

## 中国联通 (600050. SH)

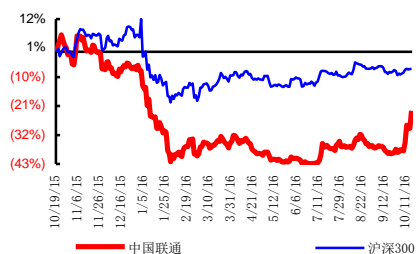
### 混改助推联通资产价值重估，中国版“软银移动”雏形初现

评级：**增持** 前次：  
 目标价 (元)：**5.86**  
 分析师 联系人  
 程娇翼 樊生龙  
 S0740515030003 021-20315206  
 中泰证券通信团队  
 fansl@r.qizq.com.cn  
 2016年10月18日

#### 基本状况

总股本(百万股)	21,197
流通股本(百万股)	21,197
市价(元)	5.11
市值(百万元)	109,586
流通市值(百万元)	109,586

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	288,570	277,048	271,313	283,682	297,351
营业收入增速	-4.99%	-3.99%	-2.07%	4.56%	4.82%
归属于母公司的净利润	3,982	3,472	1,512	3,404	4,171
净利润增长率	15.65%	-12.81%	-56.45%	125.2%	22.53%
摊薄每股收益 (元)					
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	26.35	37.73	72.48	32.19	26.27
PEG	1.68	-2.95	-1.28	0.26	1.17
每股净资产 (元)	3.65	3.71	3.73	3.89	4.08
每股现金流量	4.36	4.21	1.67	4.35	4.68
净资产收益率	5.15%	4.41%	1.91%	4.13%	4.82%
市净率	1.36	1.66	1.39	1.33	1.27
总股本 (百万股)	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **事件：**公司于近日发布公告，母公司联通集团参加了 2016 年 9 月 28 日国家发展和改革委员会召开的国有企业混合所有制改革试点专题会，目前联通集团正按照会议精神和国家相关政策精神，研究和讨论混合所有制改革实施方案。联通集团被列入混合所有制改革第一批试点事项，目前尚未得到最终批准，还存在不确定性，具体实施方案也仍在讨论中。混改的相关政策还存在诸多不确定性，本报告仅探讨混改对中国联通可能造成的改观。
- **电信运营市场一家独大，亟需破局者改变现状：**近年来，国家出台多项政策鼓励民营资本进入电信运营行业，以期发挥民营资本在电信运营行业中的“鲶鱼”效应，增添整个市场的竞争活力。但是包括虚拟运营商在内的新进入者罕有盈利，目前，国内电信运营行业约 80% 的利润都归于中国移动一家公司，市场运行极端不平衡。作为一家为变革而生的运营商，中国联通在国内电信行业的多次改革中扮演着重要的角色。同时，2014 年以来的持续经营恶化使得中国联通处于亏损的边缘，具备充足的变革动力。因此，发改委选择将联通列入混合所有制改革第一批试点可谓现阶段打破电信运营行业发展不平衡状态的最优选择。
- **混合所有制改革成功将推动联通资产价值重估：**中国联通具有海量电信用户、基础设施资源（数据中心、移动网络、骨干网络、接入网和国际关口局）以及用户行为数据，是未来全社会信息化建设的关键驱动力。但受制于体制制度，中国联通在业务创新和人才激励机制等方面都不尽如人意，并没有将拥有的资源优势转化为高额的收益。同时，中国联通的体量较大，因此参与混改的民营资本必须具备一定的投资实力。考虑到上述因素，我们预计 BAT 等互联网巨头有望参与此次混改。双方通过合作可形成优势互补，发挥协同作用，打破原有僵化的运营体制、激发创新人才活力，提高运营效率，最终推动联通资产价值重估。

- **中国版“软银移动”雏形初现：**软银集团在收购沃达丰日本后，打破原先沃达丰在全球统一运营的僵化机制，从网络建设、终端定制、丰富应用、媒体营销等方面入手，逐步将濒临破产的沃达丰日本发展成为日本盈利能力最强的运营商，在收购后的十年时间里营收增长 2.83 倍，EBIT 更是增长了 9 倍。目前，中国联通在基础设施建设、应用、营销与推广等方面存在的问题和当年的沃达丰日本十分相似。我们认为，若混改顺利，互联网巨头能够入股中国联通并部分参与其经营决策，有助于提升联通的运营效率，盘活联通的资产价值，逐步将联通打造成为中国版的“软银移动”。
  - **催化剂：**中国联通混合所有制改革后续快速推进。
  - **盈利预测与投资建议：**6 个月目标价 **5.86 元**，首次覆盖给予“**增持**”评级
- 我们预计公司 2016~2018 年的 EPS 分别为 0.071、0.161、0.197。中国联通目前在二级市场的估值水平分别为 A 股 1.38xPB 和 H 股 0.86xPB。若混合所有制改革进展顺利，中国联通的经营效率有望大幅提升。对比海外市场化电信运营商估值(At&t 1.94xPB、Verizon 10.57xPB、Telefonica 2.67xPB 中国移动 1.76xPB)，**我们认为中国联通的合理估值为 A 股 1.6x2016PB，H 股 1.2x2016PB，对应 A 股 6 个月内的目标价 5.86 元、H 股 6 个月内的目标 13.38 港元，首次覆盖分别给予“增持”（A 股）和“买入”（H 股）评级。**
- **风险提示：**1) 混合所有制改革进行不顺利（不达预期）的风险；2) 市场竞争恶化导致的风险。

## 内容目录

电信运营市场失衡加剧，亟需破局者恢复平衡 .....	- 4 -
中国移动一家独大，国内电信运营市场极端不平衡 .....	- 4 -
国家积极引入民营资本，效果难尽人意 .....	- 4 -
中国联通处于亏损边缘，改革迫在眉睫 .....	- 5 -
混合所有制改革成功将推动联通资产价值重估 .....	- 7 -
混改有望改变运营商创新动力不足的顽疾 .....	- 7 -
混改有望引入市场化的人才激励机制 .....	- 7 -
BAT 有望参与混改，推动中国联通资产价值重估 .....	- 7 -
软银移动是中国联通混改的“蓝图” .....	- 8 -
软银收购沃达丰日本，濒临破产者开启逆袭之路 .....	- 8 -
互联网巨头有望牵手联通，共同打造中国版“软银移动” .....	- 10 -
盈利预测与估值 .....	- 11 -
盈利预测 .....	- 11 -
估值与评级 .....	- 11 -
风险提示 .....	- 11 -

## 图表目录

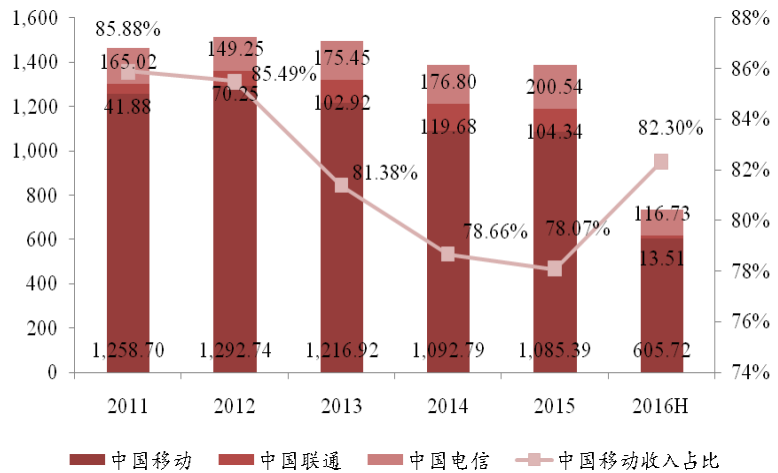
图表 1：2011~2016H 国内三大运营商净利润情况（亿元） .....	- 4 -
图表 2：国家引进民营资本进入电信运营行业 .....	- 4 -
图表 3：工信部发放的虚拟运营商名单 .....	- 5 -
图表 4：近 5 年中国联通营收情况 .....	- 6 -
图表 5：近 5 年中国联通净利润情况 .....	- 6 -
图表 6：中国联通多次参与电信行业的改革重组 .....	- 6 -
图表 7：中国联通 A 股上市公司和 H 股上市公司的股权结构 .....	- 8 -
图表 8：软银收购沃达丰日本后市场份额快速提升 .....	- 9 -
图表 9：2005-2015，软银移动业务的营业收入增长迅速 .....	- 10 -
图表 10：2005-2015，软银移动业务的 EBIT 增长迅速 .....	- 10 -
图表 11：财务报表及预测 .....	- 12 -

## 电信运营市场失衡加剧，亟需破局者恢复平衡

中国移动一家独大，国内电信运营市场极端不平衡

- **中国移动的净利润占比长期维持在高位，独吞 80% 电信运营市场利润。**从近五年国内三大运营商的净利润数据可以看出，中国移动的净利润占比长期维持在高位，且今年上半年又有上升的趋势。按照最新公布的 2016 年半年报，中国移动实现净利润人民币 605.7 亿元，远高于中国电信 116.72 亿元以及中国联通的 13.51 亿元的净利润水平，一家独大的趋势愈演愈烈，电信运营市场的失衡不断加剧。

**图表 1：2011~2016H 国内三大运营商净利润情况（亿元）**

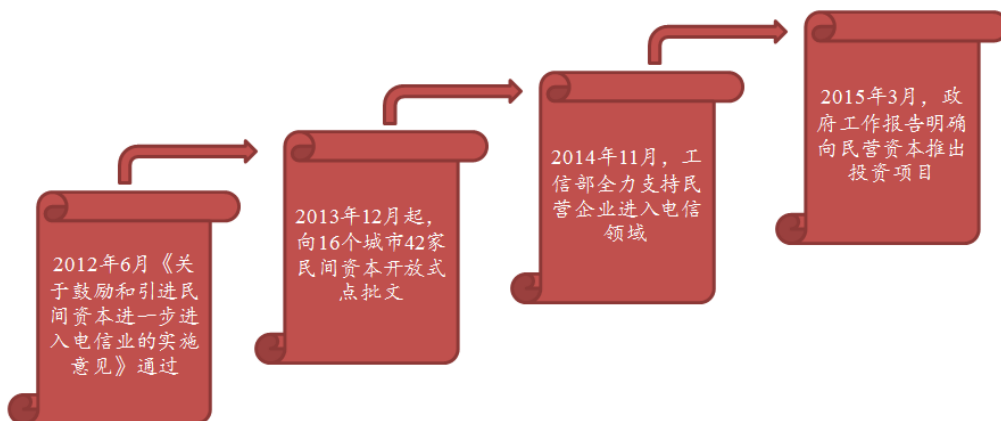


来源：Wind，中泰证券研究所

国家积极引入民营资本，效果难尽人意

- **民营资本准入政策陆续出台，促进电信运营市场健康发展。**为了加强对电信领域垄断和不正当竞争行为的监管，促进公平竞争，推动资源共享，国家近几年积极引进民营资本进入电信行业。以期发挥民营资本在电信运营行业中的“鲶鱼”效应，增添整个市场的竞争活力。

**图表 2：国家引进民营资本进入电信运营行业**



来源：中泰证券研究所

- **虚拟运营商试点已近3年，运营现状堪忧。**2013年12月，工信部正式向迪信通、京东等11家企业发放虚拟运营商牌，2014年3月，苏宁、国美等8家企业获得第二批虚拟运营商牌，至今已有42家获得牌照。其中，真正推出业务的却不到一半，而批零倒挂等问题又导致虚拟运营商鲜有盈利。奄奄一息的“鲶鱼”，根本无法成为真正的搅局者。

**图表3：工信部发放的虚拟运营商名单**

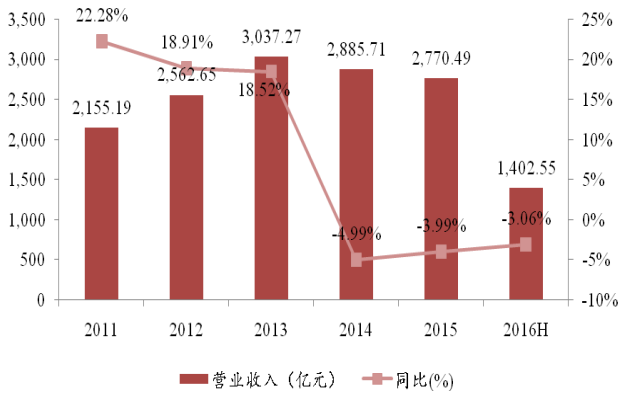
第一批 13/12/26	第二批 14/1/29	第三批 14/8/25	第四批 2014/11/21	第五批 2014/12/18
巴士在线控股有限公司	苏州蜗牛数字科技股份有限公司	朗玛信息	红豆集团有限公司(红豆集团)	海南海航信息技术有限公司
北京北纬通信科技股份有限公司	中期集团有限公司	中兴视通	深圳星美盛典文化传媒有限公司(星美影院)	鹏博士电信传媒集团股份有限公司
北京迪信通通信服务有限公司	北京国美电器有限公司	畅捷通(用友)	合一信息技术(北京)有限公司(优酷视频)	北京联想调频科技有限公司
北京分享在线网络技术有限公司	厦门三五互联科技股份有限公司	世纪互联	青岛日日顺网络科技有限公司(海尔)	民生电子商务有限责任公司
北京华翔联信科技有限公司	深圳市爱施德股份有限公司	银盛电子	北京青牛科技有限公司(青牛软件)	深圳平安通信科技有限公司
北京京东叁佰陆拾度电子商务有限公司	远特(北京)通信技术有限公司	中邮世纪	小米科技	凤凰资产管理有限公司
北京乐语世纪通讯设备连锁有限公司	长江时代通信股份有限公司		郑州市讯捷贸易有限公司(富士康)	青岛丰信通信有限公司
北京万网志成科技有限公司	苏宁云商集团股份有限公司		二六三网络通信股份有限公司(263)	广东恒大和通信科技股份有限公司
天音通信有限公司				
话机世界数码连锁集团股份有限公司				
浙江连连科技有限公司				

来源：工信部，中泰证券研究所

### 中国联通处于亏损边缘，改革迫在眉睫

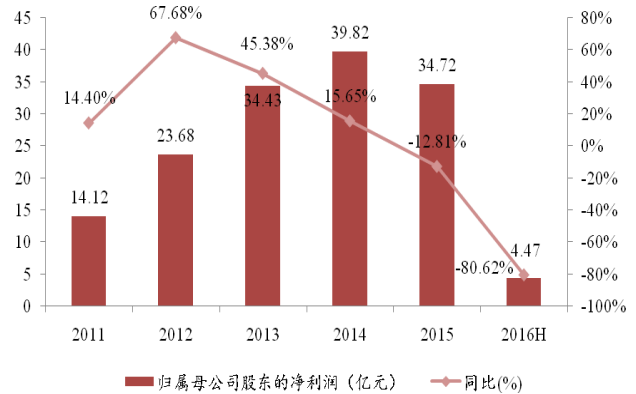
- **营收与净利润持续下滑，中国联通处于亏损边缘。**受4G业务开展缓慢等因素的影响，中国联通的营业收入从2014年开始呈持续下降的态势。2016年上半年共实现营业收入1,402.55亿元，同比下降3.06%，依然没有扭转下降的趋势，但和2015年相比下降的速度有所减缓。在净利润方面，从2013年开始归母净利润的增幅持续下降，并于2015年开始出现负增长。2016年上半年，归母净利润为人民币4.47亿元，同比大幅下降80.62%。公司依然处于从去年四季度的亏损状态中逐步恢复的特殊时期，位于业绩亏损的边缘，亟需通过变革来改变公司经营不利的局面。

图表 4: 近 5 年中国联通营收情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

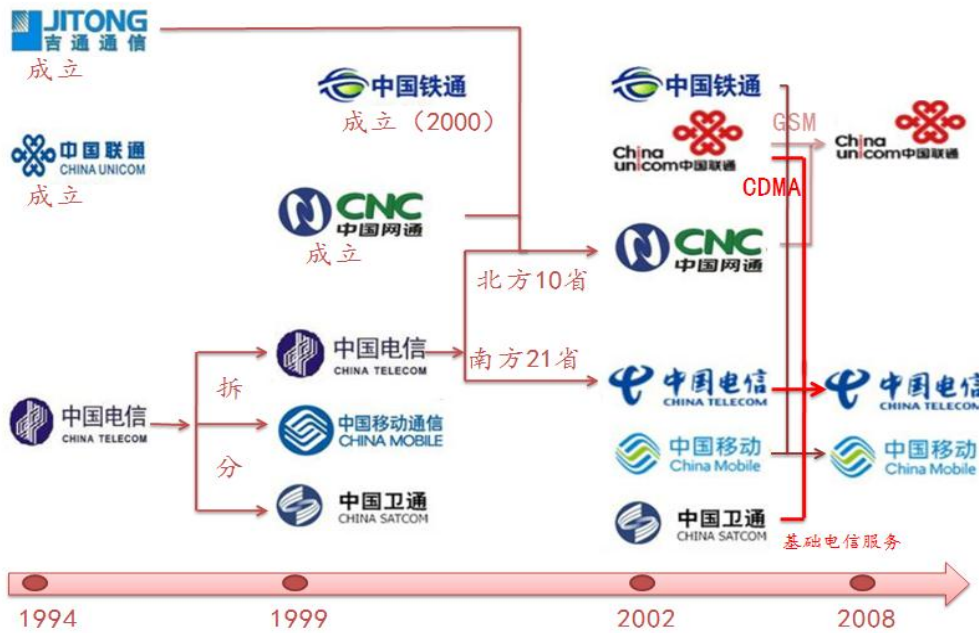
图表 5: 近 5 年中国联通净利润情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **中国联通: 为变革而生, 新的改革迫在眉睫。**中国联通在 1993 年成立伊始就肩负着打破垄断、推动电信行业深化改革的重任。随后的历次电信行业改革中, 联通多次充当改革的重要入手点: 1999 年, 国内电信行业第一次重组, 电信长城和国信公司并入中国联通; 2002 年, 六大基础电信运营商重组为三家实力对等的综合电信业务运营商, 即中国移动(并入铁通), 中国电信(并入原联通的 CDMA 网及部分人员、卫通的基础电信业务)和中国联通(将 GSM 网和部分人员与中国网通合并)。

图表 6: 中国联通多次参与电信行业的改革重组



来源: 工信部, 中泰证券研究所

移动一家独大的局面不利于电信运营行业的健康发展, 因此管理层亟需选择一个合适的破局者来改变这一现状。由于电信运营行业需要投入大量的资金、人力, 且资金回报周期较长, 所以资金、技术实力不足的民营资本难以真正立足。另一方面, 作为一家为变革而生的公司, 联通多次在国内电信行业改革中扮演重要角色, 而近年经营状况的持续恶化也使其自身具备充足的改革动力。因此, 发改委选择将联通列入混合所有制改革第一批试点可谓现阶段打破电信运营行业发展不平衡状态的最优选择。

## 混合所有制改革成功将推动联通资产价值重估

### 混改有望改变运营商创新动力不足的顽疾

- **现有国企制度阻碍运营商创新。**受限于目前国企内部行政化的管理方式，企业领导层首先考虑的是“不犯错”，即国有资产不流失、国有资产能够保值或增值。这样就导致运营商缺乏对能引起未来大变革的创新业务的支撑力度，主要体现在：1) 运营商的研发体系难以适应移动互联网时代技术研发和应用水平融合式发展的趋势，没有建立起有效的创新机制；2) 研发支出占收入总额的比例过低，对创新的支持力度明显不够。
- **“微信与飞信”，勇于创新与患得患失的天与地。**QQ 是腾讯最重要的产品之一，在其拥有超过六亿活跃用户的情况下，腾讯依然选择“自我颠覆”，基于内部部门的竞争结果推出了完全针对手机开发的微信，从而把握住了移动互联网发展的潮流。反观中国移动在更早就推出了飞信，但是由于内部部门担心对短信业务的冲击，没有对其进行深入的开发，从而错过了绝佳的发展机遇。行业的发展日新月异，如果改良不能解决问题，就需要一个大胆的改革来破局，混改有望助力运营商突破现有制度的束缚，步入加速创新发展的新途。

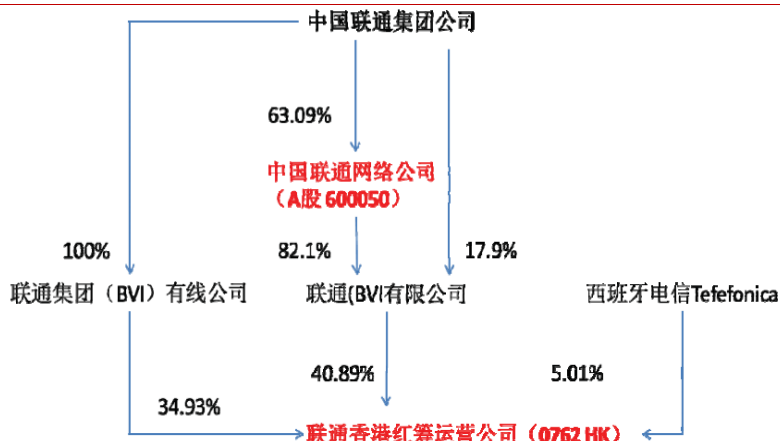
### 混改有望引入市场化的人才激励机制

- **现有激励机制僵化，人才流失不容小觑。**传统运营商缺乏有效的人才选拔机制，论资排辈现象依然大行其道。而在薪酬体系方面，传统运营商与 IT 行业、互联网行业的差距越来越大，对人才的吸引力大打折扣。自工信部开放虚拟运营商以来，大量原本供职于传统运营商的中高层跳槽至虚拟运营商，身价随之大涨。这些现象也反映了目前传统运营商对人才的吸引力下滑的事实，人才流失的问题不容小觑。
- **员工持股计划等市场化激励机制将为公司注入新的活力。**我们认为，员工股权激励可能是此次混合所有制改革的计划之一，此前国药集团的员工持股计划已经获得通过，中国联通也可通过股权激励，让员工可以分享更多公司发展红利，激发员工的工作活力。当然，新的人才选拔、晋升机制等也都有望在此次混改中实施，共同为公司注入新的活力。

### BAT 有望参与混改，推动中国联通资产价值重估

- **联通混改有望在总公司层面开展实质性变革，参与混改的民营资本需具备较强的投资能力。**我们注意到此次混改是由发改委牵头，有望突破国资委牵头时混改仅在子公司层面的力度，民营资本有望进入主业，参与总公司层面的改革。中国联通运营公司 (0762.HK) 目前的市值约 2300 亿港元，因此想要参与混合所有制改革的民营资本必须具备一定的投资实力。

**图表 7：中国联通 A 股上市公司和 H 股上市公司的股权结构**



来源：中泰证券研究所

- **强强互补，助推联通资产价值重估。**运营商拥有海量电信用户、基础设施资源（数据中心、移动网络、骨干网络、接入网和国际关口局）和用户行为数据，是未来全社会信息化建设的关键驱动力。但目前来看，受制于体制制度，中国联通在业务创新和人才激励机制等方面都不尽如人意，并没有将拥有的资源优势转化为真金白银的收入，在云计算、大数据等领域的技术实力也落后于大型互联网公司。与之相反，BAT 等大型互联网公司在云计算、大数据等领域的技术实力雄厚，对用户的行为数据又非常渴望，但却苦于缺少这些数据的有效入口。若大型互联网公司能够入股联通，参与部分经营决策，联通在业务创新和人才激励机制上都将获得非常大的灵活度和提升，推动其所拥有的资产在最大程度上发挥效益。

**基于上述原因，我们预计 BAT 这样的大型互联网公司很有可能参与此次联通的混合所有制改革。双方通过合作可形成优势互补，发挥协同作用，打破原有僵化的运营体制、激发创新人才活力，提高运营效率，最终推动联通资产价值重估。**

## 软银移动是中国联通混改的“蓝图”

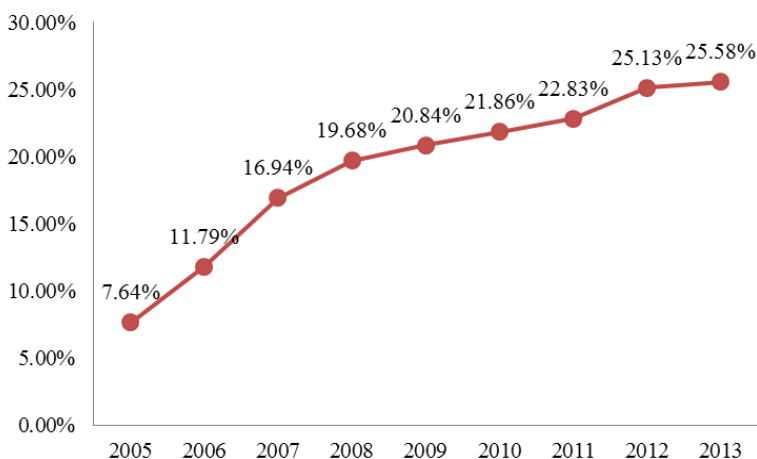
软银收购沃达丰日本，濒临破产者开启逆袭之路

- **“输血、造血、发展”，软银移动开启逆袭之路。**2005 年，软银集团从沃达丰集团手中收购了沃达丰在日本的运营公司 Vodafone KK。起初，由于信号不好、服务体验差，沃达丰日本的市场份额很小，公司管理层也对前景十分茫然，整个公司都笼罩在濒临破产的阴霾之中。为了扭转沃达丰日本的这一颓势，软银集团冒着极大的风险将公司改名为软银移动，并对其进行了大量的投资，加大网络基础设施建设，提升网络质量。同时，从终端定制、移动应用和营销整合等多个方面入手，在“输血、造血、发展”的战略指导下，扭转了软银移动竞争不利的趋势，在日本移动市场获得了极大成功。



- **网络建设方面：**软银在收购 Vodafone KK 之后不久就开始大力投资建设新的基站，来弥补网络建设和覆盖的不足。从 2006 年开始，不到一年的时间，软银的基站数目就从收购时的 2 万个基站增长至 4.6 个 3G 基站，比之前翻了一倍还多，使得用户对软银的网络满意度得到了初步的改善。
  - **终端定制方面：**改变原有沃达丰全球统一定制相同终端的策略，采用本地化的手机竞争策略，采用为日本用户专门设计的手机；同时针对每款手机推出多样化的色彩选择，满足用户的差异化需求。后来在智能机时代又即使抓住机遇引入 iPhone，不仅吸引新用户入网，还拉动了整个数据流量的使用。
  - **丰富应用方面：**软银先将手机门户的主页从沃达丰的改为自己的互联网网站 Yahoo! Japan (雅虎日本)，不仅利用了雅虎日本作为日本领先的门户网站的优势，也为雅虎日本带来了新的移动用户和流量。
  - **营销方面：**软银主要是重新建立品牌形象，优化渠道和销售，调整资费等一系列措施。2007 年 1 月正式推出的白色套餐(White Plan)，具有低月租、特定时间网内通话免费的特点，至 2008 年初时 65% 的用户都在使用该套餐。
- **市场份额快速提升，盈利能力迅速增长。**在多个方面的共同作用下，软银移动的用户数持续上升，市场占有率从 2005 年的 7.65% 上升快速上升至 2013 年的 25.58%。与此同时，软银逐步成长为日本盈利能力第一的运营商。

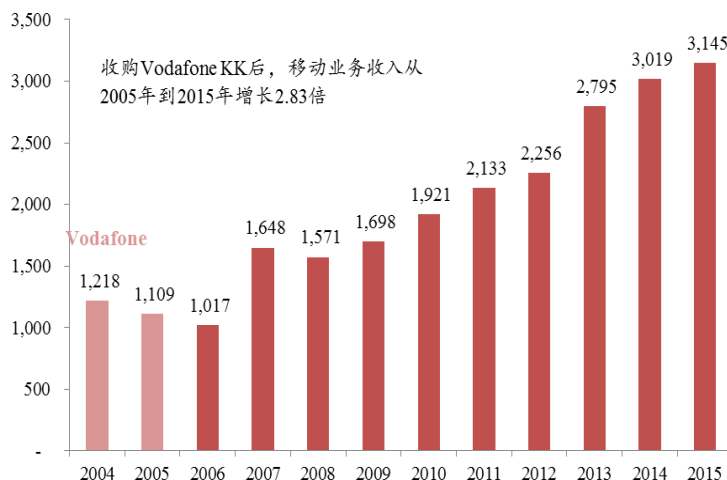
**图表 8：软银收购沃达丰日本后市场份额快速提升**



来源：GSMA intelligence, 中泰证券研究所

- **营业收入稳步增长，十年增长 2.83 倍。**在收购后的首年，软银移动的收入出现下滑，但随后的十年营业收入一直处于稳步增长的趋势，2015 年全年营收达 3145 亿日元，是 2005 年的 2.83 倍。

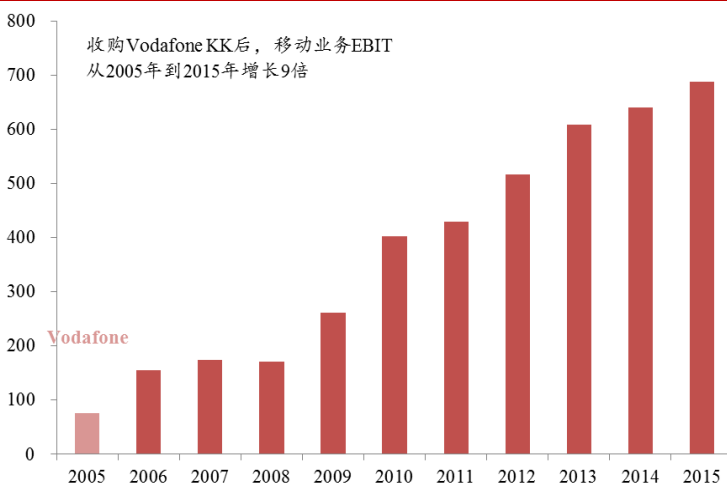
**图表 9：2005-2015，软银移动业务的营业收入增长迅速**



来源：GSMA intelligence，公司年报，中泰证券研究所 注：14、15年数据来自公司年报

- **盈利水平大幅提高，十年增长 9 倍。**在盈利能力方面，软银移动的增长速度更快，EBIT（息税前利润）从 2005 年的 763 亿日元增长至 2015 年的 6884 亿日元，相当于十年增长了 9 倍。

**图表 10：2005-2015，软银移动业务的 EBIT 增长迅速**



来源：Softbank，中泰证券研究所 注：14、15年数据来自公司年报

### 互联网巨头有望牵手联通，共同打造中国版“软银移动”

- **目前，中国联通在发展中面对的主要问题和沃达丰日本类似：**
  - 4G 基础设施建设推进力度远远落后中国移动，自身资产负债率过高，投资能力弱。
  - 市场营销和品牌推广不力。
  - 应用不够丰富，用户粘性不足。
- **若互联网巨头能够入股中国联通，可以有效解决上述三个问题，逐步提升资产效益，打造中国版的“软银移动”：**

- 国家铁塔公司的成立已经打破了中国移动在基站资源领域的垄断地位，互联网巨头入股后可以解决中国联通负债率过高的问题，改善联通在其它基础设施领域的投资能力。
- 互联网巨头在网络渠道方面的优势可以帮助联通进行推广和营销，同时，联通在固网、移动网络等方面的资源优势也可以帮助互联网巨头拓展其相关产品的用户规模，双方可以利用各自的优势形成一定的协同作用。
- 在数据流量日益重要的潮流下，优秀的应用可以有效增强用户的粘性，在此方面互联网巨头拥有十分丰富的实战经验。双方可以共同开发相关的应用，在包括固网宽带、移动宽带、移动应用分发等领域进行深入的合作。

我们认为，若混改顺利，互联网巨头能够入股中国联通并部分参与其经营决策，有助于提升联通的运营效率，盘活联通的资产价值，逐步将联通打造成为中国版的“软银移动”。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 2016年上半年，公司营收出现小幅下滑，在下半年无明显业绩反转的前提下，预计2016年公司营收相比去年小幅下滑。若混合所有制改革进展顺利，中国联通的经营效率有望大幅提升，预计2017-2018年的营业收入、毛利率、净利率均会出现一定程度的提升。我们预计中国联通2016-2018年的营业收入分别为2713.1、2836.8和2973.5亿元，净利润分别为15.1、34.0和41.7亿元，对应的EPS分别为0.071、0.161和0.197。

### 估值与评级

- 中国联通目前在二级市场的估值水平分别为A股1.38xPB和H股0.86xPB。对比海外市场化电信运营商估值(At&t 1.94xPB、Verizon 10.57xPB、Telefonica 2.67xPB 中国移动 1.76xPB)，我们认为中国联通的合理估值为A股1.6x2016PB，H股1.2x2016PB，对应A股6个月内的目标价为5.86元、H股6个月内的目标价为13.38港元，首次覆盖分别给予“**增持**”(A股)和“**买入**”(H股)评级。

## 风险提示

- **混合所有制改革进行不顺利（不达预期）的风险。**目前联通混合所有制改革的具体计划还没有公布，在改革过程中各方利益可能会受到冲突，影响改革进程与最终的结果。
- **市场竞争恶化导致的风险。**国内通信行业市场竞争进一步加剧，联通业绩持续下滑。

**图表 11: 财务报表及预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	303,727	288,571	277,049	271,313	283,682	297,351
增长率	18.52%	-5.0%	-4.0%	-2.1%	4.6%	4.8%
营业成本	-211,657	-199,937	-207,704	-200,772	-195,741	-199,225
% 销售收入	69.7%	69.3%	75.0%	74.0%	69.0%	67.0%
毛利	92,070	88,634	69,344	70,541	87,941	98,126
% 销售收入	30.3%	30.7%	25.0%	26.0%	31.0%	33.0%
营业税金及附加	-8,689	-4,721	-885	-1,357	-1,418	-1,487
% 销售收入	2.9%	1.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-42,991	-40,193	-31,965	-31,201	-32,482	-33,898
% 销售收入	14.2%	13.9%	11.5%	11.5%	11.5%	11.4%
管理费用	-20,373	-19,825	-19,840	-18,721	-19,574	-20,517
% 销售收入	6.7%	6.9%	7.2%	6.9%	6.9%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	20,016	23,894	16,655	19,263	34,467	42,224
% 销售收入	6.6%	8.3%	6.0%	7.1%	12.2%	14.2%
财务费用	-2,949	-4,333	-6,493	-3,000	-3,000	-3,000
% 销售收入	1.0%	1.5%	2.3%	1.1%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-4,348	-4,024	-4,090	-4,000	-4,000	-4,000
公允价值变动收益	0	-7	45	0	0	0
投资收益	198	363	-405	200	350	400
% 税前利润	1.4%	2.3%	-	1.1%	1.1%	1.0%
营业利润	12,917	15,893	5,711	12,463	27,817	35,624
营业利润率	4.3%	5.5%	2.1%	4.6%	9.8%	12.0%
营业外收支	759	-57	8,156	5,000	4,000	3,000
税前利润	13,677	15,836	13,867	17,463	31,817	38,624
利润率	4.5%	5.5%	5.0%	6.4%	11.2%	13.0%
所得税	-3,384	-3,869	-3,432	-4,303	-7,732	-9,347
所得税率	24.7%	24.4%	24.8%	24.6%	24.3%	24.2%
净利润	10,292	11,968	10,434	13,160	24,086	29,277
少数股东损益	6,850	7,986	6,963	11,648	20,681	25,105
归属于母公司的净利润	3,443	3,982	3,472	1,512	3,404	4,171
净利率	1.1%	1.4%	1.3%	0.6%	1.2%	1.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10,292	11,968	10,434	13,160	24,086	29,277
少数股东损益	0	0	0	11,648	20,681	25,105
非现金支出	71,049	76,157	74,783	72,596	70,985	68,648
非经营收益	2,169	5,201	-995	-5,200	-4,350	-3,400
营运资金变动	-141	-896	5,011	-45,253	1,421	4,780
经营活动现金净流	83,369	92,429	89,233	46,950	112,823	124,411
资本开支	77,265	72,594	90,562	7,263	10,234	11,316
投资	0	-3,075	-1,163	0	0	0
其他	328	636	372	200	350	400
投资活动现金净流	-76,936	-75,034	-91,353	-7,063	-9,884	-10,916
股权募资	1,102	871	1	0	0	0
债权募资	3,510	-6,167	8,069	-30,000	-40,000	-15,196
其他	-7,798	-8,290	-9,489	-2	-1,212	0
筹资活动现金净流	-3,186	-13,586	-1,419	-30,002	-41,212	-15,196
现金净流量	3,247	3,809	-3,539	9,884	61,726	98,299

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	21,589	25,400	22,007	20,243	61,288	134,482
应收款项	21,041	21,472	26,489	21,441	22,876	24,114
存货	5,536	4,378	3,946	4,567	4,343	4,386
其他流动资产	4,166	5,371	7,316	7,344	7,240	7,285
流动资产	52,333	56,621	59,758	53,597	95,747	170,266
% 总资产	9.8%	10.3%	9.7%	9.8%	17.9%	30.7%
长期投资	6,550	8,959	56,189	56,189	56,189	56,189
固定资产	429,648	436,331	453,146	395,595	340,751	288,272
% 总资产	80.9%	79.7%	73.6%	72.1%	63.8%	52.0%
无形资产	35,157	39,340	40,809	38,028	36,122	34,268
非流动资产	479,032	490,504	555,562	495,229	438,479	384,146
% 总资产	90.2%	89.7%	90.3%	90.2%	82.1%	69.3%
资产总计	531,364	547,125	615,319	548,826	534,226	554,412
短期借款	95,976	104,701	88,052	58,052	18,052	2,856
应付款项	155,586	167,377	220,523	171,441	173,879	179,759
其他流动负债	43,132	19,086	29,623	30,265	29,141	29,366
流动负债	294,693	291,164	338,198	259,757	221,072	211,981
长期贷款	481	420	1,748	1,748	1,748	1,748
其他长期负债	14,564	25,213	41,326	41,326	41,326	41,326
负债	309,738	316,797	381,273	302,832	264,146	255,056
普通股股东权益	74,859	77,337	78,682	78,982	82,386	86,557
少数股东权益	146,767	152,991	155,364	167,012	187,693	212,799
负债股东权益合计	531,364	547,125	615,319	548,826	534,226	554,412

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.162	0.188	0.164	0.071	0.161	0.197
每股净资产 (元)	3.532	3.649	3.712	3.726	3.887	4.084
每股经营现金净流 (元)	3.933	4.361	4.210	1.665	4.347	4.685
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.057	0.057	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.60%	5.15%	4.41%	1.91%	4.13%	4.82%
总资产收益率	0.65%	0.73%	0.56%	0.28%	0.64%	0.75%
投入资本收益率	4.97%	5.56%	4.40%	5.41%	12.35%	21.04%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	18.52%	-4.99%	-3.99%	-2.07%	4.56%	4.82%
EBIT增长率	40.08%	19.37%	-30.30%	15.66%	78.93%	22.50%
净利润增长率	45.38%	15.65%	-12.81%	-56.45%	125.18%	22.53%
总资产增长率	2.51%	2.97%	12.46%	-10.81%	-2.66%	3.78%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	17.8	20.2	22.0	20.7	21.1	21.1
存货周转天数	9.8	9.0	7.3	8.3	8.1	8.0
应付账款周转天数	171.8	190.0	242.1	213.0	218.9	220.8
固定资产周转天数	443.4	473.3	483.1	426.8	309.0	200.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	39.65%	44.79%	45.55%	31.86%	-0.99%	-30.42%
EBIT利息保障倍数	6.8	5.5	2.6	6.4	11.5	14.1
资产负债率	58.29%	57.90%	61.96%	55.18%	49.44%	46.00%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。