三季报业绩提升明显，看好混改红利稳步兑现

公司简报

◆**事件：**公司发布 2017 三季报，前三季度实现营收 2058 亿元，同比下降 0.66%；实现归属上市公司股东净利润 13 亿元，同比增长 168%；业绩与前期预告一致，符合预期。

◆**经营状况持续向好，创新业务模式推动规模效益发展**

公司前三季度主营业务(移动+固网)收入 1879 亿元，同比增长 4.1% ，增幅较上半年的 3.2%持续提升。公司全面推广 2I2C、2B2C 等创新业务模式，以低增量成本促进公司业务规模效益发展，销售费用同比下降 4.1%。网络运行及支撑成本同比上升 3.2%，主要由于网络规模同比扩大带来铁塔相关费用增长。公司深化用工和分配制度改革，人工成本同比上升 13%。销售通信产品成本同比下降 36%，主要由于通信产品销售同比大幅下降。财务费用同比上升 16%，主要由于带息债务增加以及市场利率上升。EBITDA 同比上升 6%，增幅较今年上半年的 5.5%持续提升。

◆**移动业务发展提速，固网业务收入保持平稳**

公司转型移动业务发展模式，移动业务发展提速，前三季度移动出账用户净增 1.3 亿户，达到 2.77 亿户，ARPU 值有所提升；其中 4G 用户净增 5573 万户，达到 1.6 亿户；移动业务收入 1170 亿元，同比增长 6.7%，增幅较上半年的 5.2%持续提升。面对异常激烈的宽带竞争，公司以视频引领高带宽内容及应用产品，优化端到端的客户服务，促进用户消费升级及融合发展，固网宽带用户达到 7741 万户，比去年底净增 217 万户，ARPU 值比去年同期有所下降；固网收入 696 亿元，与去年同期持平。

◆**混改持续推进，看好混改红利稳步兑现**

公司混改方案获正式批文，引入战略投资者将与公司多层面创新合作，形成优势互补的利益共同体，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。董事会实现了股权多元化，有望迎来更加市场化的决策。股权激励将激发员工积极性，全面提升公司的活力。

◆**维持“增持”评级，目标价 9.96 元**

维持公司 17-19 年 EPS（完全摊薄）分别为 0.06 元、0.09 元和 0.13 元，混改持续推进，公司有望通过业务转型+公司治理结构优化推动业绩持续成长，维持目标价 9.96 元，“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	66	1,483	130	81	58
P/B	3	3	2	2	2

增持（维持）

当前价/目标价：7.35/9.96 元

目标期限：6 个月

分析师

田明华 (执业证书编号：S0930516050002)

0755-82541645

tianminghua@ebscn.com

联系人

石崎良

021-22169327

shiql@ebscn.com

吴希凯

wuxk@ebscn.com

市场数据

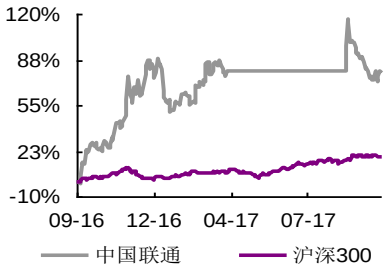
总股本(亿股)： 211.97

总市值(亿元)：1557.95

一年最低/最高(元)：5.05/9.29

近 3 月换手率：74.89%

股价表现(一年)

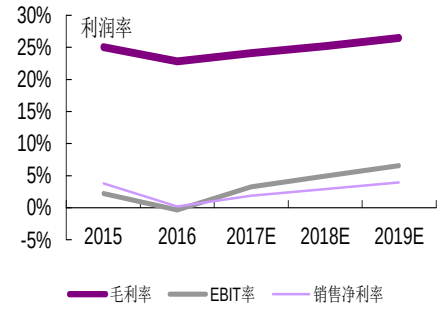


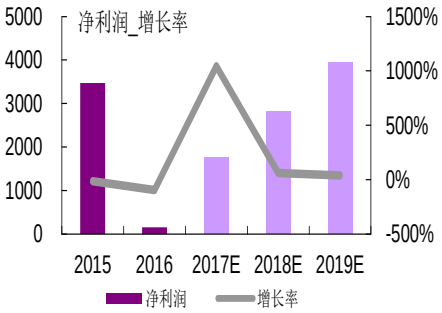
收益表现

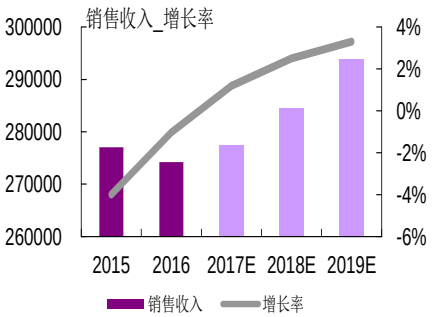
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.81	-9.90	21.70
绝对	-1.55	-1.55	41.92

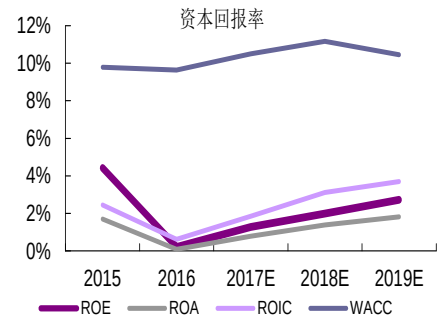
相关研报

混改方案出台，公司踏上新征程 ……2017-08-09









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%
EBITDAEBITDA 增长率	-8.96%	-8.69%	34.50%	12.34%	13.15%
EBITEBIT 增长率	-60.92%	-116.53%	216.21%	55.60%	37.12%
估值指标					
PE	66	1,483	130	81	58
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	3	4	3	2	2
EV/EBIT	24	110	36	20	17
EV/NOPLAT	33	133	45	25	21
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

上海市新闸路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
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	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

中信产业投资基金管理有限公司

	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	lixy1@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
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com