

**投资评级：** 买入

收盘价	4.46
目标价	6.15
上次目标价	5.18

**研究员**

**王传晓** 执业证书编号：  
 分析师 S1100113050008  
 8621-68416988-209  
 wangchuanxiao@cczq.com

**黄超** 执业证书编号：  
 联系人 S1100115080002  
 8621-68416988-210  
 huangchao@cczq.com

## 中国联通：多重信号显示积极变化正在出现

### 核心观点

- ◆ **网络质量领先显现进取精神和执行力：**中国联通在2016年招标完成的半年之内完成了18.9万个4G基站的建设，并做到在139个重点城市室外网络质量领先，这是对中国联通以往网络质量落后形象的首次颠覆，从这能看到联通在新任管理层带领下开始表现出勇争第一的进取精神和极佳的执行力。
- ◆ **申诉率下降意味着服务意识的提升：**工信部的统计数据显示中国联通的用户申诉率呈下降趋势，考虑到新任管理层对提升服务质量做出的明确的强调，可以预测中国联通的服务质量和服务意识将呈上升趋势。
- ◆ **IDC整顿意味着纪律的提升：**中国联通对IDC的违规连接近期进行了坚决的整顿和治理，从这一事件可看到新任管理层对纪律的强调，公司纪律的提升和利润流失漏洞的修复会提升公司的估值。
- ◆ **实质性的改革已开始发生：**与中国电信已开展深度合作并在创新业务领域推进专业子公司的治理结构和体制机制创新，这些表明实质性的改革已开始发生。
- ◆ **估值及投资建议：**根据中国联通2016年中报披露的最新数据进行审慎测算，中国联通2016-2018年每股收益分别为0.08/0.19/0.31元。考虑到中国联通近期展现出来的进取精神、优秀的执行力、服务意识的提升、纪律的提升、企业改革上的进展，将中国联通的第一目标价相对2018年每股收益的PE从原来的19倍上调到20倍，第一目标价从5.18元上调到6.15元，维持中国联通买入评级。

**川财证券研究所**

成都：  
 交子大道177号中海国际B座17楼，610041  
 总机：(028) 86583000  
 传真：(028) 86583002

**财务和估值数据摘要**

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	277048.5	290367.6	315892.3	345653.1
净利润(百万)	10434.4	5187.2	12006.8	19592.8
归属母公司股东净利润(百万)	3471.6	1725.8	3994.7	6518.6
每股收益(元)	0.16	0.08	0.19	0.31
PE	27.23	54.78	23.67	14.50

## 1. 网络质量领先显进取精神和执行力

中国联通在 2016 上半年 4G 基站净增 18.9 万个,总数达到 58.8 万个站,公司在 2016 年中期业绩推介会上提出了今年 8 月底前实现全国重点城市 4G 网络质量领先,根据管理层介绍目前在产生了 3G 84%流量的 139 个重点城市中国联通已做到了室外 4G 网络质量在三家运营商中排名第一,这是对中国联通以往网络质量落后形象的首次颠覆。

室外 4G 网络质量排名第一与中国联通自身的努力、设备商的支持、FDD LTE 相对 TDD LTE 具有一定技术优势等均有关,而且竞争是动态的,后期竞争对手加大投入在一些城市室外 4G 网络质量再超过联通也很有可能,三家运营商在网络质量上你追我赶是一种良性的竞争态势。

虽说重点城市目前室外 4G 网络质量排名第一与多种因素相关,但考虑到联通历史上与另两家竞争对手网络质量的对比情况,同时此次达到网络质量第一是在 2016 年招标完成半年内达成的,速度超预期,而且是 139 个重点城市都达到了,这表明了一个全新的联通正在出现,在新任管理层的领导下,联通做为一个集体开始表现出勇争第一的进取精神和极佳的执行力。

网络质量就是电信运营商的生命线,网络质量若能从落后于竞争对手变为超越竞争对手且服务质量能跟上,营业收入和利润的增长只是时间问题,目前公开的只是联通的移动通信网络在 139 个重点城市室外网络质量的转变,但我们应从中看到背后的进取精神和执行力,假以时日这种进取精神和执行力会把质量领先在移动通信网的重点城市的室内网络、固网宽带业务、创新业务、非重点城市移动网的室外室内等领域进行全面复制。

## 2. 申诉率下降意味着服务意识的提升

2016 年中期推介会上管理层强调了要深化大服务体系运营、提升 NPS、降低申诉率,这表明中国联通的新任管理层已在大力推进服务质量和 service 意识的提升,工信部发布的电信服务质量的通告中的统计数据也显示出了中国联通在服务质量和 service 意识上呈上升趋势。

我国三家运营商 2016 年 1 季度和 2 季度的用户申诉统计数据如下：

表 1：三家运营商用户申诉率统计

	季度用户申诉率（人次/百万用户）			
	2016年 1季度	环比	2016年 2季度	环比
中国电信	12.6	0.20%	14.2	12.20%
中国移动	11	0.60%	11.5	3.90%
中国联通	13.6	-3.30%	13.1	-3.70%

资料来源：工业和信息化部、川财证券研究所

因为联通的新任一把手从 2015 年 8 月底才上任，同时去年 4 季度是提速降费和流量不清零刚开始执行的特殊时期，故上表中只取了 2016 年的第一和第二季度的统计数据。数据显示，中国移动的每百万用户这两个季度中的用户申诉率最低，中国联通还需努力；同时数据也显示了中国联通在两个季度用户申诉率均环比下降，而中国移动和中国电信在这个两季度均环比上升，仅两个季度的数据样本数虽略显不足，甚至未来的统计数据还可能出现波动，但结合管理层对此强调的表态，我们可以对中国联通在服务质量和服务意识上长期呈现出上升趋势持乐观预期。

网络质量和服务质量是用户在选择电信运营商时最为看中的两个方面，整个公司在服务意识的提升是服务质量持续提升的重大保证，而服务意识的提升需要从管理层推动、以奖惩制度进行保证、以公司文化进行长期牵引，从各种观察到的迹象，由于新管理层的上任，我们可以对中国联通在上述各方面进行乐观预期。

### 3. IDC 业务整顿意味着纪律的提升

近期中国联通对 IDC 业务进行整顿，对互联网专线、IDC 大带宽及 BGP 业务自查和整改、IDC 外拉光纤及电路整改、历史工单、疑似违规 IP 地址检查等进行了彻查。本次行动极为坚决，对违规连接直接实施了断网。本次整顿，既有信息安全的原因，也有治理腐败的考量。

经过本次整顿可解决流量穿透问题，提升公司的营收和利润，更重要的是新任管理层对纪律强调，对腐败零容忍的表态，有助于提升公司整体的纪律性。一个公司如果没有铁的纪律，管理上存在漏洞导致利润流失，不能做到利出一孔，这样的公司的投资价值需大打折扣，中国联通因为新的管理层的上任，从 IDC 业务整顿我们可以预测到整个公司纪律会提升，利润流失的漏洞正在被修复，这对投资来说是一个非常值得关注的信号。

## 4. 实质性的改革已开始发生

市场上关于中国联通的各种方案改革的传闻颇多，比如与中国电信的合并或引入民间资本，这些传闻目前无法证实也无法证伪，企业改革的目的是提高效率、增强活力、降低成本，针对这些目的实质性的变革已在联通发生。

中国联通与中国电信前期开展的深度合作，现已共享 6 万个基站和 1.45 万公里传输光缆，并共同推广了六模全网通终端，前期的合作让中国联通节省 30 亿成本，管理层在 2016 年中期业绩推介会上提到 2016 年 9 月会开始双方新一轮深度合作规划，深度合作可在一定程度上起到合并的实质效果。

在 2016 年中报中提到在创新业务领域公司会推进专业子公司的治理结构和体制机制创新，在中期推介会上管理层明确提到了集团公司会对创新业务领域子公司充分放权，这些措施可起到很多投资者期望的引入民间资本来提高效率和增强活力同样的效果。

在基础业务领域大的变革需要国家的统一布署，但联通正在积极推进简政放权。与电信的深度合作和创新业务上体制机制的创新，会带来成本的下降和创新业务领域活力的增强，但更重要的是从这两个方面反映出来的现任管理层对降成本、企业活力和效率的追求以及实施变革的勇气，这些会对公司所有业务产生正面影响。

## 5. 盈利预期与投资建议

根据中国联通 2016 年中报及中期推介材料上披露的最新信息对川财证券于 6 月 30 日所发深度报告《中国联通：变则通、利空影响减弱和创新业务的巨大空间等决定了公司股价具备较大上涨空间》中的相关盈利预期做如下更新：

考虑到移动主营业务的营收 2016 年 H1 环比增长 5.6%，且 2015 年 H2 还存在较多高端客户流失的情况，将 2017 和 2018 年移动主营业务的营收增长率由原来的 5%上调到 7%，2016 年营收增长率仍保持原来所假设的 3%；

考虑到固网主营业务营收 2016 年 H1 同比增长 4.4%，将 2016-2018 年营收增长率由原来的 4.1%上调到 4.4%；

中国联通于 8 月初对 IDC 业务进行了强力整顿，整顿所涉及到的中国移动与中国联通结算的骨干网带宽与互联网企业以 IDC 名义向中国联通购买骨干网带宽的价格差异巨大，由于目前联通 2016 上半年的 IDC 业务规范连接与不规范连接的详细数据暂无法获得，IDC 业务整顿给盈利预期带来较大不确定性，将 IDC 业务在 2016-2018 年营收增长率由原来的 37.5%上调到 50%；

ICT 业务的营收 2016 年同比增长 34.2%，将 2016-2018 年营收增长率由原来的 24.5%上调到 34.2%；

其它业务增长率保持原值；

考虑到从 IDC 业务整顿预测到的中国联通整个公司纪律的提升，将 2017 年和 2018 年所有业务的毛利率提升 0.5%，2016 年所有业务的毛利率提升 0.2%。

基于上述假设，我们预测中国联通 2016-2018 年每股收益分别为 0.08/0.19/0.31 元。在前一份报告中提到 2016 年 6 月 29 日前 5 年对应于 6 月 29 日的 TTM PE 的均值为 34.9 倍，基于 5 年期的国债收益率以及 2016 年 6 月 29 日之前 5 年的中证 1000 和

中国联通股价数据，利用 CAPM 模型计算可得股票预期收益率为 9.66%，将 34.9 按 9.66% 往前贴现两年可得 29.05，我们认为现在的目标价相对 2018 年的每股收益的 PE 小于 29.05 都具备合理性，前份报告基于审慎原则取的 19 倍，考虑到中国联通近期展现出来的进取精神、优秀的执行力、服务意识的提升、纪律的提升、企业改革上的进展，我们将 19 倍 PE 提升为 20 倍，即第一目标价从前份报告的 5.18 元上调到 6.15 元，维持中国联通买入评级。

## 6. 风险提示

- **变革不及预期：**由于阻力过大，新任管理者领导的变革效果不及预期，或变革方法有缺陷导致推行的变革效果不佳。
- **物联网市场不及预期：**物联网市场启动过慢，以及物联网市场竞争过于激烈或中国联通物联网网络质量与竞争对手有较大差距导致市场份额过小。
- **股市出现系统风险：**由于宏观经济或政策的原因，股市出现整体大幅下跌。
- **政府提出更严格的监管要求：**政府提出更严格的提速降费和流量不清零要求。
- **竞争环境更加恶化：**竞争对手采取恶性竞争手段导致公司市场份额大幅下滑或被迫大幅降价。

资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	22006.9	14518.4	15794.6	18797.8
应收和预付款项	30312.2	29200.4	32865.3	35186.0
存货	3945.9	4552.9	4698.3	4988.4
其他流动资产	3492.8	2847.4	3376.9	3592.1
长期股权投资	32974.7	32974.7	32974.7	32974.7
固定资产和在建工程	452150.6	432308.0	407537.0	378475.0
无形资产和开发支出	26982.9	48520.7	70058.5	91596.2
其他非流动资产	43453.4	42695.1	41175.4	39757.3
资产总计	615319.4	607617.4	608480.7	605367.4
短期借款	85196.2	95154.3	55171.1	20000.0
应付和预收款项	220857.1	203407.4	230603.2	240493.3
长期借款	1748.4	1748.4	1748.4	1748.4
其他负债	73471.4	68337.3	70979.5	75002.9
负债合计	381273.0	368647.3	358502.2	337244.5
股本	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
资本公积	27811.5	27811.5	27811.5	27811.5
留存收益	31841.4	32358.3	35751.8	40872.4
归属母公司股东权益	78682.2	80144.5	83140.8	88211.1
少数股东权益	155364.2	158825.6	166837.7	179911.8
股东权益合计	234046.4	238970.1	249978.5	268122.9
负债和股东权益合计	615319.4	607617.4	608480.7	605367.4
利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	277048.5	290367.6	315892.3	345653.1
营业成本	207704.3	215056.2	228105.6	242564.4
营业税金及附加	884.7	927.2	1008.8	1103.8
销售费用	31965.1	35815.7	38125.0	42022.9
管理费用	19839.8	20073.0	22053.7	24259.7
财务费用	6493.4	7106.2	7147.4	6136.2
资产减值损失	4089.8	4153.7	4089.1	4110.9
投资收益	-405.3	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	45.1	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	5711.2	7235.5	15362.7	25455.3
其他非经营损益	8155.5	-342.0	593.6	582.4
利润总额	13866.7	6893.5	15956.3	26037.7
所得税	3432.3	1706.3	3949.6	6444.9
净利润	10434.4	5187.2	12006.8	19592.8
少数股东损益	6962.8	3461.4	8012.1	13074.1
归属母公司股东净利润	3471.6	1725.8	3994.7	6518.6
每股收益	0.16	0.08	0.19	0.31

现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	10434.4	5187.2	12006.8	19592.8
折旧与摊销	78855.0	74687.5	79615.8	83906.9
财务费用	6493.4	7106.2	7147.4	6136.2
资产减值损失	4089.8	4153.7	4089.1	4110.9
经营营运资本变动	56933.6	-25753.3	27658.2	10017.0
其他	-67572.9	-4144.8	-4109.3	-4102.1
经营活动现金流净额	89233.3	61236.5	126408.0	119661.6
资本支出	-22060.5	-75000.0	-75000.0	-75000.0
其他	-69292.7	-575.6	128.3	31.8
投资活动现金流净额	-91353.2	-75575.6	-74871.7	-74968.2
短期借款	-8124.8	9958.1	-39983.1	-35171.1
长期借款	1328.5	0.0	0.0	0.0
股权融资	-0.2	0.0	0.0	0.0
支付股利	-1426.5	-1209.0	-601.2	-1398.0
其他	6730.5	-1898.5	-9675.8	-5121.0
筹资活动现金流净额	-1492.4	6850.6	-50260.0	-41690.1
现金流量净额	-3539.2	-7488.5	1276.2	3003.2

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	-0.04	0.05	0.09	0.09
营业利润增长率	-0.64	0.27	1.12	0.66
净利润增长率	-0.13	-0.50	1.31	0.63
EBITDA 增长率	-0.07	-0.02	0.15	0.13
获利能力				
毛利率	0.25	0.26	0.28	0.30
净利率	0.04	0.02	0.04	0.06
三费率	0.21	0.22	0.21	0.21
ROE	0.04	0.02	0.05	0.07
ROA	0.02	0.01	0.02	0.03
ROIC	0.03	0.04	0.06	0.08
EBITDA/销售收入	0.33	0.31	0.32	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.47	0.52	0.57
固定资产周转率	0.76	0.81	0.90	1.03
存货周转率	49.31	49.36	48.25	49.12
应收账款周转率	16.56	16.91	17.32	17.38
资本结构				
资产负债率	0.62	0.61	0.59	0.56

带息债务/总负债	0.33	0.37	0.27	0.18
流动比率	0.18	0.16	0.18	0.21
速动比率	0.17	0.14	0.16	0.20
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	91059.60	89029.23	102125.95	115498.36
PE	27.23	54.78	23.67	14.50
PB	1.21	1.19	1.13	1.06
PS	1.02	0.98	0.90	0.82



## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。本报告仅供川财证券有限责任公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前,系本公司机密材料,如非本公司客户接收到本报告,请及时退回并删除,并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断,该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士(包括但不限于销售人员、交易人员)根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现,发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点,本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用,并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素,必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确,也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果,本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下,本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000。