

混改方案出台，公司踏上新征程

公司动态

中国联通公布了混改方案，公司拟向战略投资者非公开发行不超过约 90.37 亿股股份，募集资金不超过约 617.25 亿元；由联通集团向结构调整基金协议转让其持有的本公司约 19.00 亿股股份，转让价款约 129.75 亿元；向核心员工首期授予不超过约 8.48 亿股限制性股票，募集资金不超过约 32.13 亿元，上述交易对价合计不超过约 779.14 亿元。

◆引入战略投资者，有望形成优势互补的利益共同体和市场化决策

我们认为此次引入的四类战略投资者，将与联通进行多层面的创新合作，形成优势互补的利益共同体，包括在零售体系、渠道触点、内容聚合、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网，CDN、产业互联网、支付金融领域形成较好的协同效应。董事会在保持国有股份超过 51% 的同时，实现了股权多元化，董事会分配初步考虑“6、4、5”，6 是国有代表、4 为民营代表，5 为独立董事，多元化的架构有望迎来更加市场化的决策。

◆基本面触底反弹，发展趋势有望向好

2017 年上半年，公司转变传统由移动业务成本拉动的模式，在低用户成本和少补贴的情况下，移动服务收入同比增长 5.2%。公司发力营销模式的转变，发挥了大数据的优势，在创新型业务领域，IDC 实现收入 58 亿元，同比增长 22%；ICT 实现收入 18.7 亿元，同比增长 15.6%；IPTV 实现收入 8.1 亿元，同比增长 36.1%；物联网连接数突破了 5000 万，上半年已实现净利润约 7.8 亿。

◆蓄势待发，聚焦 5G 未来

此次众多战略投资者的引入，一方面为联通在 5G 未成熟前，持续加强 4G 覆盖和深化提供强大的资金保障，另一方面，未来 5G 的布局需要雄厚的资本开支以及技术支持，此次混改将是公司抢占 5G 布局的重要促进因素。另外，后续随着和互联网巨头在通信增值业务合作中的深化，我们看好联通在 5G 时代的发展前景。

◆首次覆盖给予“增持”评级，目标价 9.96 元

我们预计公司 17-18 年 EPS（完全摊薄）分别为 0.06 元和 0.09 元，参考全球主要运营商平均 PB 水平，公司当前估值水平低估，考虑此次混改带来的净资本的增加和后续业绩的快速增长，我们给予 2.2 倍 PB 估值，对应目标价 9.96 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：体制改革进度不达预期，创新业务拓展不达预期

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	277,049	274,197	277,487	284,424	293,810
营业收入增长率	-3.99%	-1.03%	1.20%	2.50%	3.30%
净利润(百万元)	3,472	154	1,762	2,819	3,952
净利润增长率	-12.81%	-95.56%	1043.45%	60.03%	40.18%
EPS(元)	0.11	0.00	0.06	0.09	0.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.41%	0.20%	1.27%	1.99%	2.72%
P/E	81	1,824	159	100	71
PB	4	4	2	2	2

资料来源：wind，光大证券研究所预测

增持(首次)

当前价/目标价：9.04/9.96 元

目标期限：6 个月

分析师

田明华 (执业证书编号：S0930516050002)

0755-82541645

tianminghua@ebsecn.com

市场数据

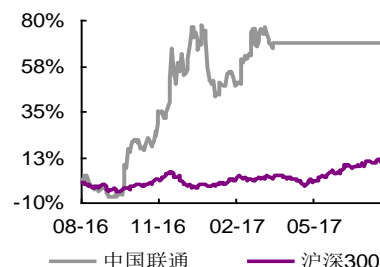
总股本(亿股)：211.97

总市值(亿元)：1583.39

一年最低/最高(元)：4.06/8.22

近 3 月换手率：0.10%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.18	-9.90	52.53
绝对	0.00	0.00	63.70

1、引入战略投资者，公司踏上新征程

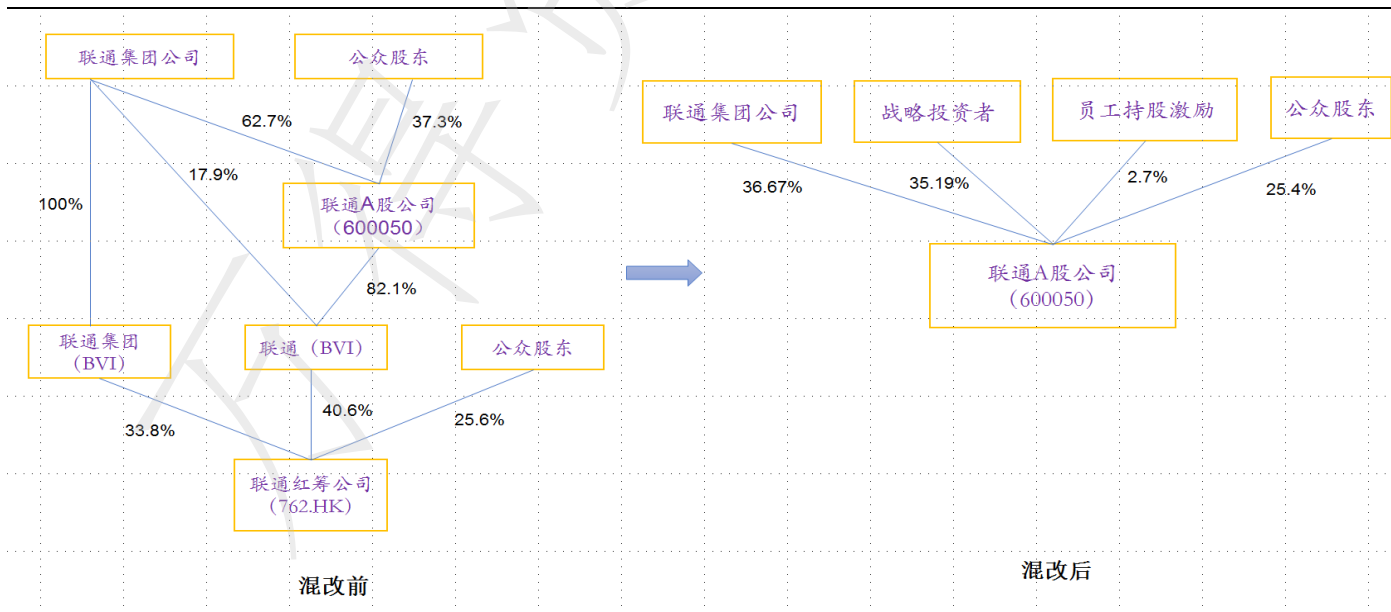
1.1、运营商混改先行者

2016年9月，中国联通与东航集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶一起被列入首批国企混改名单。同年12月，中央经济工作会议明确提出，混合所有制改革是国企改革的重要突破口，强调要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工7大领域迈出实质性步伐。

2017年，国企改革进入实施阶段，中国联通作为电信第一股，混改方案终于落地：公司拟向战略投资者非公开发行不超过约90.37亿股股份，募集资金不超过约617.25亿元；由联通集团向结构调整基金协议转让其持有的本公司约19.00亿股股份，转让价款约129.75亿元；向核心员工首期授予不超过约8.48亿股限制性股票，募集资金不超过约32.13亿元，上述交易对价合计不超过约779.14亿元。

上述交易全部完成后，按照发行上限计算，联通集团合计持有公司约36.67%股份；中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟、兴全基金和结构调整基金将分别持有公司约10.22%、5.18%、3.30%、2.36%、2.04%、1.88%、1.88%、1.88%、0.33%、6.11%股份，上述新引入战略投资者合计持有公司约35.19%股份，进一步形成混合所有制多元化股权结构。

图 1：联通混改前后股权结构



资料来源：公司公告

通过引入四类外部资本，联通有望改善近年来资金短缺问题，为5G布局提供雄厚的资金保障；同时，发挥互联网企业在创新型业务上的协同作用，改善公司营收结构，提升盈利能力。

表 1：联通混改战略投资者明细

类型	公司名称	投资数额 (亿)	占比 (%)
互联网公司	腾讯信达	110	5.18
	百度鹏寰	70	3.30
	京东三弘	50	2.36
	阿里创投	43.5	2.04
垂直行业公司	苏宁云商	40	1.88
	光启互联 (光启技术)	40	1.88
	淮海方舟信息基金	40	1.88
	用友网络 (通过淮海方舟持股)	(2)	(0.094)
	宜通世纪 (通过淮海方舟持股)	(2)	(0.094)
金融集团产业集团	中国人寿	217	10.22
产业基金	国有企业结构调整基金 (联通老股转让)	129.75	6.11
	兴全基金 (兴业证券持股 51%)	7	0.33

资料来源：公司公告

1.2、与战略投资者有望形成优势互补利益共同体

进入 4G 时代以来，联通在三大运营商中一直处于弱势地位，为突破移动和电信的封锁，2016 下半年，联通另辟蹊径，选择与用户规模庞大的互联网平台合作，推出“腾讯王卡”、“蚂蚁宝卡”等专属电话卡，在流量价格上让利以刺激流量消费。联通借此一举扭转了用户增长疲软趋势，不到半年时间，与腾讯的合作带来了 2000 万用户，阿里带来 300 万用户，相较之下，这段时间 4G 新增用户数为 3938 万，腾讯和阿里贡献了 58.40% 的新增份额。

表 2：联通与“BAT”联合办卡

合作公司		月租	套餐内流量	套餐外流量	特权
腾讯	大王卡	19 元	-	省内：1 元/500M 省外：1 元/10M	腾讯应用流量全免
	小王卡	9 元			指定 APP 流量全免
阿里	大宝卡	36 元	2G 国内流量	10 元/GB	买单每笔送 20M 流量
	小宝卡	6 元	-	20 元/GB	
百度	大神卡	198 元	20G 国内流量	10 元/GB	签到送流量
	小神卡	28 元	1G 国内流量	15 元/GB	

资料来源：腾讯大王卡官网

除了联合办卡外，联通与 OTT 服务商在新型业务上的合作也相继展开：

- 阿里巴巴：在基础通信服务和产业互联网等领域签署战略合作协议；
- 腾讯：在云计算方面展开深度合作；
- 百度：在人工智能、大数据和通信基础业务等领域开展合作。

图 2：联通与百度战略合作



资料来源：信网，光大证券研究所整理

在良好的合作基础上，今年5月，联通分别在深圳、杭州与腾讯、阿里建立电子商务运营中心，采取“一点运营，支撑全国”的互联网运营模式，现主要服务于“腾讯王卡”和“蚂蚁宝卡”，进一步加深彼此的合作。

此次混改方案落地，百度、阿里、腾讯和京东将变成联通的战略投资者，联通将在内容聚合、大数据、云计算和物联网等新兴蓝海领域将双方优势结合，形成利益共同体，率先抢占市场份额。

图 3：联通与战略投资者合作领域



资料来源：公司公告

1.3、董事会增设民营代表席位，员工持股焕发新活力

通过此次混改，董事会在保持国有股份超过51%的同时，实现了股权多元化。未来股东董事会名额的分配初步考虑“6、4、5”，其中6是国有代表、4为民营代表，5则是独立董事。

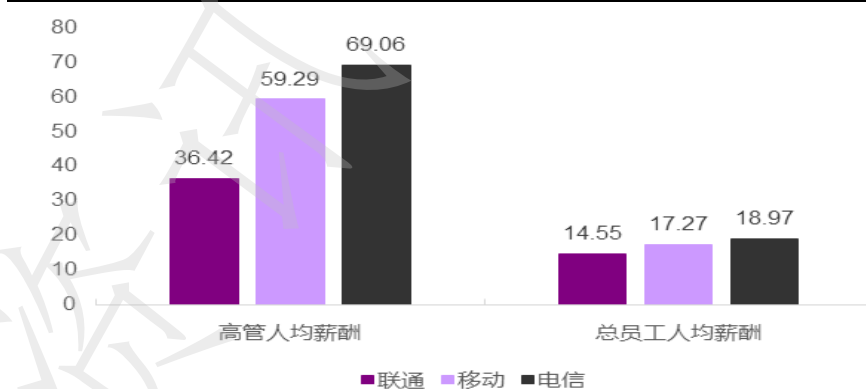
联通作为老牌电信运营商，收入主要还是依赖于传统业务模式，如月租费和流量费等，以2016年为例，IDC及云计算实现营收94.5亿元，同比增长33.7%，但占比仅有3.92%。而以BAT为代表的互联网公司在新兴业务

上具有比较优势，其高层入驻董事会将为联通带来新的发展思路，突破业务瓶颈，实现传统管道商的转型。

混改带来的另一大变革是股权激励的实施，**向核心员工首期授予不超过约 8.48 亿股限制性股票，募集资金不超过约 32.13 亿元**，此次股权激励解锁条件为中国联通 2018-2020 年公司主营业务收入相对于 2017 年分别不低于 4.4%、11.7%和 20.9%；利润总额增速不低于 65.4%、224.8%和 378.2%；净资产收益率分别不低于 2.0%、3.9%和 5.4%。

据统计，2016 年三大运营商高管人均薪酬为 55 万元，其中：中国电信为 69.06 万元，中国移动为 59.29 万元，中国联通高管人均薪酬则只有 36.42 万元，远低于电信和移动水平，而在总员工人均年薪上，联通也排在三家最低，为 14.55 万元。

图 4：三大运营商 2016 年薪酬对比（万元）



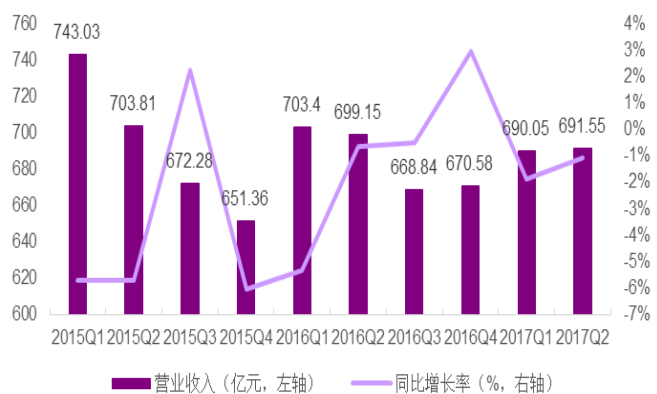
资料来源：公司公告

此次股权激励方案的出台，一方面能够彰显公司对未来发展的信心，扭转近年来市场对联通盈利能力存疑的态度；另一方面，股权激励能够将核心员工与公司的利益紧密绑定在一起，充分调动其主观能动性。

2、上半年业绩已有好转，基本面有望触底反弹

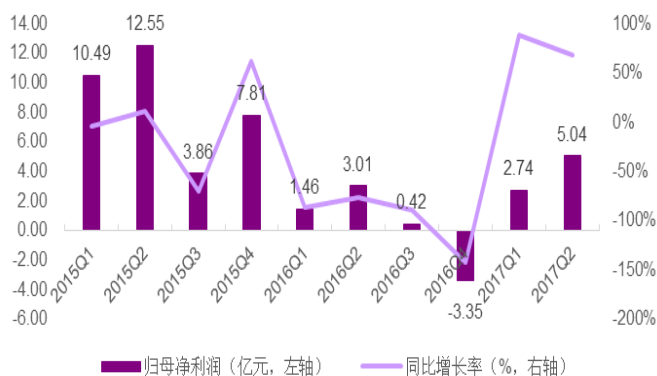
2016 年公司业绩触底，仅实现归属上市公司股东净利润 1.54 亿元，同比下降 95.6%，业绩达到了近年来的低点。根据公司最新披露的 2017 年半年报，公司主要业绩指标持续向好，收入稳步回升，主营业务收入达到人民币 1,241.1 亿元，同比增长 3.2%，实现归属于母公司的净利润预计约为 7.8 亿元人民币，比去年同期上升约 74.3%左右。从季度变化来看，2017 年一、二季度归母净利润皆维持较高的同比增速，分别为 88.29%、68.19%，二季度环比增速为 84.49%。

图 5：联通 2015Q1-2017Q2 营业收入



资料来源：wind 资讯

图 6：联通 2015Q1-2017Q2 归母净利润

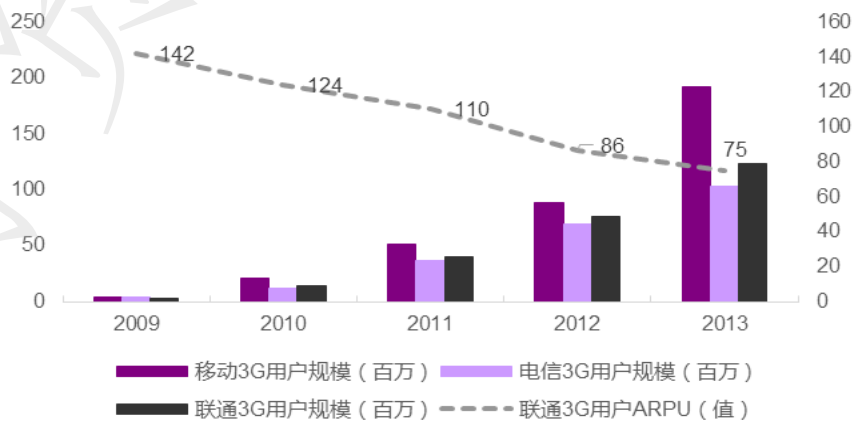


资料来源：wind 资讯

2.1、移动业务止跌回升，固网收入持续改善

3G 时代，联通拿到 WCDMA 牌照，相较于移动的 TD-SCDMA 和电信的 CDMA2000 牌照，WCDMA 在传输速率、终端等方面具有明显优势，在 2009-2013 的 5 年时间内，以 2G 末期不到移动三成的用户规模基础，3G 用户增长达到移动的 64%。

图 7：三大运营商 3G 用户分析

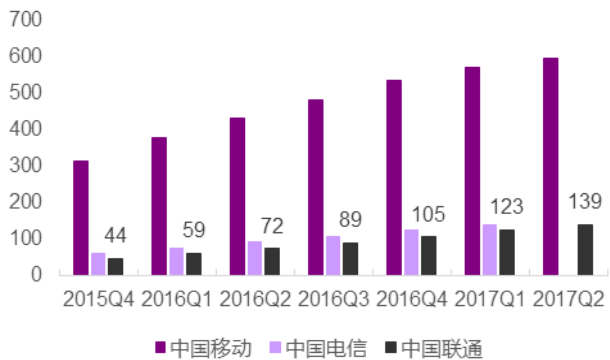


资料来源：wind 资讯

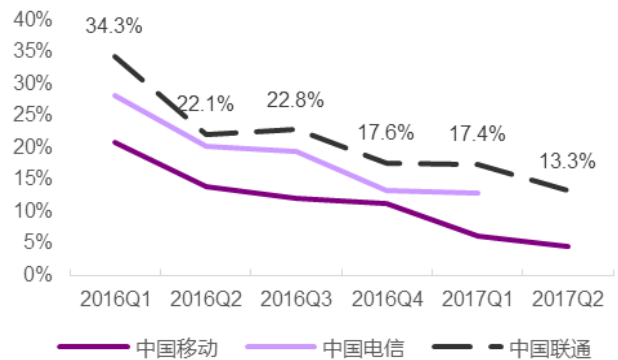
但在进入 4G 时期，联通前期依旧投入大量资源布局 3G 网络，导致 4G 业务的发展远落后于移动。自 2015 年开始，在电信和移动的竞争压力下，联通开始转变资源投放倾向，通过加大优惠力度，与 BAT 合作推出专属电话卡等一系列措施，4G 用户规模开始逐步上升。由于起步时间较晚，联通 4G 用户规模始终处于三大运营商最末，但增速却领先于移动和联通，截至 2017Q2，联通 4G 用户达到 1.39 亿户，较上季度增长 13%。

图 8：三大运营商近三年季度 4G 用户规模（百万）

图 9：三大运营商近三年季度 4G 用户增长率（%）



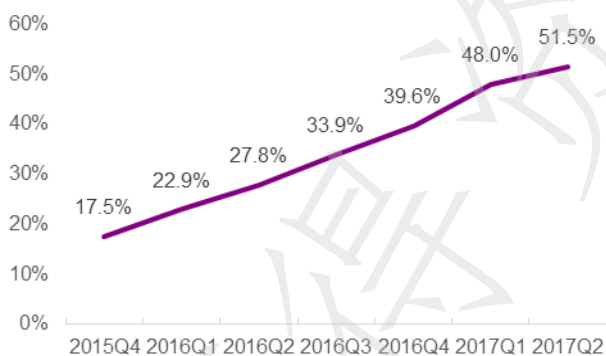
资料来源: wind 资讯



资料来源: wind 资讯

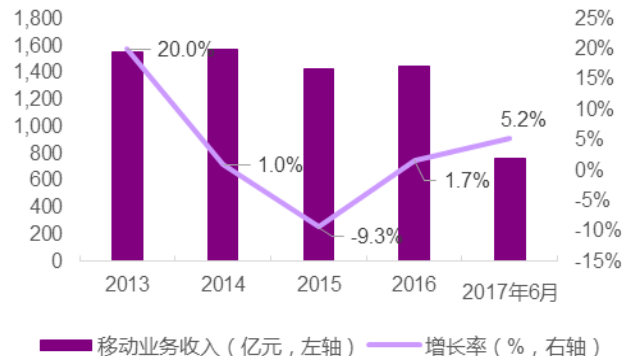
2016 年, 联通聚焦 4G 策略渐显成效, 4G 用户占比不断上升, 截至年末, 4G 用户规模达 1.05 亿户, 占比 39.6%。得益于 4G 用户较高的消费能力, 移动主营业务止跌回升, 实现收入 1450 亿元, 同比增长 1.7%。根据联通披露的 2017 年 6 月业务数据, 4G 用户占比首次过半, 达到 51.5%, 2017 上半年移动业务增长达到 5.2%。

图 10: 联通 2015-2017 年 4G 用户占比 (%)



资料来源: 公司公告

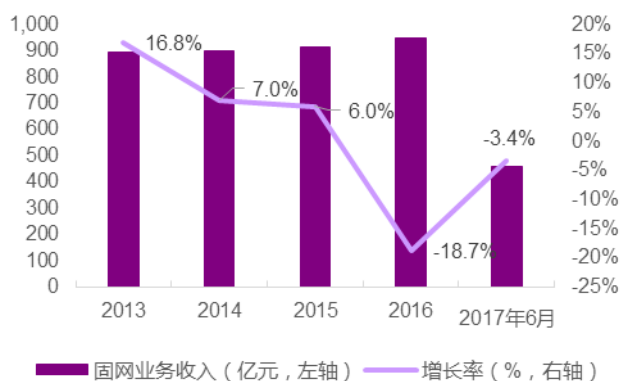
图 11: 联通 2013-2017 上半年移动业务收入



资料来源: wind 资讯

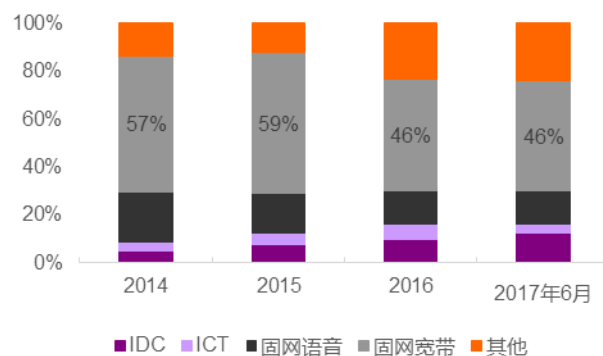
联通的另一大业务板块——固网业务, 近年来也面临着激烈竞争, 公司积极发展 IDC/云计算、ICT、视频、物联网等创新型业务以抵御固网语音收入的下降。2016 年, 联通 IDC 及云计算业务实现收入 94.5 亿元, 同比增长 33.7%; ICT 业务实现收入 59.4 亿元, 同比增长 37.0%; IPTV 业务实现收入 14.1 亿元, 同比增长 68.1%, 固网业务收入结构进一步改善。

图 12: 联通 2013-2017 年上半年固网业务收入



资料来源: wind 资讯

图 13: 联通 2014-2017 年上半年固网业务收入结构



资料来源: 公司公告

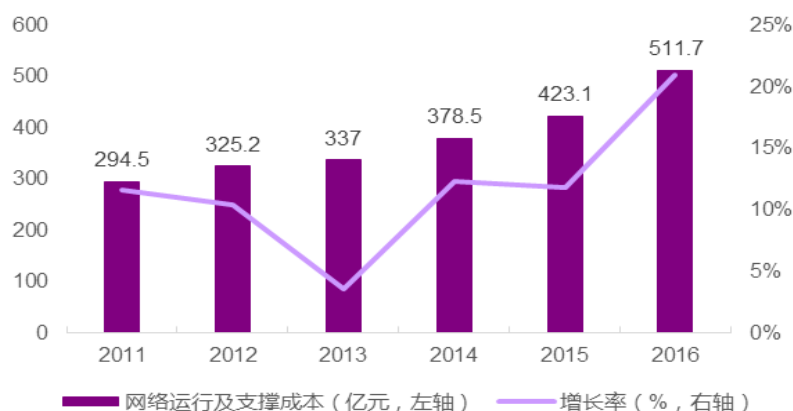
同时, 联通适时推出高带宽产品, 以视频为引领的丰富内容及应用, 拉动用户带宽升级, 布局增值业务。对标美国运营商 AT&T、Verizon 等在同一时期的发展路径, 随着移动宽带价格竞争趋缓, 联通固网宽带用户 ARPU 值有望回升, 带动基本面上行。

2.2、剥离铁塔资产, 后续投资收益可观

2015 年, 联通以 546.58 亿元向中国铁塔转让通信铁塔及相关资产, 中国铁塔将支付 213.22 亿现金, 剩余的 333.36 亿元则由股份交割, 此次交易完成后, 中国铁塔的股权结构为: 联通持有 28.1%, 移动持有 38%, 电信持有 27.9%, 国新控股持有剩余的 6%。

剥离铁塔资产后, 联通需通过租赁使用铁塔资源, 使用费的上升带来网络运行及支撑成本的增加, 2016 年, 该费用为 511.7 亿元, 同比增长 20.9%, 占营业收入的比重由上年的 27.86% 上涨至 28.20%。

图 14: 联通 2011-2016 年网络运行及支撑成本



资料来源: 公司公告

短期来看，铁塔运营模式的转变的确增加了联通的经营成本，但根据铁塔的租赁模式，联通可借此实现 4G 基地的迅速覆盖，缩短与电信和联通的发展差距，将资金全力投入 5G 布局。此外，中国铁塔有望在年底上市，作为其股东之一，联通的投资收益可期。

3、蓄势待发，聚焦 5G 未来

3.1、充满潜力的 5G 市场

5G，作为最为重要的下一代无线通信技术，将在互联网+、云计算、人工智能等应用领域扮演者重要角色，是后续运营商实力竞争的重要战场。

图 15: 5G 应用场景



资料来源：IMT-2020 推进组

目前 5G 尚处于实验阶段，根据 3GPP 的计划，2017 年会有部分标准陆续发布，2018 年 9 月公布的 Release 15 会正式发布 5G 技术标准，2019 年芯片及硬件设备具备供货能力，2020 年开始全面建设商用 5G 网络。

图 16: 5G 标准化时间表



资料来源：智研咨询

3.2、三大运营商积极投入 5G 布局

为促进我国 5G 产业发展，2016 年 1 月，工信部确定 3.4-3.6GHz 频段用于北京和深圳两地 5G 技术试验；今年 7 月，工信部再次批复 4.8-5.0GHz、24.75-27.5 GHz 和 37-42.5GHz 频段用于 5G 试验，截至目前，共计有 6Hz 以下频段的 400MHz 及毫米波段的 8.25GHz 频谱资源可用于 5G 技术研发。

随着频段的逐步落地，三大运营商相继公布 5G 时间表，预计最早能在 2019 年实现预商用。

➤ 移动：优先部署 6 GHz 以下频段。

表 3：移动 5G 时间表

时间	当期目标
2017 年	选取 4-5 个城市，每个城市建设约 7 个站点做系统验证，形成预商用样机
2018 年	选取数个城市，每个城市建设约 20 个站点进行规模试验，形成端到端商用产品和预商用网络
2019 年	继续扩大试验网规模，城市总量和每个城市的站点都会扩大
2020 年	移动全网 5G 基站将达到万站规模，实现商用产品规模部署

资料来源：C114

➤ 电信：利用高频谱协同，以中低频为基础、高频为补充。

表 4：电信 5G 时间表

时间	当期目标
2017-2018 年	继续深入开展 5G 网络演进构架与关键技术研究及技术概念认证，适时开展部分关键技术实验室测试和场外测试
2018-2020 年	开展 4G 引入 5G 的系统和组网能力认证，实现部分成熟 5G 技术的试商用部署
2020-2025 年	按照 CTNet2025 网络发展目标，持续开展 5G 网络后续技术的研究、试验和预商用准进工作

资料来源：飞象网

➤ 联通：三阶段推进 5G。

表 5：联通 5G 时间表

时间	当期目标
2016-2017 年	战略与架构制定阶段，将发布 5G 需求白皮书、网络架构白皮书、技术演进白皮书
2017-2018 年	关键技术验证阶段，将拟定技术验证标准，诸如无线关键技术、核心网关键技术、传输关键技术
2018-2019 年	生态合作与网络准备阶段，将进行外场组网验证、制定商用建设方案、5G 商业生态合作
2020 年	正式启动商用

资料来源：今日头条

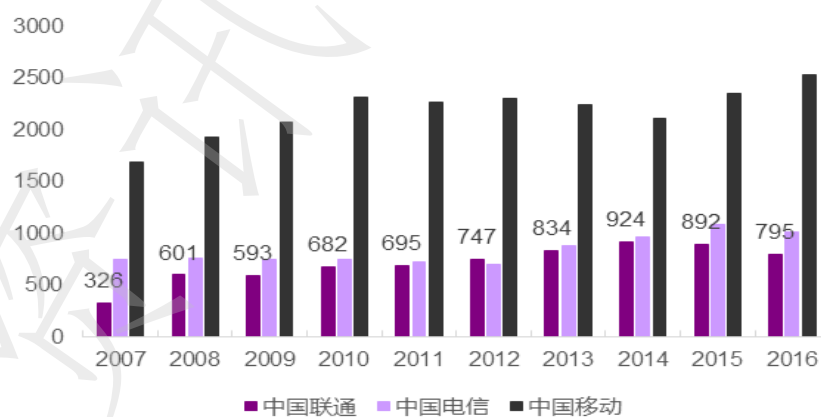
对比三大运营商的时间表可以看出，联通在三大运营商中表现较为尤为积极，与移动一样选择在 2020 年实现 5G 全面商用。

当前三大运营商 5G 试商用进度如下：

- **移动**：与华为、上汽集团共同演示了全球首个基于 3GPP 5G 技术的自动驾驶和远程驾驶；与中兴通讯联合搭建“5G 试验网直播”区域
- **电信**：与诺基亚贝尔共同演示端到端 5G 高铁解决方案，是业内首个基于射线跟踪信道模型及真实环境的高速铁路 5G 模拟系统联合演示
- **联通**：与中兴通讯在深圳率先开通首个 5G 新空口 (NR) 外场测试站点，并完成相关业务验证

可以看出，移动在 5G 方面的计划推进进度明显领先于其他两家。同时，就资金实力而言，移动的资本最为雄厚，联通则面临较大压力，其经营性现金流量金额常年仅为移动的 33% 左右。仅通过压缩其他业务的资本开支并非长久之策，此次引入战略投资者募集雄厚资本支撑 5G 研发，有望弥补与移动之间的差距，才有望使联通在 5G 时代实现弯道超车。

图 17：三大运营商 2007-2016 年经营性现金流量净额（亿元）



资料来源：wind 资讯

混改方案现已落地，外部资本的引入有望为联通带来了新活力，也为其 5G 发展提供了雄厚的资金保障以及技术支持。另一方面，BAT 通过入股联通可获得其多年发展积累的庞大用户数据为己所用，更为重要的是，联通的网络资源是互联网公司布局新业务如 VR，自动驾驶等不可或缺基础环节。双方的此次合作能够打破运营商内部的僵化机制，通过建立更加市场化的公司治理机制，抢先抓住在物联网、云计算、大数据等新兴蓝海领域的发展机遇。

4、盈利预测与投资评级

4.1、关键假设

电信业：在公司流量精准释放、多元化流量型产品等策略推进下，移动服务收入的增长将带动公司营收持续增长，我们预计 2017~2019 年，公司电信业收入分别为 2775 亿元、2844 亿元和 2938 亿元；公司通过线上线下渠道协同、相互引流，互联网营销方式降低营销成本，自今年以来业务毛利率保

持稳步攀升，未来在互联网巨头的进一步参与下，公司毛利率有望获得进一步改善，我们预计 2017-2019 年毛利率分别为 24.1%、25.2%、26.5%。

4.2、盈利预测

表 5：业务盈利预测

单位：亿元	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2741.97	2774.87	2844.24	2938.10
增长率	-1.03%	1.20%	2.50%	3.30%
毛利	626.13	668.74	716.75	778.60
主营毛利率	22.83%	24.10%	25.20%	26.50%
电信业				
收入	2741.97	2774.87	2844.24	2938.10
增长率	-1.03%	1.20%	2.50%	3.30%
毛利	626.13	668.74	716.75	778.60
毛利率	22.83%	24.10%	25.20%	26.50%

资料来源：wind 资讯，光大证券研究所

通过此次混改，我们认为中国联通有望通过业务转型+公司治理结构优化持续推进业绩成长。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 2775 亿元 (+1.2%)、2844 亿元 (+2.5%)、2938 亿元 (+3.3%)，净利润分别为 17.62 亿元(+1043.45%)、28.19 亿元(+60.03%)、39.52 亿元(+40.18%)，按照最新增发股本摊薄计算，当前联通 PB 为 2 倍。参考全球 TOP 运营商 2017 年最新平均 PB 为 2.4 倍，考虑混改所带来的业务转型和业绩增长的释放尚需要时间，基于审慎起见，我们给予公司 2017 年动态 PB 为 2.2 倍的合理估值，6 个月目标价 9.96 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：全球主要运营商估值情况 (2017/8/22 股价计算)

代码	名称	PE			PB		
		2015	2016	2017E	2015	2016	2017E
VZ.N	verizon	11.0	15.0	13.0	12.0	8.7	7.0
TMUS.O	T-MObile	71.2	35.8	29.0	3.2	2.9	2.5
T.N	AT&T	17.3	17.8	12.0	1.9	1.9	1.7
0941.HK	中国移动	13.8	14.7	13.3	1.6	1.6	1.5
CHA.N	中国电信	12.6	15.0	13.1	0.8	0.9	0.8
TEF.N	西班牙电信	18.1	21.8	22.8	2.8	2.8	3.0
VOD.O	沃达丰	--	--	--	0.8	1.0	1.0
ORAN.N	Orange	15.4	14.4	14.5	1.3	1.4	1.4
均值		22.8	19.2	16.8	3.0	2.6	2.4
600050.SH	中国联通	81	1,824	159	3.6	3.6	2.0

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所预测

5、风险分析

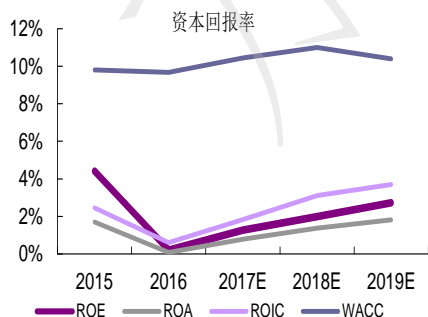
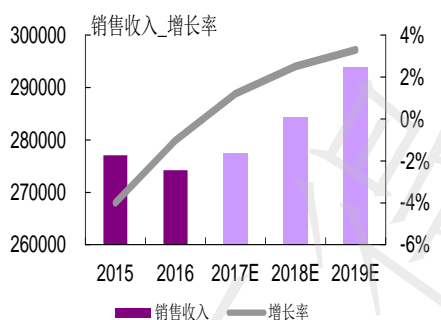
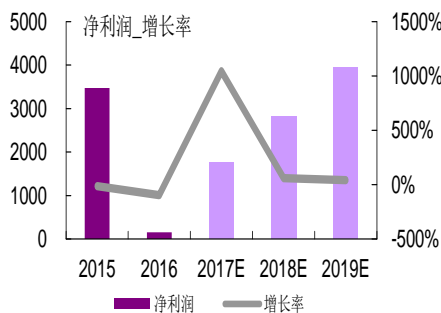
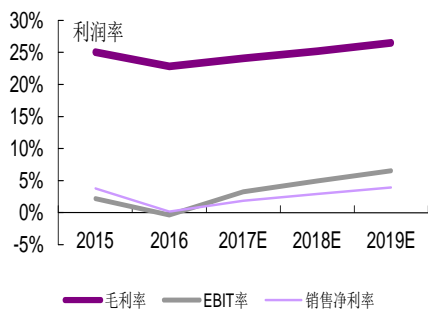
1、机制体制改革进度不达预期：

此次混改力图推动机制体制改革，完善治理，若改革进度和力度不达预期，则影响公司治理改善效果。

2、创新业务拓展不达预期：

此次混改引入民营企业，发力拓展创新业务，若拓展低于预期，则会对公司收入和利润增长产生影响。

光大证券



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	277,049	274,197	277,487	284,424	293,810
营业成本	207,704	211,584	210,613	212,749	215,951
折旧和摊销	78,855	78,550	100,467	108,969	119,932
营业税费	885	1,064	1,110	1,138	1,175
销售费用	31,965	34,646	33,298	34,131	35,257
管理费用	19,840	19,874	19,979	19,910	20,567
财务费用	6,493	3,855	2,539	3,664	4,707
公允价值变动损益	45	-14	0	0	0
投资收益	-405	743	0	0	0
营业利润	5,711	-275	6,477	10,365	14,530
利润总额	13,867	581	6,477	10,365	14,530
少数股东损益	6,963	326	3,420	5,473	7,672
归属母公司净利润	3,471.59	154.07	1,761.76	2,819.29	3,952.16

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	615,319	615,907	657,837	600,090	641,618
流动资产	59,758	82,234	136,143	47,441	32,743
货币资金	22,007	25,395	83,246	17,065	17,629
交易型金融资产	106	123	0	0	0
应收帐款	16,811	17,414	19,729	9,528	7,051
应收票据	57	54	49	55	56
其他应收款	9,621	27,488	21,311	12,515	7,492
存货	3,946	2,431	3,568	2,765	-800
可供出售投资	4,852	4,326	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	32,975	33,423	33,423	33,423	33,423
固定资产	355,651	371,100	369,187	374,423	414,671
无形资产	26,983	26,377	25,057	23,805	22,614
总负债	381,273	385,400	362,848	296,809	326,714
无息负债	252,544	246,283	232,104	206,391	191,855
有息负债	128,729	139,117	130,744	90,418	134,859
股东权益	234,046	230,507	294,988	303,280	314,904
股本	21,197	21,197	31,082	31,082	31,082
公积金	29,016	29,150	78,752	79,034	79,430
未分配利润	30,637	29,433	31,018	33,556	37,113
少数股东权益	155,364	153,004	156,424	161,897	169,569

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	89,233	79,525	86,050	80,187	114,045
净利润	3,472	154	1,762	2,819	3,952
折旧摊销	78,855	78,550	100,467	108,969	119,932
净营运资金增加	-60,704	25,539	10,091	-65,366	-3,377
其他	67,610	-24,718	-26,270	33,765	-6,461
投资活动产生现金流	-91,353	-95,749	-75,458	-100,000	-150,000
净资本支出	-90,562	-96,059	-80,000	-100,000	-150,000
长期投资变化	32,975	33,423	0	0	0
其他资产变化	-33,766	-33,114	4,542	0	0
融资活动现金流	-1,492	17,903	47,260	-46,368	36,518
股本变化	0	0	9,885	0	0
债务净变化	148	10,389	-8,373	-40,326	44,441
无息负债变化	64,329	-6,261	-14,179	-25,713	-14,537
净现金流	-3,539	1,836	57,851	-66,181	563

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-3.99%	-1.03%	1.20%	2.50%	3.30%
净利润增长率	-12.81%	-95.56%	1043.45%	60.03%	40.18%
EBITDA/EBITDA 增长率	-8.96%	-8.69%	34.50%	12.34%	13.15%
EBIT/EBIT 增长率	-60.92%	-116.53%	216.21%	55.60%	37.12%
估值指标					
PE	81	1,824	159	100	71
PB	4	4	2	2	2
EV/EBITDA	4	4	3	3	3
EV/EBIT	27	123	42	24	20
EV/NOPLAT	36	149	52	30	25
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.03%	22.83%	24.10%	25.20%	26.50%
EBITDA 率	30.65%	28.28%	39.46%	43.24%	47.37%
EBIT 率	2.19%	-0.37%	3.25%	4.93%	6.55%
税前净利润率	5.01%	0.21%	2.33%	3.64%	4.95%
税后净利润率 (归属母公司)	1.25%	0.06%	0.63%	0.99%	1.35%
ROA	1.70%	0.08%	0.79%	1.38%	1.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.41%	0.20%	1.27%	1.99%	2.72%
经营性 ROIC	2.45%	0.61%	1.84%	3.12%	3.70%
偿债能力					
流动比率	0.18	0.24	0.38	0.16	0.10
速动比率	0.17	0.23	0.37	0.15	0.10
归属母公司权益/有息债务	0.61	0.56	1.06	1.56	1.08
有形资产/有息债务	4.43	4.11	4.74	6.23	4.49
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.11	0.00	0.06	0.09	0.13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.87	2.56	2.77	2.58	3.67
每股自由现金流(FCFF)	2.01	-1.17	0.68	2.83	-0.31
每股净资产	2.53	2.49	4.46	4.55	4.68
每股销售收入	8.91	8.82	8.93	9.15	9.45

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田明华，厦门大学工学硕士，曾在华为技术有限公司无线网络部工作1年，2011年开始在买方从事TMT研究工作，主要覆盖通信和移动互联网行业，2014年至今先后在光大证券和西南证券专注通信互联网行业研究，2015年带领研究团队获得第九届卖方分析师“水晶球”通信行业公募第2名，重点研究领域包括无线通信、光通信、北斗及卫星通信、云计算、大数据、流量经营以及物联网领域。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com

未经许可
不得转载