

中国联通三季报点评：业绩短期波动不改长期向好的大趋势

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

核心观点

◆ 事件

中国联通发布三季报，首三季度营业收入 2071.38 亿元同比下降 2.3%，首三季度归属母公司股东净利润 4.88 亿同比下降 81.8%。

◆ 业绩短期波动

2016 年 3 季度中国联通移动主营业务收入环比 2 季度下降 0.7%，固网主营业务收入在 2016 年 3 季度出现环比 2 季度下降 1.8%，中国联通 3 季度的净利润为 1.25 亿，相对 1 季度的 4.41 亿和 2 季度的 9.09 亿有较明显的下降。

◆ 业绩长期向好是大趋势

移动数据业务在强劲增长；2017 年将开始商用的 NB IOT 发展空间巨大；混改落地概率很高，混改预计会在资金、降低成本和提高人均效率等方面给中国联通带来利好，混改或能成为我国形成电信运营均衡竞争市场格局的契机；大数据前景广阔；从长期来看移动数据业务的强劲增长能对冲掉移动语音下降的风险；固网宽带由于中国移动快速扩张有较大风险但也有多个有利于中国联通固网宽带收入提升的因素存在；中国联通持有铁塔公司 28.1% 的股份，未来铁塔公司盈利和上市都对公司有利。

◆ 投资建议

公司在三季度业绩出现短期波动，我们正视这种波动，但也看到公司在人、机制、资金和业务基本面等方面有利变化，这些有利变化才是主导公司未来营收和利润的主要矛盾，从长期看业绩增长才是大趋势，维持公司买入评级。

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

1. 事件

中国联通发布三季报，首三季度营业收入 2071.38 亿元同比下降 2.3%，首三季度归属母公司股东净利润 4.88 亿同比下降 81.8%。

2. 业绩短期波动

2.1 营业收入变化

分析 2015 年 1 季报、2016 年 1 季报、2016 半年报以及 2016 年 3 季报披露的信息，可得 2016 年前三个季度的移动主营业务收入和固网主营业务收入如表 1：

表 1：中国联通 2016 年前三个季度营收情况

	2016Q1	2016Q2	2016Q3
移动主营业务收入(亿元)	361.8	368.6	366.0
固网主营业务收入(亿元)	241.1	241.2	236.8

资料来源：中国联通、川财证券研究所

2016 年 1 季度销售通信产品收入未单独披露，2016 年上半年总的销售通信产品收入为 183.4 亿，2016 年三季度销售通信产品收入为 60.5 亿。

2016 年 3 季度移动主营业务收入和固网主营业务收入相对 2016 年 2 季度均略有下降，其中 2016 年 3 季度移动主营业务收入相对 2 季度下降 0.7%，2016 年 3 季度手机上网总流量为 4036.3 亿 MB，2016 上半年手机上网总流量为 5951.5 亿 MB，2016 年 1 季度手机上网总流量的具体值虽未单独披露，仍可推断出公司的数据流量业务在强劲增长，移动主营业务收入下降是由于移动语音收入下滑引起；固网主营业务收入在 2016 年 3 季度出现相对 2 季度下降 1.8%，从 2015 年报及 2016 年半年报可推测固网营收中 IDC、ICT 和增值及综合信息服务等业务在增长，固网收入下降是因为固网语音收入下降和在固网宽带领域因中国移动的激烈竞争导致中国联通固网宽带的 ARPU 值下降。

2016 年 3 季度总营业收入环比 2 季度下降 4.3%，主要是销售通信产品收入下降引起，2016 半年报披露销售通信产品亏损人民币 18.8 亿元，销售亏损的原因主要是把终端补贴做为营销手段吸引和留住客户，公司 4G 网络在 2016 年 8 月底在重点城市已具备一定局部优势，推测三季度销售通信产品收入大幅减少或与公司根据网络的竞争力提升主动调整营销策略有关。

2.2 净利润变化

公司 3 季度的净利润为 1.25 亿，相对 1 季度的 4.41 亿和 2 季度的 9.09 亿有较明显

的下降。净利润下降与前述移动主营收入和固网主营收入下降同时在 3 季度加大成本投入比如建设了更多的 4G 基站有关。

3. 业绩长期向好是大趋势

虽然在 2016 年 3 季度中国联通的主营收入和净利润环比 2 季度出现了下降,但从长期来看,增长仍是大趋势,理由如下:

1) 移动数据业务仍在强劲增长,这一点从 2016 年 3 季度与 2016 年上半年手机上网总流量的比较可以判定;同时 2015 年 12 月公布的用户数据显示当时有移动宽带用户 18385 万户,之后披露的用户数据统计口径变化改为公布 4G 用户数,2016 年 9 月 4G 用户为 8890 万户,故还有约 1 亿的用户以前选择了 3G 但仍未转化成 4G 用户,以前选择了 3G 说明这部分用户有数据需求,2016 年 3 季报显示中国联通移动出账用户 ARPU 为 47 元,而 4G 用户 ARPU 值为 79.3 元,在 2016 年上半年业绩推介会上公司管理层宣布从 2016 年 9 月开始要加大 2G/3G 用户转 4G 用户的工作,即使只考虑现有的 3G 存量用户向 4G 用户转化带来的营业收入和利润增长预期仍相当乐观。

2) NB IOT 将从 2017 年开始商用,对中国联通的营业收入和利润增长拉动很大,对中国联通网络未来的 NB IOT 具体数目做出精确的预测难度很大,中国移动在 2016 年上半年推介材料提到要做大连接规模,要向百亿级的万物互联扩展,在“ICT 中国.2016 高层论坛”上中国移动副总裁沙跃家预测到 2020 年中国移动连接总量会相对 2015 年翻一番,也就是到 2020 年中国移动物联网连接数会超过 8 亿。在物联网运用上在目前中国联通相对中国移动占优势,一方面 NB IOT 标准目前只支持 FDD LTE,另一方面国家已允许中国联通使用 900Mhz 频段在 14 个省市试验 FDD LTE,但并未发文允许中国移动在低频段做类似试验。如果到 2020 年中国移动物联网连接会达到 8 亿是合理预测,那么中国联通在 2020 年会超过 5 亿是个合理预测,按单个连接每年网络费用 50 元计算,营业收入有望提升超过 250 亿,由于物联网可通过 LTE 基站软件升级实现,成本较低,利润的提升非常大。

3) 发改委在其网站公告了在混改专题会上中国联通负责人就列入第一批混改试点汇报了实施方案,虽然中国联通参与混改尚未最终批复,但发改委公告说明中国联通混改落地概率很高;混改对中国联通来说意义在于民间资本可能会为公司带来巨额资金去助力公司建设更具竞争力的通信网络、体制机制上的变革促进降低成本和提高效率;巨额资金支持带来的网络竞争力提升会带动公司营业收入的提升,而降低成本和提高效率对应着净利率的提升,中国联通 2015 年营业收入为 2770 亿,净利润还有很大的提升空间。

为了建立健康、有效、均衡的电信运营竞争格局,在 1994-2008 年间我国曾发生过 4 次重大的电信运营商变革,但目前从用户规模、收入来看,目前中国移动一家独大,竞争格局远谈不上均衡,本次混改或能成为形成均衡竞争格局的契机。

4) 大数据前景广阔,中国联通现有 2.62 亿移动用户,巨量的用户基数对于在银行、保险、旅游、公共安全上的大数据应用来说市场空间很大。

5) 2016 年 2 季度移动主营业务收入相对二季度下降 0.7%，移动语音收入下滑是导致移动主营业务收入下降的原因，移动语音收入下滑是 OTT 业务冲击的结果，这是整个行业的共性问题，在我们的前一份报告《移动通信运营已迈入增长 2.0 的美好时代》中我们观察到中国移动语音收入在 2016 年上半年降幅已从前 4 个半年环比降幅的均值 9.37% 收窄到 1% 以内，同时也观察到中国联通的移动语音收入 2016 年上半年语音收入环比降幅收窄到 4.7%，中国联通移动语音收入降幅进一步收窄是大趋势，而数据流量收入又在持续增长，移动主营业务收入增长是大趋势。

6) 固网主营业务收入在 2016 年 3 季度相对 2 季度下降 1.8%，固网主营业务收入下降是固网语音收入下降和固网宽带的 ARPU 值下降引发，固网语音 2016 年上半年营收仅为 67.89 亿，且 2016 年上半年同比降幅已从 2015 年报中同比的 20.8% 的降幅收窄到 11.9%，固网语音收入下降不是主要的风险，固网宽带的 ARPU 值下降是固网营收三季度环比下降主要原因，中国移动在固网宽带领域的快速扩张是中国联通固网 ARPU 值和营收下降的主要原因，需要正视来自中国移动的竞争压力这一主要风险，但同时也要看多个有利于中国联通固网宽带收入提升的因素存在：

a. 4K 和超高清等节目源正在增多，正常播放 4k 节目源需大约 35M 的带宽，4K 和超高清等节目的发展会促进更多客户升级宽带从而带来固网宽带收入的提升，未来 VR 的发展还会带来更高的网速需求；

b. 中国联通在抓紧北方十个省市全光网建设，2016 年底城区基本具备 100M 接入能力，其固网宽带网络竞争优势在增强；

c. 中国移动在宽带网络建设有个很大障碍是其缺乏线路铺设需要的管道和杆路资源，管道和杆路如果没有就需要进行破路建设，施工难度大且因需相关部门审批会导致建设周期很长，在今年中国移动能实现固网宽带的快速扩张与中国电信和中国联通响应国家号召把管道和杆路向中国移动开放有关，这些中国电信和中国联通几十年积累下来的管道和杆路资源在中国移动固网宽带竞争过于激烈时预计会成为重要的制衡力量；

d. 中国联通现在宽带收入主要来源于北方十个省市，中国联通混改落地是大概率事件，民间资本入股中国联通有望带来大笔资金可推动中国联通加大南方省市的宽带建设和市场拓展；

e. IDC/云计算在 2016 年上半年收入为 47.6 亿，同比增速为 38.6%，ICT 收入为 34.2 亿，同比增速为 34.2%；上半年固网宽带收入为 254 亿（取互联网及数据收入扣除 IDC/云计算收入后的值），IDC/云计算和 ICT 的高速增长在很大程度上对冲了固网宽带可能出现的收入下降风险。

中国移动固网宽带扩张基于两种方式，一种是与 CATV 宽带合作，CATV 的技术特点决定了这种方式的服务质量不足以对中国联通形成长期有效的威胁，但短期内中国移动通过手机业务每月消费达到一定规模免费送固网宽带接入模式确实会给中国联通形成低端客户流失的压力，另一种方式是自建固网宽带，这种方式竞争威胁较大；对中国联通固网宽带主要的产粮区在北方十省市，中国移动要在北方十省市建设固网宽带需要中国联通的管道和杆路资源支持，中国联通掌握了管道和杆路资源就让中国移动在北方十省市在固网宽带业务的竞争威胁具备了一定的可控性，同时中国联通的 IDC/云计算和 ICT 业务在快速增长，其自身固网宽带网络的优势也在加强，更

高清晰度内容的发展让用户对更高质量网络的需求在增加，这些因素综合的结果，固网业务后续维持 2016 年首三个季度同比增长的趋势是大概率事件，即使维持不了增长趋势，营收下降的幅度也有限。

7) 支付给铁塔公司的费用较高是限制中国联通利润增长的一个较重要因素，铁塔公司上市预期很大，较高的铁塔使用费应当有支持铁塔公司上市的考量，中国联通持有铁塔公司 28.1% 的股份，在后期铁塔公司盈利后会有对应比例的盈利归属中国联通，同时未来铁塔公司上市对中国联通的估值也有帮助。

4. 投资建议

虽然 2016 年 3 季度中国联通的营收和利润均环比出现下降，我们正视 3 季度环比下降的事实，但也应看到移动数据业务、NB IOT 和混改等大机会的存在，大数据、IDC/云计算和 ICT 业务也是推动联通业绩提升的重要力量。

在现在这个时间点，我们可以看到对通信运营商来说非常重要的 4 个方面：人、机制、资金和业务基本面都正在或即将出现对中国联通有利的变化。

在人的因素上面，去年 8 月公司的一把手进行了更换，新任一把手王晓初先生曾成功领导过中国移动和中国电信，在王晓初先生领导中国联通的一年多时间，我们观察到中国联通在执行力、进取精神、服务意识、服务质量和纪律等多方面的提升。

在机制因素上，中国联通混改落地是大概率事件，混改做为中央层面推动的大的变革举措，预期会给中国联通带来完善市场化的激励约束机制、从体制机制上解决内部管理行政化和外部行为非市场化的问题，起到激活员工活力，提升人均效率，降低成本的作用。

在资金因素上，预期混改因民间资本成为公司的战略投资者很可能会带来巨额资金助力中国联通去建设更有竞争力的通信网络。

在业务基本面上，我们已经较详细讨论了移动数据业务的强劲增长、NB IOT 未来的巨大空间、大数据广阔前景、IDC/云计算和 ICT 的强劲增长、OTT 冲击减弱等业务领域出现的有利变化或增长机会，人、机制和资金出现的有利变化保证了公司把握业务领域的机会推动业绩增长。

公司在三季度业绩出现短期波动，我们正视这种波动，但也看到公司在人、机制、资金和业务基本面等方面有利变化，这些有利变化才是主导公司未来营收和利润的主要矛盾，从长期看业绩增长才是大趋势，维持公司买入评级。

5. 风险提示

- 联通存在没能最终列入混合所有制改革第一批试点的可能
- 联通新任管理者领导的变革效果可能不及预期
- 物联网市场可能启动过慢或联通物联网市场份额可能过小
- 政府可能提出更严格的提速降费和流量不清零要求
- 竞争对手可能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

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。