渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

公司年报点评

业绩走出低谷 混改助力公司转型

——中国联通（600050）年报点评

分析师: 徐勇 SAC NO: S1150516060001 2017 年 03 月 23 日

通信——通信运营

证券分析师

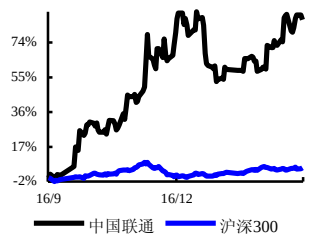
徐勇

010-68784235

xuyong@bhzq.com

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	9.00
最新收盘价:	7.66

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点:

- **业绩略低于预期**

公司于近日公布2016年业绩，2016年主营收入2741.96亿，同比下降1.03%；归母净利润为 1.54 亿元，同比减少 95.56%；每股收益 0.01 元。16 年业绩略低于预期。

- **用户数实现净增长，业绩拐点已过**

公司 16 年收入与用户数已经开始走出低谷，进入反转期。在 2016 年，公司服务收入实现止跌回稳，达到 2409.82 亿元，同比增长 2.42%。但由于没有铁塔出售收入，加之铁塔使用费用增加以及能源、物业租金等费用的增加，导致净利润下降幅度逾 95.56%。在进入 17 年后，前 2 个月公司月均净利润为 4.60 亿元，同比上升 50.00%，利润强势反弹。2 月份，公司移动出账用户累计到达约 2.66 亿户，月净增 53.6 万户。其中，4G 用户累计到达 1.16 亿户，月净增 558.4 万户；固网宽带用户累计到达 7623.2 万户，月净增数 8.6 万户。

- **继续大幅削减资本开支，提升现有网络效益**

公司 2016 年实际资本开支为 721.1 亿元，同比减少 46.1%，和年初预计基本一致，但是在结构上有所调整，在无线网络实际投入方面有所削减，而在基础设施、传送网方面增加，总量维持不变。17 年公司的资本开支将在 16 年基础上进一步压缩，全年 450 亿元，同比下降 37.5%，其中无线网络 188 亿元，固网宽带及数据 80 亿元，基础设施、传送网及其他 182 亿元。17 年的资本开支本预算以提升网络利用效率和加大 5G 储备建设资金为目标，利用 900M 频段部署 4G 基站 15 万个，加快 2G/3G 逐步退网。

- **开启新业务，积极推进混改**

自 16 年以来，联通制定新的营销模式，在流量经营领域与互联网公司合作，大力发展新用户，并降低老用户成本，以提升各级用户发展能力。在 17 年初，公司又推出了不限国内通话与流量的冰激凌套餐，充分挖掘现有无线网络潜力，同时通过精准营销与智能化推送，促进现有用户消费升级，提高公司流量业务的稳步增长。

另外公司已经着手进行混改，并与 BAT 三家分别建立了战略合作关系，覆盖了人工智能、大数据、云计算和移动互联网及产业互联网等不同的业务领域。目前公司混改的最终实施方案仍有待监管部门批准，后续有希望引入 BAT 一家或多家入股，在 IDC/云计算、ICT、物联网和大数据等领域多点开花，打造新兴的利润增长点，增强公司在 ICT 新兴行业的市场竞争力。

- **盈利预测**

考虑到公司业务结构已经开始发生转变，业绩已经走出低谷，并且随着混改推进,公司层面将发生变化，因此公司的整体价值有望得到重估。预计公司在17~19年归母净利润为29.32、40.55和61.15亿元，对应的EPS为0.14、0.19和0.29元，维持“增持”评级。

风险因素：混改进程推迟；用户数增长不如预期。

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	277048.53	274196.78	283382.37	296304.61	312305.06
(+/-)%	-3.99%	-1.03%	3.35%	4.56%	5.40%
经营利润（EBIT）	18894.59	5096.62	15666.36	16380.75	22262.19
(+/-)%	-8.80%	-73.03%	207.39%	4.56%	35.90%
归母净利润	3471.59	154.07	2932.06	4054.99	6114.97
(+/-)%	-12.81%	-95.56%	1803.02%	38.30%	50.80%
每股收益（元）	0.164	0.007	0.138	0.191	0.288

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	14550.66	19874.26	58380.99	189216.51	296062.65
应收票据及账款	30312.20	48946.23	31169.37	52599.50	35500.68
交易性金融资产	5567.11	6497.10	5901.98	4851.70	4325.68
预付款项	4169.98	4005.64	4094.48	3823.40	3990.77
其他应收款	5418.71	5643.33	4801.40	9620.79	27487.51
存货	5803.26	5535.77	4378.47	3945.88	2431.26
其他流动资产	154.28	160.55	1262.31	3266.93	5197.10
长期股权投资	49.96	53.14	3056.54	32974.70	33423.31
固定资产	367280.97	370674.38	377765.03	355650.99	371099.78
在建工程	61899.76	58973.32	58565.88	97495.34	78800.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	21362.04	23822.85	25716.54	26982.88	26376.75
长期待摊费用	8898.96	11334.65	13623.95	13826.29	13190.63
资产总计	511721.36	523194.02	536481.26	603599.63	605710.17
短期借款	107175.13	130765.90	93321.00	85196.20	76993.73
应付票据及账款	103797.10	96152.01	112480.47	163174.99	140332.79
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	43083.18	50352.48	47470.42	48933.58	47614.81
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	189.81	-14.23	2038.88	214.01	0.00
其他应付款	8959.53	9081.35	7425.99	8414.47	11845.33
其他流动负债	1411.94	1268.86	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	23071.45	57974.97	57974.97	57974.97	57974.97
负债合计	369467.34	375132.51	282231.94	314554.25	296334.83
股东权益合计	234046.38	230506.97	231269.40	232323.83	233913.93

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	10434.39	479.92	9132.89	12630.64	19047.16
折旧与摊销	7.18	78549.56	116062.15	116062.15	109466.84
经营活动现金流	90698.82	78864.67	127360.09	141951.62	121169.17
投资活动现金流	-91353.20	-95749.34	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-1492.41	17903.33	-88853.36	-11116.10	-14323.04
现金净变动	-2073.68	1175.87	38506.74	130835.52	106846.13
期初现金余额	22194.70	14699.33	19874.26	58380.99	189216.51
期末现金余额	14699.33	17574.45	58380.99	189216.51	296062.65

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	277048.53	274196.78	283382.37	296304.61	312305.06
营业成本	207704.32	211584.01	210269.72	219858.02	226733.47
营业税金及附加	884.72	1064.09	1099.74	1149.88	1211.98
销售费用	31965.06	34646.23	35806.88	37439.67	39461.41
管理费用	19839.82	19873.90	20539.68	21476.29	22636.01
财务费用	6493.42	3854.99	3489.17	-460.11	-3134.03
资产减值损失	4089.79	4177.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	45.15	-14.22	0.00	0.00	0.00
投资收益	-405.33	743.03	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	45.15	-14.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	5711.21	-274.77	12177.19	16840.86	25396.22
其他非经营损益	8155.51	856.03	0.00	0.00	0.00
税前利润	13866.73	581.26	12177.19	16840.86	25396.22
减：所得税	3432.33	101.34	3044.30	4210.21	6349.05
净利润	10434.39	479.92	9132.89	12630.64	19047.16
少数股东损益	6962.80	325.84	6200.83	8575.65	12932.19
归属于母公司的净利润	3471.59	154.07	2932.06	4054.99	6114.97
基本每股收益	0.16	0.01	0.14	0.19	0.29
稀释每股收益	0.16	0.01	0.14	0.19	0.29

财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营收增长率	-3.99%	-1.03%	3.35%	4.56%	5.40%
EBIT 增长率	-8.80%	-73.03%	207.39%	4.56%	35.90%
净利润增长率	-0.73%	-14.43%	57.48%	0.54%	-0.54%
盈利性					
销售毛利率	25.03%	22.83%	25.80%	25.80%	27.40%
销售净利率	3.77%	0.18%	3.22%	4.26%	6.10%
ROE	4.41%	0.20%	4.07%	6.28%	11.49%
ROIC	2.47%	0.94%	3.60%	5.80%	20.36%
估值倍数					
PE	46.77	1053.82	55.38	40.04	26.55
P/S	0.59	0.59	0.57	0.55	0.52
P/B	2.06	2.09	2.25	2.52	3.05
股息收益率	0.88%	0.75%	5.16%	7.13%	10.75%
EV/EBITDA	4.37	4.92	2.29	1.36	0.65

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长（金融行业研究＆研究所主持工作）
张继袖
+86 22 2845 1845

副所长
谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组
郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组
王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组
林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究
伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组
任宪功（部门经理）
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信＆电子行业研究小组
徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究
安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究
姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究
李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究
张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究
刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究
任宪功（部门经理）
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究＆部门经理
崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究
潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究
祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究
郝倞
+86 22 2386 1600

基金研究
刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究
王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究＆部门经理
周喜
+86 22 2845 1972

策略研究
宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站
冯振 债券•经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化•套期保值模型研究

综合质控＆部门经理
郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售•投资顾问
朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合
白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津
天津市南开区宾水西道 8 号
邮政编码：300381
电话：（022）28451888
传真：（022）28451615

北京
北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层
邮政编码：100037
电话： （010）68784253
传真： （010）68784236

渤海证券研究所网址： www.ewww.com.cn