

中国联通 (600050)

推荐

行业：通信运营

## 移动业务联吴抗魏进展顺利，关注固网业务份额变化

**事件：**最近一段时间，中国联通和中国电信不断公布合作进展：(1)各分公司战略合作的签订，1月8日，江苏联通和江苏电信签署深度合作协议，3月3日，北京联通与北京电信签订深度战略合作协议，3月4日，最大省级分公司广东联通与广东电信正式签署战略合作协议；(2)技术及业务层面的合作测试，去年12月11日，公司与中国电信联合发布《六模全网通终端白皮书》，2月26日，上海联通和上海电信完成两个共享试点宏站的开通入网，3月1日，江苏联通与江苏电信实现承载网互通。

### 点评：

- ◇ **移动网络业务联吴抗魏，全面发力，积极追赶4G网络差距。**公司从去年8月份与电信换帅以来，新掌门人王晓初确定了专注于发展4G网络的方向，将全部资源投入到4G网络的建设，最新一期LTE基站集采计划招标46.9万个基站，超过过去3年建设规模的总和；同时，公司采用“联吴抗魏”的方式，与中国电信在人员管理、网络基础设施和终端跨网互通等各层面的合作共享不断推进，合力对抗在4G网络一家独大的中国移动。我们认为公司集中资源全面发力4G网络，加上与电信的合作红利，将有效提升公司的资金效率，有望在2016年在重点城市形成局部的网络优势，缩小与中国移动在4G移动业务的差距。
- ◇ **重定基调，挤掉水份，踏实前行。**公司2016年开始更改每月的业务数据公开规则，不再公布总移动用户数而改为公布出账用户数。新的统计方式，意味着开户不缴费的“僵尸”用户不再纳入公司统计范围内，挤掉对公司没有收入贡献的用户数“水份”，这表明公司开始专注于更加务实的指标，踏实前行。
- ◇ **强势的市场策略+网络制式的天然优势，有望重新掌握用户发展主动权。**公司在4G网络采取强势的市场策略，包括放开权限大力促使2G/3G用户直接向4G网络迁移，率先开始“流量不清零”，以及加大与虚拟运营商、互联网内容提供商在流量经营领域的合作等。同时，由于公司采用的是LTE-FDD制式具备天然的优势，在同样频段下具有更高的上下行速率，而且后续演进能力更强。强势的市场策略+网络制式的天然优势，有望帮助公司争取流失的用户，重新掌握用户发展主动权。
- ◇ **投资建议。**自从换帅后，公司重定基调，全力发展4G网络，同时积极推进与中国电信在移动网络侧的合作，移动业务有望触底反弹；但是考虑到中国移动今年在固网宽带业务的大规模投入可能对公司固网业务带来压力，我们建议密切关注固网市场整体的发展动态，并谨慎给予公司“推荐”评级。预计15-17年EPS为0.16、0.20和0.24元，对应15-17年的PE

### 作者

署名：周明

S0960516030001

0755-82026835

zhouming@china-invs.cn

参与人：余伟民

S0960115090015

0755-82026565

yuweimin@china-invs.cn

6-12个月目标价：5.00

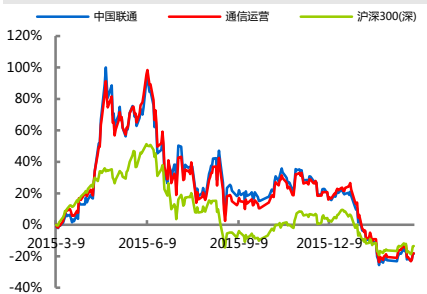
当前股价：4.37

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	21,197
流通股本(百万股)	21,197
总市值(亿元)	926
流通市值(亿元)	926
成交量(百万股)	222.07
成交额(百万元)	958.20

### 股价表现



### 相关报告

分别为 28x、21x 和 17x。给予 16 年 25 倍 PE，目标价 5.00。

◇ **风险提示：固网宽带业务市场份额的下滑；市场波动风险。**

#### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	288571	287128	330197	363217
收入同比(%)	-5%	0%	15%	10%
归属母公司净利润	3982	3344	4336	5183
净利润同比(%)	16%	-16%	30%	20%
毛利率(%)	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
ROE(%)	5.1%	4.2%	5.3%	6.0%
每股收益(元)	0.19	0.16	0.20	0.24
P/E	23.26	27.70	21.36	17.87
P/B	1.20	1.17	1.12	1.08
EV/EBITDA	4	4	4	4

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	56621	141037	155232	266188
现金	25400	106449	117027	223721
应收账款	16632	19490	21286	23828
其它应收款	4801	5077	5738	6351
预付账款	4094	4106	4668	5166
存货	4378	5144	5645	6204
其他	1315	770	867	917
<b>非流动资产</b>	490504	431942	374008	315951
长期投资	3057	3057	3057	3057
固定资产	377765	313319	249358	185235
无形资产	25717	24063	22429	20875
其他	83966	91504	99165	106785
<b>资产总计</b>	547125	572979	529240	582139
<b>流动负债</b>	291164	309015	253057	291890
短期借款	93321	93321	93321	93321
应付账款	112373	112964	129909	142900
其他	85470	102729	29827	55669
<b>非流动负债</b>	25633	24986	25315	25298
长期借款	420	420	420	420
其他	25213	24567	24895	24878
<b>负债合计</b>	316797	334001	278372	317188
少数股东权益	152991	159726	168448	178878
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27812	27812	27812	27812
留存收益	29796	30246	33417	37075
归属母公司股东权益	77337	79251	82419	86073
<b>负债和股东权益</b>	547125	572979	529240	582139

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	92429	65401	91810	87497
净利润	11968	10079	13058	15613
折旧摊销	67052	62243	62182	62202
财务费用	4333	4601	3914	3034
投资损失	-363	-317	-313	-323
营运资金变动	-896	-10401	13477	7693
其它	10336	-803	-509	-723
<b>投资活动现金流</b>	-75034	3825	3847	3757
资本支出	73391	0	0	0
长期投资	-3075	0	0	0
其他	-4718	3825	3847	3757
<b>筹资活动现金流</b>	-13586	11824	-85079	15440
短期借款	-2445	0	0	0
长期借款	-61	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-213	0	0	0
其他	-10867	11824	-85079	15440
<b>现金净增加额</b>	3809	81050	10578	106694

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	288571	287128	330197	363217
营业成本	199937	200990	231138	254252
营业税金及附加	4721	4698	5402	5943
营业费用	40193	39992	45991	50590
管理费用	19825	19726	22685	24953
财务费用	4333	4601	3914	3034
资产减值损失	4024	4024	4024	4024
公允价值变动收益	-7	-2	-3	-4
投资净收益	363	317	313	323
<b>营业利润</b>	15893	13412	17352	20739
营业外收入	1529	1529	1529	1529
营业外支出	1586	1586	1586	1586
<b>利润总额</b>	15836	13355	17296	20682
所得税	3869	3277	4237	5069
<b>净利润</b>	11968	10079	13058	15613
少数股东损益	7986	6735	8722	10430
<b>归属母公司净利润</b>	3982	3344	4336	5183
EBITDA	87278	80256	83448	85975
EPS (元)	0.19	0.16	0.20	0.24

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-5.0%	-0.5%	15.0%	10.0%
营业利润	23.0%	-15.6%	29.4%	19.5%
归属于母公司净利润	15.7%	-16.0%	29.7%	19.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%
ROE	5.1%	4.2%	5.3%	6.0%
ROIC	4.7%	4.9%	7.8%	12.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.9%	58.3%	52.6%	54.5%
净负债比率	33.18%	37.05%	15.71%	20.10%
流动比率	0.19	0.46	0.61	0.91
速动比率	0.18	0.44	0.59	0.89
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.51	0.60	0.65
应收账款周转率	18	22	22	22
应付账款周转率	1.92	1.78	1.90	1.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.16	0.20	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	4.36	3.09	4.33	4.13
每股净资产(最新摊薄)	3.65	3.74	3.89	4.06
<b>估值比率</b>				
P/E	23.26	27.70	21.36	17.87
P/B	1.20	1.17	1.12	1.08
EV/EBITDA	4	4	4	4

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

周明, 中国中投证券研究总部通信行业首席分析师, 香港科技大学 MBA, 15 年以上行业经验, 3 年证券行业从业经验

余伟民, 中国中投证券研究总部通信行业分析师, 北京大学电子学系本硕, 5 年行业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：( 0755 ) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：( 010 ) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：( 021 ) 62171434