



电信运营

中国联通 (0762)

评级: 增持

当前价格 (港元): 15.22

2015.04.28

A/H 股价差逼近历史高位, 港股补涨在即

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	10.22-15.2
当前股本 (百万股)	23913.8
当前市值 (十亿港元)	364.5

	宋嘉吉 (分析师)	周明 (研究助理)	王胜 (分析师)
	021-38674943	0755-23976212	021-38674874
	songjiagi@gtjas.com	zhouming@gtjas.com	Wangsheng014132@gtjas.com
证书编号	S0880514020001	S0880113080001	S0880514060012

本报告导读:

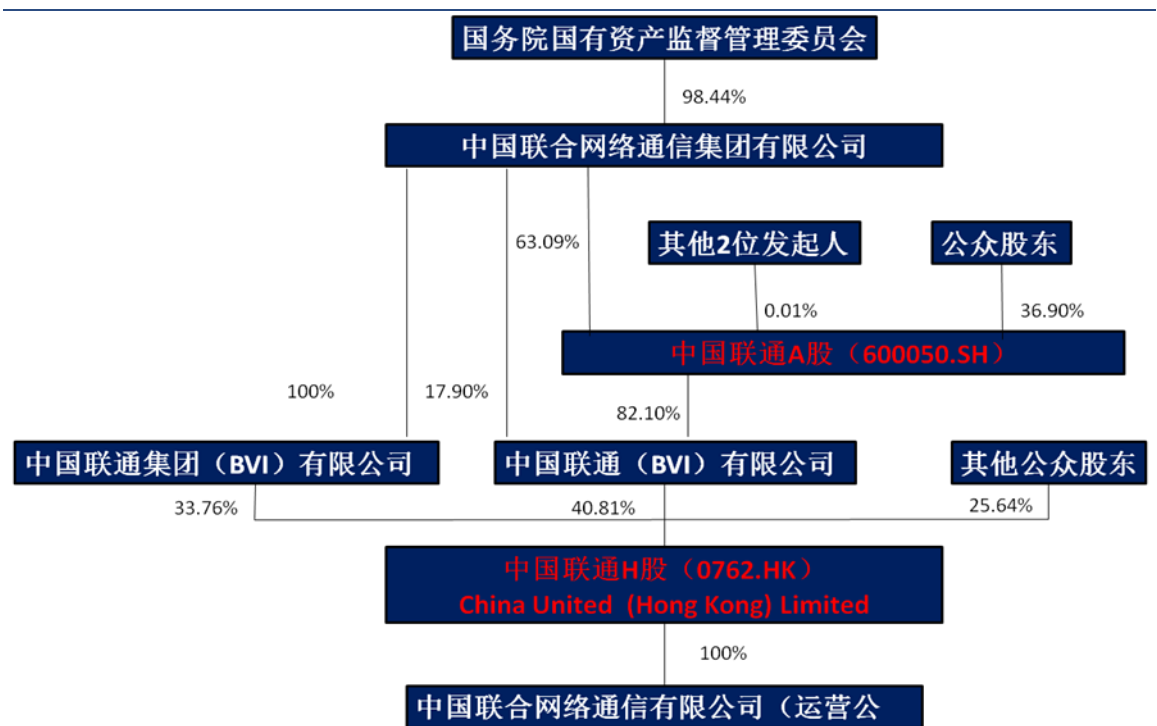
近期 A 股联通的快速上涨使得 A/H 股价差快速拉大, H 股折价率达 55%, 随着央企改革的推进, 联通 H 股具备补涨动力。

摘要:

- **A 股涨势凌厉, H 股折价率达 55%。**随着近日中国联通 A 股快速上涨 (4 月单月涨幅达 83%), 其 A/H 股价差快速拉大, 截止 4 月 27 日, A 股收 9.99 元, H 股收 15.22 港元。由于中国联通 A 股和 H 股并非同股同权, 其港股上市公司为 A 股上市公司通过 BVI 架构控股的投资公司 (具体股权关系请见下图 1), A 股联通占 H 股联通的比例为 33.5%。考虑汇率, 我们测算当前 H 股中联通的折价率高达 55%。我们统计了自 2002 年 10 月 9 日, 中国联通 A 股上市起, A/H 股的折价变动情况, 港股平均折价率约为 30%, 而近 1 年来的折价率约为 20% (具体变化情况参见图 2)。由此可见, A/H 股的价差已接近 12 年来的历史高位。
- **运营商合并短期不可证伪。**近来驱动 A 股联通上涨的逻辑来自央企合并, 南车、北车合并带来的巨大赚钱效应使得央企合并成为国企改革的升级版。虽然工信部及中国联通均出面澄清没有将中电信与中国联通合并的计划, 但投资者更倾向于相信此类决定将由国务院层面直接运作, 工信部及上市公司的澄清并不能证伪此事。我们认为, 更深层次上是投资者对此任政府大力推进改革的信心, 同时, 大量增量资金入市也易于将中国联通等“知名”低价股作为买入标的。
- **以减少重复建设为出发点的运营商合并具备一定行业逻辑。**央企合并有其根本出发点, 例如南北车合并是以“走出去”为目标, 而运营商的整合者是以减少重复建设为出发点。目前, 国内三大运营商基本都具备全业务运营资质, 有线、无线“两手抓”, 在 3G、4G 建设中存在明显的重复建设问题。2014 年, 铁塔公司率先成立的出发点就在于减少基站铁塔的重复建设, 而面对 4G 高密度的信号覆盖及越来越高的物业协调难度, 三大运营商更愿意在该领域达成一致, 铁塔公司成立以来的业务快速推进也有效促进了 4G 的全国铺设。综上所述, 我们认为以央企合并为大背景的改革还将推进, H 股中国联通 (0762.HK) 具备较大的补涨空间, 建议增持。

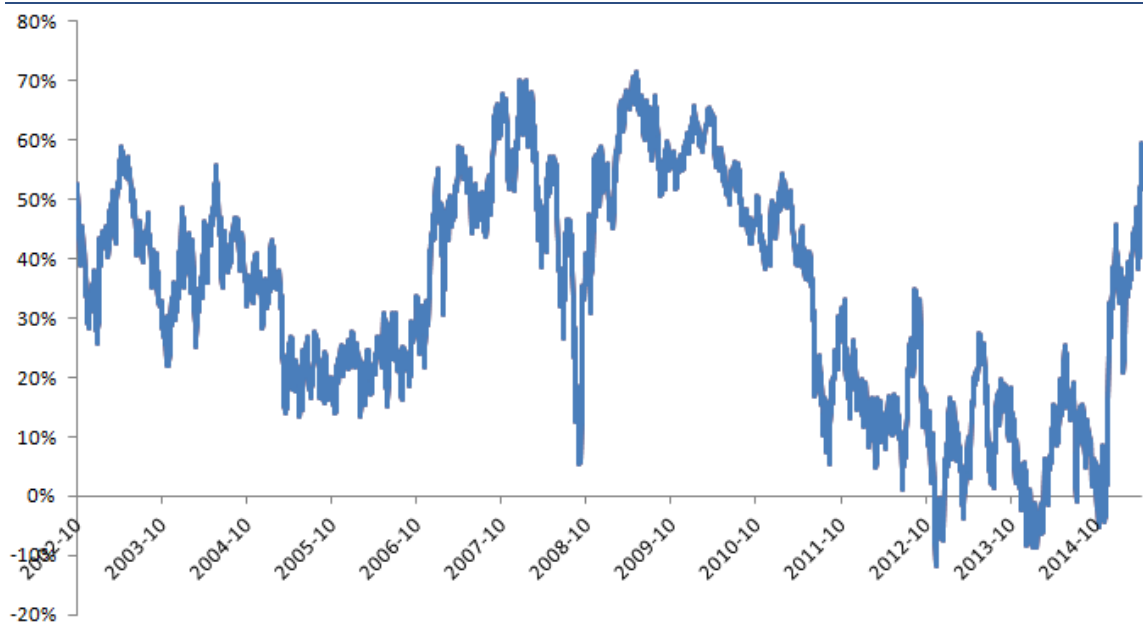
财务摘要 (百万港元)	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	295,732.00	285,651.00	289,093.50	311,365.57	319,318.50
(+/-)%	18.36	-3.41	1.21	7.7	2.55
毛利润	77731	80314	82413	83176	83986
净利润	10,408.00	12,055.00	14,004.44	16,810.36	17,921.10
(+/-)%	46.67	15.82	16.17	20.04	6.61
PE	27.53	23.85	20.56	17.13	16.06
PB	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

图 1: 中国联通股权结构



数据来源: 中国联通年报

图 2: 中国联通 A/H 股折价变动情况



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地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, 特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		