

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

中国联通(600050)

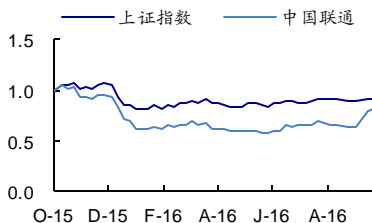
买入

2016年三季度点评

(维持评级)

2016年10月26日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	21,197/21,197
总市值/流通(百万元)	113,614/113,614
上证综指/深圳成指	3,091/10,749
12个月最高/最低(元)	7.16/3.69

相关研究报告:

- 《中国联通-600050-推介 PPT:改革才能带来机会》——2016-10-11
- 《中国联通-600050-2016年半年报点评:业绩触底确认,改革预期进一步加强》——2016-08-19
- 《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

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

三季度继续承压,改革预期进一步增强

公司发布 2016 年前三季度业绩,公布 2016 年 1-9 月实现营业总收入 2071 亿元,同比减少 2%,实现归属母公司股东的净利润盈利 4.89 亿元,同比减少 82%,三季度实现归属上市公司股东净利润 0.42 亿元,同比减少 89%,业绩整体触底,符合预期。

●触底,改革预期持续增强

业绩下滑仍主要反映在运营问题上,毛利润下降 87 亿(营收减少 48 亿,营业成本增加 39 亿);收入端,因移动业务用户净增且 APRU 值略升为 47 元,判断其下滑原因主要仍是固网竞争 ARPU 下降影响;成本端和费用端,网络运营成本升 32%,另外迫于竞争压力,营销费用上升 14%所致。考虑到三大运营商的竞争均衡关系,公司国企改革预期将持续升温。

●整体主营稳中有升,移动主营收入止跌转增

2016 年前三季度,公司经营开始向好。移动业务扭转经营困局已初见成效,移动主营业务收入止跌转增,比去年同期增长 0.1%,较今年上半年同比下降 0.6%持续改善。公司坚定推进 4G 发展战略,狠抓聚焦战略落地,加强与设备商和民营运营商的合作发展,以高质量应用提升宽带产品价值,全力推进业绩逐步反转。

●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 0.06/0.16/0.18 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	1196	3295	3877
(+/-%)	15.7%	-12.8%	-65.5%	175.4%	17.7%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.16	0.06	0.16	0.18
EBIT Margin	7.0%	7.3%	4.2%	7.3%	7.5%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.4%	1.5%	4.0%	4.6%
市盈率(PE)	28.5	32.7	95.0	34.5	29.3
EV/EBITDA	4.4	5.0	8.7	6.8	6.3
市净率(PB)	1.5	1.4	1.43	1.39	1.34

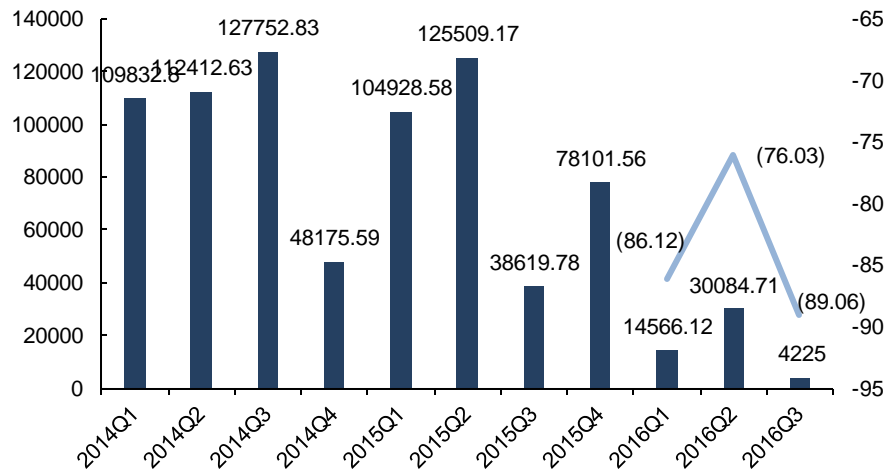
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩触底，改革预期持续增强

公司发布 2016 年前三季度业绩报告,公布 2016 年 1-9 月实现营业总收入 2071 亿元,同比减少 2%,实现归属母公司股东的净利润盈利 4.89 亿元,同比减少 82%,三季度实现归属上市公司股东净利润 0.42 亿元,同比减少 89%,业绩整体触底,符合之前预期。

图 1: 公司 2014-2016 季度归母净利润(万)及 2016 年前三季度增速(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业绩下滑仍主要反映在运营问题上,毛利润下降 87 亿(营收减少 48 亿,营业成本增加 39 亿);收入端,因移动业务用户净增且 APRU 值略升为 47 元,判断其下滑原因主要仍是固网竞争 ARPU 下降影响;成本端和费用端,网络运营成本升 32%,我们判断来自铁塔收费>原自运营折旧+去年支本开支剧增,另外迫于竞争压力,营销费用上升 14%所致。

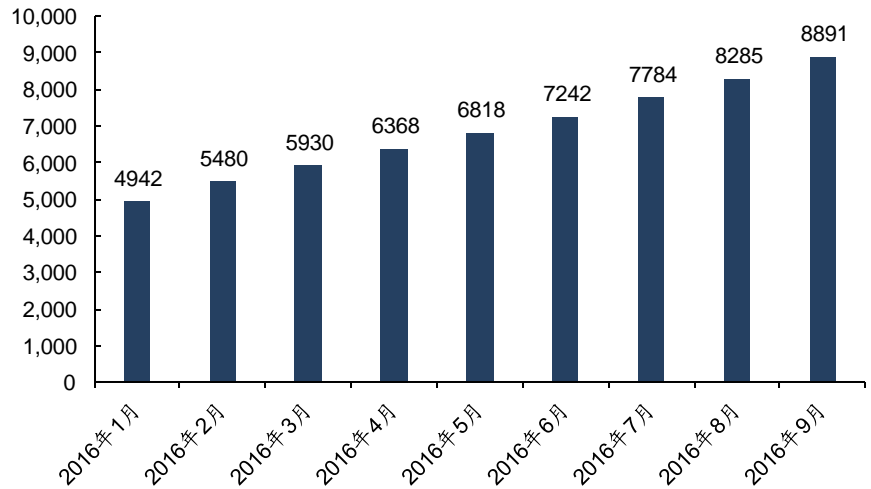
考虑到三大运营商的竞争均衡关系,公司国企改革预期将持续升温。

整体主营稳中有升,移动主营收入止跌转增

2016 年前三季度,公司踏实打好良性经营基础,经营开始向好。移动业务扭转经营困局已初见成效,移动出账用户达到 26,207 万户,较去年底净增 976 万户,移动主营业务收入止跌转增,达到人民币 1,096.4 亿元,比去年同期增长 0.1%,较今年上半年同比下降 0.6%持续改善。

- 整体固网业务保持良好发展, IDC、ICT、增值及综合信息服务等增长型业务继续显示良好的增长势头。固网宽带用户数达到 7,505 万户,较去年底净增 272 万户。固网主营业务收入为人民币 719.1 亿元,较去年同期上升 3.9%。
- 整体主营业务收入为人民币 1,827.5 亿元,比去年同期增长 1.7%,增幅较今年上半年同比增长 1.4%持续提升。
- 三季度移动出账用户 ARPU 约为 47.0 元,较去年全年平均略有上升;其中 4G 用户 9 月净增 605 万,前三季度较去年底净增 4,475 万户,4G 用户 ARPU 为人民币约 79.3 元,战略布局成效渐显。

图 2: 公司 2016 年月度 4G 用户数 (万)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司坚定推进 4G 发展战略, 狠抓聚焦战略落地, 加强与设备商和民营运营商的合作发展, 加快 4G 发展驱动移动业务增长, 以高质量应用提升宽带产品价值, 全力推进业绩逐步反转。

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 0.06/0.16/0.18 元, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	22007	300	300	300	营业收入	277049	286383	298257	310683
应收款项	26489	7288	7590	7906	营业成本	207704	217590	218390	227155
存货净额	3946	42760	42122	43201	营业税金及附加	885	915	2262	1447
其他流动资产	7210	1697	1767	1841	销售费用	31965	34681	35821	37624
流动资产合计	59758	52150	51885	53354	管理费用	19840	21069	19929	21025
固定资产	453146	423427	429433	434540	财务费用	6493	8939	13037	13052
无形资产及其他	26983	25905	24826	23748	投资收益	(405)	3	3	3
投资性房地产	42458	42458	42458	42458	资产减值及公允价值变动	(4045)	15	15	15
长期股权投资	32975	32969	32964	32958	其他收入	0	0	0	0
资产总计	615319	576908	581565	587058	营业利润	5711	3208	8837	10399
短期借款及交易性金融负债	88052	257228	258383	257909	营业外净收支	8156	0	0	0
应付款项	163175	13234	13037	13371	利润总额	13867	3208	8837	10399
其他流动负债	86971	28129	27807	28700	所得税费用	3432	401	1105	1300
流动负债合计	338198	298590	299227	299979	少数股东损益	6963	1611	4437	5221
长期借款及应付债券	40677	40447	40447	40447	归属于母公司净利润	3472	1196	3295	3877
其他长期负债	2398	2347	2296	2245					
长期负债合计	43075	42794	42743	42692					
负债合计	381273	341384	341970	342671					
少数股东权益	155364	156005	157770	159847					
股东权益	78682	79520	81826	84540					
负债和股东权益总计	615319	576908	581565	587058					

现金流量表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3472	1196	3295	3877
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	8939	13037	13052
营运资本变动	40900	(222309)	(228)	(240)
其它	(12282)	16	1689	2023
经营活动现金流	108497	(180298)	49828	54133
资本开支	(81258)	(10001)	(50001)	(52501)
其它投资现金流	(93)	0	0	0
投资活动现金流	(111269)	(9995)	(49995)	(52495)
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)	(359)	(988)	(1163)
其它融资现金流	15847	169175	1156	(474)
融资活动现金流	(620)	168587	167	(1638)
现金净变动	(3393)	(21707)	0	0
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	(181508)	13906	16196
权益自由现金流	61646	(20384)	3654	4301

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.16	0.06	0.16	0.18
每股红利	0.45	0.02	0.05	0.05
每股净资产	3.71	3.75	3.86	3.99
ROIC	5%	3%	4%	4%
ROE	4%	2%	4%	5%
毛利率	25%	24%	27%	27%
EBIT Margin	6%	4%	7%	8%
EBITDA Margin	32%	18%	22%	23%
收入增长	-4%	3%	4%	4%
净利润增长率	-13%	-66%	175%	18%
资产负债率	87%	86%	86%	86%
息率	8.4%	0.3%	0.9%	1.0%
P/E	32.7	95.0	34.5	29.3
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.6	8.7	6.8	6.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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 zhaoxxi@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		