

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

中国联通 (600050)

买入

通信

事件快评

(维持评级)

2015年3月2日

FDD 牌照落地，发展驶入快车道

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：

公司于2015年2月27日获得由工信部发放的“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LTE FDD）”经营许可。工信部同时批准联通集团授权公司间接控股的子公司中国联合网络通信有限公司在全国范围内经营 LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LTE FDD）。

评论：

■ FDD 牌照发放符合预期，缩短与移动差距，有望畅享 FDD-LTE 成熟的产业链红利

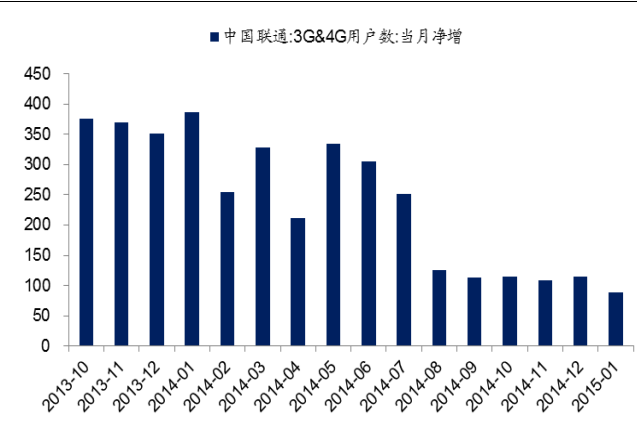
2013年12月4日，工信部向三家运营商发放 TD-LTE 牌照，吹响了 4G 竞争的号角，移动占有先天优势，在 4G 发展上取得了据对领先的地位，截至 2014 年底，中国移动共建成 70 万个 TD-LTE 基站，4G 用户突破 8000 万，销售 1 亿部 4G 终端，反观联通和电信，更多的是采取 3G/4G 融合发展的侧脸，4G 增长乏力，3G 用户不断流失。FDD 牌照发放，大规模正式开展 4G 商用成被后进者迫切期待。

图 1：中国移动 4G 发展迅猛



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

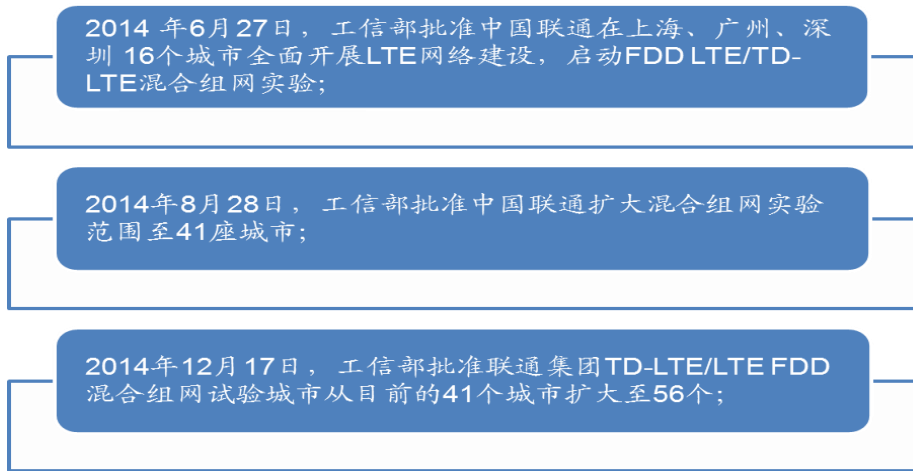
图 2：中国联通 3G&4G 用户增长乏力



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

其实从政策层面，两张牌照发放间隔一年多时间，给予移动充分起跑的机会，但 TD-LTE/FDD-LTE 混合组网一直被支持并范围逐步扩大，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。从这个角度上来看，此次 FDD 牌照正式落地，符合市场预期。

图 3: TD-LTE/FDD-LTE 混合组网



资料来源：工信部、国信证券经济研究所分析师归纳整理

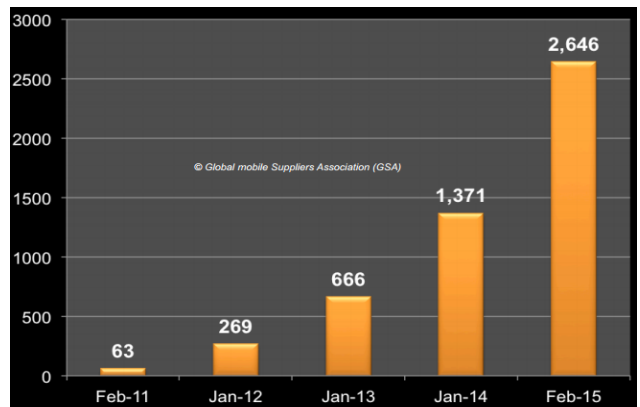
从全球来看，以规模、份额论，FDD-LTE 在全球市场占据主流，据统计，商用网络方面，FDD-LTE 312 个，单 TD-LTE 48 个；LTE 终端合计 2218 款，其中 644 款支持 TDD，用户规模方面，截止目前全球 LTE 用户 4.3 亿，FDD 用户超过 3 亿，TD-LTE 刚过 1 亿，前者是后者的 3 倍。联通此次获得 FDD 牌照，意味着有望与其他国际主流运营商实现全球一体化的规模聚合、产业链资源共享，随之而来的是终端成本的降低，并且在未来的国际漫游端，畅享产业链红利。

图 4: 全球 FDD-LTE 发展占优

	FDD-LTE	TD-LTE
商用网络	312	48
终端	2218	644
用户规模	3.2	1.1
支持运营商	at&t, Verizon , Vodafone	中国移动, SoftBank

资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

图 5: 全球 LTE 终端发展迅速



资料来源：GSA、国信证券经济研究所整理

■ 联通电信合并尚处传闻阶段，预期国企改革仍是主旋律

日前，坊间流传移动和广电、电信和联通合并，并称之为 08 年电信重组以来的又一大动作，而工信部和相关运营商第一时间做了澄清与辟谣，我们认为合并需要等待确切的消息，事前任何的揣测将是无任何意义的。

但我们强烈看好联通自身存在的变革行为与预期，既包括与腾讯合作的“微信沃卡”、推出“流量银行”开启流量经营时代，也包括类似于中华电信的股权层面或有的合作。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。反过来看，运营商被“压迫”的变革（或反腐）或许将改变传统国企机构臃肿、效率低下的局面，那些主动迎接变革、拥抱互联网的运营商将面临极好的弯道超车机遇。

图 6: 微信沃卡

图 7: 流量经营思路



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

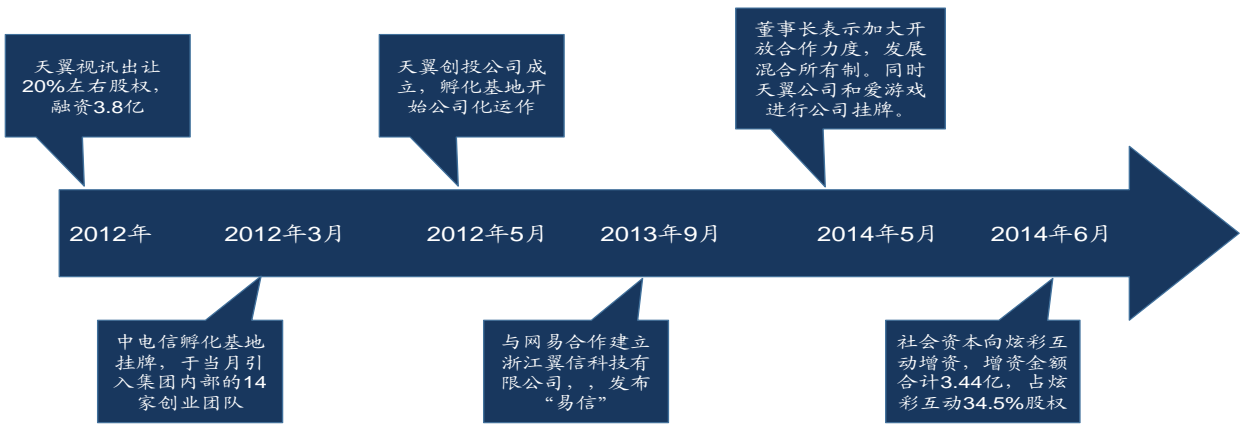


资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

目前中国电信在机制创新方面走在前列，一方面会继续将旗下各业务基地公司化，另一方面将引入社会资本，加强国资与民资的合作，中国移动也在寻求转型。早在 2012 年底，中移动就在筹建移动互联网公司和物联网公司，并计划尽快完成旗下 9 大基地的公司化改制。

中国联通方面，从 2012 年开始，中国联通网络分公司变身独立运营的网络子公司，中国联通支付有限公司正式挂牌，中国联通云计算公司也已开始运营，主要从事联通云平台产品的营销推广工作。参照中华电信，其活力的激发始于混合所有制的实施，在当前这个时点，运营商的管道能力受到互联网厂商的青睐，双方的结合意义重大，操作性强。

图 8：中国电信混合所有制改革进程



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 看好公司长期发展战略，维持公司“买入”投资评级

FDD 牌照正式落地，对于联通而言，有望缩短 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，变革层面，公司微信沃卡范围逐步扩大、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。

在收入端，随着 FDD 牌照的发放，4G 用户数提升带来营收的扩张；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”投资评级。

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

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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
公允价值变动损失	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

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。