

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)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2015年10月21日

## 混改预期仍存

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

liyaji@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514080002

### 事项:

中国联通拟向中国铁塔股份有限公司转让部分存量铁塔资产, 获取中国铁塔发行的股份和现金作为对价; 联通新时空通信有限公司拟向中国铁塔出售其拥有的存量铁塔资产, 获取相应现金对价。上述两家公司转让的铁塔资产的评估值合计约为 631 亿元人民币, 铁塔公司将以股票+现金的方式支付对价, 其中现金对价约 253.5 亿元。

### 评论:

#### ■ 存量铁塔资产注入铁塔公司符合预期

短期来看, 250 亿的现金对价将使公司的现金流有望得到改善, 未来则可充分共享中国铁塔资源, 节省资本开支, 聚焦核心业务运营, 提升公司市场竞争能力, 加快企业转型升级。交易完成后, 中国铁塔将充分发挥规模效应, 通过高效的运营与管理, 提高设施共享率, 降低单塔运营及维护成本, 满足三家电信企业 4G 等通信基础设施建设需求, 促进行业长远健康发展。

图 1: 铁塔公司股权构成



资料来源: 互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

#### ■ 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 2: 微信沃卡



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

图 3: 流量经营思路

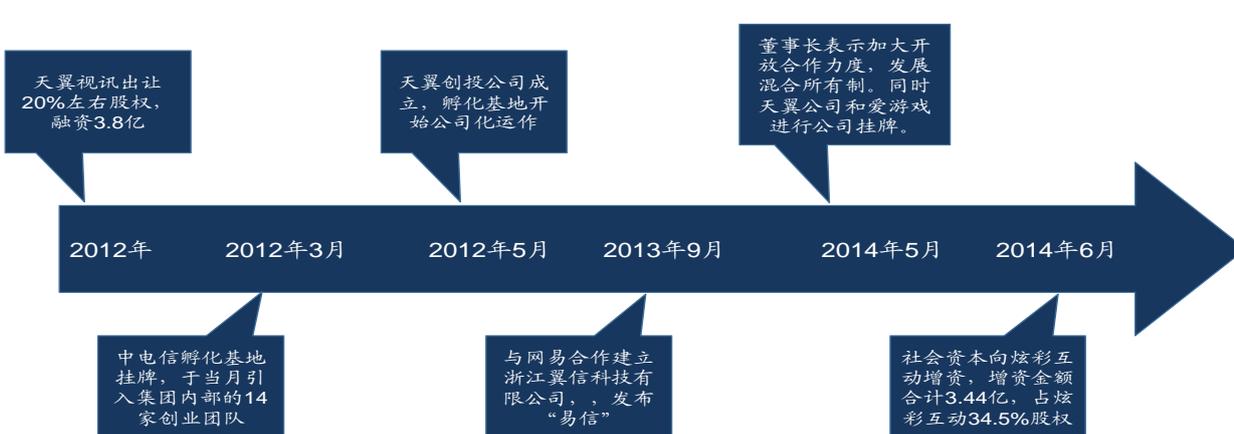


资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

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 4: 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)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	25400	23494	24447	23971
应收款项	21472	23895	27616	30721
存货净额	4378	6756	7311	8212
其他流动资产	5358	5369	6554	7098
<b>流动资产合计</b>	<b>56621</b>	<b>59526</b>	<b>65941</b>	<b>70016</b>
固定资产	436331	472146	495517	513889
无形资产及其他	25717	25145	24574	24002
投资性房地产	25400	25400	25400	25400
长期股权投资	3057	4560	6813	8691
<b>资产总计</b>	<b>547125</b>	<b>586777</b>	<b>618245</b>	<b>641998</b>
短期借款及交易性金融负债	104701	89797	107083	126704
应付款项	112480	144135	171518	183842
其他流动负债	73982	113418	120947	138467
<b>流动负债合计</b>	<b>291164</b>	<b>347349</b>	<b>399549</b>	<b>449012</b>
长期借款及应付债券	23880	23880	23880	23880
其他长期负债	1753	1742	1831	1871
<b>长期负债合计</b>	<b>25633</b>	<b>25621</b>	<b>25711</b>	<b>25750</b>
<b>负债合计</b>	<b>316797</b>	<b>372971</b>	<b>425260</b>	<b>474763</b>
少数股东权益	152991	141943	128021	110802
股东权益	77337	71863	64965	56434
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>547125</b>	<b>586777</b>	<b>618245</b>	<b>641998</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.19	0.22	0.28	0.34
每股红利	0.39	0.48	0.60	0.75
每股净资产	3.65	3.39	3.06	2.66
ROIC	6%	6%	8%	10%
ROE	5%	7%	9%	13%
毛利率	31%	30%	31%	32%
EBIT Margin	8%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	33%	21%	21%	22%
收入增长	-5%	15%	14%	12%
净利润增长率	16%	18%	26%	24%
资产负债率	86%	88%	89%	91%
息率	5%	6%	8%	9%
P/E	42.5	36.1	28.7	23.2
P/B	2.2	2.4	2.6	3.0
EV/EBITDA	5.0	7.9	7.4	6.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>288571</b>	<b>332599</b>	<b>377659</b>	<b>423836</b>
营业成本	199937	232099	259766	288697
营业税金及附加	4721	7478	8492	9530
销售费用	40193	46702	52815	59591
管理费用	19825	18565	23684	26637
财务费用	4333	5650	5720	6697
投资收益	363	500	432	466
资产减值及公允价值变动	(4031)	(4189)	(4110)	(4150)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	15893	18415	23503	28999
营业外净收支	(57)	351	147	249
<b>利润总额</b>	<b>15836</b>	<b>18766</b>	<b>23650</b>	<b>29248</b>
所得税费用	3869	4614	5815	7191
少数股东损益	7986	9464	11926	14750
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3982</b>	<b>4689</b>	<b>5909</b>	<b>7308</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>3982</b>	<b>4689</b>	<b>5909</b>	<b>7308</b>
资产减值准备	(324)	(4024)	0	0
折旧摊销	72670	40690	47835	53472
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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>59298</b>	<b>100764</b>	<b>73471</b>	<b>73042</b>
资本开支	(71403)	(76099)	(74745)	(75422)
其它投资现金流	(13)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(74420)</b>	<b>(77603)</b>	<b>(76998)</b>	<b>(77300)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>18933</b>	<b>(25067)</b>	<b>4480</b>	<b>3782</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3811</b>	<b>(1905)</b>	<b>953</b>	<b>(476)</b>
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

## 相关研究报告:

- 《中国联通-600050-2015 年中期报告点评: 业绩符合预期, 变革有望提速》 —— 2015-08-24
- 《中国联通-600050-2015 年一季度报告点评: 业绩符合预期, 改革仍是主旋律》 —— 2015-04-24
- 《中国联通-600050-事件快评: 电信新一轮重组预期, 看好联通变革》 —— 2015-04-22
- 《中国联通-600050-事件快评: 混合组网试验城市扩大, 联通 FDD-LTE 迎发展良机》 —— 2014-12-18
- 《中国联通-600050-事件快评: 流量银行: 流量金融化, “哑管道”努力发声?》 —— 2014-12-08

## 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。