

中报业绩高增长 推动混改顺利实施

——中国联通（600050）半年报点评

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2017年08月18日

通信——通信运营

证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhzq.com

投资要点：

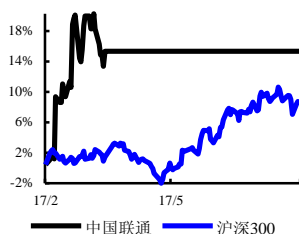
● 各项业务步入上升期，盈利能力明显改善

公司于8月17日发布中期业绩报告，报告称：17年上半年，主营业务收入1241.1亿元，同比增长3.2%；归属母公司的净利润同比增长74.3%，达到7.8亿元；公司资本开支91.4亿元，同比大幅下降49.5%；自由现金流405.4亿元。公司业绩指标显示收入稳步回升，资本开支大幅下降，盈利能力明显改善，整体已经处于一个上升通道。

从具体业务上看，上半年公司在移动业务、固网业务以及网络建设三个方面都有很大的提升：

评级：**买入**
上次评级：**增持**
目标价格：**9.00**
最新收盘价：**7.47**

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《业绩走出低谷 混改助力公司转型》2017/3/23

1) 移动业务方面：公司大力发展流量经营，转型移动业务，提升新入网用户质量，在提速降费的环境下，实现移动业务收入768.4亿元，同比增长5.2%，超过行业平均。移动用户净增563万户，总数达2.69亿户。加快2G用户向4G网络迁移，优化用户结构，其中4G用户净增3426万户，总数达到1.39亿户，占比达到51.5%；4G用户数的猛增得益于公司加快4G业务发展，全面推广2I2C、2B2C、冰激凌套餐等多元化流量型产品，构建出“畅视+沃视频”的差异化内容体系，满足不同用户需求，并借助大数据开展场景化精准营销。多重的套餐与内容体系促进流量快速增长及用户价值提升，上半年手机上网数据流量同比增长325.7%，收入达到429.0亿元，其中4G用户月户均数据流量达到3.33GB。基于用户流量业务的猛增，用户ARPU提升明显，达到48.0元，特别是4G用户ARPU达到66.5元。

2) 固网业务方面：公司通过发展互联网创新业务来抵消固网语音收入下降及宽带市场的竞争压力，实现业务收入465.7亿元，同比持平。其中语音收入占比下降至13.4%，宽带业务占比提升，固网数字化结构进一步改善。上半年来公司重点在全光网上主推以视频为主的高带宽内容及应用产品，优化端到端的客户服务流程，提升客户满意度，从而实现宽带用户数同比增长4.0%，实现固网宽带收入215.6亿元。下半年，公司将重点打造丰富的宽带内容及应用，强化运营与服务，不断提升差异化竞争能力。此外公司在固网产业链资源整合和创新业务上有所突破，主要表现为ICT、IDC及云计算业务保持两位数增长、物联网连接数突破5000万个、金融贷款余额达到320亿元、大数据业务继续保持市场领先、个人征信和位置服务保持行业领导者地位。

3) 网络建设方面，经过两年大规模4G网络建设，近期公司一直在推进4G网络精准建设，将投资聚焦于重点城市和投资回报高的区域，提升存量资源使用效率，目前联通4G网络利用率达到35%，FTTH用户占比达到74.2%，同比提升明显。基础网络方面，公司持续提升传输、承载网传输能力，骨干网时延继续保持行业最优，同时跟进新技术演进，全面引入NFV技术，为

未来发展积蓄能力。

● 多方位加强建设，进一步提升公司竞争力

在上半年经营基础上，公司下半年全面深化实施聚焦战略，以规模效益发展为主线，提升网络和创新业务能力，促使经营继续增长，进一步增强核心竞争力。公司主要在以下几个方面做重点投入：

1) 持续提升网络基础设施能力。上半年公司资本开支仅完成全年的 20%，下半年的基建投资力度将进一步加大，混改募集资金也明确用于宽带网络建设，因此，围绕着 4G 网络与物联网建设部署，公司将以精准建设、快速扩容，提高网络响应速度为目标全面铺开，并在 5G 技术上以跟随策略为主，主动进行多方位的 5G 网络实验，为将来 5G 网络商用做好全面的技术储备。固网方面通过总承包和社会化合作方式实现提质增效，建设低时延高可靠全光网(传输能力 100G)，大幅提升骨干网网间互联容量。

2) 加快运营模式和应用创新。在当下运营商业务同质化，企业差异化将是竞争力的重要体现，公司通过经营模式转变，发展激发收入和利润增长的新模式，如已经对业绩提升做出重大贡献的 2I2C 业务、处于推广阶段就很受欢迎的 2B2C 业务。同时在业务融合方面，利用宽带经营体系，推出“光宽带+”品牌，融合其他领域产品，实现业务利润提升。创新方面，公司继续加强布局物联网、云计算、大数据等业务，此块业务收入增速是最快的，将会成为公司收入增长的主要动力。

3) 内部机制和管理增强。今年以来公司一直在进行精简机构，推进市场线、支撑线、职能线的机制体制改革，打造新的企业架构，一方面鼓励员工创业和下基层经营承包，另一方面通过实施员工持股计划全面提升人力资源效能。在 2C 领域通过互联网运营部组建视频公司；在 2B 领域以集团客户为中心成立大数据公司；在 2I 领域利用合作化运营全面保障创新业务领域供给能力。

● 混改方案初步落地，公司迎来新的发展机遇

公司在公布业绩的同时，也公布了初步混改方案。根据方案，BATJ 等 14 家战略投资者向联通 A 股公司认购约 90 亿股新股，并向联通集团公司购入 19.0 亿股联通 A 股公司股票，价格为每股人民币 6.83 元；拟向核心员工授予约 8.5 亿股限制性股票，价格为每股人民币 3.79 元；总交易对价约为人民币 780 亿元，资金将用于 4G、5G 网络建设和创新业务发展。其中引入的民营战略投资者中，腾讯 110 亿元；百度 70 亿元；阿里巴巴 43.3 亿元；京东 50 亿元；苏宁 40 亿元；光启互联技术 40 亿元；前海方舟信息基金 40 亿元；鑫泉基金 7 亿元。国有部分两家，中国人寿投资 217 亿元；国企结构调整基金 129.75 亿元。混改后，中国联通集团公司将持有联通 A 股公司 36.7% 股份，战略投资者持有 35.2%，员工持股 2.7%，公众股东持有 25.4%。更加详细的方案有待于公司进一步公告，但是毫无疑问，此次混改具有相当重要的意义。

公司最近一次重组是 08 年联通与网通合并成立新联通，从而在 3G 时代获得先发优势，此后虽然联通在用户数和规模上有了跨越式的发展，但是和移动相比，公司的利润只占移动的 1.25%，与移动的悬殊差距使得 3G 时代联通的牌照优势显得很微弱。当前联通需要加强基础设施建设，仅在 4G 基站方面，与其它两家运营商有几百亿的差距。在即将到来的 5G 时代，仅靠自身

积累，联通拥有的资源不足以全面展开 5G 建设。所以此次混改带来的 700 多亿资金，对联通的发展来说是非常重要的。这也是联通成为了通信行业第一家混改的央企的重要原因。如果混改成功，将大大充实公司实力，后续在业绩持续增长基础上，公司将可以从资本市场再融资，进一步加强网络设施建设，并可以从容应对 5G 时代的竞争。另外此次混改引进国内最大的四大互联网公司、行业内垂直应用企业以及央企财务投资者，这些战略投资者也会给公司带来多方面的资源。

混改不仅能给联通带来一次新的发展机遇，同样也给参与混改的互联网企业带来新的发展空间。当年美国正是在政府加大基建与降低资费的刺激下，涌现出一批互联网巨头，而国内自去年以来，政府一直贯彻宽带中国政策，推动运营商实施和提速降费措施，加快国内信息产业的基建。此次四大互联网公司参与联通混改，一方面是为了保证自己互联网业务获取更低成本的管道资源，另一方也是同过于运营商深度合作加深其应用人群的和使用频次的深度和广度。所以此次混改将是运营商与互联网企业双赢，发挥更多协同效应的深度合作，将会给各自领域带来崭新的发展机遇与市场空间。

同时我们关注到混改方案中另一个亮点就是激励员工的股份配售计划，以市价的五折向员工配售股份可以大大提振员工积极性，特别是中层骨干。因为中国联通高管人均薪酬远低于中国电信和中国移动，配置股票一方面可以增加员工的收入。另一方面也是更紧密的将公司的利益与员工的利益有机的结合起来，解决只拿固定工资的问题。

此次引入的垂直行业领先公司都是与联通深度合作多年的企业，其中网宿科技将于公司在 CDN 业务领域进一步加深合作，形成该业务领域的互补效应；宜通世纪将聚焦于物联网领域，通过 Jasper 平台增强公司在物联网方面的应用推广，从而获得物联网业务的突破；用友网络将和公司在企业 SAAS 方面进行深入的合作，打通公司在业务与 IT 之间的壁垒。联通的此次混改实施将会带动包括通信行业在内的各个领域的央企与地方国企的改革浪潮，具备十分重要的指导意义，或将成为国企混改的一个标杆。

● 盈利预测

考虑到当前公司人员与业务结构逐步优化，随着混改引入的战略投资者将会给公司带来全方面的资源，公司的整体业务将走上上升通道，企业价值有望得到重估。预计公司在 17~19 年归母净利润为 20.51、37.53 和 53.41 亿元，对应的 EPS 为 0.10、0.18 和 0.26 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：混改方案推进进度低于预期；移动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	286535.64	303727.78	324988.72
(+/-)%	-3.99%	-1.03%	4.50%	6.00%	7.00%
经营利润 (EBIT)	18894.59	5096.62	11916.48	15021.67	19276.85
(+/-)%	-8.80%	-73.03%	133.81%	26.06%	28.33%
归母净利润	3471.59	154.07	2051.24	3753.27	5440.73
(+/-)%	-12.81%	-95.56%	1231.33%	82.98%	44.96%
每股收益 (元)	0.16	0.01	0.10	0.18	0.26

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	14550.66	19874.26	66533.94	190486.65	311247.86	营业收入	277048.53	274196.78	286535.64	303727.78	324988.72
应收票据及账款	30312.20	48946.23	32237.18	53723.77	38129.44	营业成本	207704.32	211584.01	217194.01	227795.83	240491.65
交易性金融资产	6497.10	5901.98	4851.70	4325.68	4325.68	营业税金及附加	884.72	1064.09	1111.97	1178.69	1261.20
预付款项	4005.64	4094.48	3823.40	3990.77	4363.65	销售费用	31965.06	34646.23	36205.31	38377.63	41064.06
其他应收款	5643.33	4801.40	9620.79	27487.51	11290.66	管理费用	19839.82	19873.90	20768.23	22014.32	23555.33
存货	5535.77	4378.47	3945.88	2431.26	5890.71	财务费用	6493.42	3854.99	2737.09	-1226.49	-3979.52
其他流动资产	160.55	1262.31	3266.93	5197.10	5197.10	资产减值损失	4089.79	4177.14	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	53.14	3056.54	32974.70	33423.31	33423.31	公允价值变动收益	45.15	-14.22	0.00	0.00	0.00
固定资产	370674.38	377765.03	355650.99	371099.78	345189.46	投资收益	-405.33	743.03	0.00	0.00	0.00
在建工程	58973.32	58565.88	97495.34	78800.31	0.00	其他经营损益	45.15	-14.22	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	5711.21	-274.77	8519.03	15587.79	22596.00
无形资产	23822.85	25716.54	26982.88	26376.75	21620.54	其他非经营损益	8155.51	856.03	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	11334.65	13623.95	13826.29	13190.63	6595.32	税前利润	13866.73	581.26	8519.03	15587.79	22596.00
资产总计	523194.02	536481.26	603599.63	605710.17	523058.11	减：所得税	3432.33	101.34	2129.76	3896.95	5649.00
短期借款	130765.90	93321.00	85196.20	76993.73	0.00	净利润	10434.39	479.92	6389.27	11690.84	16947.00
应付票据及账款	96152.01	112480.47	163174.99	140332.79	130151.92	少数股东损益	6962.80	325.84	4338.04	7937.57	11506.27
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司的净利润	3471.59	154.07	2051.24	3753.27	5440.73
预收款项	50352.48	47470.42	48933.58	47614.81	51603.96	基本每股收益	0.16	0.01	0.10	0.18	0.26
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	稀释每股收益	0.16	0.01	0.10	0.18	0.26
应交税费	-14.23	2038.88	214.01	0.00	0.00	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他应付款	9081.35	7425.99	8414.47	11845.33	11845.33	成长性					
其他流动负债	1268.86	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率	-3.99%	-1.03%	4.50%	6.00%	7.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-8.80%	-73.03%	133.81%	26.06%	28.33%
其他负债	23071.45	57974.97	57974.97	57974.97	57974.97	净利润增长率	-0.73%	-14.43%	53.00%	2.43%	-1.79%
负债合计	369467.34	375132.51	291947.06	317294.99	315119.95	盈利性					
股东权益合计	234046.38	230506.97	231040.36	232016.33	233431.10	销售毛利率	25.03%	22.83%	24.20%	25.00%	26.00%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	3.77%	0.18%	2.23%	3.85%	5.21%
净利润	10434.39	479.92	6389.27	11690.84	16947.00	ROE	4.41%	0.20%	2.78%	5.62%	9.60%
折旧与摊销	7.18	78549.56	116062.15	116062.15	109466.84	ROIC	2.47%	0.94%	2.74%	5.54%	17.96%
经营活动现金流	90698.82	78864.67	132906.75	134101.45	132974.30	估值倍数					
投资活动现金流	-91353.20	-95749.34	0.00	0.00	0.00	PE	45.61	1027.68	77.19	42.19	29.10
融资活动现金流	-1492.41	17903.33	-86247.06	-10148.75	-12213.08	P/S	0.57	0.58	0.55	0.52	0.49
现金净变动	-2073.68	1175.87	46659.69	123952.70	120761.22	P/B	2.01	2.04	2.15	2.37	2.80
期初现金余额	14699.33	17574.45	19874.26	66533.94	190486.65	股息收益率	0.90%	0.77%	3.70%	6.77%	9.81%
期末现金余额	17574.45	21222.34	66533.94	190486.65	311247.86	EV/EBITDA	4.33	4.87	2.25	1.31	0.49

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 (金融行业研究与研究所主持工作)

 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 1319

环保行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651
 刘蕾
 +86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

 伊晓奕
 +86 22 2386 1673
 刘秀峰
 +86 10 6810 4658

医药行业研究小组

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6810 4615
 王斌
 +86 22 2386 1355
 赵波
 +86 22 2845 1632
 苑建
 +86 10 6810 4637

通信 & 电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 宋敬祎
 +86 22 2845 1131
 杨青海
 +86 10 6810 4686

食品饮料、交通运输行业研究

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 杨旭

证券行业研究

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6810 4615
 洪程程
 +86 10 6810 4609

新材料行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651

金融工程研究 & 部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 李莘泰
 +86 22 2387 3122
 宋旻

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮
 +86 22 2387 3121
 郝倥
 +86 22 2386 1600

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802
 夏捷

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

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

宏观研究

张扬

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
 +86 22 2387 3123

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

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn