

中国联通 (600050) 公司点评

业绩底部+政策红利, 建议重点关注 买入(维持)

2016年10月10日

证券分析师 徐力

执业资格证书号码: S0600515080001

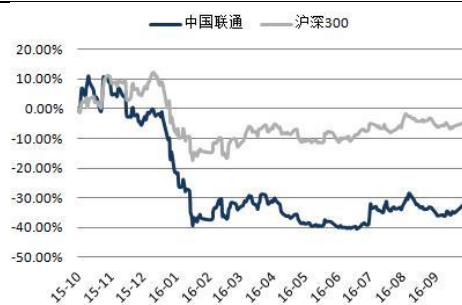
xul@dwzq.com.cn

010-66573632

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 母公司联通集团参加了 2016 年 9 月 28 日国家发展和改革委员会召开的国有企业混合所有制改革试点专题会, 目前联通集团正按照会议精神和国家相关政策精神, 研究和讨论混合所有制改革实施方案。联通集团被列入混合所有制改革第一批试点事项, 目前尚未得到最终批准, 还存在不确定性, 具体实施方案也仍在讨论中。
- **公司处于困难期, 边际改善潜力大:** 中国联通是中国三大运营商中问题最多, 遭遇困难最多的公司。近期财务报表已经说明了一切, 联通盈利能力在 2015 年下半年起发生严重下滑。但三大电信运营商竞争的格局这是我们最基本的假设, 公司情况坏到了极处, 处于底部, 改善空间巨大。
- **拖累公司业绩的因素正在消失, 公司基本面将持续改善:** 从用户数看来, 截至 2016 年 8 月, 中国联通移动用户数 2.616 亿, 宽带用户数 7447 万户; 中国电信移动用户数 2.1 亿, 宽带用户数 1.19 亿。两者相对有价值稳定用户为中国联通: 中国电信=3.36: 3.29, 基本等同。两者的收入相差较大, 2015 年对比为 2779: 3312。即使如此, 两者在港股的估值应该误差在 10-15% 左右较为合理。但是截至到 2016 年 9 月 30 日, 中国联通港股市值 2229 亿, 中国电信港股市值 3164 亿, 以中国联通市值为基础, 误差在 45-50% 左右。为什么差这么多, 原因很简单, 中国联通的业绩太不理想了。联通的业绩差, 主要的原因在于两个方面。首先在于折腾, 前领导事件导致公司士气低落, 导致联通 1-1.5 年的时间内执行力较低。其次在于前期的战略失误, 公司的 4G 建设进度是三大运营商中最慢的, 一方面 4G 用户数量起不来, 不能提高 ARPU 形成收入, 另一方面资本支出不能缩减, 利息支出不能减少。我们认为, 近期公司的组织调整已经初步完成, 大规模 4G 建设接近尾声, 导致联通业绩差的两大因素正在逐步消失。我们判断在 2017 年的 3 季度-2018 年 2 季度的完整年度, 公司的业绩恢复至年盈利 150-200 亿的水平。
- **公司混改分析:** 我们预期公司会有更多新举措以提升市场份额。我们判断联通的混改会以基于业务限制的改革方案为主, 将大数据应用、物联网应用等轻资产有天然具备市场化运营的业务模块分拆, 大量引入民资和市场化手段, 再逐步进行开放。总体来看, 我们认为混改对于业绩底部的联通是政策红利, 有利于公司增强竞争实力, 提升效率, 改善经营状况。
- **盈利预测与投资建议:** 公司总出账用户数和 4G 出账用户数保持稳定增长, 给公司基本面形成了有力支撑, 而物联网业务和大数据应用业务的快速发展将保持公司长远健康发展。预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.15 元、0.19 元、0.22 元, 对应 PE 28/23/19 X。我们看好公司 4G 发展战略和新业务的爆发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, 进一步提速降费政策出台导致公司盈利能力下滑风险, 大数据业务发展不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.36
一年最低价/最高价	3.69/7.16
市净率	1.19
流通 A 股市值(百万元)	92400

基础数据

每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	61
总股本(百万股)	21200
流通 A 股(百万股)	21200

相关研究

1. 中国联通: 联吴抗魏, 逆境崛起
2015 年 12 月 31 日
2. 中国联通: 4G 全面发力, 开启触底反弹
2016 年 2 月 21 日
3. 中国联通: 业绩触底, 4G 时代强势玩家
2016 年 3 月 17 日
4. 中国联通: 新帅新战略, 物联网大数据业务起飞
2016 年 7 月 12 日
5. 中国联通: 上半年净利下滑严重, 业绩触底企稳
2016 年 8 月 1 日

1. 重要数据与结论

- 1、港股中国电信市值 3200 亿，中国联通 2200 亿。
- 2、中国联通和中国电信两者从用户数和收入看，都是同一级别。
- 3、港股中国联通远低于中国电信市值主要原因在于业绩太差。
- 4、导致业绩差的原因在于组织结构调整和 4G 建设进度最慢，但是目前这两个原因正在消失。
- 5、我们预计 2017 年 5-8 月，联通恢复正常的盈利水平 150-200 亿，市值在港股与中国电信市值接近，约 50% 的涨幅。

6、A 股与港股估值体系不同，随着港股的上涨和美元的升值，预计有 30% 以上的涨幅，由于没有冲击成本，建议大机构强烈关注。

2. 中国联通发展情况

2.1. 中国联通在行业中最困难，边际改善潜力也最大

无须讳言，中国联通是中国三大运营商中问题最多，遭遇困难最多的公司。近期财务报表已经说明了一切，联通盈利能力在 2015 年下半年起发生严重下滑。

图表 1: 2015 至 2016.6 各运营商经营数据统计

中国电信 (亿元)	2016-06-30	2015-12-31
总营收	1768.28	3312.02
营业利润	171.11	264.60
净利润	116.73	200.54
中国联通 (亿元)	2016-06-30	2015-12-31
总营收	1406.43	2779.74
营业利润	45.55	136.55
净利润	14.29	105.62
中国移动 (亿元)	2016-06-30	2015-12-31
总营收	3703.51	6694.66
营业利润	661.31	1116.63
净利润	605.72	1085.39

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

但是，事情也是相对的，情况坏到了极处，要么消亡，要么否极泰来。

2.2. 在可预见的未来，联通将长期存在，三大运营商格局相对稳定

三大电信运营商竞争的格局这是我们最基本的假设，如果不认同这

一点，其他的无需讨论。中国电信运营市场，还是处在相对严格的监管之下，移动、电信、联通三大运营商，由于历史原因，已经体量庞大，效率较高，形成了极高的准入门槛和极大的规模效应。即使是现在开始行业准入完全市场化，也不能动摇根本，无它，有哪一位投资人准备先行投资几千亿甚至上万亿建设覆盖全国的移动网络和固定网络，招收几十万员工进行管理培训，还不考虑现存运营商恶意的价格战导致的血本无归。整体竞争格局目前相对稳定，移动一家独大，电信和联通联吴抗魏，铁塔公司逐步将基础设施收归统一。在可预见的将来，联通将长期存在，至于电信和联通的合并传言，无法证实，也无法证伪，但从目前来看可能性已经很低了。

3. 合理分析中国联通价值

3.1. 估值是一个大问题，港股给了我们一个坐标

运营商到底应该值多少钱，不同的市场有不同的规则，港股是一个相对稳定的蓝筹（红筹）市场，三大运营商都在港股上市，在同一市场进行比较，还是相对稳妥的。我们不讨论中国移动，专注讨论中国电信和中国联通，因为这两家公司完全可比。

图表 2: 中国联通和中国电信用户数变化趋势对比

序号	指标名称	中国经营数据: 中国电信 中国电信: 移动电话用户 百万户 30069626 2008-09: 2016-06 2016-09-20	中国经营数据: 中国电信 中国电信: 4G用户数 百万户 50245820 2015-12: 2016-06 2016-09-20	中国经营数据: 中国电信 中国电信: 宽带用户数 百万户 50069623 2006-12: 2016-06 2016-09-20	中国经营数据: 中国联通 中国联通: 移动出账用户 万户 50243317 2016-01: 2016-06 2016-09-19	中国经营数据: 中国联通 中国联通: 4G用户数 万户 50243319 2016-01: 2016-06 2016-09-19	中国经营数据: 中国联通 中国联通: 固定宽带用户 万户 50144071 2008-10: 2016-06 2016-09-19
106	2015-09	194.34			111.09		7,169.20
107	2015-10	195.54			111.79		7,210.70
108	2015-11	196.57			112.40		7,227.00
109	2015-12	197.90	58.46		113.06		7,233.00
110	2016-01	199.00	63.58		114.00	25,749.10	7,230.20
111	2016-02	200.62	69.10		114.96	25,782.60	7,256.10
112	2016-03	202.64	74.91		116.17	25,892.90	7,340.50
113	2016-04	204.17	79.52		116.83	25,953.80	7,352.20
114	2016-05	205.51	84.55		117.41	26,011.70	7,369.90
115	2016-06	206.94	90.10		118.09	26,070.30	7,393.80
116	2016-07	208.68	95.83		118.81	26,112.50	7,422.40
117	2016-08	210.47	101.44		119.52	26,155.70	7,447.30

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

从用户数看来，截至 2016 年 8 月，中国联通移动用户数 2.616 亿，宽带用户数 7447 万户；中国电信移动用户数 2.1 亿，宽带用户数 1.19 亿。两者相对有价值稳定用户为中国联通: 中国电信=3.36: 3.29，基本等同。两者的收入相差较大，2015 年对比为 2779: 3312。即使如此，两者在港股的估值应该误差在 10-15% 左右较为合理。但是截至到 2016 年 9 月 30 日，中国联通港股市值 2229 亿，中国电信港股市值 3164 亿，以中国联通市值为基础，误差在 45-50% 左右。为什么差这么多，原因很简单，中国联通的业绩太不理想了，港股是一个看财务报表炒股票的市场，没有兑现业绩或是预期，股价就横在那里等，符合或是超出业绩预期就涨，否则就跌。

3.2. 导致联通业绩不理想的两大原因正在逐步消失

联通的业绩差，主要的原因在于两个方面。首先在于折腾，前领导事件导致公司士气低落，新任领导人履新后，大力进行中层领导组织调整（包括集团公司和省公司），导致联通 1-1.5 年的时间内执行力较低，虽说是公司焕发新生不得不付出的代价，短期内对业绩的影响还是较大。其次在于前期的战略失误，前期战略认为 3G+就能够服务好用户了，但是由于 4G 的快速普及，习惯了 100M 的速度，再用 10M 的速度用户体验就会很差，这也是用户流失的部分原因。公司只有大力建设 4G，迎头赶上，但毫无疑问，公司的 4G 建设进度是三大运营商中最慢的，一方面 4G 用户数量起不来，不能提高 ARPU 形成收入，另一方面资本支出不能缩减，利息支出不能减少。我们认为，近期公司的组织调整已经初步完成，大规模 4G 建设接近尾声，导致联通业绩差的两大因素正在逐步消失。

3.3. 如何观察数据上中国联通的业绩恢复正常水平

联通业绩的拐点关键在于 4G 用户的渗透率提高到正常水平。因为 4G 用户的 ARPU 值在 70-80 之间，要远高于普通移动用户和宽带用户的 ARPU。

图表 3: 中国联通和中国移动 4G 用户数变化趋势对比

序号	指标名称	中国经营数据: 中国电信 中国电信: 移动电话用户 月 百万户 S0069626 2008-09:2016-08 2016-09-20	中国经营数据: 中国电信 中国电信: 4G用户数 月 百万户 S0245820 2015-12:2016-08 2016-09-20	中国经营数据: 中国联通 中国联通: 移动出账用户 月 万户 S0243317 2016-01:2016-08 2016-09-19	中国经营数据: 中国联通 中国联通: 4G用户数 月 万户 S0243319 2016-01:2016-08 2016-09-19	中国经营数据: 中国移动 中国移动: 用户数 月 千户 S0069629 1997-12:2016-08 2016-09-20	中国经营数据: 中国移动 中国移动: 4G用户数 月 万户 S0203431 2014-02:2016-08 2016-09-20
194	2015-09	194.34				822,906.00	24,761.70
195	2015-10	195.54				823,976.00	26,731.00
196	2015-11	196.57				825,168.00	26,732.30
197	2015-12	197.90	58.46			826,241.00	31,228.20
198	2016-01	199.00	63.56	25,749.10	4,942.10	828,536.00	33,556.30
199	2016-02	200.62	69.10	25,782.60	5,480.20	831,264.00	36,036.60
200	2016-03	202.64	74.91	25,892.90	5,930.10	833,852.00	37,651.40
201	2016-04	204.17	79.52	25,953.80	6,367.90	834,769.00	39,141.80
202	2016-05	205.51	84.55	26,011.70	6,818.20	835,406.00	40,931.60
203	2016-06	206.94	90.10	26,070.30	7,241.70	837,038.00	42,854.10
204	2016-07	208.66	95.83	26,112.50	7,783.80	838,912.00	44,876.80
205	2016-08	210.47	101.44	26,155.70	8,285.20	840,833.00	46,663.70

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

截至到 2016 年 8 月数据，移动的 4G 渗透率为 55.5%，电信的 4G 渗透率为 48.2%，而联通的 4G 渗透率仅仅为 31.7%。我们不需要对中国联通的 4G 用户增长速度有很高的预期，只需要每月 400-500 万，花 9-12 个月时间，联通 4G 用户增长 4800 万，即可使得公司 4G 用户的渗透率超过 50%，叠加资本支出的减少，预计公司在 2017 年 5-8 月间，公司恢复正常的盈利水平，也即，我们很容易在 2017 年的 3 季度-2018 年 2 季度的完整年度，看出公司的业绩恢复至年盈利 150-200 亿的水平。无需讨论，只需要观察中国联通每月用户数据报告和每个季度的季报即可，我们大概率可以判断，每月的 4G 用户数量增长应超过 400 万户，每季的季报环比大幅度增长。

3.4. 港股中国联通 6-9 个月的走势预判

在港股这个看数据，看财务报表炒股票的市场，随着中国联通每月

数据和每季季报的公司，公司的市值由 2200 亿左右，增长至 3000 亿左右，乐观一些，有 50% 的涨幅。实际上港股中国联通已经开始有所反映。

A 股和港股是不同的估值体系，目前 A 股的中国联通市值为 880 亿（港股和 A 股的中国联通并不是同股同权），并且处于估值低位，随着月度数据和季报，港股上涨并不一定会马上反映在 A 股中。但是 50% 的港股涨幅，叠加上美元升值的预期（2016 年 10 月 1 日，中国加入 SDR，市场预期美元在 2016 年底前加息，美元与港元是绑定的），或早或晚，A 股中国联通会有一波 30% 以上的涨幅，大家是现在潜伏，还是追高呢？请自行判断。

4. 关于混改方案

4.1. 几种可能性探讨

央企改革属于整体改革的深水区，目前还未有形成统一的改革方案，我们初步对联通公司混改方案的可能性进行探讨。

1. 全面放开：考虑引入一家到多家战略合作伙伴大比例入股，配合员工持股计划，弱化国资背景，重建整个公司体系，成为完全的混合所有制公司。

2. 基于股权限制的改革：依旧引入一家到多家战略合作伙伴，但对入股比例进行一定的限制，依旧保持现有国资为主体的大框架，逐步引入市场化民资力量，结合有限度的员工持股计划推动公司发展。

3. 基于业务限制的改革：选择多个子公司或者业务大类进行深度股权改革，全面放开，母公司仅保留部分参股，在子公司或者部分业务线破除现有国资体系结构，进行完全市场化的公司运营，为全面推进混改方案进行初步探索。

4.2. 现实考虑

电信运营商有几项重要特征：

1. 庞大的资产规模，联通总资产超过 6000 亿，净资产超过 2300 亿，普通民资很难拿出大量资金大比例持股。

2. 公司主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，并深度涉及国家信息安全，全面开放对国家安全和国民经济有重大影响。

3. 公司员工数量庞大，全面开放使得数十万员工面临一定的失业风险。

4. 公司承担着建设国家信息网，有提速降费服务国家的使命，和民资完全市场化盈利的本性有一定的冲突。

因此，我们判断联通的混改会以基于业务限制的改革方案为主，将大数据应用、物联网应用等轻资产有天然具备市场化运营的业务模块分拆，大量引入民资和市场化手段，再逐步进行开放。

总体来看，我们认为混改对于业绩底部的联通是政策红利，有利于公司增强竞争实力，提升效率，改善经营状况。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	59757.7	53769.8	54174.1	56277.6	营业收入	277048.5	270039.4	282195.8	300166.9
现金	22006.9	21000.0	20000.0	20000.0	营业成本	207704.3	198967.8	204246.0	213482.7
应收款项	26488.8	22195.0	23194.2	24671.3	营业税金及附加	884.7	1350.2	1411.0	1500.8
存货	3945.9	3815.8	3917.0	4094.2	营业费用	31965.1	32404.7	33863.5	36020.0
其他	7316.2	6759.0	7062.9	7512.2	管理费用	23714.9	19802.2	19245.5	20416.9
非流动资产	555561.6	602206.3	663934.4	688285.9	财务费用	6493.4	6631.2	9717.0	12164.5
长期股权投资	32974.7	35978.1	65896.3	65896.3	投资净收益	-405.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	453146.3	496687.0	528399.8	552657.3	其他	-169.5	899.4	902.8	906.0
无形资产	26982.9	27083.4	27180.7	27274.6	营业利润	5711.2	11782.7	14615.6	17487.9
其他	42457.7	42457.7	42457.7	42457.7	营业外净收支	8155.5	1000.0	1000.0	1000.0
资产总计	615319.4	655976.1	718108.5	744563.5	利润总额	13866.7	12782.7	15615.6	18487.9
流动负债	338198.5	384871.6	429370.5	470406.6	所得税费用	3432.3	3195.7	3903.9	4622.0
短期借款	88052.2	160996.0	199717.7	230030.8	少数股东损益	6962.8	6327.5	7729.7	9151.5
应付账款	163175.0	136279.3	139894.5	146221.0	归属母公司净利润	3471.6	3259.60	3981.97	4714.42
其他	86971.3	87596.3	89758.3	94154.8	EBIT	16654.6	18413.9	24332.6	29652.5
非流动负债	43074.5	43274.5	43474.5	43674.5	EBITDA	88951.0	58849.5	70944.5	81137.2
长期借款	1748.4	1748.4	1748.4	1748.4					
其他	41326.2	41526.2	41726.2	41926.2	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	381273.0	428146.2	472845.1	514081.1	每股收益(元)	0.16	0.15	0.19	0.22
少数股东权益	155364.2	148404.0	139901.3	129834.6	每股净资产(元)	3.71	3.56	3.37	3.15
归属母公司股东权益	78682.2	75422.6	71440.6	66726.2	发行在外股份(百万股)	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
负债和股东权益总计	615319.4	651972.7	684187.0	710642.0	ROIC(%)	3.7%	3.8%	4.5%	5.2%
					ROE(%)	4.4%	4.3%	5.6%	7.1%
					毛利率(%)	24.7%	25.8%	27.1%	28.4%
					EBIT Margin(%)	6.0%	6.8%	8.6%	9.9%
					销售净利率(%)	1.3%	1.2%	1.4%	1.6%
					资产负债率(%)	62.0%	65.3%	65.8%	69.0%
					收入增长率(%)	-4.0%	-2.5%	4.5%	6.4%
					净利润增长率(%)	-12.8%	-6.1%	22.2%	18.4%

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>

