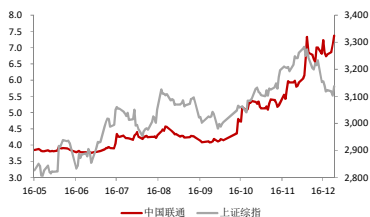


投资评级：买入（维持）

收盘价（元）	7.37
目标价（元）	9.30
上次目标价（元）	7.75

王传晓 执业证书编号：S1100514020002
 研究员 8621-68416988-209
 wangchuanxiao@cczq.com

黄超 执业证书编号：S1100115080002
 联系人 8621-68416988-210
 huangchao@cczq.com

股价走势图

川财证券研究所

成都
 高新区交子大道 177 号中海国际
 中心 B 座 17 楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

频率重耕获批点评

——频率重耕有助于提升中国联通网络的竞争力

核心观点

事件：

工信部近日下文批准中国联通将 2G 和 3G 网络的频率进行重耕用于 4G 网络建设。

点评：

❖ **打破 4G 室内网络建设的频率瓶颈。**在此之前中国联通 4G 网络建设仅正式获批了 2x10MHz 的 1800M 频段进行 LTE 网络建设，如果仅有 2x10MHz 频率，那么室内的频率与室外频率只能相同（即同频方案），此种方案下室外网络将会对室内网络产生较严重的干扰因此影响室内网络质量（特别是在室外基站与室内基站位置靠得很近时），此次允许 2G 和 3G 频率重耕用于 4G 网络为 2017 年中国联通的室内 4G 网络建设打破了频率瓶颈，在 2016 年中国联通已做到 139 个重点城市室外网络质量 No.1，2G 和 3G 频率重耕有利于在 2017 年至少在 139 个重点城市把优质室内和室外 4G 网络同时提供给中国联通的用户，用户体验会在 2017 年得到进一步提升。4G 网络的存在分流了 GSM 中的 GPRS 和 EDGE 以及 WCDMA 的数据流量，对 GPRS 和 EDGE 以及 WCDMA 的数据需求随着更多的 2G/3G 用户转到 4G 还会进一步降低，这一趋势使在未来把更多的 2G 和 3G 频率用于 4G 建设成为可能。

❖ **为热点区域提供容量保证。**根据最新的 2016 年 11 月中国联通用户数据信息，虽 2016 年 11 月底中国联通总共只有 9903 万用户，由于移动通信网络的话务量分布并不均匀，在一些热点区域会出现话务量远高于平均值的情况，同时中国联通还有近 1 亿的原 3G 宽带用户尚未转为 4G 用户，未来还会有大量新增移动出账用户，这些因素综合在一起使得原获批的 2x10MHz 频率无法在未来为热点区域提供足够的容量支持，此次获批 2G 和 3G 频率重耕有助把 2G 和 3G 的部分频率通过载波聚合的方式提供给 4G 使用以为热点区域提供容量保证，这将提升中国联通频率的整体效率并提升在热点区域的用户体验。

❖ **提升未来物联网的覆盖潜力和竞争力。**中国联通手上有 909-915MHz(终端发)/954-960MHz(基站发)优质低频资源，但由于此频段上下行各只有

6Mhz, 同时中国联通仍有几千万的存量用户仅使用 GSM 网络, 另外目前部分智能手机尚不支持此频段即 Band 8 的 FDD LTE, 中国联通目前对此频段重耕用于 4G 常规服务持谨慎态度; 但对正在出现的物联网增量市场由于 NB IOT 对频带的占用很少, 180khz 频带即可提供服务, 同时不用担心物联网终端不支持此频段的问题, 对于需要增强覆盖能力的 NB IOT 区域可以使用此频段大幅提升覆盖能力以抢占更多的物联网市场, 900Mhz 频率重耕提升了中国联通未来物联网的覆盖潜力和竞争力。

- ❖ **提供了增强网络覆盖能力的一种途径。**在现阶段中国联通虽对将 900Mhz 频段重耕用于 4G 常规服务持谨慎态度, 但我们也要看到 900Mhz 相对 1800Mhz 在覆盖上会增强约 10db (相当于覆盖距离增加约一倍) 的优点, 因为 LTE 标准支持带宽种类很多其中包括上下行各 1.4Mhz、3Mhz 和 5Mhz 带宽, 在未来 900Mhz 可通过留出一部分频率给 LTE 来低成本且有效地解决高频段 LTE 网络的弱覆盖问题, 进一步提升用户体验, 当然这种方案只能提升手机支持 900Mhz LTE 网络的用户的体验, 目前大部分高端手机已支持此频段, 比如 iPhone6 和华为 P9, 预测后期会有更多手机支持此频段。
- ❖ **投资建议:**根据审慎测算 2016-2018 年每股收益分别为 0.05/0.20/0.31 元, 考虑到近日举行的中央经济工作会议对混改的强调, 预计中国联通混改方案大概率能按中央经济工作会议提的强化激励和提高效率等要求去落地, 混改大概率能给中国联通的基础通信业务和创新业务带来明显的促进, 将中国联通的目标价从 2018 年 25 倍 PE 上调到 2018 年 30 倍 PE, 即将目标价从 7.75 元上调到 9.30 元, 维持中国联通买入评级。
- ❖ **风险提示:**混改可能不及预期、股市可能出现系统风险、政府可能提出更严格的监管要求



财务和估值数据摘要

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	277048.53	272972.25	302666.52	335161.47
增速（%）	-3.99%	-1.47%	10.88%	10.74%
归属母公司股东净利润（百万元）	3471.59	1163.42	4283.06	6574.95
增速（%）	-12.81%	-66.49%	268.14%	53.51%
总股本（百万）	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
EPS	0.16	0.05	0.20	0.31
PE	45.00	134.28	36.47	23.76

报表预测

利润表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	277048.53	272972.25	302666.52	335161.47
减: 营业成本	207704.32	203144.15	216385.02	233814.84
营业税金及附加	884.72	871.70	966.52	1070.29
营业费用	31965.06	34757.74	36729.76	41674.74
管理费用	19839.82	18870.50	21130.37	23523.32
财务费用	6493.42	7185.32	7438.14	6373.93
资产减值损失	4089.79	4153.69	4089.08	4110.85
加: 投资收益	-405.33	1000.00	1500.00	2000.00
公允价值变动损益	45.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5711.21	4989.14	17427.62	26593.50
加: 其他非经营损益	8155.51	-342.03	-319.57	-330.80
利润总额	13866.73	4647.11	17108.05	26262.69
减: 所得税	3432.33	1150.26	4234.63	6500.62
净利润	10434.39	3496.84	12873.42	19762.08
减: 少数股东损益	6962.80	2333.42	8590.36	13187.13
归属母公司股东净利润	3471.59	1163.42	4283.06	6574.95
资产负债表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	22006.87	13648.61	15133.33	16758.07
应收和预付款项	30312.20	27469.92	31448.21	34091.36
存货	3945.88	4293.47	4454.29	4811.27
其他流动资产	3492.80	2680.23	3238.29	3485.15
长期股权投资	32974.70	32974.70	32974.70	32974.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	452150.64	432307.95	407536.99	378474.97
无形资产和开发支出	26982.88	48520.67	70058.46	91596.25
其他非流动资产	43453.43	42695.13	41175.38	39757.26
资产总计	615319.38	604590.68	606019.64	601949.02
短期借款	85196.20	106423.15	65908.93	26450.05
应付和预收款项	220857.05	191903.96	219299.63	232180.68
长期借款	1748.36	1748.36	1748.36	1748.36
其他负债	73471.39	67235.46	69712.07	74006.46
负债合计	381273.01	367310.94	356668.99	334385.55
股本	21196.60	21196.60	21196.60	21196.60
资本公积	27811.53	27811.53	27811.53	27811.53
留存收益	31841.44	31795.88	35673.67	40749.71
归属母公司股东权益	78682.18	79582.12	83062.66	88088.36
少数股东权益	155364.20	157697.62	166287.99	179475.11
股东权益合计	234046.38	237279.74	249350.64	267563.47
负债和股东权益合计	615319.38	604590.68	606019.64	601949.02

现金流量表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	89233.3	48177.0	125742.4	120909.5
投资性现金净流量	-91353.2	-74575.6	-73371.7	-72968.2
筹资性现金净流量	-1492.4	18040.3	-50886.0	-46316.5
现金流量净额	-3539.2	-8358.3	1484.7	1624.7

财务分析和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
毛利率	25.03%	25.58%	28.51%	30.24%
销售净利率	3.77%	1.28%	4.25%	5.90%
ROE	4.46%	1.47%	5.16%	7.39%
ROA	1.70%	0.58%	2.12%	3.28%
ROIC	2.95%	2.95%	5.94%	8.52%
成长能力				
销售收入增长率	-3.99%	-1.47%	10.88%	10.74%
净利润增长率	-12.81%	-66.49%	268.14%	53.51%
资本结构				
资产负债率	61.96%	60.75%	58.85%	55.55%
流动比率	0.18	0.15	0.17	0.20
速动比率	0.17	0.14	0.16	0.19
经营效率				
总资产周转率	0.48	0.45	0.50	0.55
存货周转率	48.84	47.37	47.87	48.94
业绩和估值				
EPS	0.16	0.05	0.20	0.31
PS	1.69	1.72	1.55	1.40
PE	45.00	134.28	36.47	23.76
PB	2.00	1.98	1.88	1.75



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000