

公司动态跟踪报告

通信行业

中国联通 (600050)
推荐

通信运营

(首次评级)

2007年9月6日

四合二对联通是重大利好 系统性提高重估价值

通信行业首席分析师：廖绪发

事项：

近日中国联通 A 股表现强劲。市场亦有多种关于行业重组的新的传言。其中值得关注的是四合二方案开始重新被提上讨论热点。自本人上一次深度报告（《上升空间大于下跌风险》¹）在 5.8 元建议投资者买入中国联通以来，A 股股价已经累计上升了 45%，初步达到了推荐效果。目前 A 股股价相对于红筹股价已经溢价 40%+ 的情况下，A 股是否仍具投资价值？这是投资者普遍关心的问题。本报告将对近期传言作简要分析，并重新审视中国联通的重估价值。

评论：

■ 关于行业重组的时间

近期有媒体报道 3G 牌照将于年底发放，最迟 08 年初。这一点，实际上跟本人上一次深度报告判断的时间点没有出入。尽管有部分投资者认为不排除在奥运之后出台行业重组决策，但我们更倾向于认为在奥运之前出台。我们判断的几个基点是：1、4G、Wimax 等技术留给中国发展 3G 的时间已经不多了。如果留到 08 年奥运后，距离 4G 全球标准出台只有两年，时间非常紧迫。2、TD-SCDMA 目前仍在建网，预计 4 季度放号。如果一切顺利，08 年 1 季度同时发放 3 张 3G 牌照的可能性很大。而实际上，既然 TD-SCDMA 是为奥运提供服务的，从国家的角度讲应该是确保万无一失。

我们认为十七大之后关于 3G 与电信行业重组的决策会进一步明朗。这是一个重要的时间之窗。

■ 关于四合二方案

近期市场对行业重组方案的预期逐步从四合三转移到四合二。即重组成“中国移动+中国网通”、“中国电信+中国联通”两家运营商。

四合二的逻辑在于，中国政府的整体策略已经逐步从做大到做强。政府希望打造一个在国际上具有竞争实力和跨国运营实力的运营商，从而实现设备商进一步的国际化。四合二比四合三更有利于电信运营商做强和走出国门。

我们认为这对中国联通是个重大利好。首先，跟四合三方案相比，中国联通是跟实力更强的固网运营商——中国电信合并。其移动网络后续的发展平台更强，因而重估的价值应该更高；其次，从长期竞争远景看，四合二的情况下，行业长期竞争的激烈程度肯定比四合三的激烈程度低很多。

我们认为正是这种对行业重组预期的改变，在提高中国联通的重估价值，是造成近期中国联通股价强劲上涨的动力。

■ 提高中国联通的重估价值

本人在上一次深度报告（《上升空间大于下跌风险》²）中给出的中国联通的重估价值和目标价为 9.6 元。目前看来

¹ 请参见作者在申银万国证券研究所 2007 年 7 月 13 日的中国联通深度研究报告。

² 请参见作者在申银万国证券研究所 2007 年 7 月 13 日的中国联通深度研究报告。

需要更新。因为：1、当时估值比较的基准——中国移动的股价为 85 元，而现在已经上涨到 105 元；2、中国联通 07 年中报的运营数据实际上超出我们的预期。我们因而在中报点评报告中将 07、08 年的 EPS 提高到 0.227 元和 0.294 元，分别同比增长 32% 和 30%。按照这两个基准条件，我们将中国联通的重估价值提高到 12 元左右。各张网络重估汇总结果参见下表，重估的逻辑和过程请参见本人之前的中国联通重估报告。

表 1：中国联通各张网络重组价值汇总

亿元	重估价值 (下限)	重估价值 (上限)
G 网价值	500	600
C 网用户价值	1900	3300
长途数据价值	60	200
权益价值(联通红筹)	2460	4100
总股本(亿)	126	126
每股价值(联通红筹)	19.5	32.5
每股价值(A 股)	7.22	11.88

资料来源：国信证券经济研究所

■ 继续推荐中国联通，目标价格提高到 12 元

尽管中国联通股价近期表现强劲，并且较红筹股价亦有较多溢价，但我们仍继续看好中国联通，给予推荐评级。总体而言，我们认为中国联通仍然具有良好的风险收益比。公司持续改善的盈利，提高了投资的安全边际。按照 08 年 0.29 元预测，目前股价对应 08 年市盈率不到 30 倍，可谓非常便宜。上升空间明显大于下跌风险。十七大前后将是电信行业重组的时间之窗，我们认为关于行业重组的消息会比较多，从而构成股价表现的催化剂。值得注意的是，我们对中国联通重估价值是建立在四合三的前提下的分拆重估价值。如果是四合二，中国联通的重估价值肯定更高。而且，也比四合三方案下具有长期投资价值。

(请参考作者以前在申银万国证券研究所的相关研究报告)

相关报告：《中国联通深度研究报告：上升空间大于下跌风险》 2007.7.13

《中国联通 07 年中报点评报告：费用控制，业绩继续超预期，重申买入》 2007.8.24

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。