

中国：综合电信服务

2015年03月05日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**18.0%**

 日期 **2015/03/04**

收盘价	HK\$12.20
十二个月目标价	HK\$14.50
前次目标价	HK\$13.80
香港恒生指数	24,465.38

信息更新：

- ▶ 我们对中国联通重申买入评级，将目标价上调至 14.5 港元。

本中心观点：

- ▶ 我们认为中国联通令人失望的 2014 年业绩已反映于股价。
- ▶ 预计在 FDD 牌照发放后，2015 年公司将实现稳健增长。

公司简介： 中国联通于中国提供电信服务，包括移动、长途、数据与因特网服务。

股价相对香港恒生指数表现



市值	RMB236,234.4 百万元
六个月平均日成交量	RMB247.9 百万元
流通在外股数(百万股)	23,947.0
自由流通股数比例	20.1%
大股东：持股比例	中国联合网络通信集团有限公司, 71.3%
净负债比率	41.4%
每股净值 (2015F)	RMB10.1 元
市净率 (2015F)	0.99 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	295,038	284,681	284,657	298,511
营业利润	15,767	18,903	22,266	26,631
税后净利润*	10,408	12,055	14,431	17,732
每股收益(元)	0.44	0.51	0.60	0.74
每股收益年增长率 (%)	46.1	14.9	19.2	22.9
每股股利(元)	0.16	0.20	0.24	0.32
市盈率 (倍)	22.8	19.8	16.6	13.5
股利收益率 (%)	1.6	2.0	2.4	3.2
净资产收益率 (%)	4.9	5.4	6.2	7.2

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
王佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

中国联通 (762 HK)

FDD 牌照发放提升 2015 年发展前景

2014 年盈利不及预期： 3 月 3 日中国联通公布 2014 年财务业绩。2014 年公司营收同比下滑 4%至人民币 2,847 亿元，较本中心预估值/市场预期分别低 3%/1%。净利润同比增加 16%至人民币 121 亿元，较本中心预估值/市场预期分别低 10%/7%。本中心和市

营改增和 4G 用户增长放缓成拖累： 2014 年营收主要靠移动业务和固网业务发展推动。我们将营收增速放缓归因于营改增和 4G 用户增长放缓的影响。我们认为，年度盈利能力提高是因为互连费和营销推广费用下降。

下调盈利预估： 根据公司已公布的 2014 年盈利数据，我们将 2015 年预期每股收益下调 9%，预计 2015 年公司移动用户总数/移动宽带用户净增数分别为 1,700 万/2,800 万。

令人失望的 2014 年业绩已反映于股价；重申买入评级： 我们将中国联通目标价上调至 14.5 港元，系因将 2015 年预期企业价值/息税折旧摊销前利润 (EV/EBITDA) 倍数上调至 3.7 倍。我们认为 2014 年令人失望的业绩已反映于股价。我们依然看好中国联通，系因 1) 公司估值不高，低于板块均值 (详见图 3)；2) 公司是同业之中 FDD 牌照发放的最大受益者；3) 公司盈利能力提升情况优于同业。

下行风险： 4G 业务增速放缓、平均每用户收入 (ARPU) 增长不足以及政治风险。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

财务数据及估值

由于中国联通 2014 年业绩不及预期，我们下调了预估值。我们将 2015 年预期营收下调 9%，以反映公司 2014 年增长速度低于预期。相应地，我们将 2015 年预期每股收益下调 9%。我们预计 2015 年公司移动用户总数/移动宽带用户净增数分别为 1,700 万/2,800 万（详见图 4）。我们看好公司在近期获发 FDD 牌照后 4G 业务的增长。

重申买入评级

我们认为公司目前股价已反映了令人失望的 2014 年业绩和潜在的业务增速放缓。得益于市场对 FDD 牌照发放和潜在的电信行业改革预期，电信板块估值出现上升。中国联通估值低于板块均值，我们认为公司是 FDD 牌照发放的最大受益者。现在我们将目标价上调至 14.5 港元，较公司目前股价存在 18% 的上涨空间。本中心估值系基于 2015 年预期 EV/EBITDA 倍数 3.7 倍（前次为 3.6 倍），高于行业均值（详见图 3），系因考虑到 FDD 牌照发放带来的潜在增长。我们依然看好中国联通，系因 1) 公司估值不高，低于板块均值（详见图 3）；2) 公司是同业之中 FDD 牌照发放的最大受益者；3) 公司 3G+4G 的综合增长战略使盈利能力稳健提升，而且公司将受益于铁塔公司的运营。

主要下行风险

同业竞争使 4G 业务增长低于预期、移动数据业务转型使平均每用户收入增长不足以及意料之外的不利的政府政策。

图 1：中国联通财务数据及目标价调整

人民币 百万	调整前		调整后		变动	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
营收	312,283	330,574	284,657	298,511	-9%	-10%
每股收益	0.66	0.82	0.60	0.74	-9%	-10%
股利收益率	2.3	3.0	2.4	3.2	0.1 个百分点	0.2 个百分点
净资产收益率	6.0	6.7	6.2	7.2	0.2 个百分点	0.5 个百分点
目标价 (港元)	13.8		14.5		5%	

资料来源：公司资料，元大

图 2：中国联通估值方法

EV/EBITDA (倍)	3.7
2015 年预期息税折旧摊销前利润 (人民币 百万)	100,664
流通在外股数 (百万股)	23,947
净负债 (人民币 百万)	97,721
港元/人民币	1.2683
目标价 (港元)	14.5

资料来源：公司资料，元大

图 3：同业估值

公司	代码	2015F EV/EBITDA
中国移动	941 HK	4.89
中国联通	762 HK	3.47
中国电信	728 HK	3.86

资料来源: Bloomberg, 元大; 数据截至 3 月 3 日

图 4：中国联通移动运营数据展望

	2014A	2015F	2016F	2017F
移动用户总数 (百万)	299	316	332	340
3G+4G 移动用户数 (百万)	149	177	206	229
混合移动 ARPU (人民币)	44.6	44.8	46.0	48.0
3G+4G 移动 ARPU (人民币)	63.6	65.5	66.3	67.2

资料来源: 公司资料, 元大

图 5：12 个月预期市盈率区间图



资料来源: 公司资料, 元大

图 6：12 个月预期市净率区间图



资料来源: 公司资料, 元大

分析师会议摘要

4G 业务发展

2015 年公司将维持 3G+4G 的发展策略，继续投入资本发展 3G 业务。目前公司 4G 终端的渗透率已达 10%。公司计划在 2015 年底使 4G 用户不低于 1 亿。随着中国主要县镇获发 FDD 牌照，2015 年公司将进一步扩大 4G 网络的覆盖面。公司计划使 3G 信号覆盖中国 95% 的人口。目前 2G 和 3G 网络的使用率分别为 70% 和 52%。

- ▶ **本中心观点:** 我们看好公司 3G+4G 的移动宽带发展策略，因为这将节省资本支出。随着 FDD 牌照的发放，我们认为中国联通的盈利能力将优于同业。考虑到公司 3G 和 4G 制式（WCDMA 及 FDD）之间的技术相关性高，单个基站可兼容两种制式。

资本支出预算

2015 年公司资本支出约为人民币 1,000 亿元（2014 年为人民币 848.8 亿元），其中 44-45% 用于移动宽带业务，22-23% 用于固定宽带及数据业务，其余部分用于基础设施和传输网络建设。中国联通 2015 年资本支出预算中已考虑了铁塔公司的支出贡献。目前尚无法量化分析铁塔公司的支出影响。

- ▶ **本中心观点:** 鉴于中国联通网络配置更佳以及公司 3G+4G 的发展策略，我们预计 2015 年其资本支出预算将低于同业。

ARPU 和用户增速放缓

公司 2014 年整体 ARPU 下降，主要因 2013 年升级至 3G 业务导致高基数，且 2014 年上半年公司实施 2G+3G 的推广策略，拉低了 ARPU。公司预计 4G 业务发展、营改增以及用户实名制注册将进一步提升 ARPU 增幅。4G 数据使用量为 3G 的两倍。2015 年 ARPU 增速将相对稳定。2014 年 4 季度用户净增长放缓，主要因新增用户增速下滑，营改增及推广力度减小。

- ▶ **本中心观点:** 我们预计公司 2015 年 ARPU 将上升，原因是其业务转向移动宽带和 4G，移动数据使用量及资费提高。

盈利能力

2015 年公司将进一步降低营销和推广支出。公司将有序提升员工薪酬至合理水平。2015 年公司息税折旧摊销前利润率应继续提高。

- ▶ **本中心观点:** 我们认为全行业营销费用将维持低位。中国联通和中国电信的 4G 业务推广将主要依靠资费较低的套餐，而非移动终端补贴。

移动虚拟运营商（MVNO）

MVNO 对中国联通十分重要。公司目前拥有 230 万 MVNO 用户，行业渗透率达 70-80%。较高的批发价格系基于 3G 套餐，FDD 牌照发放后，公司已给予 25% 的折扣。

- ▶ **本中心观点:** 我们重申本中心观点，即 MVNO 不会成为中国联通的主要同业竞争对手，因为前者用户渗透率偏低。同时，我们认为对 MVNO 的批发业务将为电信运营商带来有限营收。

其他业务

尽管定价较高，但公司国际漫游业务的毛利率仅为 5%。公司与招行新成立的合资公司将于 3 月开业，主要从事大数据应用和互联网金融的发展。公司 OTT 电视平台“沃 TV”目标获得逾 1,000 万用户。

- ▶ **本中心观点:** 中国联通在创新及 OTT 防御方面取得进展，但 2015 年预计不会有大规模企业改革。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	18,282	21,560	25,364	17,228	24,381
存货	5,803	5,536	4,378	5,341	5,601
应收帐款及票据	13,753	14,842	14,671	14,320	15,017
其他流动资产	10,336	10,272	12,161	9,911	10,393
流动资产	48,174	52,210	56,574	46,799	55,392
长期投资	5,567	6,497	8,939	8,939	8,939
固定资产	430,997	431,625	471,953	509,038	541,132
什项资产	31,386	38,839	7,606	(28,026)	(55,581)
其他资产	467,950	476,961	488,498	489,951	494,490
资产总额	516,124	529,171	545,072	536,750	549,881
应付帐款及票据	26,785	29,312	46,841	25,551	26,352
短期借款	141,882	132,142	115,392	103,856	103,929
什项负债	133,653	133,785	129,687	129,424	130,409
流动负债	302,320	295,239	291,920	258,831	260,690
长期借款	2,536	13,483	2,420	13,422	13,422
其他负债及准备	1,763	1,550	23,191	22,779	22,714
长期负债	4,299	15,033	25,611	36,201	36,136
负债总额	306,619	310,272	317,531	295,032	296,826
股本	2,311	2,328	179,101	179,101	179,101
资本公积	152,964	155,754	(19,482)	(17,499)	(15,726)
保留盈余	54,230	60,817	67,922	80,117	89,681
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	209,505	218,899	227,541	241,719	253,056

资料来源: 公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	7,096	10,408	12,055	14,431	17,732
折旧及摊提	61,057	68,196	73,868	78,398	82,122
本期营运资金变动	66,160	(11,313)	(1,696)	(25,302)	(7,236)
其他营业资产	(57,884)	19,319	12,835	6,602	4,945
营运活动之现金流量	76,429	86,610	97,062	74,129	97,562
资本支出	(86,783)	(72,758)	(69,586)	(78,484)	(76,893)
本期长期投资变动	(9,800)	154	(2,723)	0	0
其他资产变动	(2,897)	(4,506)	(3,010)	0	28
投资活动之现金流量	(99,480)	(77,110)	(75,319)	(78,485)	(76,865)
股本变动	1	1,102	871	0	0
本期负债变动	36,456	3,510	(6,167)	(2,150)	(7,150)
其他调整数	(4,453)	(2,686)	(3,677)	(1,631)	(6,394)
融资活动之现金流量	32,004	1,926	(8,973)	(3,781)	(13,544)
本期产生现金流量	8,953	11,426	12,770	(8,136)	7,153
自由现金流量	49,611	(3,414)	17,613	(7,808)	18,790

资料来源: 公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	248,926	295,038	284,681	284,657	298,511
销货成本	(96,237)	(117,328)	(95,847)	(85,302)	(87,829)
营业毛利	152,689	177,710	188,834	199,355	210,682
营业费用	(141,087)	(161,943)	(169,931)	(177,090)	(184,051)
营业利润	11,602	15,767	18,903	22,266	26,631
利息收入	240	173	283	174	152
利息费用	(3,664)	(3,113)	(4,617)	(4,957)	(4,860)
利息收入净额	(3,424)	(2,940)	(4,334)	(4,784)	(4,708)
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	1,343	887	1,362	1,634	1,643
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	9,521	13,714	15,931	19,117	23,566
所得税费用	(2,425)	(3,306)	(3,876)	(4,686)	(5,834)
税后净利润	7,096	10,408	12,055	14,431	17,732
税前息前折旧摊销前净利	72,659	83,963	92,771	100,664	108,753
每股收益 (RMB)	0.30	0.44	0.51	0.60	0.74
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.30	0.44	0.51	0.60	0.74

资料来源: 公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	19.0	18.5	(3.5)	0.0	4.9
营业利润	115.2	35.9	19.9	17.8	19.6
税前息前折旧摊销前净	14.6	15.6	10.5	8.5	8.0
税后净利润	67.9	46.7	15.8	19.7	22.9
每股收益	67.87	46.10	14.88	19.23	22.88
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	61.3	60.2	66.3	70.0	70.6
营业利润率	4.7	5.3	6.6	7.8	8.9
税前息前 折旧摊销前净利率	29.2	28.5	32.6	35.4	36.4
税后净利润率	2.9	3.5	4.2	5.1	5.9
资产报酬率	1.5	2.0	2.2	2.7	3.3
净资产收益率	3.4	4.9	5.4	6.2	7.2
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	68.9	66.5	51.8	48.5	46.4
净现金(负债)权益比(%)	(53.6)	(55.5)	(34.5)	(40.4)	(35.8)
利息保障倍数 (倍)	3.6	5.4	4.5	4.9	5.8
利息及短期债	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	20.9	27.8	21.0	15.0	20.1
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.5	0.6	0.8	0.7	0.9
流动比率 (倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率 (倍)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债 (RMB 百万元)	126,136	124,065	92,448	100,050	92,970
每股净值 (RMB)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
评价指标 (倍)					
市盈率	33.3	22.8	19.8	16.6	13.5
股价自由现金流量比	4.8	(69.4)	13.6	(30.7)	12.8
市净率	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
股价税前息前折旧摊销 前净利比	3.2	2.8	2.6	2.4	2.2
股价营收比	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源: 公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国联通 (762 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/05/18	11.64	17.60	17.60	买入	何景行
2	2012/07/19	10.02	17.30	17.30	买入	何景行
3	2013/04/01	10.40	14.00	14.00	买入	王佳卉
4	2014/05/05	12.00	13.80	13.80	买入	王佳卉
5	2014/08/12	12.76	14.60	14.60	买入	王佳卉
6	2014/11/19	11.10	13.80	13.80	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	200	48%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	11%
限制评级	8	2%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼