

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
中国联通 (600050)

事件快评

买入

(维持评级)

2014年12月18日

混合组网试验城市扩大，联通 FDD-LTE 迎发展良机

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

证券分析师：李亚军

0755-22940077

liyaj@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514080002

事项：

公司公告，工业和信息化部批准联通集团 TD-LTE/LTE FDD 混合组网试验城市从目前的 41 个城市扩大至 56 个，新增的 15 个城市为佛山、泉州、潍坊、温州、阜阳、无锡、宜昌、衡阳、桂林、廊坊、临汾、南充、渭南、南阳、南通。本公司间接控股的子公司中国联合网络通信有限公司将继续承担本次混合组网试验任务。

评论：

■ 混合组网试验城市增至 56 个，联通加速追赶移动 TD-LTE 势头

自中国移动 TD-LTE 推行商用以来，以“精品网络”为标准，建成了全球最大的 4G 网络。截止 10 月底，中国移动共建成 4G 基站 57 万个，覆盖超过 300 个城市，4G 用户已经突破了 5000 万大关，4G 用户单月净增数也屡创新高，成绩斐然，反观中国联通，3G 用户不断流失，单月净增数环比出现较大程度的下滑。4G 时代伊始，移动的高歌猛进和联通的驻足不前甚至倒退形成鲜明对比。

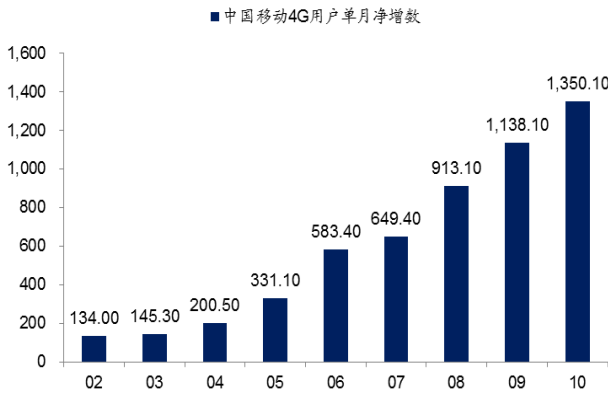
其实从技术上看，混合组网是大势所趋，FDD-LTE 和 TD-LTE 在核心网、传输网上的基本专利 90% 是相同的，仅空中的物理接入层有所差别，并且频率资源紧张也是另一方面的原因，目前我国已经公布的 4G 频率规划中，TD-LTE 获得的频率资源更加丰富，混合组网可以充分利用频谱。

此外政策上也一直支持混合组网行为：

- 2014 年 6 月 27 日，工信部批准中国联通在上海、广州、深圳 16 个城市全面开展 LTE 网络建设，启动 FDD LTE/TD-LTE 混合组网实验；
- 2014 年 8 月 28 日，工信部批准中国联通扩大混合组网实验范围至 41 座城市；
- 2014 年 12 月 17 日，工信部批准联通集团 TD-LTE/LTE FDD 混合组网试验城市从目前的 41 个城市扩大至 56 个；

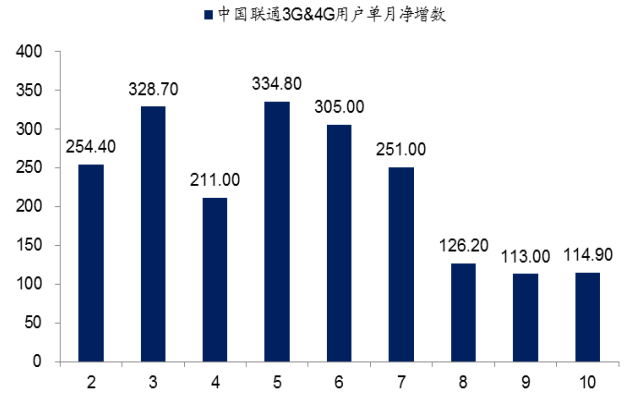
对于中国联通来说，FDD-LTE 和 TD-LTE 混合组网，可以充分利用 FDD 终端、制式、产业链在全球较高的成熟度，畅享 FDD-LTE 产业链红利，从商用网络的数量上来看，全球商用的 TD-LTE 网络仅有 42 张，数量上仅为 FDD LTE 网络的 1/8，并且，可以在 4G 时代成为加速追赶中国移动的重大推力，抑制 3G 用户数向移动 4G 迁移的势头。随着 FDD 发牌临近，联通的 4G 用户数和 4G 网络质量有望更上一步，短期有望迎来催化剂。

图 1: 中国移动 4G 用户单月增速较快



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 中国联通 3G&4G 用户增长乏力



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 推出“流量银行”，联通转型数据经营和流量经营的标志性事件

目前，微信电话本、微话等移动互联产品将战火烧到运营商自家大院，国内运营商正面临着传统业务收入占比不断下滑的“内忧”和价值模式被新兴竞争对手抢夺替代的“外患”，“哑管道”的质疑从未停息。

此次联通推出流量银行，可视为公司努力由原来的语音经营转向数据经营流量经营，试图通过新的商业模式使流量这一运营商核心产品金融化，让“管道发声”。

在流量经营的初级阶段，用户通过做任务、社交等丰富流量内容，并逐步打造成工作生活信息平台 and 用户关系平台，流量收费也有前向逐渐转向后向，用户粘性和平台价值有望得到较大程度提升。

相比电信此前推出的“流量宝”，消费者的认知度不高，而此次联通的宣传力度很大，也可看出集团层面对于转型变革的坚定决心。

图 3: 流量经营思路



资料来源: 中国联通、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 继续看好公司战略发展，维持公司“买入”投资评级

混合组网扩大获批一直受政策所支持，公司有望凭借 FDD-LTE/TD-LTE 混合组网缩短 4G 时代与中国移动的发展差距，利用 FDD 成熟的产业链、制式终端、商用网络等迎头赶上，并且 FDD 发牌在即，短期有望迎来催化剂；公司推出流量银行打造平台优势提升客户黏性，并且以“营改增”税制改革为契机深化营销模式转型，促进业务和客户质量的持续提升。

升，在收入端，未来随着 FDD 牌照的发放，用户数提升，成本端，网间结算调整和营销费用下降等削减开支，并且公司拥有全球产业链最为成熟的 W 网，4G 时代资本开支有望控制在合理的水平，同时综合考虑三大运营商技术制式、营收体量等因素，公司积极探索混合所有制，积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系，带来经营效率和活力的提升。预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.24/0.30/0.36 元，维持公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	21589	19955	20772	20363
应收款项	21041	25644	28328	32235
存货净额	5536	8642	8987	10278
其他流动资产	4166	5355	5766	6648
流动资产合计	52333	59596	63854	69524
固定资产	429648	475216	505510	531278
无形资产及其他	23823	23293	22764	22235
投资性房地产	25508	25508	25508	25508
长期股权投资	53	56	59	62
资产总计	531364	583669	617695	648607
短期借款及交易性金融负债	95976	76259	123063	146881
应付款项	96152	152613	157486	180818
其他流动负债	102565	141815	153877	173666
流动负债合计	294693	370687	434427	501365
长期借款及应付债券	13483	13483	13483	13483
其他长期负债	1562	1383	1187	999
长期负债合计	15045	14866	14670	14482
负债合计	309738	385553	449096	515847
少数股东权益	146767	130949	111088	86973
股东权益	74859	67168	57511	45786
负债和股东权益总计	531364	583669	617695	648607

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.16	0.24	0.30	0.36
每股红利	0.37	0.60	0.75	0.92
每股净资产	3.53	3.17	2.71	2.16
ROIC	5%	7%	9%	10%
ROE	5%	7%	11%	17%
毛利率	30%	30%	31%	32%
EBIT Margin	7%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	29%	19%	21%	21%
收入增长	19%	15%	14%	12%
净利润增长率	45%	46%	26%	21%
资产负债率	86%	88%	91%	93%
息率	10%	17%	21%	25%
P/E	22.2	15.2	12.1	9.9
P/B	1.0	1.1	1.3	1.7
EV/EBITDA	4.4	6.8	6.4	6.2

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	303727	350067	397494	446096
营业成本	211657	244289	273410	303860
营业税金及附加	8689	10020	11378	12769
销售费用	42991	48706	55784	62721
管理费用	20373	19468	22721	25422
财务费用	2949	4752	5478	7350
投资收益	198	500	349	424
资产减值及公允价值变动	(4348)	(3821)	(4084)	(3953)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	12917	19511	24989	30447
营业外净收支	759	1154	956	1055
利润总额	13677	20664	25945	31502
所得税费用	3384	5283	6633	8054
少数股东损益	6850	10349	12994	15777
归属于母公司净利润	3443	5032	6318	7671

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3443	5032	6318	7671
资产减值准备	1053	(4348)	0	0
折旧摊销	67061	40275	47948	54101
公允价值变动损益	4348	3821	4084	3953
财务费用	2949	4752	5478	7350
营运资本变动	(7693)	82286	13299	36854
其它	(9635)	(11471)	(19861)	(24115)
经营活动现金流	58576	115595	51788	78464
资本开支	(61342)	(84787)	(81797)	(83292)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(61345)	(84790)	(81800)	(83295)
权益性融资	1102	0	0	0
负债净变化	(55)	0	0	0
支付股利、利息	(7756)	(12723)	(15975)	(19396)
其它融资现金流	20557	(19717)	46804	23818
融资活动现金流	6038	(32440)	30830	4422
现金净变动	3269	(1634)	817	(409)
货币资金的期初余额	18320	21589	19955	20772
货币资金的期末余额	21589	19955	20772	20363
企业自由现金流	17470	58305	4907	38422
权益自由现金流	37972	35051	47634	56770

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。