

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

中国联通 (600050)

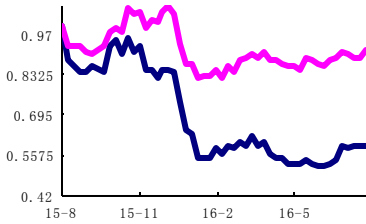
买入

2016 年半年报点评

(维持评级)

2016 年 08 月 19 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	21,197/21,197
总市值/流通(百万元)	94,113/94,113
上证综指/深圳成指	3,110/10,891
12 个月最高/最低元)	7.99/3.69

相关研究报告:

《中国联通-600050-2015 年年报点评: 业绩符合预期, 变革持续推进》——2016-03-21  
 《中国联通-600050-重大事件快评: 混改预期仍存》——2015-10-21  
 《中国联通-600050-2015 年中期报告点评: 业绩符合预期, 变革有望提速》——2015-08-24  
 《中国联通-600050-2015 年一季度报告点评: 业绩符合预期, 改革仍是主旋律》——2015-04-24  
 《中国联通-600050-事件快评: 电信新一轮重组预期, 看好联通变革》——2015-04-22

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300  
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

联系人: 王齐昊

电话: 0755-22940673  
 E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩触底确认, 改革预期进一步加强

● 公司 8 月 17 日晚发布 2016 年半年度报告, 公布 2016 年上半年实现营业总收入 1402 亿元, 同比减少 3.1%, 实现归属母公司股东的净利润盈利 4.5 亿元, 同比减少 80.6%, 扣除非经常性损益的净利润 5.5 亿元, 同比减少 75.9%, 业绩整体触底, 符合之前预期。

● 主营业务触底, 收入结构进有所优化

今年上半年公司主营业务止跌回稳, 公司经营发展开始向好。2016 年上半年, 公司主营业务收入达到 1,219.1 亿, 同比增长 1.4%, 环比增长 6.0%。主营业务收入中, 非语音业务占比达到 73.1%, 同比提高 4.8 个百分点, 收入结构有所优化。

● 月出账用户数量保持增长, 资本开支大幅下降

2016 年中国联通在移动业务方面扭转局面, 上半年出账用户数量持续上涨, 累计达 2.6 亿户, 恢复至往年同期水平, 预期在未来将继续保持业务增长趋势, 移动业务市场有望得到恢复和拓展。同时, 资本开支同比下降 39.3%, 为人民币 181.0 亿元, 使得公司自由现金流显著提升。

● 加快业务转型升级步伐, 积极寻找新增长点

公司聚焦重点区域和 4G、固网宽带等重点业务, 持续提升传输、承载网等基础网络能力, 网络能力不断增强; 聚焦平台类及产业互联网, 加快 IDC 及云计算平台海外延伸部署, 提升业务拓展能力; 与中国电信合作, 共同推广六模全网通终端, 统一 4K 智能机顶盒和宽带服务标准, 促进服务质量提升, 降低用户离网率。

● 业绩有望触底, 看好公司变革预期, 维持“买入”评级

4G 时代, 联通有望利用 FDD 成熟的产业链、制式终端、商用网络等迎头赶上, 精品网络质量将有利于缩短和移动的差距, 变革层面, 公司微信沃卡范围逐步扩大、流量银行打造平台优势提升客户黏性, 语音经营向流量经营数据经营成为必然趋势, 并且公司以“营改增”为契机深化营销模式转型, 促进业务和客户质量的持续提升。虽然短期收入和用户数增长面临一定的压力, 但公司积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系, 带来经营效率提升, 国企改革预期不断升温, 属于目前通信板块中估值较低、改革预期较强的品种。预计 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.14/0.16/0.18 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

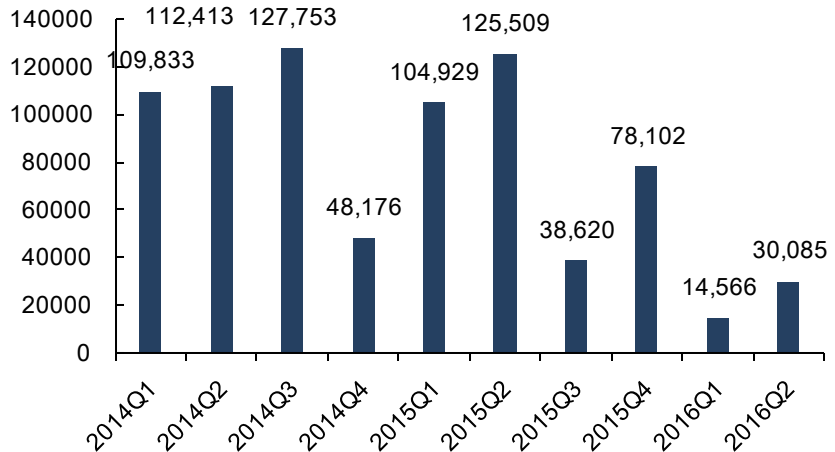
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	288,571	277,049	286,383	298,257	310,683
(+/-%)	-5.0%	-4.0%	3.4%	4.1%	4.2%
净利润(百万元)	3,982	3,472	2,930	3,333	3,914
(+/-%)	15.7%	-12.8%	-15.6%	13.7%	17.4%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.16	0.14	0.16	0.18
EBITMargin	7.0%	7.3%	5.8%	7.3%	7.5%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.4%	3.6%	4.0%	4.6%
市盈率(PE)	23.6	27.1	32.1	28.2	24.0
EV/EBITDA	6.8	8.0	7.6	6.5	6.0
市净率(PB)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 主营业务企稳，收入结构有所优化

公司 8 月 17 日晚发布 2016 年半年度报告，公布 2016 年上半年实现营业总收入 1402 亿元，同比减少 3.1%，毛利率 23.8%，同比减少 3%，实现归属母公司股东的净利润盈利 4.5 亿元，同比减少 80.6%，扣除非经常性损益的净利润 5.5 亿元，同比减少 75.9%。与去年下半年相比，今年上半年盈利能力已有所好转。

图 1：中国联通季度归母净利润季度数据（万元）



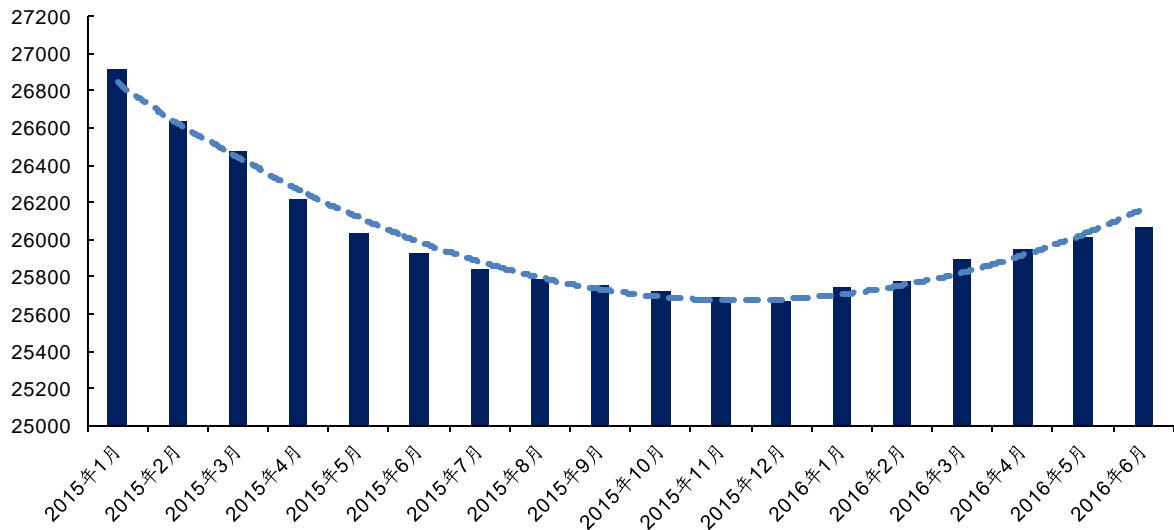
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

同时，公司主营业务止跌回稳，公司经营发展开始向好。2016 年上半年，公司主营业务收入实现止跌回稳，达到人民币 1,219.1 亿元，同比增长 1.4%，环比增长 6.0%。主营业务收入中，非语音业务占比达到 73.1%，同比提高 4.8 个百分点，收入结构有所优化，公司盈利能力有所改善。

## 月出账用户数量保持增长，资本开支大幅下降

2016 年中国联通在移动业务方面扭转局面，上半年出账用户数量持续上涨，累计达 2.6 亿户，恢复至往年同期水平，预期在未来将继续保持业务增长趋势，移动业务市场有望得到恢复和拓展。

图 2: 调整后中国联通月出账用户数量 (万)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

上半年主营业务收入逐步改善的同时, 资本开支同比下降 39.3%, 为人民币 181.0 亿元, 使得公司自由现金流显著提升, 达到人民币 259.5 亿元。此外, 资产负债率较上年底下降 0.5 个百分点, 为 61.5%, 结构持续优化。

### 加快业务转型升级步伐, 积极寻找新增长点

- 公司聚焦重点区域和 4G、固网宽带等重点业务。上半年, 公司 4G 基站净增 18.9 万个, 总数达到 58.8 万个, 4G 网络投资占比由去年的 25.0% 提高到 48.3%, 核心重点区域网络覆盖、质量、速率逐步显现领先优势, 网络感知快速提升, 为移动业务加速发展奠定了能力基础。加速推进光纤宽带改造进程, 北方 8 省实现全光网络, 城区基本具备 100Mbps 接入能力。持续提升传输、承载网等基础网络能力, 网络能力不断增强。
- 公司聚焦平台类及产业互联网, 大力拓展物联网、IDC 与云计算、大数据、行业应用、支付/金融等创新业务。加快重点行业信息化布局, 加快 IDC 及云计算平台海外延伸部署, 提升业务拓展能力。上半年, IDC 及云计算业务实现收入人民币 47.6 亿元, 同比增长 38.6%; ICT 业务收入达到人民币 32.8 亿元, 同比增长 34.2%, 收入结构有望继续改善。
- 与中国电信全面开展深度合作, 共同推广六模全网通终端, 统一 4K 智能机顶盒和宽带服务标准, 促进服务质量提升, 降低用户离网率。

### 业绩有望触底, 看好公司变革预期, 维持“买入”评级

4G 时代, 联通有望利用 FDD 成熟的产业链、制式终端、商用网络等迎头赶上, 精品网络质量将有利于缩短和移动的差距, 变革层面, 公司微信沃卡范围逐步扩大、流量银行打造平台优势提升客户黏性, 语音经营向流量经营数据经营成为必然趋势, 并且公司以“营改增”为契机深化营销模式转型, 促进业务和客户质量的持续提升。虽然短期收入和用户数增长面临一定的压力, 但公司积极推进集中化、专业化、扁

平化运营管理体系，带来经营效率提升，国企改革预期不断升温，属于目前通信板块中估值较低、改革预期较强的品种。预计 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.14/0.16/0.18 元，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	22007	300	300	300
应收款项	26489	7288	7590	7906
存货净额	3946	41664	42122	43201
其他流动资产	7210	1697	1767	1841
<b>流动资产合计</b>	<b>59758</b>	<b>51054</b>	<b>51885</b>	<b>53354</b>
固定资产	453146	423427	429433	434540
无形资产及其他	26983	25905	24826	23748
投资性房地产	42458	42458	42458	42458
长期股权投资	32975	32969	32964	32958
<b>资产总计</b>	<b>615319</b>	<b>575812</b>	<b>581565</b>	<b>587058</b>
短期借款及交易性金融负债	88052	254880	256193	255673
应付款项	163175	12895	13037	13371
其他流动负债	86971	27576	27807	28700
<b>流动负债合计</b>	<b>338198</b>	<b>295351</b>	<b>297037</b>	<b>297743</b>
长期借款及应付债券	40677	40447	40447	40447
其他长期负债	2398	2347	2296	2245
<b>长期负债合计</b>	<b>43075</b>	<b>42794</b>	<b>42743</b>	<b>42692</b>
<b>负债合计</b>	<b>381273</b>	<b>338145</b>	<b>339780</b>	<b>340435</b>
少数股东权益	155364	156934	158719	160816
股东权益	78682	80734	83067	85807
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>615319</b>	<b>575812</b>	<b>581565</b>	<b>587058</b>

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.16	0.14	0.16	0.18
每股红利	0.45	0.04	0.05	0.06
每股净资产	3.71	3.81	3.92	4.05
ROIC	5%	4%	4%	4%
ROE	4%	4%	4%	5%
毛利率	25%	26%	27%	27%
EBITMargin	6%	6%	7%	8%
EBITDAMargin	32%	20%	22%	23%
收入增长	-4%	3%	4%	4%
净利润增长率	-13%	-16%	14%	17%
资产负债率	87%	86%	86%	85%
息率	10%	1%	1%	1%
P/E	27.1	32.1	28.2	24.0
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.3	7.6	6.5	6.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>277049</b>	<b>286383</b>	<b>298257</b>	<b>310683</b>
营业成本	207704	212991	218390	227155
营业税金及附加	885	915	2262	1447
销售费用	31965	34681	35821	37624
管理费用	19840	21069	19929	21025
财务费用	6493	8886	12935	12952
投资收益	(405)	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(4045)	15	15	15
其他收入	0	0	0	0
营业利润	5711	7859	8939	10498
营业外净收支	8156	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>13867</b>	<b>7859</b>	<b>8939</b>	<b>10498</b>
所得税费用	3432	982	1117	1312
少数股东损益	6963	3946	4488	5271
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3472</b>	<b>2930</b>	<b>3333</b>	<b>3914</b>

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>3472</b>	<b>2930</b>	<b>3333</b>	<b>3914</b>
资产减值准备	66	625	76	53
折旧摊销	72296	40189	45012	48434
公允价值变动损失	4045	(15)	(15)	(15)
财务费用	6493	8886	12935	12952
营运资本变动	40900	(222105)	(433)	(240)
其它	(12282)	945	1709	2043
<b>经营活动现金流</b>	<b>108497</b>	<b>(177431)</b>	<b>49683</b>	<b>54190</b>
资本开支	(81258)	(10001)	(50001)	(52501)
其它投资现金流	(93)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(111269)</b>	<b>(9995)</b>	<b>(49995)</b>	<b>(52495)</b>
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	1329	(230)	0	0
支付股利、利息	(9562)	(879)	(1000)	(1174)
其它融资现金流	15847	166828	1313	(520)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(620)</b>	<b>165719</b>	<b>313</b>	<b>(1695)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(3393)</b>	<b>(21707)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	25400	22007	300	300
货币资金的期末余额	22007	300	300	300
企业自由现金流	44471	(177280)	13702	16196
权益自由现金流	61646	(18457)	3697	4343

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**
**宏观**

董德志 021-60933158  
 陶川 010-88005317  
 燕翔 010-88005325  
 李智能 0755-22940456

**策略**

邴彬 021-60933155  
 朱俊春 0755-22940141  
 王佳骏 021-60933154

**技术分析**

闫莉 010-88005316

**固定收益**

董德志 021-60933158  
 赵婧 0755-22940745  
 魏玉敏 021-60933161  
 柯聪伟 021-60933152

**医药生物**

江维娜 021-60933157  
 邓周宇 0755-82133263  
 万明亮  
 梁东旭 0755-82130646  
 徐衍鹏 021-60875165  
 谢长雁 0755-82133263

**互联网**

王学恒 010-88005382  
 何立中 010-88005322

**纺织/日化/零售**

郭陈杰 021-60875168  
 朱元 021-60933162

**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**

曾光 0755-82150809  
 钟潇 0755-82132098  
 张峻豪 0755-22940141

**家电**

王念春 0755-82130407

**通信服务**

程成 0755-22940300  
 王齐昊 0755-22940673

**电子**

刘翔 021-60875160  
 蓝逸翔 021-60933164  
 马红丽 021-60875174

**环保与公共事业**

陈青青 0755-22940855  
 邵潇 0755-22940659

**军工及主题投资**

李君海 010-88005315  
 王东 010-88005309  
 徐培沛 0755-22940793

**非金属及建材**

黄道立 0755-82130685  
 刘宏 0755-22940109

**房地产**

区瑞明 0755-82130678  
 朱宏磊 0755-82130513

**电力设备/新能源**

杨敬梅 021-60933160

**化工**

苏淼 021-60933150

**建筑工程**

刘萍 0755-22940678

**轻工造纸**

邵达 0755-82130706

**汽车及零部件**

梁超 0755-22940097

**非银行金融**

陈福  
 赵秋实  
 王继林

**金融工程**

吴子昱 0755-22940607  
 黄志文 0755-82133928  
 邹璐 0755-82130833-701418

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏坤 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许婧 18600319171	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
	周鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		