



Company Report: China Unicom (00762 HK)

公司报告: 中国联通 (00762 HK)

中文版

Chinese version

Ricky Lai 黎柏坚

+852 2509 2603

ricky.lai@gtjas.com.hk

27 April 2015

EBITDA Margin Improves with Stringent Cost Control, "Buy"

EBITDA利润率提升因严格的成本控制, "买入"

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$17.00

Revised from 原目标价:

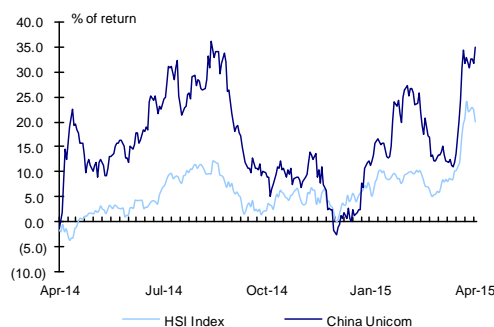
HK\$14.10

Share price 股价:

HK\$14.800

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1个月	3 M 3个月	1 Y 1年
Abs. % 绝对变动 %	24.6	20.3	39.5
Rel. % to HS index 相对恒指变动 %	10.6	8.3	16.2
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	13.0	12.5	12.1

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

- **1Q15 results were better than expectations**, thanks to the Company's stringent cost control measures. EBITDA margin improved by 4.5ppt yoy to 42.1% in 1Q15.
- **FY15-17 3G/4G subscriber net additions are expected to be 10.0 million/13.5 million/16.0 million, respectively**, due to better 4G networks coverage improvement and the availability of low end 4G smartphones.
- **FY15-17 net profit margin is expected to be 4.8%/5.5%/6.0%, respectively**, driven by economies of scale and cost control measures.
- **Maintain the investment rating of "Buy" and raise the TP from HK\$14.10 to HK\$17.00.** Due to the revision of operating costs estimations, FY15-17 EPS is revised up by 6.1%/13.6%/19.8%, respectively. The new TP represents 23.3x FY15 PER, 19.9x FY16 PER, 17.6x FY17 PER and 1.3x FY15 PBR. We maintain the Company's investment rating of "Buy" due to the formation of Tower Company and benefit from the launch of Shanghai Hong Kong Stock Connect Scheme.
- **15财年第1季度业绩好于预期**,是由于公司严格的成本控制措施。15财年第1季度 EBITDA 利润率按年提升 4.5 个百分点至 42.1%。
- **预期 15-17 财年 3G/4G 用户净增数分别为 10.0 百万/13.5 百万/16.0 百万**, 是由于更好的 4G 网络覆盖和低端 4G 智能手机的供应。
- **预期 15-17 财年的纯利率为 4.8%/5.5%/6.0%**, 是由于规模效应和更好的成本控制措施。
- **维持公司的投资评级为“买入”及目标价从 14.10 港元上调至 17.00 港元。** 基于营运成本估计的调整, 我们分别上调 15-17 财年每股盈利预测 6.1%/13.6%/19.8%。新目标价相当于 23.3 倍 15 年市盈率、19.9 倍 16 年市盈率、17.6 倍 17 年市盈率及 1.3 倍 15 年市净率。基于铁塔公司的成立和受惠于沪港通计划的推出, 我们维持公司的投资评级为“买入”。

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2013A	295,039	10,409	0.440	46.1	26.3	9.253	1.2	0.129	1.1	4.9
2014A	284,681	12,055	0.505	14.9	23.4	9.540	1.2	0.161	1.4	5.4
2015F	290,451	13,845	0.577	14.2	20.3	10.032	1.2	0.181	1.5	5.9
2016F	296,197	16,289	0.675	17.0	17.3	11.055	1.1	0.212	1.8	6.4
2017F	307,875	18,496	0.762	12.9	15.3	12.229	1.0	0.239	2.0	6.6

Shares in issue (m) 总股数 (m)	23,947.0	Major shareholder 大股东	China Unicom Group 75.6%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	354,415.6	Free float (%) 自由流通比率 (%)	23.5
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	39,258.6	FY15 Net gearing (%) FY15 净负债/股东资金 (%)	51.5
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	14.500 / 10.000	FY15 Est. NAV (HK\$) FY15 每股估值 (港元)	17.8

Source: the Company, Guotai Junan International.

15财年第1季度业绩回顾

15财年第1季度业绩好于预期, 毛利率改善, 是由于公司严格的成本控制措施。15财年第1季度, 公司纯利好于我们预期3.6%, 公司的收入符合预期。

表-1: 中国联通 15 财年 1 季度损益表

人民币 (百万)	1Q15	1Q14	同比	评价
移动业务收入	36,619	40,675	(10.0%)	移动 ARPU 及用户增长的下跌所导致
固网业务收入	23,163	22,917	1.1%	
其他服务收入	469	205	128.8%	
电信产品销售	14,052	12,674	10.9%	
总收入	74,303	76,471	2.8%	
网间结算成本	(3,185)	(3,717)	(14.3%)	下降是由于语音服务使用的减少
折旧及摊销	(19,361)	(18,216)	6.3%	
网络、营运及支撑成本	(9,701)	(8,991)	7.9%	
员工福利	(8,825)	(8,261)	6.8%	
销售通讯产品成本	(14,360)	(14,538)	(1.2%)	
其他经营费用	(12,885)	(16,963)	(24.0%)	
财务成本	70	77	(9.1%)	
利息收入	(181)	0	N.A.	
其他收入 - 净额	140	161	(13.0%)	
净利润	3,164	3,302	(4.2%)	
EBITDA	25,346	23,999	5.6%	
每股盈利 (人民币)	0.13	0.14	(7.1%)	
EBITDA 率 (%)	42.1	37.6	4.5ppt	受益于严格成本控制而改善
净利率 (%)	42.6	43.2	(0.6ppt)	

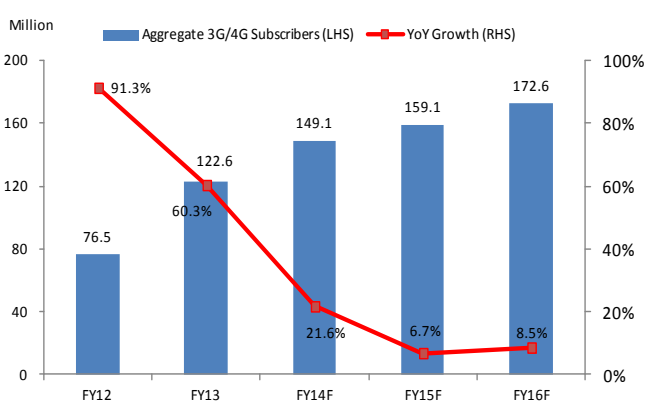
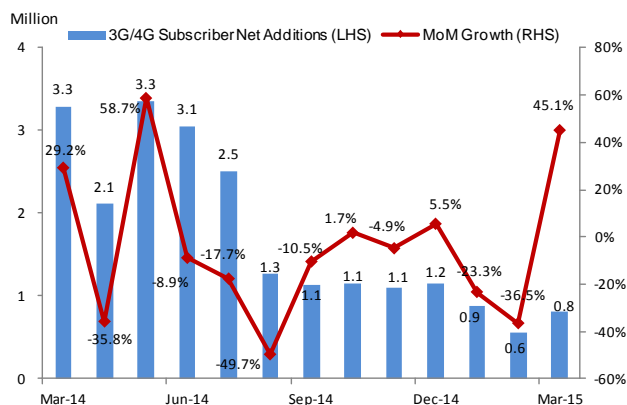
资料来源: 公司。

预计15-17财年3G/4G用户净增数分别为1,000万户/1,350万户/1,600万户。移动收入为人民币366亿元, 同比下降10.0%, 归咎于移动ARPU和用户增长的双降。15财年第1季度, 3G/4G用户净增数达到230万, 同比下滑24.3%。虽然15财年第1季度3G/4G用户净增数疲弱, 我们预计未来季度公司的用户可改善, 因为公司正在积极扩张3G/4G基站, 15财年资本开支将增长40.2%至人民币1000亿元。3G/4G基站预计增长356,000并于15财年年底达到921,000。我们预期在15财年下半年随着4G网络覆盖日趋完善, 公司的用户增长较强。移动ARPU为人民币41元, 同比下降13.9%, 符合预期。我们维持15-17财年3G/4G用户净增数分别为1,000万/1,350万/1,600万。15财年第1季度, 2G用户净流失为660万, 同比激增566.7%。预期15-17财年2G用户净流失预计分别达到1,200万/1,350万/1,600万。

15财年第1季度, EBITDA率同比改善4.5个百分点。15财年第1季度EBITDA率为42.1%, 同比增加4.5个百分点, 是由于公司严格的成本控制措施。15财年第1季度网间结算费用达到人民币32亿元, 同比下降14.3%, 因为用户减少使用语音服务以及他们的偏好转移到数据相关服务。我们分别下调15-17财年的网间结算费用9.7%/19.5%/26.8%。出售电信产品的成本达到人民币144亿元, 同比下跌1.2%。由于手机补贴的减少, 我们预计出售电信产品的成本将进一步下滑。我们分别下调15-17财年的出售电信产品的成本1.4%/1.0%/1.0%。受益于公司严格的成本控制措施, 15-17财年的净利率预计分别改善0.6个百分点/0.7个百分点/0.5个百分点至4.8%/5.5%/6.0%。

图-1: 中国联通月度 3G/4G 用户净增数及月环比增长

图-2: 中国联通总 3G/4G 用户预测及同比增长

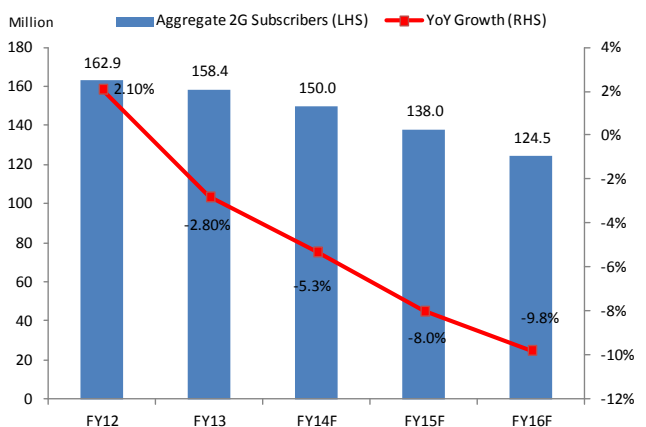
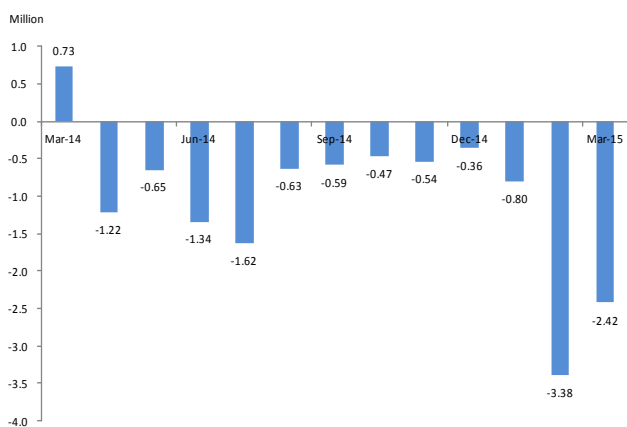


资料来源: 公司。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-3: 中国联通月度 2G 用户净增数

图-4: 中国联通总 2G 用户预测及同比增长



资料来源: 公司。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

盈利预测修订:

分别上调 15-17 财年纯利 6.1%/13.6%/19.8%。基于经营成本预测的修订, 分别上调 15-17 财年纯利 6.1%/13.6%/19.8%。

表-2: 财务预测修订

人民币 (百万)	旧			新			变动		
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
总经营收入	290,451	296,197	307,875	290,451	296,197	307,875	0.0%	0.0%	0.0%
- 移动收入	160,385	167,539	179,318	160,385	167,539	179,318	0.0%	0.0%	0.0%
- 固网收入	88,231	89,210	90,185	88,231	89,210	90,185	0.0%	0.0%	0.0%
- 其他收入	1,341	1,380	1,443	1,341	1,380	1,443	0.0%	0.0%	0.0%
- 电信产品销售	40,494	38,068	36,929	40,494	38,068	36,929	0.0%	0.0%	0.0%
净利	13,043	14,343	15,437	13,845	16,289	18,496	6.1%	13.6%	19.8%
每股盈利 (人民币)	0.544	0.594	0.636	0.577	0.675	0.762	6.1%	13.6%	19.8%

资料来源: 国泰君安国际。

估值:

维持公司的投资评级为“买入”及目标价从 14.10 港元上调至 17.00 港元。基于铁塔公司的成立和受惠于沪港通计划的推出，我们维持公司的投资评级为“买入”。15 财年三家电信运营商成立铁塔公司，电信运营商可以互相分享电信网络铁塔。透过和其运营商分享电信铁塔，中国联通可惠及花费较少资本开支兴建基站。中国联通是沪港通之下可以买卖的其中一只股票，预计可扩大投资者的基础。新目标价相当于 23.3 倍 15 财年市盈率、19.9 倍 16 财年市盈率、17.6 倍 17 财年市盈率及 1.3 倍 15 财年市净率。

表-3: 同业比较:

公司	股票代码	货币	股价	市盈率			市净率			ROE(%)	D/Y (%)	EV/EBITDA	ROA(%)
				15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	15F	15F	15F
香港上市公司													
中国联通	762 HK	HKD	14.800	20.3	17.4	16.0	1.2	1.1	1.3	6.5	1.8	4.1	2.7
中国移动	941 HK	HKD	115.100	16.7	15.9	14.6	2.0	1.9	2.2	12.7	2.6	6.2	8.1
中国电信-H 股	728 HK	HKD	5.980	19.5	16.8	14.8	1.3	1.2	1.4	6.6	1.8	4.7	3.7
电讯盈科	8 HK	HKD	5.080	15.1	13.2	11.9	3.2	3.0	2.3	22.4	4.8	5.6	4.3
香港电讯	6823 HK	HKD	10.300	19.5	18.0	16.8	2.0	2.1	2.0	10.3	5.3	8.9	4.7
数码通电讯	315 HK	HKD	13.840	18.4	17.2	16.0	4.0	3.7	3.5	23.8	3.5	5.2	8.7
和记电讯香港	215 HK	HKD	3.420	17.5	15.9	14.3	1.4	1.4	1.4	8.2	4.2	7.2	4.5
简单平均				18.2	16.3	14.9	2.2	2.0	2.0	12.9	3.4	6.0	5.2
加权平均				17.6	16.2	14.8	1.8	1.7	2.0	11.3	2.5	5.8	6.8
美国上市公司													
At&T Inc	T US	USD	34.010	13.5	13.1	12.7	2.0	1.9	1.8	14.4	5.5	6.4	5.2
Verizon Communications Inc	VZ US	USD	50.030	13.2	12.6	12.6	15.2	9.8	7.7	134.6	4.4	6.8	8.0
Centurylink Inc	CTL US	USD	36.410	14.3	14.7	15.2	1.3	1.3	1.5	8.2	5.9	5.9	3.2
简单平均				13.7	13.5	13.5	6.2	4.3	3.7	52.4	5.3	6.4	5.5
加权平均				13.4	13.0	12.8	8.7	5.9	4.8	75.2	5.0	6.6	6.5
日本上市公司													
Nippon Telegraph & Telephone	9432 JP	JPY	8,389.000	17.3	15.0	13.3	1.0	1.0	0.9	6.2	2.2	5.0	2.7
Kddi Corp	9433 JP	JPY	2,913.500	16.8	14.8	13.8	2.4	2.2	2.0	15.3	1.9	6.9	8.7
Ntt Docomo Inc	9437 JP	JPY	2,277.000	21.3	19.1	17.1	1.7	1.6	1.5	7.8	2.8	6.8	5.7
Softbank Corp	9984 JP	JPY	7,747.000	13.6	17.0	13.2	3.5	2.9	2.4	28.2	0.5	8.4	4.1
简单平均				17.2	16.5	14.4	2.2	1.9	1.7	14.4	1.9	6.8	5.3
加权平均				17.3	16.5	14.4	2.1	1.9	1.7	14.3	1.9	6.7	5.1
欧盟上市公司													
Vodafone Group Plc	VOD LN	Gbp	232.250	39.7	40.3	35.4	0.9	1.1	96.2	3.2	4.9	7.2	2.5
Deutsche Telekom Ag-Reg	DTE GR	EUR	16.977	24.9	21.0	18.2	2.8	2.7	2.5	11.3	3.2	6.7	3.7
Swisscom Ag-Reg	SCMN VX	CHF	554.500	17.4	17.1	16.6	4.6	4.3	4.0	28.0	4.0	8.4	7.4
Telenor Asa	TEL NO	NOK	173.800	18.3	15.9	14.6	3.7	3.6	3.4	20.7	4.6	7.6	7.8
Telecom Italia Spa	TIT IM	EUR	1.081	15.7	15.0	14.2	1.1	1.0	0.9	7.6	0.7	5.7	2.3
简单平均				23.2	21.9	19.8	2.6	2.5	21.4	14.2	3.5	7.1	4.7
加权平均				27.7	26.3	23.4	2.3	2.3	36.0	11.2	3.9	7.1	4.1
其他发达市场													
Telstra Corp Ltd	TLS AU	AUD	6.320	18.5	17.1	16.1	5.7	5.4	5.1	30.8	4.9	8.3	12.7
Singapore Telecom Ltd	ST SP	SGD	4.370	18.4	17.5	16.1	2.8	2.7	2.6	15.5	4.0	15.0	9.5
简单平均				18.4	17.3	16.1	4.2	4.0	3.8	23.2	4.4	11.6	11.1
加权平均				18.5	17.3	16.1	4.3	4.1	3.9	23.7	4.5	11.4	11.2
整体简单平均				18.1	17.1	15.7	3.5	3.0	6.5	23.4	3.7	7.6	6.4
整体加权平均				18.9	17.9	16.3	3.9	3.2	9.7	27.1	3.5	7.5	6.7

资料来源: Bloomberg。

财务报表及比率:

	损益表				
Year end Dec, RMB m	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Revenue from the Mobile business	151,133	155,095	160,385	167,539	179,318
Revenue from the Fixed-line business	86,566	88,481	88,231	89,210	90,185
Unallocated service revenue	947	1,302	1,341	1,380	1,443
Sales of telecom products	56,393	39,803	40,494	38,068	36,929
Total revenue	295,039	284,681	290,451	296,197	307,875
Interconnection charges	(20,208)	(14,599)	(13,633)	(13,068)	(12,732)
Depreciation & amortization	(68,196)	(73,868)	(74,684)	(76,939)	(79,840)
Networks, operations & support expenses	(33,704)	(37,851)	(38,948)	(40,117)	(41,320)
Employee benefit expenses	(31,783)	(34,652)	(36,742)	(37,321)	(39,100)
Costs of telecommunications products sold	(63,416)	(43,397)	(41,541)	(37,720)	(35,483)
Other operating expenses	(61,964)	(61,411)	(63,765)	(66,145)	(71,391)
Total operating expenses	(279,271)	(265,778)	(269,313)	(271,309)	(279,866)
Operating profit	15,768	18,903	21,138	24,888	28,009
Finance costs	(3,113)	(4,617)	(4,538)	(5,199)	(5,555)
Interest income	173	283	254	308	367
Other income - net	887	1,362	1,444	1,530	1,622
Profit before income tax	13,715	15,931	18,297	21,526	24,443
Income tax expenses	(3,306)	(3,876)	(4,452)	(5,237)	(5,947)
Net profit	10,409	12,055	13,845	16,289	18,496
EPS (RMB)	0.440	0.505	0.577	0.675	0.762

	现金流量表				
Year end Dec, RMB m	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Profit before income tax	13,715	15,931	18,297	21,526	24,443
Net interest expenses (income)	2,790	3,830	4,285	4,892	5,188
Depreciation & amortization	68,196	73,868	74,684	76,939	79,840
Other non-cash items	(5,872)	5,696	15,611	(12,925)	11,448
Working capital change	7,781	(2,263)	(1,329)	14,282	1,356
Interest received	173	283	254	308	367
Interest paid	(5,082)	(4,631)	(4,538)	(5,199)	(5,555)
Income tax paid	(3,219)	(4,620)	(4,452)	(5,237)	(5,947)
Net cash inflow from operating activities	78,482	88,094	102,811	94,584	111,140
CAPEX	(72,758)	(69,586)	(100,000)	(85,000)	(80,000)
Others	(4,352)	(5,733)	(1,691)	(958)	(435)
Net cash outflow from investing activities	(77,110)	(75,319)	(101,691)	(85,958)	(80,435)
Proceeds from bank & other loans	186,995	178,144	133,067	143,284	150,300
Repayment of bank & other loans	(183,350)	(206,053)	(123,853)	(140,340)	(160,338)
Dividend paid	(2,686)	(3,677)	(4,789)	(5,500)	(6,471)
Others	967	22,613	(145)	(130)	(117)
Net cash inflow from financing activities	1,926	(8,973)	4,281	(2,686)	(16,626)
Cash & cash equivalents, beginning of year	18,250	21,506	25,308	30,708	36,648
Net change in cash & cash equivalents	3,298	3,802	5,400	5,939	14,079
Effect of FX rate	(42)	0	0	0	0
Cash & cash equivalents, end of year	21,506	25,308	30,708	36,648	50,727

	关键财务比率				
Year end Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Operating margin (%)	5.3	6.6	7.3	8.4	9.1
Net profit margin (%)	3.5	4.2	4.8	5.5	6.0
ROA (%)	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7
ROE (%)	4.9	5.4	5.9	6.4	6.6
Net gearing (%)	56.7	49.8	51.5	53.8	47.7

资料来源: 公司、国泰君安国际。

	资产负债表				
As at Dec, RMB m	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
PP&E	431,625	438,321	474,440	517,501	557,661
Lease prepayments	8,038	9,211	9,579	9,963	10,361
Goodwill	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
Other non-current assets	34,527	38,195	40,431	42,670	44,912
Non-current assets	476,961	488,498	527,221	572,905	615,705
Inventories & consumables	5,536	4,378	5,013	4,869	4,892
Account Receivables	14,842	14,671	15,517	16,555	17,798
Prepayments & other current assets	9,684	10,029	7,207	11,912	9,563
cash & cash equivalents	21,506	25,308	30,708	36,648	50,727
Other current assets	662	2,188	2,296	2,408	2,527
Current assets	52,210	56,574	60,742	72,392	85,507
Total assets	529,171	545,072	587,963	645,297	701,213
Accounts payable & accrued liabilities	102,212	120,371	129,123	133,796	141,850
Amounts due to related parties	5,810	5,164	5,568	6,013	6,503
Commercial papers	35,000	9,979	19,818	23,549	14,476
Short-term bank loans	94,422	91,503	105,228	121,013	139,165
Current portion of other obligations	2,672	2,698	3,050	3,437	3,862
Advances from customers	49,841	46,892	51,724	55,182	59,888
Others	5,282	15,313	4,794	4,999	5,273
Current liabilities	295,239	291,920	319,305	347,989	371,017
Long-term bank debt	2,481	2,420	2,580	2,742	2,920
Deferred revenue	1,269	1,497	1,527	1,558	1,619
CB	11,002	0	0	0	0
Others	281	21,694	23,854	26,227	28,836
Non-current liabilities	15,033	25,611	27,961	30,526	33,375
Total liabilities	310,272	317,531	347,266	378,515	404,393
Share capital & other statutory capital reserve	177,611	179,101	177,643	177,643	177,644
Other reserves	(19,529)	(19,482)	(19,482)	(19,482)	(19,482)
Retained profits	60,817	67,922	82,537	108,620	138,657
Shareholders' equity	218,899	227,541	240,698	266,781	296,819
BPS (RMB)	9.253	9.540	10.032	11.055	12.229

	关键财务比率				
Year end Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Operating margin (%)	5.3	6.6	7.3	8.4	9.1
Net profit margin (%)	3.5	4.2	4.8	5.5	6.0
ROA (%)	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7
ROE (%)	4.9	5.4	5.9	6.4	6.6
Net gearing (%)	56.7	49.8	51.5	53.8	47.7

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路-H股(00525)、国泰君安国际(01788)及滨海投资(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk