

2017年6月22日

声明：本报告中的所有市场数据均截止于2017年6月16日。本报告为中文翻译缩略版，发布时间较英文版有所延迟，英文报告发布日期为2017年6月19日。如有差异之处请参考英文原版。

买入
上调

市场数据：2017年6月16日

收盘价 (港币)	11.30
目标价 (港币)	13.93
HSCEI	10370
HSCCI	3977
52周高/低 (港币)	11.46/8.50
市值 (亿美元)	349.08
市值 (亿港元)	2706.01
流通股 (百万股)	239.47
汇率 (美元/港币)	0.129

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

武煜
A0230514080002
AXT645
wuyu@swsresearch.com

联系人

李欣伟
A0230116030001
BHK128
lixw@swsresearch.com

相关研究

2016年11月11日
中国联通 (762.HK) — 混改经营

2017年1月23日
中国联通 (762.HK) — 年度展望

2017年3月16日
中国联通 (762.HK) — 业务切换

铁搭效应

中国联通 (762.HK)

财务数据及盈利预测

人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	277,049	274,197	277,447	283,130	288,416
同比增长率 (%)	-2.68%	-1.03%	1.19%	2.05%	0.73%
净利润 (百万元)	10,562	630	4,902	8,267	13,718
同比增长率 (%)	-12.38%	-94.04%	678.11%	68.64%	65.94%
每股收益 (元)	0.44	0.03	0.20	0.35	0.57
摊薄每股收益 (元)	0.44	0.03	0.20	0.35	0.57
净资产收益率 (%)	1.73%	0.10%	0.83%	1.39%	2.27%
净资产负债率 (%)	62.12%	62.93%	61.01%	60.36%	59.67%
股息率 (%)	1.82%	0.09%	0.72%	1.21%	1.55%
市盈率 (倍)	30.14	505.33	63.22	37.49	22.59
市净率 (倍)	0.99	1.01	0.97	0.95	0.92
EV/EBITDA (倍)	4.50	4.94	4.00	3.47	3.02

注：“摊薄每股收益”是假设所有已发行可转换证券（如可转换优先股、可转换债券、股票期权和认股权证等）都已行权的情况下计算。

投资要点：

我们认为混合所有制改革会显著增厚中国联通的净利润。由于具体实施细节及时间尚未确定，我们的模型暂未考虑相关盈利贡献。我们判断近期的催化剂主要来源于中国铁塔上市。我们估算中国铁塔市值约为3210亿元人民币（下同），对应增厚中国联通港股价值每股约2.55港币。我们将联通17年EPS预测从0.22元调整至0.2元，18年EPS从0.34元调整至0.35元，19年EPS从0.52元调整至0.57元。根据分部估值法，我们将公司目标价从11.38港币调整至13.93港币，对应约23.27%的上行空间，我们将评级由增持上调至买入。

中国联通已与BAT签订战略合作协议。我们认为BAT三大互联网巨头很有可能成为联通混改的战略投资者。我们预计公司可能会通过股权激励及裁员来提升运营效率。与此同时，公司也将会逐步关停2G网络。我们认为相关举措会对公司产生三方面的影响：营销费用下降、4G用户增长和ARPU提升（主要受益于战略投资者的协同效益），以及运营效率改善的。根据我们粗略计算，相关举措将会为公司节省约300亿元成本。

铁塔上市将会成为联通近期的催化剂。根据DCF模型，我们预计铁塔公司股权价值为3210亿元，对应2.5倍市净率以及11.41倍EV/EBITDA，相对同行折价约40%。公司EBITDA margin为53-55%，与国际公司EBITDA margin一致。公司16年3季度录得亏损，EBIT margin约为8%。由于公司的重资产特性（中国铁塔为国际上拥有铁塔数量最多的公司），我们预计其资本支出将从17年起逐步下滑。我们预计公司17年自由现金流将会转正，收入还会进一步增长（17年收入同比增长7.8%，18年同比增长10.8%）。根据我们的测算，中国铁塔上市将会增厚中国联通港股每股价值约2.55港币。

上调评级至买入。联通目前股价对应约4倍17年EV/EBITDA和0.97倍17年市净率。我们将17年EPS预测从0.22元调整至0.2元，18年EPS从0.34元调整至0.35元，19年EPS从0.52元调整至0.57元。基于分部估值法，我们将公司目标价从11.38港币上调至13.93港币，对应23.27%上行空间，上调评级至买入。

铁搭效应

鉴于政府旨在通过国企改革提高包括电信行业在内的六大行业的经营效率，我们认为改革重点将首先放在长期表现不佳的国企，其中中国联通是最有可能的标的，公司可能今年会进行混合所有制改革。虽然一些投资者对改革的效力持怀疑态度，但我们认为政府可以通过两个途径实现联通的混改。

其一是鼓励中国三大互联网巨头购买相当比例的中国联通股份成为战略投资者。如果以20%的折价出售20%的中国联通A股股份（中国联通集团目前持有62.7%股份），则公司可以获得约300亿元的现金投资。考虑到联通所需的投资规模和核心业务，我们认为三巨头中只有阿里巴巴（BABA.US-买入）和腾讯（700.HK-买入）有望成为其战略投资者。2016年联通分别与两公司达成战略合作则进一步验证了我们的观点。

电信公司与互联网巨头的合作并非没有先例。2013年，阿里巴巴与中国电信达成战略合作协议，当时负责的电信董事长王晓初目前已调任联通董事长。两家公司宣布将在电信业务和无线互联网应用方面进行合作。中国电信为阿里巴巴开通了6条40G专线网络，并推出了“天翼淘宝手机”。这款手机价格低廉，内置移动在线购物软件，旨在吸引广大农村用户通过手机购物。阿里巴巴还通过旗下的虚拟电信业务品牌“阿里通信”涉足移动通信业务，从三大电信运营商处获得转售资格，通过预付费SIM卡为29个城市的用户提供电信服务。鉴于阿里巴巴各业务线庞大的用户规模（其中支付宝约有4亿用户），我们认为联通与阿里的合作有望产生潜在的业务协同效应。

图 1：阿里巴巴移动端用户



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 2：阿里巴巴 PC 端用户



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

腾讯旗下的微信颠覆了中国的移动通信服务，使得数据使用量不断提升。我们注意到流量费用占电信移动业务收入的比重已经达到50%以上，每个用户的平均每月流量消费超过1.2G。考虑到腾讯在线服务与日常用户使用习惯的整合（微信用户平均每月参与度为20.3小时）产生了强大的用户粘性，我们认为腾讯将会是联通最佳的潜在合作伙伴。在我们看来，联通和腾讯之间的合作将产生一系列的营销和用户协同效应，

有助于推动联通每月净增用户数的增长。据联通董事长王晓初透露，2016年与腾讯的合作为公司净增加了2000万用户。

图 3: 腾讯经营数据

	单位	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
QQ						
--智能终端月活用户	亿	8.77	8.99	8.77	8.69	8.61
--最高同时在线用户	亿	6.58	6.67	6.47	6.53	6.78
微信及 WeChat						
--合并月活用户	亿	7.62	8.06	8.46	8.89	9.38
QQ 空间月活用户						
--智能终端月活用户	亿	6.48	6.52	6.32	6.38	6.32
高级休闲游戏						
--合并同时在线用户	万	790	740	720	610	-
--合并最高同时在线用户						
--ARPU	元	85-330	85-350	85-370	100-365	100-370
大型多人在线游戏						
--合并同时在线用户	万	150	150	150	150	-
--合并最高同时在线用户						
--ARPU	人民币	310-450	310-450	310-450	310-450	320-520

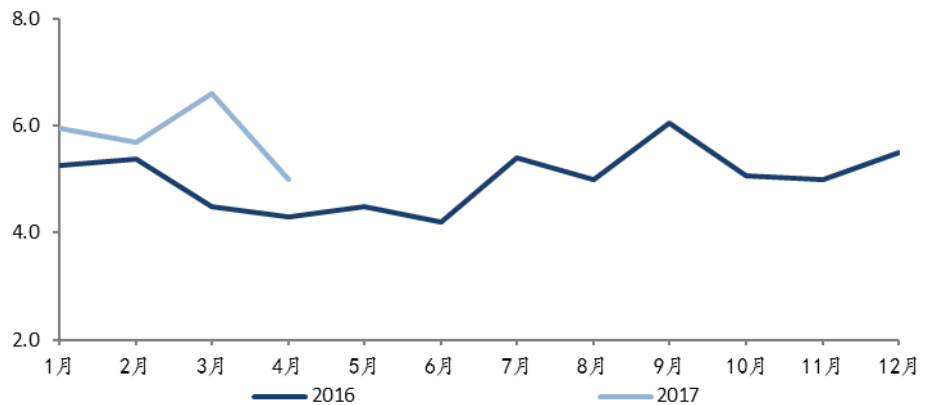
资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

图 4: 中国大陆热门 APP

	安装数 (亿)	参与度 (亿小时)	平均每月每用户参与度 (小时)
微信	9.30	188.40	20.27
QQ	5.30	44.34	8.36
爱奇艺	5.27	60.23	11.43
腾讯视频	4.75	42.75	8.99

资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

图 5: 中国联通每月 4G 用户净增数

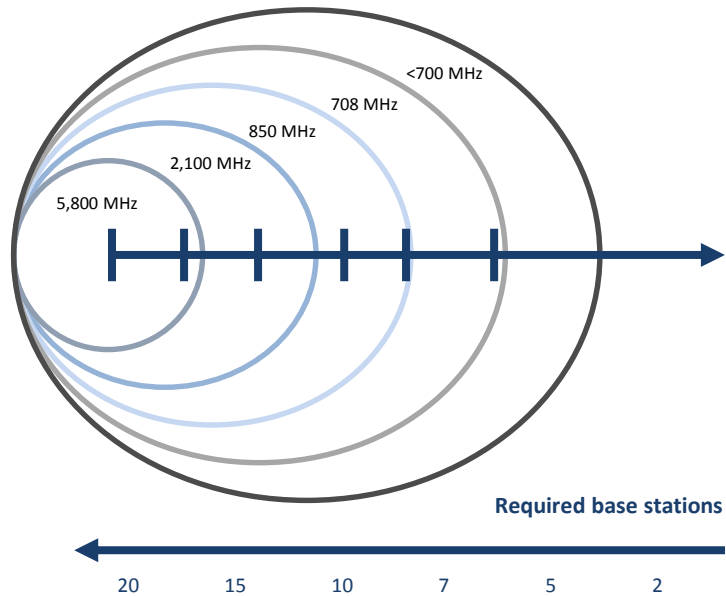


资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

今年早些时候, 有媒体报道称中国广播电视网络有限公司有意入股中国联通母公司。在 700MHz 频带上获得广电 90MHz 频谱将显著提升联通的价值, 因为在该频段上建设 4G 和 5G 网络的成本较低。由于广电所获执照仅覆盖电信相关基础设施和国内互联网数据传输服务, 我们认为广电在短中期内不可能推出移动服务。此外, 我们注意到

广电的注册资本低于 100 亿元，而三大电信运营商的平均资本支出在 4G 网络建设高峰期超过 1000 亿元。广电拥有国内最多的电视频道和剧集，具有相当大的视频资源价值。我们相信广电的内容和联通的固网宽带基础设施可以互补。如果 50%的联通过户订阅 IPTV 服务，公司的服务收入将额外增长 2%。此外，固网宽带和 IPTV 服务捆绑销售有助于联通增加用户。如果固网宽带 ARPU 保持稳定，新增用户每增加 10%将提升公司服务收入 4%。

图 6: 频谱比较



资料来源: 申万宏源研究

我们认为与 BAT 的战略合作会对公司产生三方面的影响: 营销费用下降和 4G 用户增长、ARPU 提升以及营运效率的改善。

2016 年, 联通的总营销费用达到了 340 亿元, 4G 用户净增约 6000 万, 移动用户增加 1100 万 (每用户平均成本 478 元)。相比之下, 中国移动的总营销费用为 570 亿, 净增 2.22 亿 4G 用户和 2200 万移动用户 (每用户平均成本 233 元)。假设 4G 用户和移动用户净增加数在混改后保持稳定, 联通的平均每用户营销费用将下降至 300 元, 总营销费用减少 120 亿元左右。如果联通 4G 用户 ARPU 达到中国移动的平均水平, 每新增 6000 万 4G 用户将增加公司收入 79 亿元, 移动业务收入将同比增长 5%。

图 7: 营销支出比较

万	净增 4G 用户	净增固网宽带用户	总营销费用	每用户平均成本 (元)	成本差
中国联通	6000	1100	3400000	478	105.00%
中国移动	22200	2200	5700000	233	

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

我们注意到联通的 EBITDA margin 由 2015 年的 37.2% 下降至 2016 年的 33%。尽管公司的员工总数仍然很低, 但每位员工的服务收入仍然位列三大运营商最低水平。为了提高运营效率, 我们预计公司将会推出两大举措 — 员工持股及裁员。

图 8: 联通每月净增加 4G 用户数

	EBITDA margin	员工成本/服务收入	每员工成本 (元)	每员工收入 (元)	员工总数
中国移动	41.17%	12.75%	172,503	1,353,357	460,647

中国联通	33.14%	15.32%	156,577	1,022,306	241,550
中国电信	30.73%	17.59%	189,706	1,078,613	287,076

资料来源：公司数据，申万宏源研究

我们认为股权激励计划有助于公司和员工保持目标一致并促进收入的增长。此外，社会资本的介入将会改善公司的国有企业文化，更快地适应新业务环境的变化而不像以前那样习惯于规避风险。王晓初董事长过去曾提及的另一种举措是裁员。上一次联通裁员发生在2001年，当时削减了约3万名员工。我们估计员工每减少5%将会为公司节省19亿元的成本。

图9：裁员情景假设

裁员率	总裁员数	节省成本(亿元)
5%	12,078	18.9
10%	24,155	37.8
15%	36,233	56.7
20%	48,310	75.6

资料来源：申万宏源研究

为了鼓励约8000万的2G用户转化为4G用户，联通正在考虑关闭其2G无线网络。公司目前采取两项措施加快转网进程：一是通过传统促销活动鼓励2G用户向4G用户迁移；二是通过智能手机补贴鼓励用户使用4G网络。联通4G智能手机800元的价格对于用户来说可以承受。鉴于2016年联通仅投入30亿元的渠道补贴，我们相信公司有足够的空间通过补贴刺激智能手机的销售。我们注意到，2G基站大约占联通基站总数的20%。随着10年以上设备的老化折旧，我们认为2G设备的终止不太可能对公司的折旧及摊销产生显著影响。假设新旧基站的维护成本相同，那么2G基站的关停将为联通节省约100亿元的成本。

图10：4G手机型号

	(元)
荣耀6X	1699
小米4A	599
360 F4s	799
三星J3 Pro	799

资料来源：天猫，申万宏源研究

图11：基站数(万)

2G	54
3G	70
4G	74
合计	198

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图12：维护成本测算

2G 基站占比	网络、运营和支持总费用(不包括铁塔租赁费用)	潜在节约成本
27.27%	363亿元	98亿元

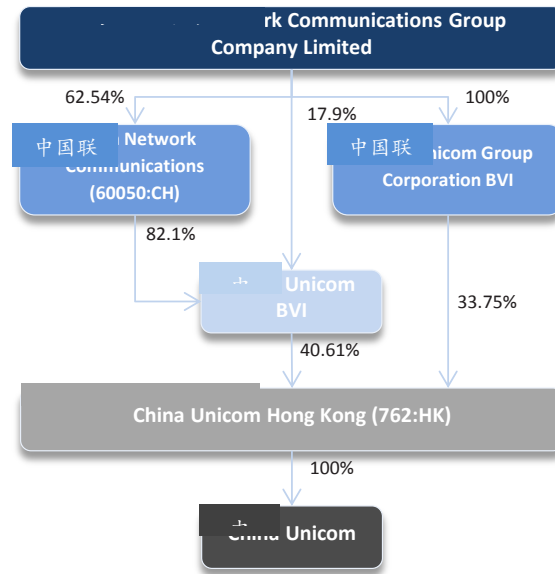
资料来源：申万宏源研究

虽然联通业务发展落后于同行，但我们认为公司仍有很大的改善空间。在公司4G用户ARPU达到中国移动的水平，营销效率提升，裁员5%，以及2G网络关停的情况下，公司的税前利润将增加约320亿元。根据公司前四个月的经营数据，我们注意到今年联通的4G用户净增数正加速改善（17年6500万，16年6040万）。

混改：为何是A股而非H股公司？

一些投资者认为，由于公司的A股估值相对较高（2倍PB），因此最好以内地公司为平台进行股权改革。我们同意此观点，因为以H股公司的目前估值水平可能意味着资产出售价格低于账面价值，导致国有资产的流失，无法通过政府审批。但是，由于政府意在改善国有企业的经营效率，对A股公司的任何注资都将流入H股公司（H股公司是实际运营控制人）。鉴于公司的净负债率已达57.2%，我们认为通过债务融资筹集资金将面临相当大的挑战。

图 13：联通股权结构



资料来源：公司数据，申万宏源研究

铁搭上市影响

今年上半年，中国铁搭公司高管表示公司将优先考虑2017年公开上市。鉴于目前的财务状况（过去三年没有产生利润），我们认为中国铁搭很有可能选择在香港上市。铁搭公司希望借上市减少三大电信运营商的固定资产冗余，目前公司拥有约2000亿元的铁搭资产。2016年3季度，铁搭公司总收入达到400亿元，营业收入1.75亿元。

图 14：铁搭公司16年3季度关键财务数据

资产负债表		利润表	
	(亿元)		(亿元)
现金和现金等价物	170.46	收入	405.74
存货及易耗品	318.36	成本	-325.94
预付款项	34.22	营业税金及附加	-0.0825
应收账款	42.94	销售成本	-0.1217
存货	0.0751	管理费用	-40.37
其他流动资产	63.69	财务费用	-37.47
固定资产	2,092.31		
半成品	235.87	营业收入	1.7538
项目材料	23.03	营业外收入	0.3746
无形资产	7.2707	非商业亏损	-8.3961
长期未摊销费用	194.81	亏损总额	-6.2677
递延所得税资产	13.93	税费	-1.5436
资产总计	2,567.22	净利润总额	-4.7241
流动负债		现金流量表	
短期租金	404.00	经营活动产生的现金流入	239.11

应付账款	465.78	经营活动产生的现金流出	-217.47
预收账款	1.6805	经营活动产生的现金流入净额	21.64
应付工资	12.84	购买物业、厂房和设备	-280.53
应付税款	6.2079	其他相关投资活动	-89.00
其他应付款	33.00	投资活动收益	93.07
非流动负债	0	投资活动产生的现金流入净额	-276.46
递延收益	0.451	融资流入	437.52
长期租金	157.00	偿还贷款	-139.66
长期应付款	835.40	偿还相关贷款利息	-9.1064
股本	1,293.45	投资活动产生的现金流出	-148.77
累计亏损	-43.41	融资活动产生的现金流入净额	288.75
权益合计	1,250.04	现金及现金等价物净增(减)	33.94
累计亏损	-43.41	年初现金及现金等价物	136.53
权益合计	1,250.04	年末现金及现金等价物	170.46

资料来源：申万宏源研究

基于 15% 的成本加成率，铁塔租赁费用主要由基准价格、租赁费和电力引入费构成，共享越多，折扣越大。

$$\text{产品价格} = \text{基准价格} * (1 - \text{适用共享折扣}) + (\text{场地费} + \text{电力引入费}) * (1 - \text{适用共享折扣})$$

$$\text{基准价格} = (\text{标准建造成本} / \text{折旧年限} * (1 + \text{折损率}) + \text{维护费用}) * (1 + \text{成本加成率})$$

根据我们的预测，单家租赁新建铁塔的年平均租金为 33,290 元，租赁存量铁塔的年平均租金为 26,979 元。

图 15：成本假设

维护费用	5,000 元	单个铁塔平均建设成本	200,000 元	新建铁塔		存量铁塔	
建设费用	200,000 元	存量铁塔平均建设成本	144,000 元	单家租赁	33290 元	单家租赁	26,979 元
折旧年限	12 年	场地费以及电力引入费	50,000 元	两家共享	25632 元	两家共享	20,583 元
成本加成率	15%			三家共享	22303 元	三家共享	17,885 元

资料来源：申万宏源研究

各电信公司铁塔数量预测：

图 16：铁塔总量统计

铁塔数量	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
中国联通	550,000	750,000	800,000	900,000	950,000
中国电信	500,000	750,000	800,000	900,000	950,000
中国移动	900,000	1,100,000	1,200,000	1,300,000	1,400,000
中国铁塔	1,631,875	1,983,958	2,083,958	2,221,458	2,311,458

资料来源：申万宏源研究

三大电信公司共享铁塔数量：

图 17：共享铁塔数量

共享铁塔	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
中国联通	206,250	386,250	433,750	533,750	578,750
中国电信	250,000	475,000	522,500	622,500	667,500
中国移动	180,000	360,000	455,000	555,000	645,000
共享折扣率	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
中国联通	37.50%	51.50%	54.22%	59.31%	60.92%
中国电信	50.00%	63.33%	65.31%	69.17%	70.26%
中国移动	20.00%	32.73%	37.92%	42.69%	46.07%

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
单家租赁	20%	10%	5%	0%	
两家共享	80%	85%	80%	75%	70%
三家共享	0	5%	15%	25%	30%

资料来源：申万宏源研究

我们预计中国铁塔 2017 年收入为 707 亿元，2018 年为 781 亿元，2019 年为 830 亿元。

图 18：收入构成

亿元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
中国联通	135.2	187.7	200.4	225.2	237.5
中国电信	118.9	184.5	197.2	222	234.4
中国移动	231.3	283.8	309.3	334.1	358.7
总计	485.4	655.9	706.9	781.3	830.6
同比增速		35.13%	7.78%	10.52%	6.31%

资料来源：申万宏源研究

根据铁塔公司 16 年 3 季度财务数据，公司 EBIT margin 为 8%。我们预测公司 2017-19 年 EBITDA margin 如下：

图 19：EBITDA margin 测算

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
折旧及摊销成本（亿元）	235	305.4	325.4	352.9	370.9
折旧及摊销成本/收入	48.41%	46.56%	46.03%	45.17%	44.66%
EBIT margin	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
EBITDA margin	56.41%	54.56%	54.03%	53.17%	52.66%

资料来源：申万宏源研究

相较于全球同业，中国铁塔的 EBITDA margin 处于中间水平。

图 20：全球同业比较

（亿美元）	排名	所属国家	铁塔数	共享系数	2016 年收入	净利润	EBITDA margin
中国铁塔	1	中国	1,983,958	1.3	97	未披露	54.61%
American Towers	2	美国	144,119	1.9	58	8.48	58.40%
Crown castle	6	美国	40,000	2.2	39	4.11	52.47%
Bharti Infratel	7	印度	90,255	2.17	19	3.22	43.59%
SBA Communication	10	美国	25,777	1.8	16	1.39	74.00%
Tower Bersama	21	印尼	13,000	1.6	2.79	0.97	86.76%

资料来源：申万宏源研究

根据我们的 DCF 模型，在基本情景条件下我们得出铁塔公司估值为 4310 亿元，对应 11.41 倍 EV/EBITDA。考虑到 2020 年 5G 建设全面铺开，运营商无线资本开支可能达到 4G 建设支出的三倍。这意味着铁塔公司的铁塔租赁业务发展具有可持续性，收入有望在 2020 年后持续增长。

图 21：加权平均资本成本（WACC）

无风险利率	3.00%	申万宏源研究
股权风险溢价	7.00%	申万宏源研究
Beta	1.15	申万宏源研究
权益成本	11.05%	资本资产定价模型
名义债务成本	4.00%	历史平均数据
负债权益比	1.12	长期资本结构
有效税率	25%	长期价值加当前税率
WACC	6.81%	加权平均数据

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 22: DCF 估值

亿元	16A	17E	18E	19E	20E
自由现金流	-364.4	162.8	119.7	235.7	255.2
		9.4	8.8	8.2	7.7
现值		117.4	68.3	156.7	169.7
终值					4155.6
企业价值	4438.2				
净负债	1396.4				
净现金	170.5				
股权价值	3212.3				

资料来源: 申万宏源研究

根据我们的预测, 铁塔公司股权价值为 3210 亿元, 对应 2.57 倍市净率。由于联通持有铁塔公司 28% 的股权, 后者上市将会为联通带来约 550 亿元的价值增量, 相当于增厚联通港股每股价值约 2.55 港币。

图 23: 价值增量预测

铁塔公司股权价值 (亿元)	净资产价值 (亿元)	联通持股 (%)	价值增量 (亿元)	总股本 (亿股)	每股价值增量 (港币)
3212	1250	28	549.4	2395	2.55

资料来源: 申万宏源研究

考虑到铁塔公司较低的盈利能力和共享系数, 我们认为 3210 亿的估值合理。铁塔公司相对全球同业 20 倍的 EV/EBITDA 的水平折价约 60%。鉴于公司的定价结构, 我们没认为盈利能力和 EBITDA margin 改善的空间很小, 但公司经营效率仍有提升潜力。

图 24: 同业估值比较

	American Tower	US Crown Castle Int'l	Bharti Infratel	SBA Communications	中国铁塔
EV/EBITDA (倍)	20.1	22.2	17.7	21.4	11.41

资料来源: 申万宏源研究

我们还分析了 EV/EBITDA 倍数变化对联通股价的影响。

图 25: 敏感性分析

EV/EBITDA	9.41x	10.41x	11.41x	12.41x	13.41x
联通股价 (港币)	1.54	2.04	2.55	3.05	3.56

资料来源: 申万宏源研究

根据分部估值法, 我们将目标价由 11.38 港币调高至 13.93 港币, 目标价较现价有 23.27% 的上涨空间, 我们上调评级至买入。

附录

利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	277,049	274,197	277,447	283,130	288,416
网间结算成本	-13,093	-12,739	-12,959	-14,001	-14,492
折旧及摊销	-76,738	-76,805	-79,493	-75,440	-71,830
网络、营运及支持成本	-42,308	-51,167	-52,635	-58,169	-60,762
雇员薪酬及福利开支	-35,140	-36,907	-37,307	-38,813	-40,176
销售通信产品成本	-44,046	-36,529	-30,491	-26,242	-22,044
其他经营费用	-54,960	-57,357	-56,339	-58,679	-60,686
财务费用	-6,934	-5,017	-3,540	-3,189	-2,910
利息收入	438	1,160	610	1,153	1,453
其它净收入	1,363	1,364	1,365	1,366	1,367
其它经营收入	10,568	1,591	0	0	0
税前利润	14,035	784	6,493	10,950	18,170
所得税	-3,473	-154	-1,591	-2,683	-4,452
净利润	10,562	630	4,902	8,267	13,718

资料来源：公司数据，申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	21,755	23,633	38,930	75,126	95,083
存货及易耗品	3,946	2,431	2,622	2,257	1,896
应收账款	14,957	13,622	13,720	14,017	14,284
预付款项及其他流动资产	10,864	14,023	13,198	14,044	14,995
应收关联公司款	2,846	22,724	22,724	22,724	22,724
应收境内运营商款	1,994	3,908	2,774	2,831	2,884
短期银行存款	202	1,754	1,754	1,754	1,754
金融资产	106	123	123	123	123
流动资产	56,670	82,218	95,845	132,876	153,742
固定资产	454,631	451,115	414,499	379,974	369,106
预付租赁费	9,148	9,436	9,625	9,817	10,014
商誉	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
联营公司权益	31,997	32,248	32,248	32,248	32,248
合营公司权益	978	1,175	1,175	1,175	1,175
应收关联公司款	18,322	0	0	0	0
以公允价值计量经其他综合收益入账的金融资产	4,852	4,326	4,326	4,326	4,326
其他资产	25,335	24,879	25,178	25,641	26,244
净延迟所得税资产	5,642	5,986	5,986	5,986	5,986
非流动资产	553,676	531,936	495,808	461,938	451,870
资产总计	610,346	614,154	591,654	594,814	605,612
非流动负债	43,056	43,817	45,862	33,308	23,308
流动负债	336,074	342,655	315,095	325,725	338,087
负债总计	379,130	386,472	360,957	359,033	361,395
权益总计	231,216	227,682	230,697	235,781	244,218
负债和权益合计	610,346	614,154	591,654	594,814	605,612

资料来源：公司数据，申万宏源研究

现金流量表					
人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前净利润	10,562	625	4,902	8,267	13,718
加：折旧及摊销	76,738	76,805	75,465	71,337	67,631
摊销					
净营运资金	(3,340)	(3,898)	2,277	2,297	2,703
其他非现金调整	341	1,061	1,959	(903)	(1,004)
来自中国铁塔的收益					
经营活动产生的现金流量净额	84,301	74,593	88,631	85,100	87,248
投资活动产生的现金流量					
出售固定资产及其他资产所得款	2,336	6,392	3,151	3,189	3,237
购入固定资产	(88,465)	(98,293)	(42,000)	(40,000)	(60,000)
其他固定资产		0	(4,328)	(4,565)	
短期银行存款增(减)	19	68	0	0	0
减：增加投资	(1,077)	(181)	0	0	0
其他投资活动	(4,167)	(3,735)	18,631	8,210	9,556
投资活动产生的现金流量净额	(91,354)	(95,749)	(24,546)	(33,167)	(52,010)
新增债务	190,884	226,116	0	0	0
减：减少债务	182,815	197,759	0	0	0
净增加负债	8,069	28,357	(46,902)	(12,554)	(10,000)
增资	1	0	0	0	0
已付股息	(4,643)	(4,071)	1,887	3,183	5,281
筹资活动产生的现金流量净额	3,427	22,877	(48,789)	(15,737)	(15,281)
汇率波动	73	0	0	0	0
现金及现金等价物净增(减)	(3,553)	1,878	15,297	36,197	19,956
年初现金及现金等价物	25,308	21,755	23,633	38,930	75,126
年末现金及现金等价物	21,755	23,633	38,930	75,126	95,083

资料来源：公司数据，申万宏源研究

关键财务指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(人民币)					
每股收益	0.44	0.03	0.20	0.35	0.57
每股经营现金流	3.52	3.11	3.70	3.55	3.64
每股红利	0.20	0.00	0.08	0.13	0.23
每股净资产	9.66	9.51	9.63	9.85	10.2
关键运营指标(%)					
ROIC	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03
ROE	0.05	0.00	0.02	0.04	0.06
毛利率					
Ebitda Margin	31.58%	29.57%	31.62%	30.81%	31.29%
Ebit Margin	3.89%	1.56%	2.96%	4.16%	6.39%
收入同比增速	-2.68%	-1.03%	1.19%	2.05%	0.73%
净利润同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	0.24	0.29	0.22	0.20	0.18
净资产周转率	1.20	1.20	1.20	1.20	1.18
总资产周转率	0.45	0.45	0.47	0.48	0.48
有效税率	24.75%	24.50%	24.50%	24.50%	24.50%
股息率	1.82%	0.09%	0.72%	1.21%	1.55%
估值指标(倍)					
PE	30.14	505.33	63.22	37.49	22.59
PB	0.99	1.01	0.97	0.95	0.92
EV/Sale	0.34	0.34	0.34	0.33	0.33
EV/EBITDA	4.50	4.94	4.00	3.47	3.02

资料来源：公司数据，申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.