

# 中国联通 (600050) 公司点评

## 业绩触底, 4G 时代强势玩家

买入(维持)

2016 年 3 月 17 日

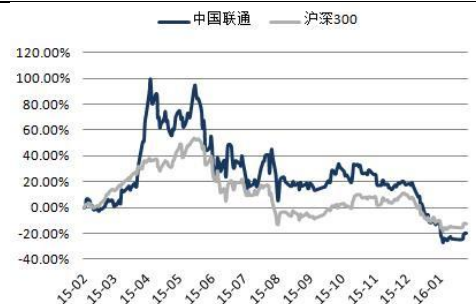
### 投资要点

- 事件:** 1.中国联通公布 2015 年年报,公司实现营业收入 2,770.5 亿元,实现净利润 104.3 亿元,同比下降 12.8%,其中归属于母公司的净利润 34.7 亿元,基本每股收益为 0.164 元,同比下降 12.8%,去除出售铁塔资产的影响,利润下滑约 70%。公司业绩下滑主要原因是公司整体移动业务发展面临压力,实现移动主营业务收入人民币 1,426.2 亿元,同比下降 9.3%;移动出账用户流失 1,426 万户,达到 25,232 万户。2.公司公布 2 月份运营数据,移动新增用户大幅下降到 33.5 万,但 4G 新增用户达到 538.1 万,保持快速增长。
- 转型阵痛期已过,业绩触底将反弹:** 公司业绩出现大幅下滑,主要原因在于中移动凭借资金优势大力推广 4G,将联通保持了多年的 3G 优势直接消灭殆尽。面临巨大竞争压力下,联通并没有第一时间在 4G 展开反击,导致出现严重的用户流失。一方面用户数量下滑导致收入明显下降;另一方面网络建设维护成本是相对刚性的,而且大力部署 4G 后,成本进一步提高。联通在 2015 年长期处于“2G 存量用户巨大,3G 保持高额资金人力投入,4G 发展滞后”的尴尬境地,网络竞争力远远落后于移动,导致用户发展失败。但公司经过领导层更替,经营思路转变,联通 4G 网络得到很大的发展,站点接近 40 万,依靠网络制式和频段的优势,已经形成了对移动的局部网络优势。我们认为,联通的转型阵痛期已经过去,4G 全面发力,已经成功扭转了用户数下降的趋势,并快速实现了 4G 用户发展,提升了整体 ARPU 值。公司业绩已经触底,预期今年会有较大提高。
- 与电信合作红利逐渐体现,成本优势明显:** 公司新掌门人王晓初,对与电信的合作大力推动。一方面,联通与电信在网络资源共享进一步加强合作,全面鼓励各省站址资源、天面资源、传输资源共享合作,预计能提升网络投资效率 50%,从而有利于降低 2016 年资本支出。另一方面,联通和电信 4G 网络制式频段一致,使得二者先天拥有终端推广合作的基础,建立终端产业联盟也将进一步降低公司终端补贴投入。
- 强势市场发展策略,逐步掌握用户发展主动权:** 联通大力发展 4G 网络,也积极开展强势市场策略。1.全面促进 2G/3G 用户向 4G 网络迁移,提升整体 ARPU 值; 2.发挥流量经营优势,与虚拟运营商和互联网内容提供商合作,吸引高流量用户; 3.凭借北方城市宽固网优势,推出智慧沃家整体套餐争夺家庭用户。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。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 0.37 元、0.48 元,对应 PE 11.9 /9 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

分析师 徐力  
 执业资格证书号码:  
 S0600515080001  
[xul@dwzq.com.cn](mailto:xul@dwzq.com.cn)

联系人 孙云翔  
[sunyx@dwzq.com.cn](mailto:sunyx@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.36
一年最低价/最高价	3.86/10.63
市净率	1.18
流通 A 股市值(百万元)	92400

### 基础数据

每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	62
总股本(百万股)	21200
流通 A 股(百万股)	21200

### 相关研究

- 中国联通:联吴抗魏,逆境崛起  
2015 年 12 月 31 日
- 中国联通:4G 全面发力,开启触底反弹  
2016 年 2 月 21 日

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>59757.7</b>	<b>58050.2</b>	<b>60835.0</b>		<b>营业收入</b>	<b>277048.5</b>	<b>306930.1</b>	<b>339576.8</b>	
现金	22006.9	21000.0	20000.0		营业成本	207704.3	215963.6	230846.2	
应收款项	26488.8	25227.1	27910.4		营业税金及附加	884.7	1534.7	1697.9	
存货	3945.9	4141.8	4427.2		营业费用	31965.1	36831.6	40749.2	
其他	7316.2	7681.3	8497.4		管理费用	23714.9	22384.5	22975.3	
<b>非流动资产</b>	<b>555561.6</b>	<b>602206.3</b>	<b>663934.4</b>		财务费用	6493.4	6587.8	9930.1	
长期股权投资	32974.7	35978.1	65896.3		投资净收益	-405.3	0.0	0.0	
固定资产	453146.3	496687.0	528399.8		其他	-169.5	899.4	902.8	
无形资产	26982.9	27083.4	27180.7		<b>营业利润</b>	<b>5711.2</b>	<b>24527.3</b>	<b>34280.9</b>	
其他	42457.7	42457.7	42457.7		营业外净收支	8155.5	6000.0	6000.0	
<b>资产总计</b>	<b>615319.4</b>	<b>660256.5</b>	<b>724769.5</b>		<b>利润总额</b>	<b>13866.7</b>	<b>30527.3</b>	<b>40280.9</b>	
<b>流动负债</b>	<b>338198.5</b>	<b>403338.7</b>	<b>469938.2</b>		所得税费用	3432.3	7631.8	10070.2	
短期借款	88052.2	159420.3	209040.6		少数股东损益	6962.8	15111.0	19939.1	
应付账款	163175.0	147920.3	158113.8		<b>归属母公司净利润</b>	<b>3471.6</b>	<b>7784.46</b>	<b>10271.64</b>	
其他	86971.3	95998.1	102783.8		EBIT	16654.6	31115.1	44211.0	
<b>非流动负债</b>	<b>43074.5</b>	<b>43274.5</b>	<b>43474.5</b>		EBITDA	88951.0	71550.7	90823.0	
长期借款	1748.4	1748.4	1748.4						
其他	41326.2	41526.2	41726.2		<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>381273.0</b>	<b>446613.3</b>	<b>513412.7</b>		每股收益(元)	0.16	0.37	0.48	
少数股东权益	155364.2	138742.1	116809.1		每股净资产(元)	3.71	3.34	2.86	
归属母公司股东权益	78682.2	70897.7	60626.1		发行在外股份(百万股)	21196.6	21196.6	21196.6	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>615319.4</b>	<b>656253.1</b>	<b>690847.9</b>		ROIC(%)	3.7%	6.6%	8.6%	
					ROE(%)	4.4%	11.0%	16.9%	
					毛利率(%)	24.7%	29.1%	31.5%	
					EBIT Margin(%)	6.0%	10.1%	13.0%	
					销售净利率(%)	1.3%	2.5%	3.0%	
					资产负债率(%)	62.0%	67.6%	70.8%	
					收入增长率(%)	-4.0%	10.8%	10.6%	
					净利润增长率(%)	-12.8%	124.2%	32.0%	

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>

