

中国联通 (600050) : 对价上调提供低风险套利收益

2006年4月14日

谨慎增持

电信行业

分析师

陈亮

(8621) 62580818-207

chenliang@gtjas.com

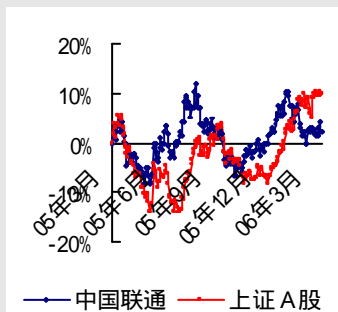
基本数据 2006-3-31

收盘价 (元)	2.70
市盈率 (05)	20.15
市净率	1.21
股息率	1.53%
每股净资产 (元)	2.24
资产负债率	45.75%
流通 A 股市值 (亿元)	175.5

股本数据 (万股)

总股本 (万股)	2119659
流通 A 股 (万股)	650000

一年内股价走势



资料来源：国泰君安证券研究所

主要财务数据：

项目/时间	2004A	2005 Q1-Q3	2005A	2006E
主营收入 (百万)	70,738	57,147	76,109	83,068
主营利润 (百万)	33,975	25,971	34,439	36,065
净利润 (百万)	2,471	2,246	2,842	3,086
每股净收益 (元)	0.117	0.106	0.134	0.146
每股经营现金流 (元)	1.23	1.16	1.53	1.48
P/E(X)	22.48	/	20.15	18.75

投资要点

➤ 联通于4月14日公告股改方案：流通股每10股获付对价由2.3股上调为2.8股，这一对价高于市场及我们此前的预期。送股后联通集团持有联通红筹比重降低至52.44%（考虑到管理层期权因素实际持有红筹比重降低至50.7%），已逼近国家对基础运营绝对控股的目标。而按照停牌前收盘价2.70元自然除权价计算，PB为0.94倍；即使按严格意义的调整后净资产2.01元计算，PB也仅为1.05倍（见表1）。

➤ 联通股改之后投资价值几何？我们的思考逻辑是：（1）资产用户价值是联通估值的底限支撑；（2）业绩增长的幅度决定了其股价提升的空间；（3）电信重组及国际战略投资者入股是联通被低估的资产用户价值得以重估的契机。

➤ 从资产用户价值看，联通红筹及对应 A 股处于估值底限。由于资产及用户价值是电信运营商最核心的资源，因此我们一直强调用 EV/用户/ARPU 来衡量运营商的价值，目前中移动、中国联通的“EV/用户/ARPU”分别为 30 倍、17.3 倍，而中移动和联通历史收购的最低“EV/用户/ARPU”分别为 17.6、17.2 倍。因此，我们认为目前联通估值已处于底限，下跌空间微小（见表 2-3）。

➤ 从业绩增长看，联通自 2005 年已步出业绩低谷、2006 年将持续增长。2005 年是联通艰难转型的一年，在新任管理层的推动下，联通在业绩增长的同时资产质量、财务结构、自由现金流亦发生显著改善，我们认为 2006 年在电信运营环境整体平稳的背景下，联通将持续转型，CDMA 业务将扭亏为盈（营销费用率控制在 35%以内、上客量也将

自前 2 月的月均 30 万户逐步改善), GSM 业务将平稳发展, 固网的疲弱态势难以改变但对利润影响较小, 我们对 2006 年 EPS 由 0.144 元略向上修订为 0.146 元。根据前期媒体披露, 联通为促进 CDMA 上客量提高, 对 CDMA 终端采购量将自 300 万部增加至 600 万部, 我们预计将于 4 月 21 日公布的 3 月份用户数据特别是 CDMA 用户较前 2 月应有所改善, 全年 CDMA 新增用户均值预计约为 40-50 万户。同时, 即将于 4 月 28 日的一季报也应呈现同比增长态势, 主要是 CDMA 业务将自 2005Q1 的亏损 2.9 亿元转为盈利(2005Q3、2005Q4 盈利分别为 0.8 亿、2 亿元)。

➤ 但我们也认为, 在电信业步入平稳增长的整体背景下, 2006 年联通业绩增长也将是温和的, 这将使其股价提升空间受到制约。2006 年信产部规划电信收入增速目标为 10.2%, 而联通将保持电信业收入的平均增速(2005 年全行业为 11.7%、联通为 10.1%), 公司管理层预计利润增长将基本与收入增速同步, 我们认为 2006 年联通净利润增速将在 10% 左右(见图 1-2)。而 2007 年后随着中电信及网通新介入移动运营市场后, 以资费下降、补贴手机为特征的同质化竞争难以避免, 这将使中国运营商的高 EBITDA 率整体有下降趋势; 而中移动如获取 WCDMA 牌照, 其也将在半年左右建设完初步的 3G 网络, 因此联通获得时间差的机会将甚为有限, 2007 年联通的经营压力将较 2006 年加重。

➤ 为何联通的经营业绩难以出现令投资者兴奋的高增长? 我们认为这与外部经营环境及联通内部发展历程有关。一方面, 我们认为, 电信业整体增速放缓、移动运营业强弱悬殊、政府对中移动垄断的无意打破(例如号码携带政策难以出台), 制约了联通的增长空间。但更重要的是, 联通自身的发展历程制约了其短期内盈利改善的幅度, 与中移动 GSM 网络已进入折旧后期不同, 联通 GSM 网络目前正处于折旧高峰期(2008 年后将进入折旧后期), 而 CDMA 网络虽然 2005 年严控资本开支及成本费用、但整体营销开支比重仍超过中移动、而且 CDMA 产业链的限制亦导致其难以显著增长。从 2005 年报看到, 中移动折旧费用占收入比例为 23.2%、联通 GSM 为 33.3%; 中移动 SG&A 率为 33%、联通 CDMA 则为 45.7%。高营运支出比例限制联通盈利增长空间(见表 4-5)。

➤ 电信重组及国际战略投资者入股是联通被低估的资产用户价值得以重估的契机, 但 3G 发牌前大规模的电信重组似乎难以展开, 反倒是国际战略投资者入股是清晰可见。2006 年底基础电信业向外资开放幅度将扩大至 49%, 联通管理层亦表明联通有意引入战略投资者, 从中移动、中网通的外资入股来看, 小比例的参股并未对其股价造成大幅影响, 但收购 PB 最低值为 1.23 倍, 而联通红筹目前 PB 为 1.12 倍, 外资入股 PB 将在此之上(见表 6)。

➤ 以 3 月 31 日停牌前收盘价计算，目前联通 A 股较红筹溢价为 6.78%，而 10 送 2.8 股后联通 A 股较红筹折价幅度为-16.58%。按 10 送 2.8 股自然除权后的联通 A 股 2005 年 PB 为 0.94 倍（按调整后每股净资产衡量为 1.05 倍），2005 年-2006 年 PE 分别下降至 15.7 倍、14.4 倍。我们对联通红筹的目标价为 6.6 元（对应 EV/用户/ARPU 为 18 倍），从而对应联通 A 股（含权）理论价格为 3.28 元。考虑到目前已完成股改的 A 股较 H 股平均折价 13.44%（见表 7），我们对联通 A 股（含权）目标价为 3-3.10 元。我们依然对联通维持“谨慎增持”评级，主要是基于经营业绩提升幅度有限而电信重组难以短期实现，但股改确是为投资者提供了低风险获取 10-15%套利收益的介入机会。

对价 2.8 股后集团实际持有红筹比重约降低至 50.7%；PB 降低至 0.94 倍；对红筹由溢价 6.78% 转至折价 16.58%。

从资产用户价值看，联通红筹及对应 A 股处于估值底限。联通红筹（EV/用户）/ARPU 为 17.30 倍，远低于中移动，也接近其历史收购低点。

表 1：中国联通股改测算——对价已达联通可承受边界

	股改前	股改后
总股本(万股)	2,119,659	2,119,659
非流通股东(万股)	1,469,659	1,287,659
流通股本(万股)	650,000	832,000
非流通股实际送出率	/	12.38%
非流通股比重	69.33%	60.75%
集团持有联通红筹比重(注 1)	57.89%	52.44%
非流通股东原持股价值(元)	/	1.85
非流通股价值对净资产比率(%)	/	0.83
非流通股价值对净资产(调整后)比率(%)	/	0.92
PB	1.21	0.94
PB(按调整后每股净资产)	1.34	1.05
PE(2005A)	20.15	15.74
相对于红筹股溢价(注 2)	6.78%	-16.58%

注 1:如考虑到管理层期权因素,集团实际持有红筹比重股改后降低至 50.7%；

注 2:溢价按 3 月 31 日联通 A 股 2.70 元、4 月 14 日联通红筹 6.5 港币计算；

资料来源：国泰君安证券研究所

表 2：中移动、联通 EV/用户价值对比（2006/4/14 股价估值）

	中移动	联通红筹（CDMA+GSM 用户）
用户(万户)(2006 年 2 月)	25,493	13,027
EV(百万)	689,538	124,532
EV/用户(元)	2,705	956
ARPU(元)	90	55.25
		(其中 GSM:48.5/CDMA:75)
EV/用户/ARPU	30	17.30

注：用户数均为 2006 年 2 月底数据，ARPU 为 2005 年报数据

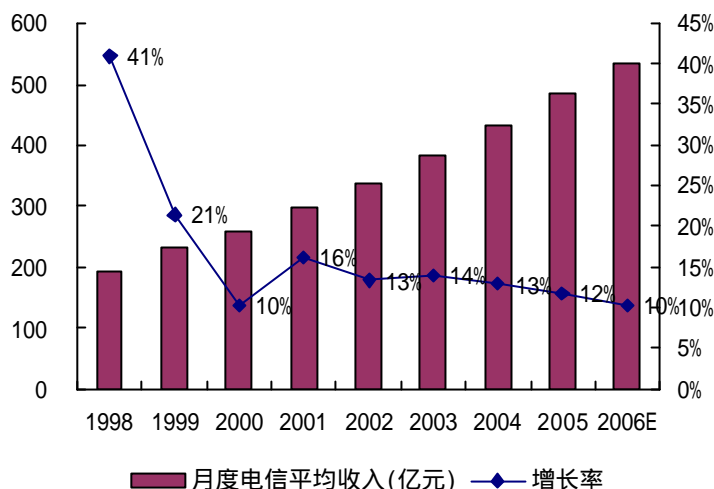
表 3：中国联通、中国移动历史收购估值指标

	中国移动	中国移动	中国联通	中国联通
收购时间	2002.6	2004.6	2002.11	2003.11
EV/用户(元)	2919	1174	1386	1056
EV/用户/ARPU	22.6	17.59	20.18	17.20

资料来源：中国联通、中国移动、中国电信、国泰君安证券研究所

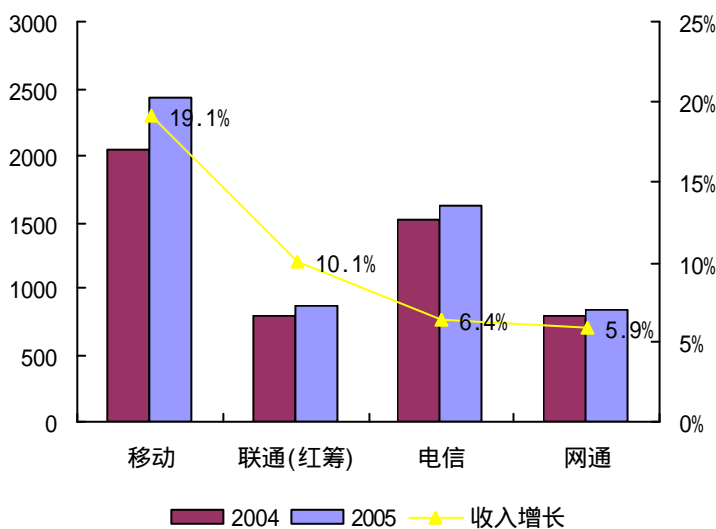
从业绩增长看，联通 2005 年已步出业绩低谷、2006 年将持续增长但预计在 10%以内。

图 1：1998-2006 年电信业务收入增速：电信运营已自高速增长步入平稳增长



资料来源：信息产业部，国泰君安证券研究所

图 2：四大运营商收入增速对比—联通保持行业均速(单位：亿元)



资料来源：公司年报，国泰君安证券研究所

但联通业绩难以出现高增长？这与外部经营环境与联通内部发展历程有关。首先，联通两网都正值折旧峰期，而对比中移动则处于折旧后期；同时，CDMA 网络销售费用高企。高营运支出限制其盈利增长空间。

表 4：中国移动、中国联通营运支出对比

	中国移动	联通 GSM	联通 CDMA
平均每月每户营运支出	62.9	40.92	83.01
平均每分钟营运支出	0.188	0.20	0.30
平均每用户 SG&A	29.78	14.51	37.69
营业支出/收入	69.70%	84.41%	100.58%
SG&A 占营运收入比重	33.00%	29.92%	45.67%

资料来源：中国联通、中国移动、国泰君安证券研究所

表 5：中国移动、中国联通营运支出——结构比较

	中国移动	联通 GSM	联通 CDMA
营运支出	69.70%	84.41%	100.58%
包括：电路租费（注 1）	1.40%	0.49%	26.50%
网间互联支出	6.30%	13.82%	11.03%
折旧（注 2）	23.20%	33.31%	2.03%
工资（包括期权）	5.80%	6.71%	3.88%
销售与管理费用(SG&A)	33%	29.92%	45.67%

注 1、注 2：CDMA 网络租赁费用本质与折旧费用类似；

资料来源：中国联通、中国移动、国泰君安证券研究所

2006 年底前联通引进国际战略投资者清晰可见，但电信重组短期内发生概率不大。

表 6：国际战略投资者入股中国运营商的收购估值

沃达丰对中移动的收购定价			
收购公告日期	收购价格（港元）	收购 PE	收购 PB
2000.11	55	30.55	2.14
2002.6	24.72	14.46	3.48
西班牙电信对中国网通的收购定价			
收购公告日期	收购价格（港元）	收购 PE	收购 PB
2005.6	11.45	8.79	1.23
2005.9	12.70	9.75	1.363

注：2000 年收购 PE、收购 PB 是按照当期股本、2000 年备考净利润和净资产计算；2002 年收购 PE、收购 PB 是按照当期股本、当期净资产、及 2002 年报净利润计算。

目前已完成股改的 A 股较 H 股平均折价 13.44%。

表 7：已完成股改、同时有 A、H 股的折价情况

	A 股	H 股(港币)	A 股折价
G 海螺	9.66	11.8	20.71%
G 兖煤	6.29	6.7	9.07%
G 中兴	29.93	31.4	7.68%
G 鞍钢	5.64	7.45	26.68%
G 中海	5.92	6.25	8.26%
G 马钢	2.6	3.125	19.42%
G 皖通	4.63	4.6	2.52%
G 深高速	3.52	3.925	13.14%
均值	/	/	13.44%
G 北人	3.15	1.91	-59.73%

资料来源：国泰君安证券研究所

注：折价均值剔除了北人股份，因为其参考意义较小。

国泰君安证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上；

谨慎增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5%~15%；

中性：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5%~5%；

减持：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码：200042

电话：(021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码：100088

电话：(010) 82001310

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.comEMAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com**免责声明**

本报告是国泰君安证券股份有限公司研究所为特定投资者和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均不代表国泰君安证券股份有限公司及其研究所的观点和建议。本公司虽已力求报告内容的准确可靠，但本公司及其研究所并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。国泰君安证券股份有限公司以及与该公司有关联的任何个人均不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与国泰君安证券股份有限公司研究所联系，否则后果自负。