

中国联通 (600050)
强烈推荐
行业：通信运营

国企改革及平衡三大运营商预期，送来持续利好

在中国联通 2015 年及 2016 年一季度营收、净利下降后，我们认为国企改革将为公司发展带来新动力，同时由于三大运营商失衡格局日渐显著，政府决策层面重新平衡预期增强，倾斜扶持力量有望逐渐增强，公司最艰难时期或将过去，否极将泰来，理由：

- ◆ **失衡格局日渐明显，政府层面重新平衡预期增强。** 三大运营商间的均衡能促进市场化竞争，也是促进运营商提速降费、改善服务的有效手段。从以前的中移动从电信分出，到后来的给三大运营商发放不同制式的 3G 运营牌照，到现在推进联通与电信合作，国家针对三大运营商的发展格局不断进行调整，力求三者之间的均衡发展。但当前由于管理层以及历史遗留问题等原因，三者之间的不均衡竞争问题日益突出，我们预计针对均衡调整的政策力度会进一步增强，考虑目前联通在三者中相对落后，未来有望出台更多利好中国联通的政策。
- ◆ **国企改革加速，做强做优做大目标重启公司新发展。** 7 月 4 日习总书记在在全国国有企业改革座谈会作出重要指示，要理直气壮做强做优做大国有企业，深化国有企业改革。7 月 14 日国资委发布消息表示国企改革试点工作全面铺开，选择多家央企开展国有资本运营公司试点、国有资本投资公司试点、中央企业兼并重组试点等。我们认为在“互联网+”的经济背景下，运营商处于中间管道的战略位置，所以中国联通必定会成为国企改革调结构、优化布局主旋律下的重点对象。
- ◆ **国企改革与国企运营商间平衡预期，带来向好边际变化，发展前景广阔。** 联通是国家综合做好国企改革与三大国企运营商间平衡的战略砝码，在国企带领我国产业结构优化、通信行业市场化改革中，具有双重战略重要性。在国企改革提供巨大催化剂与动力之后，公司向好边际变化已出现，1) 政策方面：6 月中国联通在 900MHz 频段上开展 LTE FDD 试验，获得工信部批复，在宝贵的低频段资源下，公司 4G 网络建设将具有低成本和深覆盖的优势；2) 公司内生变化方面：联合全球领先物联网平台提供商——美国 Jasper，率先在国内发展物联网平台；推出用户标签库、维系营销等产品，公司大数据快速落地。在物联网和大数据巨大发展机遇中，凭借领先布局，公司未来新一轮发展的前景广阔。
- ◆ **投资建议。** 国企改革带来公司发展新增动力足，全力发展 4G 网络，获国家政策层面重要支持改革之中获明确方向。同时积极发展物联网和大数据创新业务，我们认为公司或将跨过发展拐点，反弹开启新一轮的发展。给予公司“强烈推荐”评级。预计 16-18 年 EPS 为 0.17、0.21 和 0.26 元，

作者
署名人：周明

S0960516030001

0755-82026835

zhouming@china-invs.cn

参与人：余伟民

S0960115090015

010-63222902

yuweimin@china-invs.cn

参与人：容志能

S0960116050010

0755-82026921

rongzhineng@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 5.1
当前股口： 4.25
评级调整： 维持
基本资料

总股本(百万股) 21,197

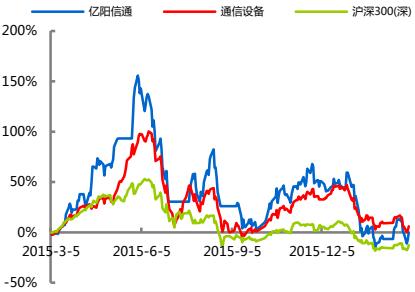
流通股本(百万股) 21,197

总市值(亿元) 901

流通市值(亿元) 901

成交量(百万股) 86.18

成交额(百万元) 366.02

股价表现

相关报告

《中国联通-移动业务联吴抗魏进展顺利，关注固网业务份额变化》2016-03-06

对应 16-18 年的 PE 分别为 26x、20x 和 17x。给予 16 年 30 倍 PE，目标价 5.1。

◆ 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	22.62	26.94	20.77	17.38
P/B	1.16	1.14	1.09	1.05
EV/EBITDA	4	4	4	4

资料来源：中国中投证券研究总部

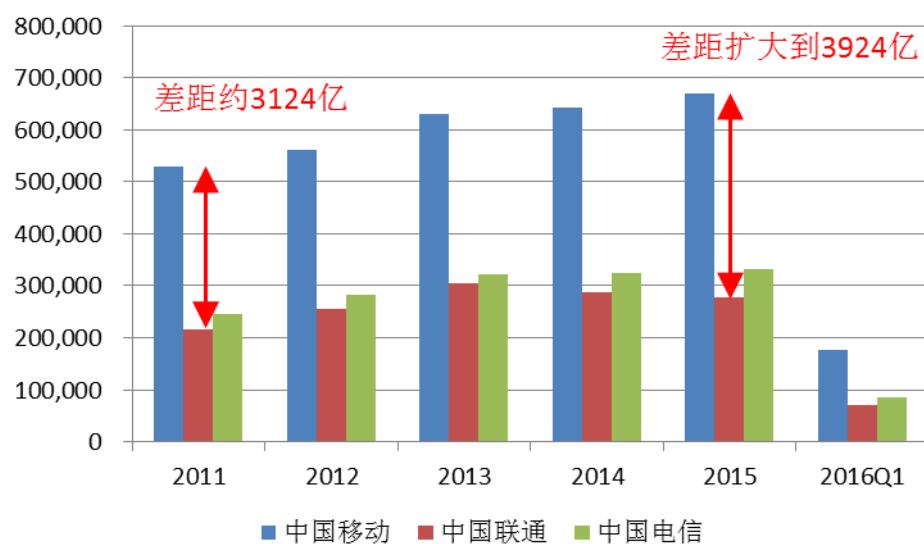
一、运营商失衡格局日渐明显，政府层面重新平衡预期增强

1. 三大运营商发展失衡格局日渐显现

中国联通 2015 年营业收入同比下降 3.99%，归属母公司股东净利润下降 12.81%，2016 年一季度营业收入持续下滑，同比下降 5.33%，归母净利润下降 86.12%；中国移动 2015 年营业收入同比增长 4.27%，扣非后归属母公司股东的净利润下降 17.88%，2016 年一季度营业收入则同比增长达 8.70%，股东应占利润同比增长 0.50%；中国电信 2015 年营业收入同比增长 2.10%，扣非后归属母公司股东的净利润增长 13.38%，2016 年一季度营业收入则同比增长达 6.11%，股东应占利润同比增长 1.40%。

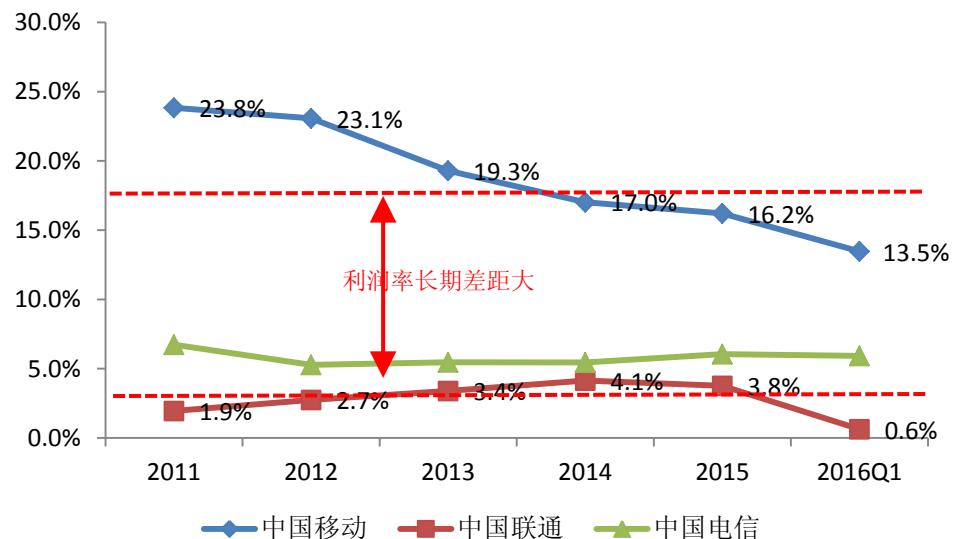
从三大运营商的营业收入及利润表现看来，中国联通正在经历收入与利润双下降的艰难发展阶段，而随着其收入、利润持续下降及相对于中国移动、中国电信的营业收入增长，及利润情况的好转，中国联通与中国移动、中国电信之间的不平衡发展将进一步加强，三大运营商发展的失衡格局日渐显现。

图 1 营业收入差距日益扩大 (单位：百万元)



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

图 2 利润率长期差距大

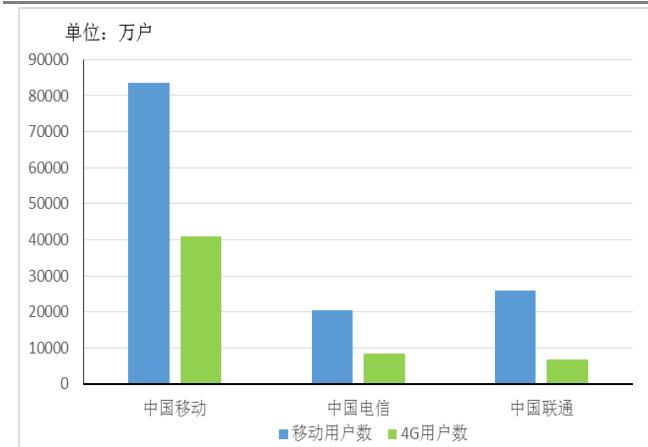


资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

同时由于历史原因及国家战略部署，经过三大运营商各自多年的发展与积累，当前三大运营商在细分通信运营领域的发展也存在显著的不平衡格局。主要表现为：在固网宽带运营领域，中国移动的发展显著落后于中国电信与中国联通，而在移动通信领域，中国移动一家独大，其业务规模甚至超过其他两家业务量之和。

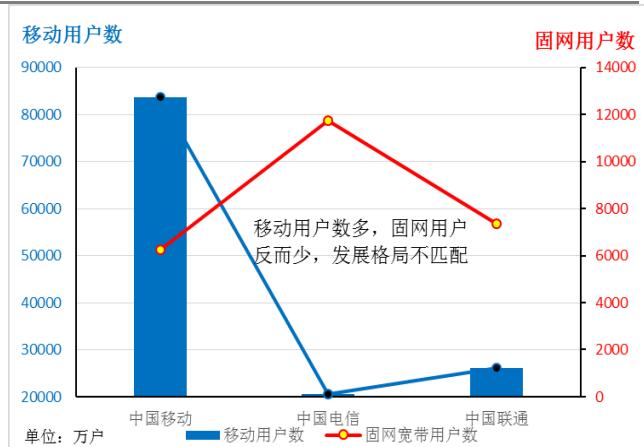
但随着通信行业的发展，固网与移动网络之间的协同性不断增强，新型通信要求运营商具有固网与移动网络综合运营服务能力，对运营商在两种网络上的相互协同，提出了极大的要求，面对这一协同发展的新形势，我国三大运营商在各个细分领域的失衡格局将产生巨大的限制作用。

图 3 移动通信领域中国移动一家独大



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 4 三大运营商固网格局与移动网络发展不匹配



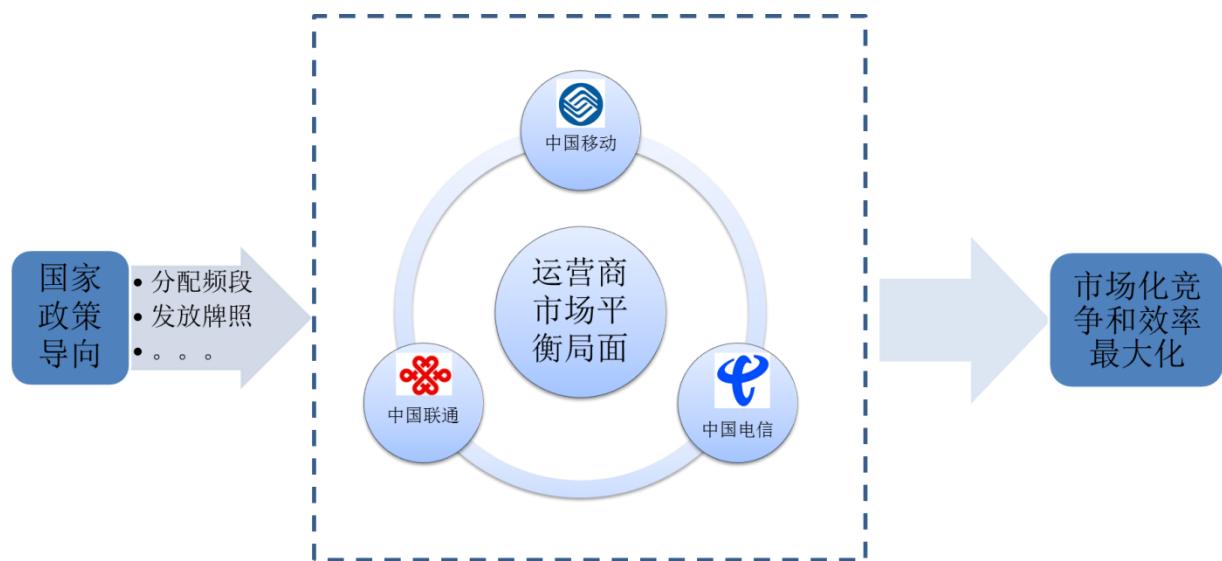
资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

2. 来自政府的均衡调整手段一直是重要影响

工信部等政府层面希望看到三大运营商间的市场化竞争，通过提升市场化水平利用市场竞争，不断提高运营商自身的经营效率，进而创造整个行业、市场更大的价值，使基础通信设施成为社会经济发展的重要推动力。同时加强市场化的竞争，也是实现运营商提速降费、改善服务的有效手段，三大运营商之间有效竞争的均衡发展格局具有重要意义，而现在三者之间的不均衡竞争成为关键问题。

决策层面一直以来都积极推动三者之间建立均衡有效的发展格局，工信部等在政策层面利用市场牌照资格监管、企业领导调任、鼓励合作甚至是直接的资产分拆重组等手段，进行针对性的调整，促进行业整体效益的提升与有效的市场化发展。

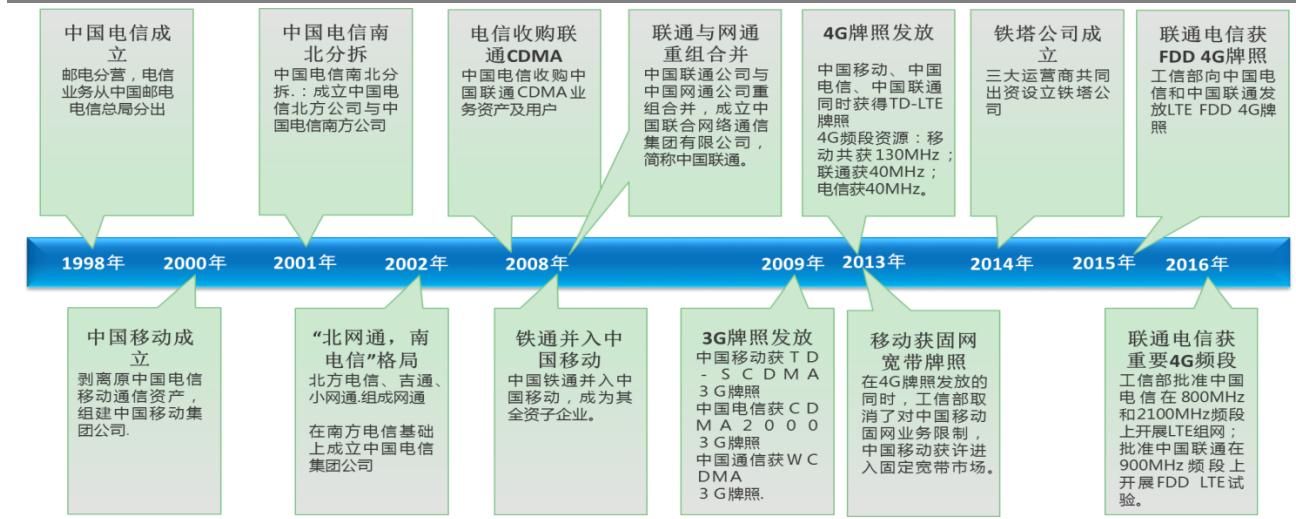
图 5 国家通过政策建立运营商平衡发展格局



资料来源：中国中投证券研究总部

从针对中国移动 2G 时代一家独大的移动业务，利用 3G 牌照资源手段扶持中国联通、电信手机业务，到 4G 时代的反向调整；从中国网通并入联通，到后来的铁通并入中国移动；从以前的中移动从电信拆分，到现在推进联通与电信合作。可以看出中间的分分合合都是国家在特定的时点进行有针对性的调整，以促进三大运营商形成均衡的竞争格局。而我们认为格局失衡越严重，进行平衡格局的动机与力量可能也越强，所以现阶段看重新平衡格局的预期非常明显。而从中国移动获得工信部固定通信业务授权、中国联通在 900MHz 频段上开展 LTE FDD 试验获工信部批复等，也能看出这一点。

针对当前三大运营商中联通所处的位置，相信来自工信部等的均衡调整力度会进一步增强，未来也有望出台更多利好中国联通的政策。

图 6 分分合合——政府的调整均衡对格局有重要影响


资料来源：中国中投证券研究总部

二、国企改革加速，做强做优做大目标重启公司新发展

国企改革加速，做强做优做大目标重启公司新发展。6月26日宝钢、武钢公告，宝钢集团与武钢集团筹划战略重组。7月4日习总书记在全国国有企业改革座谈会作出重要指示，要理直气壮做强做优做大国有企业，深化国有企业改革，推进其发挥在结构调整、布局优化中的带动作用，在重要领域和关键环节要尽快取得新成效，加强监管防止国有资产流失。7月14日国资委在通气会上表示，国企改革试点全面铺开。上半年启动国企国资改革147项试点，选择多家央企开展国有资本运营公司试点、国有资本投资公司试点、落实董事会职权试点、中央企业兼并重组试点、中央企业信息公开试点、剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点。

我们认为在调结构、优化布局上，中国联通处关键环节。随着国企改革试点工作的全面铺开，进一步的深化改革也将成为改革工作中的重要内容，在整体经济发展中通信行业具有深入各行各业的纵深能力，是“互联网+”、传统行业改革创新的重要依仗，深化国企改革绕不开通信。同时中国联通又是我国通信行业的重要组成，牵涉通信行业整体的均衡发展及市场效率，在国家战略中地位突出，公司国企改革的方向是重启新发展做强做优做大，而相较于效益好蓬勃发展的企业，国企改革对于处于发展中部或底部的中国联通刺激更大，催化作用更强。

三、国企改革与国企运营商间平衡预期，带来向好边际变化，发展前景广阔

中国联通在国家战略层面有平衡行业发展的重要作用，而公司层面其在国企改革中做强做优做大发展自身的同时，外部性显著，是国家做好市场化竞争、优化调整经济结构的战略砝码，与中国电信合作在国企改革背景下也是想象空间巨大。在设定好方向，国企改革提供巨大催化剂与动力之后，向好边际变化出现，公司换帅

重定基调，发展 4G 网络战略获得重要政策支持，积极推进与中国电信合作，积极发展物联网和大数据创新业务有望开启新一轮的大发展。

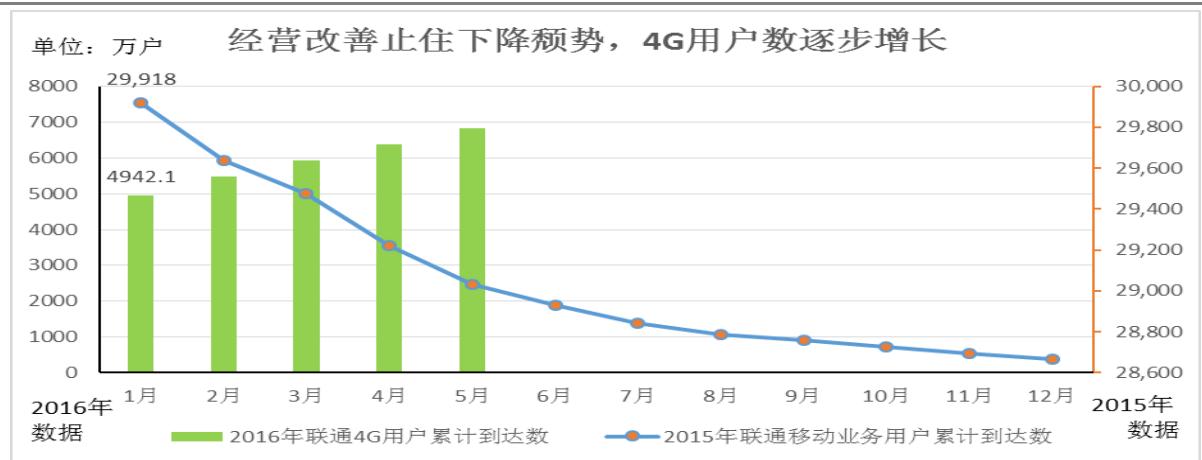
1. 获得 900MHz 频段资源，4G 网络发展得到政策支持

2016 年 6 月，中国联通在 900MHz 频段使用 909-915MHz(终端发)/954-960MHz(基站发)，在上海、浙江、江苏、广东、四川等 14 个省市，开展 LTE FDD 试验，获工信部批复，900MHz 宝贵频段资源能使得中国联通的 4G 网络覆盖更广成本更低、信号质量更优，使得公司 4G 网络更具竞争力，获得 900MHz 频段 LTE FDD 试验的工信部批复，意味着公司 4G 发展战略获得国家重要支持。

2. 经营改善止住颓势，2016 年 4G 用户数迎来增长

在营收、利润持续下降，用户不断流失，两大对手中国移动和中国电信却实现营收增长、用户数量不断提升的背景下，公司确立全力发展 4G 网络战略，并获得国家政策层面重要支持，以 4G 作为焦点，通过改革保住 4G 核心用户，用网络、终端、产品和服务四层次上的资源，形成联通领先的纵向 4G 渗透能力和横向规模拓展及业务创新能力。在 4G 网络领域积极推动与中国电信合作，王晓初在中国移动和中国电信已证明过自己，去年 8 月挂帅中国联通，可以理解为其带着扶持联通发展、均衡竞争的任务，其大幅改革有望带来联通发展新势头。

图 7 经营改善止住颓势，2016 年 4G 用户数迎来增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3. 创新突破，未来前景广阔

中国联通在物联网和大数据的发展大浪潮中，凭借领先布局先机，公司未来新一轮发展的前景广阔。

公司 2015 年开始加快在物联网和大数据挖掘等创新业务领域的发展：物联网方面联合全球领先物联网平台提供商——美国 Jasper 公司，率先在国内建立物联网平台，结合中国联通在通信网络上的资源优势，及全国范围内的数据中心部署，

相互连通打造领先物联网平台；大数据挖掘方面，公司大数据战略快速推进，公司的信用信息、用户标签库、位置轨迹和维系营销等大数据产品不断推向市场，中国联通的运营商级别数据资源变现有望迎来落地，为公司开拓出新的价值领域。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产					营业收入	288571	287128	330197	363217
现金	56621	141037	155232	266188	营业成本	199937	200990	231138	254252
应收账款	25400	106449	117027	223721	营业税金及附加	4721	4698	5402	5943
其它应收款	16632	19490	21286	23828	营业费用	40193	39992	45991	50590
预付账款	4801	5077	5738	6351	管理费用	19825	19726	22685	24953
存货	4094	4106	4668	5166	财务费用	4333	4601	3914	3034
其他	4378	5144	5645	6204	资产减值损失	4024	4024	4024	4024
非流动资产	1315	770	867	917	公允价值变动收益	-7	-2	-3	-4
长期投资	490504	431942	374008	315951	投资净收益	363	317	313	323
固定资产	3057	3057	3057	3057	营业利润	15893	13412	17352	20739
无形资产	377765	313319	249358	185235	营业外收入	1529	1529	1529	1529
其他	25717	24063	22429	20875	营业外支出	1586	1586	1586	1586
资产总计	83966	91504	99165	106785	利润总额	15836	13355	17296	20682
流动负债	547125	572979	529240	582139	所得税	3869	3277	4237	5069
短期借款	291164	309015	253057	291890	净利润	11968	10079	13058	15613
应付账款	93321	93321	93321	93321	少数股东损益	7986	6735	8722	10430
其他	112373	112964	129909	142900	归属母公司净利润	3982	3344	4336	5183
非流动负债	85470	102729	29827	55669	EBITDA	87278	80256	83448	85975
长期借款	25633	24986	25315	25298	EPS (元)	0.19	0.16	0.20	0.24
其他	420	420	420	420					
负债合计	25213	24567	24895	24878					
少数股东权益	316797	334001	278372	317188					
股本	152991	159726	168448	178878					
资本公积	21197	21197	21197	21197					
留存收益	27812	27812	27812	27812					
归属母公司股东权益	29796	30246	33417	37075					
负债和股东权益	77337	79251	82419	86073					
	547125	572979	529240	582139					

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流					会计年度				
经营活动现金流	92429	65401	91810	87497	成长能力				
净利润	11968	10079	13058	15613	营业收入	5.1%	4.2%	5.3%	6.0%
折旧摊销	67052	62243	62182	62202	偿债能力				
财务费用	4333	4601	3914	3034	营业利润	-5.0%	-0.5%	15.0%	10.0%
投资损失	-363	-317	-313	-323	归属于母公司净利润	23.0%	-15.6%	29.4%	19.5%
营运资金变动	-896	-10401	13477	7693	获利能力				
其它	10336	-803	-509	-723	ROE	15.7%	-16.0%	29.7%	19.5%
投资活动现金流	-75034	3825	3847	3757	ROIC	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
资本支出	73391	0	0	0	毛利率	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%
长期投资	-3075	0	0	0	净利率	5.1%	4.2%	5.3%	6.0%
其他	-4718	3825	3847	3757	偿债能力				
筹资活动现金流	-13586	11824	-85079	15440	资产负债率	4.7%	4.9%	7.8%	12.8%
短期借款	-2445	0	0	0	净负债比率	57.9%	58.3%	52.6%	54.5%
长期借款	-61	0	0	0	流动比率	33.18%	37.05%	15.71%	20.10%
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	0.19	0.46	0.61	0.91
资本公积增加	-213	0	0	0	营运能力				
其他	-10867	11824	-85079	15440	总资产周转率	0.18	0.44	0.59	0.89
现金净增加额	3809	81050	10578	106694	应收账款周转率	0.54	0.51	0.60	0.65
					应付账款周转率	1.92	1.78	1.90	1.86
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	22.62	26.94	20.77	17.38
					P/B	1.16	1.14	1.09	1.05
					EV/EBITDA	4	4	4	4

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

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,五年行业经验。

容志能,中国中投证券研究总部通信行业研究助理,上海交通大学电子科学与技术学士,浙江大学电子科学与技术硕士,3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,旨为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

