资本开支大幅下滑，混改是亮点

中国联通(600050)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	7.69
合理价格区间(元):	8.05~9.15

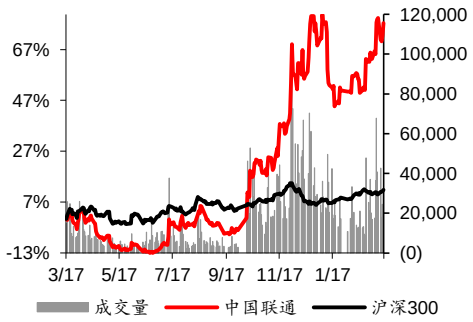
张驿 研究员 执业证书编号：S0570515060001
021-28972073
lu.zhang@htsc.com

赵蓬 联系人 010-56793961
zhao.peng@htsc.com

相关研究

1《中国联通(600050):三季报维持弱势，国企改革预期增强》2016.10
2《中国联通(600050):业绩环比扭亏，移动业务转好》2016.08
3《中国联通(600050):三重因素影响业绩，4G将推动盈利企稳》2016.03

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本（百万股）	21,197
流通A股（百万股）	21,197
52周内股价区间（元）	3.81-7.84
总市值（百万元）	163,002
总资产（百万元）	615,907
每股净资产（元）	3.66

资料来源：公司公告

事件

2016年年报实现主营业务收入2742亿元，同比减少1.03%；净利润1.54亿元，同比减少95.56%；每股收益0.01元，年报业绩符合我们的预期。

资本开支大幅减少，17年将进一步压缩至450亿元

公司2016年实际资本开支为721亿元，较2015年4G建网高峰1339亿元减少618亿元，较年初计划750亿元，也要少29亿元。结构上，4G网络实际投入比原计划要少24亿元，2G/3G比原计划要少50亿元，固网宽带及数据部分与原计划吻合，而基础设施、传送网及其他则超支46亿元。2017年公司将提升现网的利用效率，为5G储备建设资金，并在2016年基础上再进一步压缩资本开支，2017年计划资本开支450亿元，其中无线网络合计188亿元，2G/3G逐步退网，并利用900M频段部署4G基站15万个，固网宽带及数据80亿元，基础设施、传送网及其他182亿元。

引入源头活水，混改是主要看点

2016年下半年决定公司股价上涨的关键动力是混合所有制改革的推进，而公司去年底也与BAT建立了战略合作关系，聚焦于不同的业务领域:1、与百度的合作主要是人工智能、大数据、线上线下O2O服务；2、与腾讯的合作主要是在反电信诈骗、云计算、大数据；3、与阿里的合作在基础通信服务、移动互联网及产业互联网。目前公司混改的最终实施方案仍有待监管部门批准，而如果引入BAT入股，有望提升公司活力，增强在ICT新兴子行业的市场竞争力。

4Q16逐步开展2i2c，首家引入无限流量产品

公司借助4G网络、全网通终端普及和公司独特的cBSS系统及全国性电子商务平台优势，2016年四季度开始，公司创新开启2I2C营销模式，与互联网公司开展精准营销合作，发力流量经营，打造差异化的产品和发展模式，促进用户及合作各方实现共赢。2I2C业务以创新性的业务模式，帮助公司获取新的用户发展触点，以低增量成本促进4G用户发展能力和收入提升，同时通过智能化营销，便捷推送促进用户消费升级，持续提升用户价值。今年初公司又推出不限国内通话与流量的冰激凌套餐，在充分发挥现有4G网络资源方面走在其他运营商前面。

重申“买入”评级

2016年公司服务收入止跌回稳，2017年开年形势较好，前2个月已经实现净利润4.6亿元，月均较2016年一季度增长50%，我们预计公司2017业绩将回归常态，并在以后两年稳步增加，上调18年净利润预测41%，预计公司17-19年净利润分别为30.21/50.13/71.23亿元，对应的PE分别为52/32/22倍。公司混改方案落地将提升整体估值，参考中国移动、AT&T、Verizon PB分别为1.57、2.12、9.08x，我们认为公司合理估值区间为PB 2.2-2.5x，对应的合理价格区间为8.05-9.15元，重申“买入”评级。

风险提示：电信监管政策变化、混改方案低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	277,049	274,197	298,780	317,376	332,712
+/-%	(3.99)	(1.03)	8.97	6.22	4.83
净利润（百万元）	3,472	154.07	3,021	5,013	7,123
+/-%	(12.81)	(95.56)	1,861	65.93	42.10
EPS（元）	0.16	0.01	0.14	0.24	0.34
PE（倍）	45.67	1,029	52.48	31.63	22.26

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	59,758	82,234	124,712	235,407	338,814
现金	22,007	25,395	68,774	173,771	276,135
应收账款	16,811	17,414	19,401	21,175	21,822
其他应收账款	9,621	27,488	23,750	27,424	27,982
预付账款	3,823	3,991	4,127	4,271	4,372
存货	3,946	2,431	3,789	3,675	3,480
其他流动资产	3,550	5,515	4,871	5,091	5,022
非流动资产	555,562	533,673	461,875	384,727	305,088
长期投资	32,975	33,423	33,199	33,311	33,255
固定投资	355,651	371,100	342,764	289,835	224,611
无形资产	26,983	26,377	22,051	17,517	13,052
其他非流动资产	139,953	102,774	63,862	44,064	34,170
资产总计	615,319	615,907	586,587	620,134	643,902
流动负债	338,198	341,569	300,879	316,870	316,135
短期借款	85,196	76,994	84,597	83,308	82,621
应付账款	163,151	140,265	146,618	159,918	157,577
其他流动负债	89,851	124,310	69,664	73,644	75,938
非流动负债	43,075	43,831	45,785	47,727	50,041
长期借款	1,748	4,495	6,302	8,342	10,422
其他非流动负债	41,326	39,336	39,483	39,386	39,619
负债合计	381,273	385,400	346,664	364,597	366,176
少数股东权益	155,364	153,004	159,394	169,995	185,060
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
资本公积	27,812	27,812	27,812	27,812	27,812
留存公积	31,841	30,771	31,516	36,529	43,652
归属母公司股	78,682	77,503	80,529	85,541	92,666
负债和股东权益	615,319	615,907	586,587	620,134	643,902

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	89,233	79,525	62,590	112,116	108,168
净利润	10,434	479.92	9,411	15,615	22,188
折旧摊销	72,296	71,417	71,752	76,808	79,336
财务费用	6,493	3,855	8,067	8,198	7,926
投资损失	405.33	(743.03)	(360.24)	(487.84)	(445.31)
营运资金变动	5,011	331.43	(25,584)	11,663	(988.04)
其他经营现金	(5,407)	4,185	(695.28)	319.37	150.99
投资活动现金	(91,353)	(95,749)	396.96	622.23	603.22
资本支出	92,898	102,305	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,163	41.44	(48.97)	53.71	(36.59)
其他投资现金	2,708	6,597	348.00	675.94	566.62
筹资活动现金	(1,492)	17,903	(19,607)	(7,741)	(6,407)
短期借款	(8,125)	(8,202)	7,603	(1,289)	(687.48)
长期借款	1,329	2,747	1,806	2,040	2,080
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.17)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,304	23,359	(29,017)	(8,492)	(7,799)
现金净增加额	(3,539)	1,836	43,379	104,997	102,365

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	277,049	274,197	298,780	317,376	332,712
营业成本	207,704	211,584	218,781	226,450	231,812
营业税金及附加	884.72	1,064	1,159	1,232	1,291
营业费用	31,965	34,646	33,762	35,864	36,931
管理费用	19,840	19,874	21,184	22,502	23,589
财务费用	6,493	3,855	8,067	8,198	7,926
资产减值损失	4,090	4,177	4,148	4,158	4,154
公允价值变动收益	45.15	(14.22)	5.57	(1.03)	1.17
投资净收益	(405.33)	743.03	360.24	487.84	445.31
营业利润	5,711	(274.77)	12,045	19,460	27,455
营业外收入	10,895	2,707	1,500	1,500	1,500
营业外支出	2,740	1,850	2,147	2,048	2,081
利润总额	13,867	581.26	11,398	18,912	26,874
所得税	3,432	101.34	1,987	3,297	4,686
净利润	10,434	479.92	9,411	15,615	22,188
少数股东损益	6,963	325.84	6,389	10,602	15,065
归属母公司净利润	3,472	154.07	3,021	5,013	7,123
EBITDA (倍)	84,501	74,997	91,863	104,466	114,717
EPS (元)	0.16	0.01	0.14	0.24	0.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(3.99)	(1.03)	8.97	6.22	4.83
营业利润	(64.07)	(104.81)	4,484	61.56	41.08
归属母公司净利润	(12.81)	(95.56)	1,861	65.93	42.10
获利能力 (%)					
毛利率	25.03	22.83	26.78	28.65	30.33
净利率	1.25	0.06	1.01	1.58	2.14
ROE	4.41	0.20	3.75	5.86	7.69
ROIC	2.99	0.93	6.11	12.49	28.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.96	62.57	59.10	58.79	56.87
净负债比率 (%)	23.55	26.79	26.22	25.14	25.41
流动比率	0.18	0.24	0.41	0.74	1.07
速动比率	0.16	0.23	0.40	0.73	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.45	0.50	0.53	0.53
应收账款周转率	16.35	14.00	16.23	15.64	15.48
应付账款周转率	1.51	1.39	1.53	1.48	1.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.01	0.14	0.24	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	4.21	3.75	2.95	5.29	5.10
每股净资产(最新摊薄)	3.71	3.66	3.80	4.04	4.37
估值比率					
PE (倍)	45.67	1,029	52.48	31.63	22.26
PB (倍)	2.02	2.05	1.97	1.85	1.71
EV_EBITDA (倍)	4.56	5.14	4.20	3.69	3.36

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com