

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)

2015年4月22日

电信新一轮重组预期，看好联通变革

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：

市场预期且传言电信业第五次重组，电信行业或有的重大国企改革。

评论：

■ 新一轮电信重组尚处传闻阶段，我们看好变革带来的积极效应

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政府确切的消息，事前任何的揣测将是无任何意义的。

但我们看好假如合并成真，所带来的积极变化：

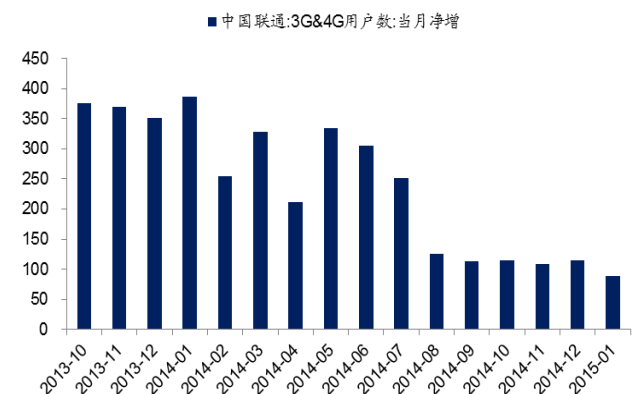
- 1、平衡发展，避免过度竞争，自 4G 时代中国移动领先起跑一年以来，4G 用户发展领先，移动目前总用户数达到 8.1538 亿，比去年底增加 875 万，其中 4G 用户数达到 1.4308 亿，一个季度就净增了超 5300 万，移动的 4G 用户占总数的 88.3%，联通和电信加起来只有 11.7%（约 1900 万户）；同时联通和电信获得 FDD 牌照，工信部并未对移动发牌，此举有望缩短两者与移动在 4G 用户发展上的差距。

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

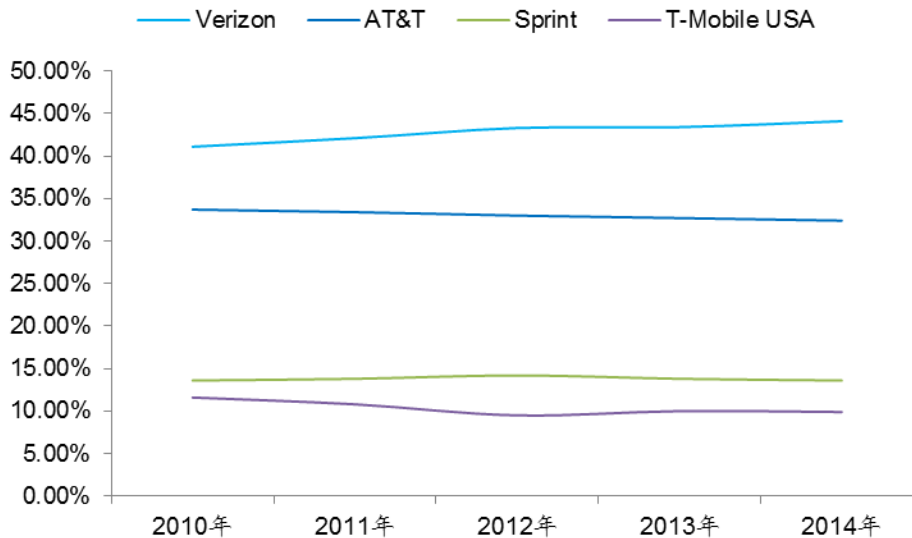


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 2、借鉴美国“双寡头”经验，在过去的 10 年里，美国电信市场发生了多次并购重组案例，2004 年 Cingular 收购了 AT&T 无线，成为最大的移动运营商；2005 年 Sprint 和 Nextel 合并，成为第三大移动运营商。随着固移融合的趋势发展，固网运营商和移动运营商的合并也不断出现。2007 年 AT&T 通过并购成为最大的综合业务运营商，而 Verizon 也在 2008 年通过收购 Alltel 反超成为美国第一运营商。在目前的 4G 时代，快速部署网络、资费套餐和积极的终端策略

助力 Verizon 领跑 LTE, 份额进一步提升, Sprint 基本保持不变, 而 AT&T 和 T-Mobile 两家呈现下滑趋势, 其中 T-Mobile 通过收购 MetroPCS, 扭转了份额下滑趋势。

图 3: 美国四大运营商移动后付费用户市场份额



资料来源: 互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

3、更有利于混合所有制改革, 据媒体报道, 电信、联通将联合两家民营企业合资组建 CDN 公司, 受制于“南电信、北联通”的格局, 电信在北方的 CDN 覆盖比较薄弱, 只能跟拥有联通资源的第三方企业合作, 直接影响了业务的竞争力, 若两者合并, 这在 CDN 或其他业务的推进上难度大为减少, 同时在股权层面对引入互联网企业更为顺畅。并且, 在避免基础设施重复建设、减少行政审批等方面, “三合二”也将带来巨大的社会和经济效益。我们并未确切的知晓合并最终是否落实, 仅从上述几个方面阐述合并带来的积极变化。

■ 预期国企改革仍是主旋律

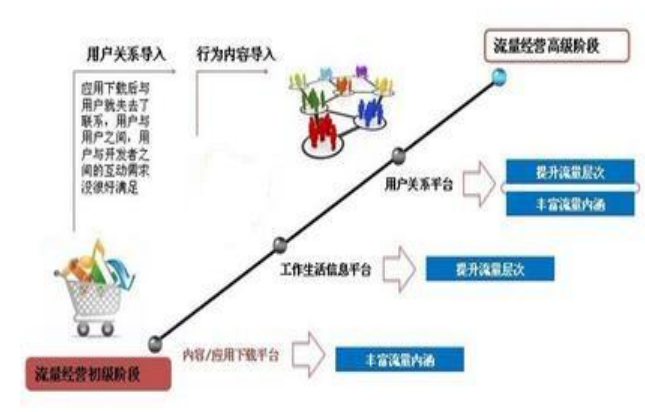
我们强烈看好联通自身存在的变革行为与预期, 既包括与腾讯合作的“微信沃卡”、推出“流量银行”开启流量经营时代, 也包括类似于中华电信的股权层面或有的合作。目前, 微信电话本、微话等移动互联产品将战火烧到运营商自家大院, 国内运营商正面临着传统业务收入占比不断下滑的“内忧”和价值模式被新兴竞争对手抢夺替代的“外患”, “哑管道”的质疑从未停息。反过来看, 运营商被“压迫”的变革(或反腐)或许将改变传统国企机构臃肿、效率低下的局面, 那些主动迎接变革、拥抱互联网的运营商将面临极好的弯道超车机遇。

图 4: 微信沃卡



资料来源: 互联网、国信证券经济研究所整理

图 5: 流量经营思路

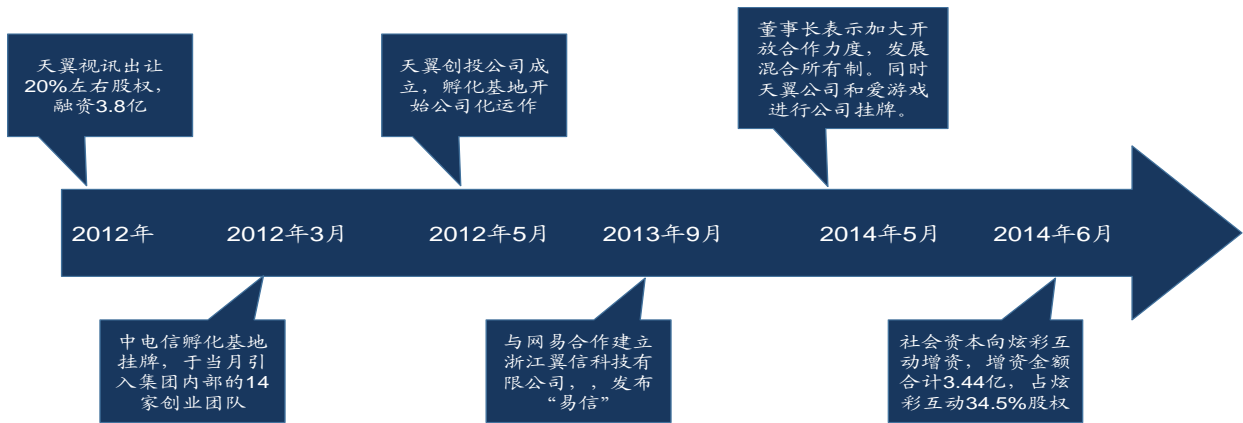


资料来源: 互联网、国信证券经济研究所整理

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 6: 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 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.34 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)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	25400	23494	24447	23971	营业收入	288571	332599	377659	423836
应收款项	21472	23895	27616	30721	营业成本	199937	232099	259766	288697
存货净额	4378	6756	7311	8212	营业税金及附加	4721	7478	8492	9530
其他流动资产	5358	5369	6554	7098	销售费用	40193	46702	52815	59591
流动资产合计	56621	59526	65941	70016	管理费用	19825	18565	23684	26637
固定资产	436331	472146	495517	513889	财务费用	4333	5650	5720	6697
无形资产及其他	25717	25145	24574	24002	投资收益	363	500	432	466
投资性房地产	25400	25400	25400	25400	资产减值及公允价值变动	(4031)	(4189)	(4110)	(4150)
长期股权投资	3057	4560	6813	8691	其他收入	(0)	0	(0)	0
资产总计	547125	586777	618245	641998	营业利润	15893	18415	23503	28999
短期借款及交易性金融负债	104701	89797	107083	126704	营业外净收支	(57)	351	147	249
应付款项	112480	144135	171518	183842	利润总额	15836	18766	23650	29248
其他流动负债	73982	113418	120947	138467	所得税费用	3869	4614	5815	7191
流动负债合计	291164	347349	399549	449012	少数股东损益	7986	9464	11926	14750
长期借款及应付债券	23880	23880	23880	23880	归属于母公司净利润	3982	4689	5909	7308
其他长期负债	1753	1742	1831	1871					
长期负债合计	25633	25621	25711	25750	现金流量表 (百万元)				
负债合计	316797	372971	425260	474763	净利润	3982	4689	5909	7308
少数股东权益	152991	141943	128021	110802	资产减值准备	(324)	(4024)	0	0
股东权益	77337	71863	64965	56434	折旧摊销	72670	40690	47835	53472
负债和股东权益总计	547125	586777	618245	641998	公允价值变动损失	4031	4189	4110	4150
					财务费用	4333	5650	5720	6697
					营运资本变动	(12744)	62244	29540	25331
					其它	(8317)	(7024)	(13923)	(17219)
					经营活动现金流	59298	100764	73471	73042
					资本开支	(71403)	(76099)	(74745)	(75422)
					其它投资现金流	(13)	0	0	0
					投资活动现金流	(74420)	(77603)	(76998)	(77300)
					权益性融资	871	0	0	0
					负债净变化	(61)	0	0	0
					支付股利、利息	(8290)	(10162)	(12807)	(15839)
					其它融资现金流	34764	(14905)	17287	19621
					融资活动现金流	18933	(25067)	4480	3782
					现金净变动	3811	(1905)	953	(476)
					货币资金的期初余额	21589	25400	23494	24447
					货币资金的期末余额	25400	23494	24447	23971
					企业自由现金流	12025	47766	27442	33079
					权益自由现金流	46728	28600	40415	47650

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。