

中国联通 (600050)

强烈推荐

行业：通信运营

清洗“流量穿透”反击移动，公司业绩有望反弹

事件：

很多互联网公司，以 IDC 业务的名义从电信、联通等运营商申请到低价的骨干网带宽，接入到自己的机房，但仅其中一部分带宽自用，而另一部分则分批转卖给一些第三方宽带企业，包括中国移动。这种现象，被称为“流量穿透”。据 8 月 3 日中国 IDC 圈网站报道，中国联通开展了《规范互联网接入及大带宽管理》专项工作，7 月 10 日到 8 月 31 日这段时间，联通将完成互联网专线、IDC 大带宽及 BGP 业务自查和整改；完成 IDC 外拉光纤及电路整改；完成历史工单、疑似违规 IP 地址检查。业界称之为清洗“流量穿透”。

投资要点：

市场普遍认为中国联通的经营情况表现不佳，对于中国移动的日益强大已经不具竞争力，未来只会每况愈下，但我们认为公司已经经历最坏的时候，**国企改革推动公司与电信加强合作，政策倾斜给公司增加筹码，公司自身也在努力改善，积极与移动竞争，未来展望将出现向上的边际向好**，所以公司的投资价值已渐渐突现。理由：**(1) 公司内部持续努力改善，积极应对移动扩张步伐。**因为过去 IDC 发展不均衡的问题，导致中国移动需要接入电信、联通的网络入口，进而访问安放在电信、联通 IDC 机房中的互联网内容资源。这个过程由于各种原因而出现了“流量穿透”现象，严重影响了中国联通固网宽带的业绩。此次公司规范互联网接入及大带宽管理，清洗“流量穿透”问题，一方面可以增加公司利润，同时也表明公司正在努力改善经营，积极应对中国移动快速发展的固网业务带来的挑战。**(2) 国企改革推动加速，央企整合成趋势。**国资委在 7 月 14 日表示，今年央企将整合到 100 家以内，目前已有 10 余家央企在对于企业重组工作积极推进，而国务院也在 7 月 17 日印发《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》，在下半年我们将看到国企改革推进速度的不断加快。而对于中国联通，自从 15 年 8 月王晓初从电信调任联通董事长，正不断推进联通与电信的资源整合，在 16 年 1 月，电信联通签署了“资源共建共享，客户服务提质”战略合作协议，目前已深入 4G 基地的共建共享、共同推进六模全网通终端等合作，未来的合作将逐步深入至骨干光缆层，两家大型央企在国改背景下将产生更多的合作，规模效应将渐次体现；**(3) 政策支持将持续加码。**据 6 月 16 日工信部报道，批复中国联通获得在 900M 低频段上进行 FDD-LTE 技术试验的资格。由于 900M 低频段的建网成本更低，仅为 2100M 的六分之一到四分之一，因此我们判断这是国家从政策层面对中国联通的支持，未来我们预计将会有更多的政策利好将利于公

作者

署名：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： 5.25

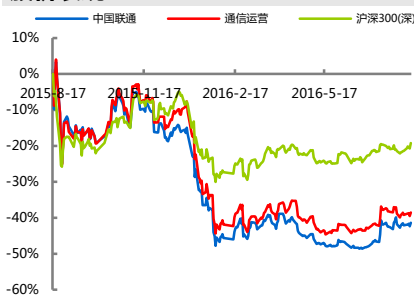
当前股口： 4.42

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)	937
流通市值(亿元)	937
成交量(百万股)	177.33
成交额(百万元)	780.95

股价表现



相关报告

《中国联通-盈利表现环比改善，或将受益国改与政策支持使公司凤凰涅槃浴火重生》2016-07-30

《中国联通-国企改革及平衡三大运营商预期，送来持续利好》2016-07-17

《中国联通-否极将泰来，关注向好的边际变化》2016-07-13

司的边际向上。

- ◇ 公司自去年以来与中国电信加强合作，在宽带、IPTV、4G 网络等有较大推进，同时公司内部推进以清洗“流量穿透”为代表等一系列整治经营的运作，此外再加上国企改革和政策利好倾斜等因素，我们认为公司将发生持续的边际变化向好，投资价值可期。给予公司“强烈推荐”评级。预计 16-18 年 EPS 为 0.21、0.28 和 0.36 元，对应 16-18 年的 PE 分别为 20x、15x 和 12x。给予 16 年 25 倍 PE，目标价 5.25。
- ◇ **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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	277049	290901	319410	351031
收入同比(%)	-4%	5%	10%	10%
归属母公司净利润	3472	4547	6009	7670
净利润同比(%)	-13%	31%	32%	28%
毛利率(%)	25.0%	25.0%	26.0%	27.0%
ROE(%)	4.4%	5.5%	7.0%	8.3%
每股收益(元)	0.16	0.21	0.28	0.36
P/E	26.99	20.60	15.59	12.22
P/B	1.19	1.14	1.08	1.02
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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	59758	182543	193851	311195
现金	22007	147998	154616	268932
应收账款	16811	14924	17385	18741
其它应收款	9621	8784	10181	10999
预付账款	3823	4186	4524	4877
存货	3946	4513	4744	5170
其他	3550	2138	2400	2476
非流动资产	555562	480710	425855	370402
长期投资	32975	32975	32975	32975
固定资产	355651	293104	232142	170652
无形资产	26983	24830	22673	20465
其他	139953	129802	138064	146310
资产总计	615319	663254	619705	681597
流动负债	338198	374148	314052	354963
短期借款	85196	85196	85196	85196
应付账款	163151	171377	185663	201286
其他	89851	117575	43193	68481
非流动负债	43075	42631	42737	42802
长期借款	1748	1748	1748	1748
其他	41326	40883	40988	41054
负债合计	381273	416779	356788	397765
少数股东权益	155364	164445	176463	191794
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27812	27812	27812	27812
留存收益	31841	33009	37416	42975
归属母公司股东权益	78682	82030	86454	92037
负债和股东权益	615319	663254	619705	681597

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	89233	98473	84729	92095
净利润	10434	13629	18027	23001
折旧摊销	64135	57826	57574	57658
财务费用	6493	3345	2351	1444
投资损失	405	49	99	133
营运资金变动	5011	24534	5858	9351
其它	2755	-910	820	508
投资活动现金流	-91353	5862	5841	5775
资本支出	92898	0	0	0
长期投资	-1163	0	0	0
其他	382	5862	5841	5775
筹资活动现金流	-1492	21656	-83953	16446
短期借款	-8125	0	0	0
长期借款	1329	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	5304	21656	-83953	16446
现金净增加额	-3539	125992	6618	114316

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	277049	290901	319410	351031
营业成本	207704	218176	236363	256253
营业税金及附加	885	929	1020	1121
营业费用	31965	33563	36853	40501
管理费用	19840	20832	22873	25138
财务费用	6493	3345	2351	1444
资产减值损失	4090	4090	4090	4090
公允价值变动收益	45	13	17	25
投资净收益	-405	-49	-99	-133
营业利润	5711	9930	15778	22377
营业外收入	10895	10895	10895	10895
营业外支出	2740	2740	2740	2740
利润总额	13867	18086	23934	30532
所得税	3432	4457	5907	7532
净利润	10434	13629	18027	23001
少数股东损益	6963	9081	12018	15331
归属母公司净利润	3472	4547	6009	7670
EBITDA	76339	71101	75703	81479
EPS (元)	0.16	0.21	0.28	0.36

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-4.0%	5.0%	9.8%	9.9%
营业利润	-64.1%	73.9%	58.9%	41.8%
归属于母公司净利润	-12.8%	31.0%	32.1%	27.6%
获利能力				
毛利率	25.0%	25.0%	26.0%	27.0%
净利率	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%
ROE	4.4%	5.5%	7.0%	8.3%
ROIC	3.0%	4.4%	8.3%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	62.0%	62.8%	57.6%	58.4%
净负债比率	23.55%	28.06%	10.35%	14.32%
流动比率	0.18	0.49	0.62	0.88
速动比率	0.16	0.48	0.60	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.46	0.50	0.54
应收账款周转率	16	14	15	15
应付账款周转率	1.51	1.30	1.32	1.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.21	0.28	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	4.21	4.65	4.00	4.34
每股净资产(最新摊薄)	3.71	3.87	4.08	4.34
估值比率				
P/E	26.99	20.60	15.59	12.22
P/B	1.19	1.14	1.08	1.02
EV/EBITDA	4	4	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
2016-07-30	《中国联通-盈利表现环比改善，或将受益国改与政策支持使公司凤凰涅槃浴火重生》
2016-07-17	《中国联通-国企改革及平衡三大运营商预期，送来持续利好》
2016-07-13	《中国联通-否极将泰来，关注向好的边际变化》

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