

中国联通调整股改方案短评：股改后公司估值吸引力明显，维持“买入”评级

中国联通公告，股改方案由原来的10送2.3调整至10送2.8。

评论：

1、10送2.8应是投资者乐于接受的方案。公司公布的初步股改方案为10送2.3，投资者普遍预期方案最终能上调至10送2.5-3。公司最终公布的10送2.8方案符合投资者预期，应能为投资者所接受。这一方案也好于我们此前对公司进行估值时所做的10送2保守假设。

2、如何判断中国联通的基本面价值和重组价值？我们在和不少投资者的交流中发现，投资者不看好联通的主要理由有两个：1、公司基本面乏善；2、3G（电信重组）具有很大的不确定性。在部分投资者看来，这两个理由是并列关系，尽管与我们看法不太一致，但是我们觉得这至少在逻辑上是合理的。我们觉得比较有意思的是，部分投资者把这两个理由看成是递进关系；首先，公司基本面乏善，其次，即便公司基本面尚可，但3G和电信重组还是有很大的不确定性，依然不看好。其结果是，对公司基本面的负面信息（例如2004年年报低于市场预期）会反应比较充分甚至过度，但是对于基本面的正面信息（比如2005年各个季度的财报好于市场预期）却无动于衷。我们认为，这在逻辑上似乎不妥。

我们觉得值得深入探讨的有两点：第一，在估值中3G（电信重组）应该赋予多少权重？第二，如果不考虑重组，我们是否应该不断在估值中反映公司基本面的变化？。

投资者可以暂时在估值中不考虑3G和电信重组因素。中国电信行业最大的不确定性在于监管政策的变化。投资者目前为3G和电信重组所困，我们相信，3G之后投资者还会有新的困惑，比如说电信和广电系统是否会合并？电信行业是否会实施不对称监管？会不会允许用户保号转网？我们相信，目前没有人能够知道答案，投资者不可能达成共识。就目前而言，有人认为3G和电信重组利于中国联通，有人认为对中国联通不利。正如我们一直强调的，投资者可以暂时在估值中不考虑3G和电信重组因素，等3G和电信重组方案公布时，我们再来分析具体的影响。事实上，这也是目前香港市场投资者的主流看法。在明确了这一点后，我们认为，“即便目前公司业绩尚可，但3G和电信重组还是有很大的不确定性，依然不看好”这样的看法在逻辑上不妥。

我们应该在估值中不断反映公司基本面的变化。对于四大电信运营商来说，都存在着一个估值中该如何考虑3G和电信重组因素的问题。由于3G和电信重组投资者难以达成共识，因此基本面成为香港市场四大电信运营商股价变化的主要决定因素。2005年至今，中国移动股价表现强劲，这是因为其05年业绩同比增长25%，好于市场预期。中国电信的业绩相对平淡，因此股价表现平当。中国网通虽然业绩也比较平淡，但因为有关收购资产和外资并购等投资主题，股价也有一定表现。

至于联通红筹，05年业绩虽然也好于市场预期，但是股价并没有什么表现。我们在和香港投资者的交流中了解到投资者不喜欢中国联通还有一些非基本面的因素：第一，投资者厌倦了公司总是说明年C网能够盈利；第二，联通红筹公司的投资者关系并不太好（这是部分投资者的看法，未必能够代表香港市场的全部看法，也不代表我们认同这一点）；第三，投资者认为，公司的一些会计处理并不太透明，比如手机补贴在12-18月内摊销，而中国移动都是当年摊销。我们认为，2006年公司C网有望取得盈利，应该能够逐步改变投资者关于联通红筹的一些负面看法。

至于联通A股，05年至今，股价同样对基本面反应并不充分。不过市场不喜欢中国联通的理由与香港不太一致。投资者主要是对公司的基本面没有信心，这既包括短期的业绩，也包括公司的中长期趋势。短期而言，电信运营商不断下调资费。从中长期来看，投资者的负面看法包括：第一，电信行业价格战仍将继续；第二，3G将引入新的竞争者；第三，中国联通难以和中国移动相抗衡。我们并不认可这些看法，我们的简要理由包括：第一，语音资费下降是趋势，但语音资费下降并不意味着运营商收入一定下降；第二，3G看似将引入新的竞争者，但如果考虑到准移动电话——小灵通，实际上3G之后电信行业将消除一家竞争者。第三，中国联通确实难以和中国移动相抗衡，但“坏公司”未必是坏股票。我们相信，随着公司2006年业绩的进一步改善，A股市场的负面看法也会逐步改变。

3、目前方案下联通估值极具吸引力，维持“买入”评级。我们对公司的估值结果是：不考虑重组、股改的情况下，公司合理估值水平为2.4-2.7元，考虑股改（10送2.8），不考虑重组的情况下，公司合理估值水平3.1 - 3.5元左右。公司停牌前收盘价为2.7元，我们预测06、07年EPS分别为0.147元和0.16元，10送2.8之后对应的PE水平分别为14倍和13倍。此外，联通A股（3月31日数据）和联通红筹（4月14日）的溢价只有5.7%。公司目前估值极具吸引力，维持“买入”评级。

4、未来3个月公司股价表现的主要催化剂将来自基本面方面，包括公司的运营数据（每个月的20日左右公布）和公司一季报（预计在4月底公布）。我们预计公司未来3个月C网用户数据将逐步提高至30-40万的水平，同时初步估计公司一季度EPS为0.04元。

分析师：杨大力

电 话：63295888 × 345

E-MAIL：yangdali@sw108.com

时 间：2006 年 4 月 17 日

投资评级的说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现 15% 以上；

增持：相对强于市场表现 5% ~ 15%；

观望：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；

卖出：相对弱于市场表现 5% 以下。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。