中国联通（600050）公司点评

4G 全面发力，开启逆境崛起

买入(维持)

2016 年 2 月 19 日

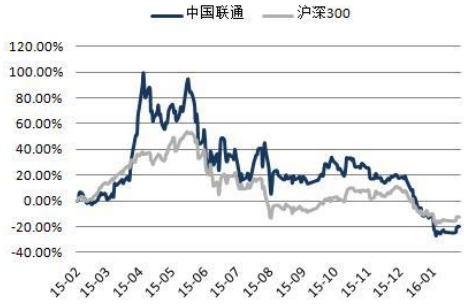
分析师　徐力
执业资格证书号码:
S0600515080001
xul@dwzq.com.cn

联系人　孙云翔
sunyx@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**中国联通公布 2016 年 1 月业务数据，公司更改用户数据公开规则，首次公开总出账用户数和 4G 出账用户数，其中 4G 出账用户数增长达到 526.5 万户。此外，中国联通确认 2016 年 1 月移动服务收入相比 2015 年 12 月出现增长。
- **挤掉用户数“水分”，重树崛起起点：**此次公司做出了一个艰难而重要的决定，不再按国内运营商惯例统计和公布总移动用户数，而改为公布出账用户数。出账用户数指的是使用联通公司号码并缴费的用户数，直接决定公司收入。新的统计方式，意味着不缴费，对公司收入没有贡献的“僵尸”用户数不再纳入统计范围，也使得联通公开用户数从原来的 2.87 亿直接滑落到现在的 2.57 亿户，可能导致国资委方面的考核压力。我们认为，公司领导层权衡了利弊，决定在 2016 年开局之时一次性挤掉所有的用户数“水分”，为新的一年奠定一个真实可靠的基础，是明智之举。公司能够在新的一年，专注公司网络和业务发展，不断提振士气，重树公司逆境崛起的起点。
- **4G 网络建设全面发力，与电信合作深入开展，提升局部网络优势：**公司新掌门人王晓初，把从电信带来的专注 4G 发展的经验应用到联通，采用激进的策略将全部资源投入到 4G 网络建设中，新一期 4G 基站招标 46.9 万个基站，超过过去 3 年建设的总和，极大提升了网络覆盖和容量能力。另一方面，联通与电信在网络、终端、人员方面的合作不断加码，预计公司网络投资使用效率能提升 50%，终端补贴资金使用效率提升 60%，极大地提高了公司竞争力。我们认为，联通在一线城市、二线城市相对移动能保持一定的局部网络优势，为争夺用户创造了必要的网络基础。
- **强势市场发展策略，逐步掌握用户发展主动权：**联通全面开放 4G 网络权限，大力促使 2G/3G 用户向 4G 网络迁移，提升整体 ARPU 值，并在虚拟运营商合作、互联网内容提供商定向流量合作方面保持绝对优势，强势的市场发展策略使得竞争对手疲于招架。联通已经扭转了用户数持续下降的颓势，出现了大量用户增长。比较之下，中移动 2015 年 12 月总用户数仅增长 105 万，增长明显放缓。预计近期，价格战进一步爆发之后，联通进一步加速发展，在移动通信市场逐渐占据主动。
- **盈利预测与投资建议：**公司收入最直接相关的总出账用户数和 4G 出账用户数出现较大幅度增长，移动服务收入也出现增长，显示公司基本面已经基本触底。预计公司 2016-2017 年的 EPS 为 0.43 元、0.46 元，对应 PE 9.5 /8.8 X。我们看好公司 4G 发展战略给公司带来持续积极影响，给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，4G 发展不及预期风险

股价走势



市场数据

收盘价（元）	4.26
一年最低价/最高价	3.86/10.63
市净率	1.15
流通 A 股市值(百万元)	90300

基础数据

每股净资产（元）	3.7
资产负债率（%）	58.47
总股本（百万股）	21200
流通 A 股（百万股）	21200

相关研究

1. 中国联通：联吴抗魏，逆境崛起
   2015 年 12 月 31 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	**56620.7**	**54618.0**	**62077.6**	**68287.0**
现金	25399.7	20000.0	22000.0	24000.0
应收款项	21472.0	23560.6	27392.3	30311.3
存货	4378.5	5316.2	6011.8	6591.9
其他	5370.5	5741.1	6673.5	7383.8
非流动资产	**490503.9**	**551359.6**	**608732.0**	**660163.1**
长期股权投资	3056.5	3059.7	6063.1	6063.1
固定资产	436330.9	498040.6	553238.3	605470.4
无形资产	25716.5	24859.3	24030.7	23229.7
其他	25399.9	25399.9	25399.9	25399.9
资产总计	**547124.6**	**605977.6**	**670809.6**	**728450.1**
流动负债	**291164.0**	**363584.0**	**453756.5**	**542019.7**
短期借款	104701.3	155563.8	221084.6	286648.8
应付账款	112480.5	106324.4	120236.8	131838.5
其他	73982.2	101695.8	112435.1	123532.4
非流动负债	**25632.6**	**25632.6**	**25632.6**	**25632.6**
长期借款	419.8	419.8	419.8	419.8
其他	25212.8	25212.8	25212.8	25212.8
负债总计	**316796.6**	**389216.7**	**479389.1**	**567652.3**
少数股东权益	152991.4	143749.4	124445.8	103590.2
归属母公司股东权益	77336.5	73008.3	63968.1	54201.0
负债和股东权益总计	**547124.6**	**605974.4**	**667803.0**	**725443.5**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	92429.2	51478.8	57383.2	61808.3
投资活动现金流	-75033.9	-99084.6	-102823.5	-105838.4
筹资活动现金流	-13585.8	42206.1	47440.3	46030.1
现金净增加额	3809.3	-5399.7	2000.0	2000.0
企业自由现金流	12025.3	-24835.3	-1037.0	6494.1

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**288570.9**	**286654.5**	**333273.1**	**368787.6**
营业成本	199936.9	194042.1	219432.2	240605.2
营业税金及附加	4721.3	8599.6	6665.5	7375.8
营业费用	40193.4	40131.6	39992.8	44254.5
管理费用	23419.7	20923.0	22491.4	24772.2
财务费用	4333.1	6842.0	10068.0	14278.6
投资净收益	363.3	0.0	0.0	0.0
其他	-436.5	857.2	828.6	801.0
营业利润	**15893.4**	**16973.4**	**35451.9**	**38302.3**
营业外净收支	-56.9	0.0	0.0	0.0
利润总额	**15836.5**	**16973.4**	**35451.9**	**38302.3**
所得税费用	3868.6	4243.3	8863.0	9575.6
少数股东损益	7986.2	8401.8	17548.7	18959.6
归属母公司净利润	**3981.7**	**4328.21**	**9040.24**	**9767.09**
EBIT	23894.2	23815.4	45519.9	52580.9
EBITDA	96563.8	66076.1	93974.5	106988.1

重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益(元)	0.19	0.20	0.43	0.46
每股净资产(元)	3.65	3.44	3.02	2.56
发行在外股份(百万股)	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
ROIC(%)	5.3%	4.8%	8.3%	8.8%
ROE(%)	5.1%	5.9%	14.1%	18.0%
毛利率(%)	29.1%	29.3%	32.2%	32.8%
EBIT Margin(%)	8.3%	8.3%	13.7%	14.3%
销售净利率(%)	1.4%	1.5%	2.7%	2.6%
资产负债率(%)	57.9%	64.2%	71.5%	77.9%
收入增长率(%)	-5.0%	-0.7%	16.3%	10.7%
净利润增长率(%)	15.7%	8.7%	108.9%	8.0%

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn