渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

公司季报点评

混改与转型加快推进，业绩有望稳步释放

——中国联通（600050）季报点评

分析师： 徐勇 SAC NO: S1150516060001 2017 年 11 月 06 日

通信——通信运营

证券分析师

徐勇

010-68784235

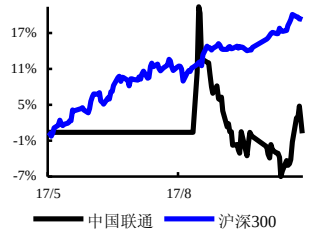
xuyong@bhzq.com

评级： 买入

上次评级：

最新收盘价： 7.46

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《募资运用议案出台 加快推进混改进程——中国联通 (600050) 事件点评》2017/8/23

《混改方案正式落地 公司将走上新的征程》2017/8/21

《中报业绩高增长 推动混改顺利实施》2017/8/18

投资要点：

● 三季报业绩继续保持增长

公司于 10 月 25 日发布前三季度业绩报告：公司整体主营业务收入为 1878.80 亿元，同比增长 4.1%，增幅较今年上半年的 3.2%持续提升。EBITDA 为 656.86 亿元，同比上升 6.0%。前三季度公司净利润为 39.57 亿元，其中归属于母公司净利润为 13.12 亿元，同比明显上升 168.4%；基本每股收益为 0.06 元。

● 围绕混改，聚焦转型，整体业务结构不断优化

今年以来，公司通过实施聚焦战略总体发展态势持续向好，与腾讯等 BAT 合作多方面发展用户数提升规模，并加大成本控制，收入和利润加速改善。在移动业务模式上，加大 2I2C、2B2C 等在线销售力度，提升新入网用户质量，实现移动业务发展提速，移动用户净增 1304 万，达到 2.77 亿户，ARPU 值为 48.4 元，同比增长 4.3%。移动主营业务收入 1170.38 亿元， 同比增长 6.7%。在固定宽带领域，公司面临异常激烈的竞争，通过积极推动创新业务规模发展抵消宽带市场竞争带来的压力，主要是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。目前联通固网宽带用户为 7741 万户，比去年底净增 217 万户，ARPU 有所下降。固网主营业务收入为人民币 696.18 亿元，与去年同期持平。

费用方面，由于公司推广低增量成本的 2I2C、2B2C 等创新业务使得在业务规模效益增长的基础上，期间销售费用同比下降 4.1%，达到 244.00 亿元，主要是销售通信产品成本同比大幅下降 36.0%，大大抵消了网络运维成本和人工成本的上升。财务费用同比上升 16.3%，主要由于带息债务增加以及市场利率上升所致。由于本年度自 9 月 1 日起取消国内移动漫游长途费，以及运营商市场竞争将加剧，预计公司第四季度财务表现将面对较大压力。

● 加快完善现有网络，积极布局 5G 网络建设

未来公司将积极应对挑战，坚持规模效益发展，推进经营转型，在定增资金到位的基础上，加快建设完善 4G 网络，扭转移动宽带业务不利局面，主要是抓住此次混合所有制改革实施机遇，与战略投资者强强联合，加快推进运营的互联网化转型，精准运营，持续提升资源资产效能，如公司已经和腾讯联合推出大王卡、大小宝卡等产品，带动 2I2C 用户增量明显。同时在公司内部以市场化为导向健全公司治理机制和激励机制，提高员工的积极性与工作效率。目前公司实施定增募集的 615 亿资金已经到位，后续将通过联通香港上市公司，投入到具体的业务中，此次定增过程已经完成了大半，预计明年此次定增投入的 700 多亿资金将看到实际增效。

此外公司在 5G 方面，从上到下都认识到 5G 投资必要性，5G 的时间表已经

提出：17 年技术验证，18 年小规模试验，19 年试商用（扩大覆盖城市范围），20 年商用。同时 5G 相应的资本投入也已经布局，特别此次增发的部分资金明确要投入到 5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目。因此 5G 阶段很可能是联通在业务与规模方面实现追赶移动的目标。

● 盈利与预测

考虑到公司混改实施，外部加强与 BAT 及相关企业的强强合作，内部人员与机构改革的推进，公司未来三年的业绩将稳步上升。预计公司 2017 年—2019 年净利润分别为 18.94 亿，39.40 亿，51.38 亿， EPS 为 0.06 元，0.13 元， 0.17 元，维持“买入”评级

风险提示：混改实施进程延缓，公司业务调整推迟。

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	277048.53	274196.78	275841.96	280807.12	294847.47
(+/-)%	-3.99%	-1.03%	0.60%	1.80%	5.00%
经营利润（EBIT）	18894.59	5096.62	11387.71	16085.61	18364.12
(+/-)%	-8.80%	-73.03%	123.44%	41.25%	14.16%
归母净利润	3471.59	154.07	1893.73	3940.34	5138.00
(+/-)%	-12.81%	-95.56%	1129.11%	108.07%	30.39%
每股净收益（元）	0.115	0.005	0.063	0.130	0.170

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	55391.15	176115.30	294992.52
应收票据及账款	30312.20	48946.23	29186.15	50179.79	33097.74
交易性金融资产	6497.10	5901.98	4851.70	4325.68	4325.68
预付款项	4005.64	4094.48	3823.40	3990.77	4030.63
其他应收款	5643.33	4801.40	9620.79	27487.51	9843.44
存货	5535.77	4378.47	3945.88	2431.26	5558.99
其他流动资产	160.55	1262.31	3266.93	5197.10	5197.10
长期股权投资	53.14	3056.54	32974.70	33423.31	33423.31
固定资产	370674.38	377765.03	355650.99	371099.78	345189.46
在建工程	58973.32	58565.88	97495.34	78800.31	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23822.85	25716.54	26982.88	26376.75	21620.54
长期待摊费用	11334.65	13623.95	13826.29	13190.63	6595.32
资产总计	523194.02	536481.26	603599.63	605710.17	508532.56
短期借款	130765.90	93321.00	85196.20	76993.73	0.00
应付票据及账款	96152.01	112480.47	163174.99	140332.79	119370.23
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	50352.48	47470.42	48933.58	47614.81	47901.06
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	-14.23	2038.88	214.01	0.00	0.00
其他应付款	9081.35	7425.99	8414.47	11845.33	11845.33
其他流动负债	1268.86	0.00	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	277462.46	298937.43	293427.38
股东权益合计	153726.68	161348.76	326137.16	306772.75	215105.18

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	10434.39	479.92	5898.68	12273.52	16004.04
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	121439.67	131693.96	130570.62
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	-85922.78	-10969.82	-11693.39
现金净变动	-2073.68	1175.87	35516.89	120724.15	118877.23
期初现金余额	14699.33	17574.45	19874.26	55391.15	176115.30
期末现金余额	17574.45	21222.34	55391.15	176115.30	294992.52

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	277048.53	274196.78	275841.96	280807.12	294847.47
营业成本	207704.32	211584.01	208536.52	207797.27	216712.89
营业税金及附加	884.72	1064.09	1070.47	1089.74	1144.23
销售费用	31965.06	34646.23	34854.10	35481.48	37255.55
管理费用	19839.82	19873.90	19993.15	20353.02	21370.68
财务费用	6493.42	3854.99	3522.81	-279.08	-2974.60
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	7864.90	16364.69	21338.72
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	7864.90	16364.69	21338.72
减：所得税	3432.33	101.34	1966.23	4091.17	5334.68
净利润	10434.39	479.92	5898.68	12273.52	16004.04
少数股东损益	6962.80	325.84	4004.94	8333.18	10866.05
归属于母公司的净利润	3471.59	154.07	1893.73	3940.34	5138.00
基本每股收益	0.11	0.01	0.06	0.13	0.17
稀释每股收益	0.11	0.01	0.06	0.13	0.17

财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营收增长率	-3.99%	-1.03%	0.60%	1.80%	5.00%
EBIT 增长率	-8.80%	-73.03%	123.44%	41.25%	14.16%
净利润增长率	-0.73%	-14.43%	52.37%	3.69%	-3.27%
盈利性					
销售毛利率	25.03%	22.83%	24.40%	26.00%	26.50%
销售净利率	3.77%	0.18%	2.14%	4.37%	5.43%
ROE	4.41%	0.20%	2.56%	5.91%	8.99%
ROIC	2.47%	0.94%	2.62%	5.63%	14.55%
估值倍数					
PE	64.97	1463.88	119.10	57.24	43.90
P/S	0.81	0.82	0.82	0.80	0.76
P/B	2.87	2.91	3.05	3.38	3.95
股息收益率	0.63%	0.54%	2.40%	4.99%	6.50%
EV/EBITDA	4.32	4.86	2.34	1.41	0.61

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。

渤海证券研究所机构销售团队

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 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
宋旸

衍生品类研究
祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝倞
+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