发放预期提前) 和中长期国企改革潜力, 继续看好中国联通。三大运营商合资铁塔公司预期成立, 也同步拉开运营商资产重组序幕 (非核心资产剥离、共建共享, 网络/渠道/用户资源下一步则是如何借助改革实现价值重估)!

### 分析师

朱劲松

☎: (8610) 8357 4072

✉: [zhujingsong@chinastock.com](mailto:zhujingsong@chinastock.com)

执业证书编号: S0130513050004

特此鸣谢

王娜: (8610) 6656 8846

(wangna\_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

### 市场数据 时间 2014.5.4

A 股收盘价 (元)	3.18
A 股一年内最高价 (元) *	3.87
A 股一年内最低价 (元) *	2.96
上证指数	2026.36
市净率	0.86
总股本 (A 股, 亿股)	211.96
实际流通 A 股 (亿股)	211.96
限售的流通 A 股 (亿股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	655

注: \*价格未复权

### 相关研究

- 1、《行业跟踪: 聚焦两会, 关注联通国企改革/互联网转型布局的可能突破》2014.3.9
- 2、《联通公告点评: 网间结算资费调整, 估算增厚 14 年 18% 净利润》2013.12.23
- 3、《中国联通三季报点评: 业绩高增长、符合预期; 集团加快增持步伐、提升市场信心》2013.10.25
- 4、《行业动态跟踪: 非对称监管需网间结算资费再调整, 利好中国联通》2013.10.8
- 5、《中国联通中报点评: 业绩符合预期, 广东联通与微信合作“微信沃卡”破冰流量经营模式创新》2013.8.9

## 一、事件

4月30日，针对媒体报道的中国电信业将成立“国家基站公司”，工信部官网作出回应称：“目前，三家基础电信企业正在研究共同组建一家通信设施公司，负责统筹建设通信铁塔设施，进一步提高电信基础设施共建共享水平。可以说，基础电信企业的这种探索符合党的十八届三中全会全面深化改革、促进生态文明建设的精神，有利于促进资源节约和环境保护，也有利于降低行业的建设成本，最终惠及广大电信用户。这种模式的探索应按照市场化原则和三中全会提出的积极发展混合所有制经济的精神进行组建设计和运营。”

财政部4月30日晚发布的《关于将电信业纳入营业税改征增值税试点的通知》（6月1日起实行，即14年执行7个月），提供基础电信服务的增值税率为11%，提供增值电信服务的税率为6%，对提供电信服务的附带赠送、向中国境外单位提供电信服务、以积分兑换形式赠送的电信业服务，不征收增值税。其中，基础电信服务，简单理解就是语音业务及带宽租赁业务；增值电信业务则包括短信、彩信、移动数据业务、互联网接入业务等。

## 二、我们的分析与判断：

### （一）核心观点：

**1、营改增影响：**营改增对三大运营商的影响差别较大（主要在于三家运营商业务结构差异），联通影响可以被年初执行的网间结算政策带来的利润增厚完全覆盖。同时，营改增影响主要体现在短期利润的财务报表上，对现金流而言是提升的、正面的；中长期是降低运营商的综合税负，影响偏正面。

——对于联通而言，根据我们的模拟测算，纳入网间结算政策调整一并考虑，网间结算调整、营改增两者几乎完全对冲（仅影响净利润2.5%）。如果考虑网间结算政策从14年1月1日起执行，营改增政策自7月执行，两项政策综合结果，对联通净利润影响为增厚10.1%。

**2、铁塔公司推出的背景：**工信部一直推动网络基础设施共建共享、三大运营商意愿上也希望借此减少投资浪费，只是此前利益未理清的情况下，推动迟缓；但在高频、高速的4G建设中，一方面新站址难寻，另一方面未来4G覆盖全国所需基站数远超2/3G时代，这迫使三大运营商移动网络均面临较过去严峻得多的站址资源瓶颈和相关开支，共建共享需要有所突破。

**3、铁塔公司推出的影响：**通过三大运营商合资成立的铁塔公司，盘活已有站址资源、减少未来新站址投入，对运营商、尤其中国联通/中国电信（存量站址相对较少）有利；由于不涉及无线侧通信设备共享，对设备商无影响；对基站侧的配套设施（如铁塔，小机房及其动力/监控设施，管线等）存在短期减少浪费投入、中长期行业集中度提升的影响。第三方独立的铁塔公司，在美、欧等通信业发达国家，由于土地私有、自建站址成本高昂，更是运营商站址资源的主要提供方。

**4、如何看待共建共享的下一步：**受铁塔公司的成立，未来是否会很快进一步发展为运营商网业分离、网络（设备）资源共享？对这一点，我们持谨慎态度，可能更多是通过类似虚拟运营商方式，利用好运营商的冗余网络资源。一方面，电信网络有自然垄断特性，网、业分离，

以新的更大的垄断替代旧的垄断，很难说是进步；另一方面，三大运营商移动网络投资 14~15 年重点仍在加快覆盖，之后重点预期将转向热点地区加强完善基站覆盖密度、以满足移动数据流量增长需要，即届时推动投资的核心在网络流量增长、不在网络覆盖，届时即使网业分离推出也很难减少设备需求、对投资强度带不来改善效果，也就没有财务上意义。所以，我们所谈的未来运营商网络、渠道、用户资源价值重估，更针对单一运营商自身而言。

## （二）营改增对联通业绩影响及我们的模拟测算

电信行业推行营改增，由于最终税负比率的不确定，可以说是年初至今影响联通股价的一个重要因素；而今靴子落地，而且是符合较理想预期的分类纳税比率情况。同时，营改增影响主要体现在短期利润的财务报表上，对现金流而言是提升的、正面的；中长期是降低运营商的综合税负、促进业务转型，影响偏正面。

### 对比三大运营商的公告内容：

【中国移动】由于增值税属于价税分离的价外税，“营改增”后，营运收入将相应减少，并且目前中移动成本和资本开支中能获得的增值税进项税抵扣较少，如折旧摊销、人工成本等项目不能抵扣，营运支出和资本开支将略有下降，因此预计短期利润将受到较大负面影响。由于资本开支的下降将相应减少以后年度的折旧，因此对利润的负面影响后续将有所降低。

中移动 2013 年收入中 57%为基础电信业务，37%为增值电信业务，约 6%为终端销售，模拟的 2013 年按营改增政策实施后的利润敏感性分析（受征管政策执行、运营商业务结构合理调整，实际影响预期会略低）：

表 1：中移动模拟测算营改增后利润变动敏感性分析（2013 年）

		营收变动幅度		
		-5.5%	-6.0%	-6.5%
营运支出变	-2.5%	-14.1%	-16.0%	-18.0%
	-3.0%	-12.5%	-14.5%	-16.5%
动幅度	-3.5%	-10.9%	-12.9%	-14.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

【中国电信】虽然预计短期会对公司经营利润产生重大不利影响，但通过重点举措和考虑，公司预期负面影响会逐年快速减弱，长期有利公司持续发展。重点举措和考虑包括：

1) 优化发展模式，完善定价机制、营销模式和套餐设计等安排，提升收入及降低销项增值税平均税率；

2) 随着公司深化战略转型，预计增值电信业务收入占比将提升，从而降低销项增值税平均税率；

3) 严格管控成本，优化采购管理，降低成本及提供增值税进项税抵扣；

4) 国家营改增试点不断扩大，预计将有更多的经营成本和投资可获得增值税进项税抵扣；

5) 资本开支的进项税抵扣属于时间性差异，对当前利润贡献较少，但可降低固定资产帐

面成本，从而降低未来期间的折旧开支，提升公司未来的利润。

按照中国电信 2013 年 35% 的基础电信业务、65% 的增值电信业务收入结构，按照执行全年假设（实际为 7 个月），帐面营业收入下降 4.3%，经营利润下降 30.7%。

表 2：中电信模拟测算营改增后收入及经营利润当前影响（下表按执行全年假设）

(RMB)	现行营业税制度下	增值税制度下	应付增值税	备注
(假设)				
基础电信业务收入	35.00	31.53	3.47	按 11% 增值税率
增值电信业务收入	65.00	61.32	3.68	按 6% 增值税率
	100.00	92.85		
减：营业税	-3.00	—		按 3% 营业税率
<b>帐面经营收入（不含税）</b>	<b>97.00</b>	<b>92.85</b>		<b>-4.3%</b>
减：人工成本及折旧摊销	-35.00	-35.00		相关费用不能获得进项增值 税抵扣
网络运营、销售、一般管理 及其他经营费用	-55.00	-53.00	-2.00	假设费用的 40% 可以享受进 项增值税抵扣，平均抵扣税率 假设为 10%
			-1.14	假设资本开支 25 元的 50% 可 以享受进项税抵扣，平均抵扣 税率假设为 10%
<b>经营利润</b>	<b>7.00</b>	<b>4.85</b>		<b>-30.7%</b>
			4.01	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

【中国联通】短期来看，“营改增”政策实施后，公司的主要业务均将按类别纳入“营改增”试点范围，营业收入将小幅下降；成本费用受支出项目增值税进项税影响，也将小幅下降。但鉴于支出项目中，部分支出项目根据税法不能抵扣增值税进项税(如人工成本)，部分支出项目仍属于营业税应税范围(如建筑安装、金融保险)，部分支出项目受限于公司合作方增值税纳税人资质及发票实际取得情况无法全额抵扣增值税进项税，加之当期投资进项税抵扣带来的折旧降低将递延体现，“营改增”政策的实施对本公司成本费用的下调幅度会低于当期营业收入的下调幅度。以 2013 年数据静态模拟测算为例，与“营改增”政策实施前比较，“营改增”政策实施后本公司的净利润有大幅下降；现金流方面，由于综合税负(包括营业税、增值税、企业所得税)有所降低，对本公司的现金流有正面影响。

长期来看，随着公司多年来持续推进的战略转型的深化、收入结构的不断改善、资产的正常更替、固定资产投资进项税抵扣带来折旧减少的逐期显现、国家“营改增”试点范围的逐步扩大，以及公司基础管理水平的不断提升，预计“营改增”对公司营业收入的负面影响程度会逐步减弱，对成本费用的下调影响会逐步增强。

公司将加快实施“移动宽带领先及一体化创新”战略，加快提升非语音业务对公司总体收入

的贡献,持续优化营销模式,推进专业化运作,增强税务管理能力和系统支撑水平,努力降低“营改增”政策实施在短期内对本公司净利润造成的负面影响。实际对公司短期收入、成本、利润、现金流影响,受征管政策、收入结构、增值税进项税抵扣及执行时间等多重因素的影响,会有偏差(我们预期影响会更小点)。

我们关于营改增对联通利润影响的模拟测算如下,供参考:

按照 2013 年为参照,按照新的增值税制度,营业收入较原有数值少 5.9%(如果按执行 7 个月计,仅影响 3%);按照新的增值税制度,对利润总额、净利润的影响幅度在 30%,但如果纳入网间结算政策调整一并考虑,网间结算调整、营改增两者几乎完全对冲(仅影响净利润 2.5%)。如果考虑网间结算政策从 14 年 1 月 1 日起执行,营改增政策自 7 月执行,两项政策综合结果,对联通净利润影响为增厚 10.1%。

表 3: 营改增制度对联通营收/成本/利润影响模拟测算(基于 2013 年度利润表)

基于 2013 年财报	现行营业税制度下	增值税制度下	应付增值税	备注
基础电信业务收入	910.42	820.20	90.22	按 11% 增值税率
增值电信业务收入	1552.33	1464.46	87.87	按 6% 增值税率
销售通信产品收入	574.52	491.04	83.48	按目前国内 17% 增值税率
<b>合计</b>	<b>3037.27</b>	<b>2775.70</b>		
减: 营业税	-86.89	—		按 3% 营业税率(实际有效税率略低)
<b>帐面营业收入</b>	<b>2950.38</b>	<b>2775.70</b>		<b>-5.9%</b>
减:				
人工成本	317.87	317.87		无进项增值税抵扣
折旧摊销	684.83	684.83		
网间结算支出	202.08	194.73	-7.35	假设费用的 40% 可以享
网络运行及支撑成本	337.04	324.78	-12.26	受进项增值税抵扣, 平均
销售费用	429.91	414.28	-15.63	抵扣税率假设为 10%
财务费用	29.49	28.42	-1.07	
其他	144.32	139.07	-5.25	
销售通信产品成本	634.16	542.02	-92.14	假设按进项 17% 抵扣
资产减值损失	43.48	43.48		
投资收益	1.98	1.98		
<b>营业利润</b>	<b>129.18</b>	<b>88.20</b>		<b>-31.7%</b>
营业外收入	14.39	14.39		

营业外支出	6.80	6.80	
利润总额	136.77	95.79	-30.0%
所得税费用	33.85	23.95	按 25% 的所得税率
净利润	102.92	71.85	-30.2%
新增考虑网间结算:			
增厚税前利润		38	
增厚净利润		28.5	
营改增(全年)+网间结算综合(全年): 重估净利润	102.92	100.35	-2.5%
营改增(7个月)+网间结算(全年): 重估净利润	102.92	113.29	10.1%

资料来源: 中国银河证券研究部

### (三) 铁塔公司成立的背景因素及海外情况类比

#### 1、铁塔公司预期成立的背景因素:

主要在于工信部、国资委从减少投资浪费、便利站址资源获取角度,对共建共享的持续政策推动,但此前效果一直不佳,核心在于利益机制没理清、政策执行细则存漏洞,三大运营商即使都认可、执行起来不同地区差异很大。

##### 1) 系列政策文件:

- 工信部“2014 专项行动”: 光纤到户、农村宽带普及、深化共建共享等。
- 2013 年 4 月: 工信部、国资委两部门联合印发《2013 年推进电信基础设施共建共享的实施意见》,一是简化了考核设施,将考核设施调整为铁塔、杆路、基站、管道和室内分布系统等 5 项内容;二是要求重点场所 WLAN 必须共建。指标上,要求三家电信运营企业 2013 年电信基础设施共建率均应不低于以下水平——铁塔 55%、杆路 30%、基站 45%、管道 40%、室内分布系统 30%;共享率均应不低于以下水平: 铁塔 50%、杆路 70%、基站 50%、管道 45%、室内分布系统 40%。
- 2012 年 4 月: 工信部、国资委两部门联合印发《2012 年推进电信基础设施共建共享的实施意见》(工信部联通〔2012〕139 号),完善共建共享考核激励机制,调整统计口径,加强重点领域统计。
- 2011 年 4 月: 工信部、国资委两部门联合印发《2011 年推进电信基础设施共建共享的实施意见》,在原有 4 项考核设施(铁塔、杆路、基站和传输线路)基础上,11 年新增加了管道和室内分布系统纳入考核。
- 2010 年 4 月: 工信部《关于 2010 年推进电信基础设施共建共享的实施意见》,文件中认识到电信基础设施共建共享工作依然面临地区及企业间差异较大、操作层面问题较多、站址资源稀缺场所进入难等困难和问题,提出 2010 年三家基础电信企业的

全国设施共建率均应不低于以下水平——铁塔 42%、杆路 15%、基站 30%、传输线路 16%；共享率均应不低于以下水平：铁塔 30%、杆路 52%、基站 33%、传输线路 50%。

- 2008 年 10 月：工信部《关于推进电信基础设施共建共享的紧急通知》（工信部联通【2008】235 号），针对 3G 建设启动在即，立足减少资源浪费、保护环境及景观，要求“已有铁塔、杆路必须共享，新建铁塔、杆路必须共建，其他基站设施和传输线路具备条件的应共建共享，禁止租用第三方设施时签订排他性协议”。

——从共建共享的成效看，工信部统计 2008 年 9 月到 2010 年底，通过共建共享三大运营商节约投资超过 200 亿元；2011 年节约投资约 150 亿元（共减少新建铁塔超过 2.7 万个、减少杆路超过 5 万公里、减少基站站址及配套环境 3.6 万个、减少传输线路 7.9 万公里、减少管道 1.9 万公里、减少室内分布 4000 个）。如果不考虑相关统计数据中的水分，按目前的三大运营商投资规模和共建共享水平，每年估计可节约 200~300 亿投资。

## 2) 铁塔公司运营模式：

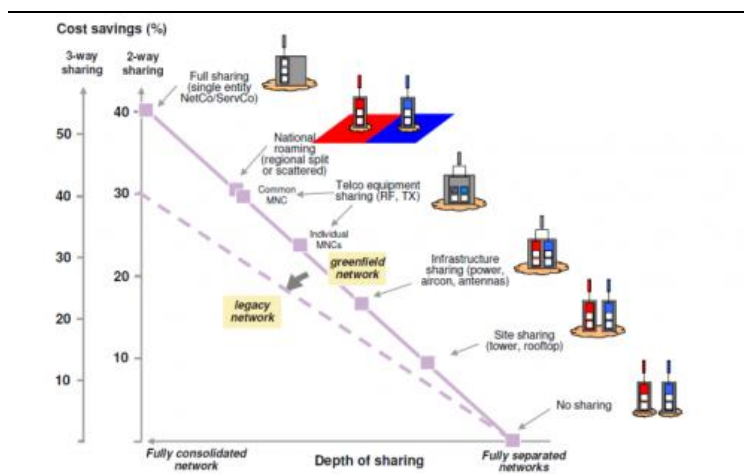
股权上，预计中国移动、中国电信、中国联通三方合资成立（可能 4：3：3）；由国资委、工信部协调推进，运营商存量铁塔等站址设施的剥离估价、增量站址设施的投资来源、铁塔等站址资源的价格定位等，仍待三大运营商进一步博弈。

## 2、海外铁塔类站址设施运营模式

根据 ITU 统计，至 2013 年 5 月，全球已有超过 80% 的监管机构允许运营商共享其移动网络基础设施。在某些国家或地区，由于自然条件等原因（如：加拿大）更是提出强制性要求，将开放网络共享作为获得频谱使用牌照的必要条件之一。

以 Vodafone 曾做的移动网络共享获得的投资成本节省，实现站址铁塔、电源设施的共享，可节省成本在 15~20%；如果实现基站设备共享，可实现 30%~40% 的投资成本下降（不考虑网络独立性下降后决策流程、客户体验保障等间接成本的增加）。

图 1：Vodafone 评估移动网络共建共享带来的成本节省



资料来源：Vodafone，中国银河证券研究部

## 1) 美国：运营商自建与实力较强的三大独立通信塔上市公司共存

### ●美国电塔公司(American Tower)

北美独立第三方无线与广播通信塔设施龙头，95年成立，98年从美国无线系统（与CBS公司收购）分拆出来，已在美国、墨西哥、巴西、印度等国拥有超过3.3万个无线基站铁塔设施和数百计的广播塔设施，2005、2010年先后通过二起收购扩大北美市场份额及海外布局。业务模式主要来自通信塔的租赁及管理，其次是网络发展服务（占比很小）。

最新流通市值319亿美元，2013年收入33.61亿美元，净利润5.51亿美元，毛利率达75%，美国市场占收入2/3，美国市场收入则主要来自美国AT&T/Verizon/Sprint/T-mobile四大无线运营商。

### ●冠城公司（Crown Castle International）：

北美第二大独立无线及广播通信塔企业，主要业务是拥有、租赁和经营无线基础设施，包括信号塔和其他结构，如屋顶（信号塔）、分布式天线系统(DAS)以及各种形式的第三方信号塔下的土地权益，其中收入80%来自电信塔的租赁，其余为管理化网络服务等。

最新流通市值246亿美元，2013年收入30.22亿美元，净利润0.9亿美元（12年1.9亿美元），毛利率达65%，主要收入来自美国、澳洲等。

### ●SBA通信公司：

SBA公司是北美第三大独立无线通信塔提供商，立足北美和中美洲市场，宗旨是“建设更好的无线传输”，收入主要来自于站点租赁和网站开发服务。在其站点租赁业务中，该公司在长期租赁合同前提下，提供多站点功能且可以一对多的无线天线塔租赁服务，并提供一系列的蜂窝基站的安装、优化和集成服务。

最新流通市值120.5亿美元，2013年收入13.05亿美元，净利润-0.56亿美元（12年-1.81亿美元），毛利率达69%，主要收入来自美国、中美洲。

## 2) 欧洲：共建共享模式多样、成效显著

欧洲共建共享发展成效显著，主要有二个方面因素：

- **早期3G频谱竞标带来的巨额支出，使得运营商在共建共享、节省成本上积极，政府也明确引导清晰合理的定价模式：**如英国电信(BT)与德国电信于2001年签约分享其部分3G网络，法国电信旗下的Orange与英国沃达丰集团(Vodafone)于2006年签约在西班牙偏远地区共享3G网络站点，沃达丰集团(Vodafone)和西班牙电信(Telefonica)于2009年宣布在欧洲共享共建站址等。在共享定价方面，很多欧洲国家明确倡议以成本为基础定价；而且，现有的网络部件单个定价，以便运营商可以支付那些他们需要的网络部件，部署新网络或扩容现有网络时，由双方以公平的条款共同承担成本。晚些加入基础设施共享协议的运营商需补偿任何现有的合作伙伴共同投资后才能被允许进入网络。
- **欧洲虚拟运营商发达、发展也早：**采用轻资产运营模式，租用主要运营商网络资源，例如德、法、英等国虚拟运营商占到1/5的市场份额。

在欧洲，不同地域特点带来共建共享模式多样。从共建共享的基础设施类型来看，无源基础设施和有源基础设施共享都占有一定比例。对于国土面积狭小的国家，有源基础设施共享比例更高。比如在瑞典，沃达丰集团(Vodafone)、Hi3G 和 Orange 等提供一站式共享；他们不但共享无线基站、无线网络制约器，而且还共享移动交换中心/访问寄存器、GPRS 业务支持节点等。而对于国土面积较大的国家，无源基础设施共享更常见；比如，2007 年 T-Mobile 与 3 公司签约在英国共享 1.3 万个塔址(Andrew Parker, 2007)。从设施的所有权来看，三种所有权模式(主从模式、联合所有权模式与第三方模式)在欧洲都有。如欧洲多个拥有移动通信网络的运营商通过批发通话时间把其网络部分资源租赁给法国的维珍移动公司(Virgin Mobile)。Tele2 和 Telia 签署协议成立合资公司，并于 2001 年成功地部署全国 3G 网络，并联合拥有其所有权。英国 Telefónica O2，于 2009 年 7 月签约租用独立第三方电信基础设施提供商 Wylless 的网络。英国电信公司和瑞典 TellaSonera 把自己的基础设施剥离出去。

### 三、投资建议

我们基于短期的行业政策驱动（成立铁塔公司、FDD-LTE 试点牌照发放预期提前）和中长期国企改革潜力，继续看好中国联通。三大运营商合资铁塔公司预期成立，也同步拉开运营商资产重组序幕（非核心资产剥离、共建共享，网络/渠道/用户资源下一步则是如何借助改革实现价值重估）！

基于营改增政策落地，我们将联通盈利预测中 14 年的业绩预测也纳入网间结算政策调整的因素，上调联通 14 年 EPS 到 0.24 元（+51%），对应当前 PE 13 倍、PB 0.8 倍，15 年 EPS 0.31 元（+29.17%，维持不变；15 年营改增、网间结算模拟测算预期完全对冲）；继续给予“推荐”评级。

附：网间结算政策对联通利润影响（详见 2013.12.23 报告）

【事件】中国联通 12 月 23 日晚公布网间结算资费标准调整公告（自 2014 年 1 月 1 日起执行）

主要内容三部分：

1、有关 TD-SCDMA 用户（157、188 专用号段）网间结算费率维持不变。

2、非 TD-SCDMA 用户相关网间语音业务结算，中国移动向被叫方归属运营商支付 0.06 元，反之为 0.04 元（此前为 0.06 元）。

3、网间短信结算标准由现时的每条人民币 0.03 元调减至每条人民币 0.01 元，彩信结算标准由现时的每条人民币 0.10 元调减至每条人民币 0.05 元。

【点评】：

对中国联通、中国电信 2014 年业绩都有正面影响。中国联通 2012 年净利润 70.3 亿元，网间结算支出 186.81 亿元，网间结算收入 144.87 亿元。

表 2：联通、电信和移动历年网间结算费用支出（单位：亿元，联通网间结算收入同时列出）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
联通	130.38	129.55	137.27	163.81	186.81
移动	222.64	218.47	218.86	235.33	251.4
电信	75.43	96.34	111.3	130.42	141.03
联通网间结算收入	123.35	120.82	121.65	132.53	144.87

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

按照 13 年 8 月底中国移动 7.63 亿（含 TD 用户 1.81 亿）和中国电信 1.85 亿的移动用户数，估计联通网间结算收支中中国移动和中国电信的比例，中国联通与中国移动（不含 TD 用户）的网间结算支出占比约在 61%，即对应 114 亿的网间结算支出；按照新的非 TD 用户间网间结算 6：4 的规则，中国联通可节省税前利润约 38 亿元，可增厚净利润约 28.5 亿元（对比 14 年净利润预测，增厚约 18%）。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**朱劲松，通信行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中国联通（600050.SH）、烽火通信（600498.SH）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、海能达（002583.SZ）、东方通信（600776.SH）、海兰信（300065.SZ）、科华恒盛（002335.SZ）、宜通世纪（300310.SZ）、大唐电信（600198.SH）、高鸿股份（000851.SZ）、中天科技（600522.SH）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 010-83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)