

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

中国联通 (600050)

买入

通信

重大事件快评

(维持评级)

2016年11月17日

混改预期进一步加强，持续看好

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 联系人：王齐昊 0755-22940673 wangqh@guosen.com.cn

事项：

中国联通近期与BAT合作或签署战略合作协议，加之发改委会同国资委等部门推进，整体改革预期进一步加强。

评论：

■ BAT择机合作，联通迎契机

近期，联通与百度、阿里巴巴签署战略合作协议，与腾讯合作推出“腾讯大王卡”，具体合作如下：

图 1：腾讯大王卡宣传页面



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

- 中国联通近期与阿里巴巴在杭州举行战略合作签约仪式，中国联通董事长王晓初、总经理陆益民，阿里巴巴集团董事长马云、CEO张勇等高管联袂出席；
- 月初中国联通与百度签署战略合作协议，双方以资源置换、技术互补、成果共享等方式在移动互联网、人工智能、大数据、通信基础业务等领域开展深度合作；
- 近日，中国联通联合腾讯发布了“腾讯大王卡”，针对腾讯应用的定向流量优惠套餐。顾名思义，该套餐用户在使用腾讯应用，比如微信、QQ、腾讯视频、QQ音乐、腾讯游戏时产生的流量免费。

BAT 三家集中与中国联通合作并非偶然，按照目前电信行业混改预期，当前时点与联通合作有望积极卡位。同时，参考我们过往报告逻辑，中国联通在内容、数据和互联网拓展方面相对积极，与 BAT 相关要素吻合。

■ 改革预期进一步增强，期待有所突破

11 月 11 日，发改委秘书长表示按照《国有企业发展混合所有制经济的意见》要求，发改委会同国资委等部门推进部分重要领域混合所有制改革试点工作，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域选择了 7 家企业或项目，开展第一批混合所有制改革试点。目前来看，在电信领域，联通参与混改的可能性较大。

图 2: 中国联通与鹏博士签署战略合作协议



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

从混改参与方看，不排除多家民营参与，也不排除其他国有成分共同参与。从近期的战略合作来看，互联网领域 BAT、民营宽带运营商鹏博士（电信行业内民营与国有结合）和中信集团都有合作，不排除成为参与方。最终情况视方案而定，但联通混改相关预期逐渐加强。

■ 业绩有望触底，看好公司变革预期，维持“买入”评级

未来，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 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 381273 | 341384 | 341970 | 342671 | 净利润 | 3472 | 1196 | 3295 | 3877 |
| 少数股东权益 | 155364 | 156005 | 157770 | 159847 | 资产减值准备 | 66 | 625 | 76 | 53 |
| 股东权益 | 78682 | 79520 | 81826 | 84540 | 折旧摊销 | 72296 | 40189 | 45012 | 48434 |
| 负债和股东权益总计 | 615319 | 576908 | 581565 | 587058 | 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

相关研究报告

- 《中国联通-600050-2016年三季度点评：三季度继续承压，改革预期进一步增强》——2016-10-26
- 《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

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。