

中国联通 (600050. SH)

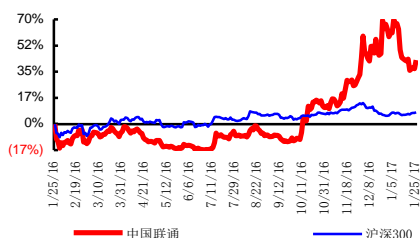
业绩低于预期，亟需混改破局

评级： 持有 前次： 增持
 目标价 (元)： 6.25
 分析师 联系人
 李伟 樊生龙
 S0740516110001 021-20315180
 中泰证券通信团队 fansl@r.qlzq.com.cn
 liwei@r.qlzq.com.cn
 2017 年 01 月 25 日

基本状况

总股本(百万股)	21,197
流通股本(百万股)	21,197
市价(元)	6.59
市值(百万元)	139,686
流通市值(百万元)	139,686

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	288,570.	277,048.	271,563.	282,544.	317,632.
营业收入增速	-4.99%	-3.99%	-1.98%	4.04%	12.42%
归属于母公司的净利润	3,982	3,472	174	1,500	3,400
净利润增长率	15.65%	-12.81%	-94.97%	759.75%	126.61%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.16	0.01	0.07	0.16
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	26.35	37.73	628.05	73.05	32.24
PEG	1.68	—	—	0.10	0.25
每股净资产 (元)	3.65	3.71	3.66	3.73	3.89
每股现金流量	4.36	4.21	1.47	4.05	5.03
净资产收益率	5.15%	4.41%	0.22%	1.90%	4.12%
市净率	1.36	1.66	1.41	1.38	1.33
总股本 (百万股)	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**中国联通发布业绩预告，2016 年度实现归属于母公司的净利润与上年同期相比减少约 95%左右。2015 年公司盈利为 34.72 亿，16 年预计在 1.74 亿左右。显著低于市场预期。
- **点评：**
 - 2016 年净利润同比大幅下降主要由于没有铁塔出售收益，铁塔使用费用增加及能源、物业租金等成本投入加大导致网络运行及支撑成本和销售费用预计较 2015 年明显上升。
 - 由于中国移动在 2016 年大规模进行了固网宽带建设和市场营销，在宽带用户数已经达到 7762 万，已经超越了中国联通，成为国内第二大宽带接入商。使得国内宽带业务市场竞争加剧，使得中国联通宽带业务用户增长在 11/12 月份出现了负增长，其 ARPU 值也收到影响。中国联通第四季度亏损约为 3.15 亿。
 - 而联通业绩持续下滑和国内电信市场竞争格局进一步失衡，使得联通进行混合所有制改革的必要性进一步增加。从 9 月 28 日联通集团进入发改委混改第一批名单到现在约 4 个月时间，我们认为中国联通混改方案有望近期推出。
- **投资建议：**随着中国移动加大了宽带市场的竞争，整体 4G 渗透率超过了 50%，新增用户数持续放缓，国内电信运营商进入了存量竞争的阶段，三大运营商之间的竞争还将进一步加剧。我们下调公司 2016/2017/2018 年净利润至 1.74 亿/15 亿/34 亿。考虑中国联通是国内第一批央企集团进行混合所有制改革的试点单位，且中国联通的市值规模仅相当于中国移动的 1/10，对比中国移动 1.59xPB 的估值，我们认为中国联通的合理估值为 A 股 1.7x2016PB，对应 A 股 6 个月内的目标价 6.25 元，下调评级为“持有”。

■ 风险提示：混合所有制改革进程不及预期
图表 1：财务模型摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	303,727	288,571	277,049	271,563	282,544	317,632	货币资金	21,589	25,400	22,007	8,045	32,560	101,549
增长率	18.52%	-5.0%	-4.0%	-2.0%	4.0%	12.4%	应收款项	21,041	21,472	26,489	21,461	22,785	25,758
营业成本	-211,657	-199,937	-207,704	-211,819	-214,733	-238,224	存货	5,536	4,378	3,946	4,819	4,764	5,245
% 销售收入	69.7%	69.3%	75.0%	78.0%	76.0%	75.0%	其他流动资产	4,166	5,371	7,316	7,556	7,603	8,027
毛利	92,070	88,634	69,344	59,744	67,811	79,408	流动资产	52,333	56,621	59,758	41,881	67,712	140,579
% 销售收入	30.3%	30.7%	25.0%	22.0%	24.0%	25.0%	% 总资产	9.8%	10.3%	9.7%	7.7%	13.0%	25.7%
营业税金及附加	-8,689	-4,721	-885	-1,358	-1,413	-1,382	长期投资	6,550	8,959	56,189	56,189	56,189	56,189
% 销售收入	2.9%	1.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	429,648	436,331	453,146	402,976	355,935	310,516
营业费用	-42,991	-40,193	-31,965	-32,846	-30,797	-31,763	% 总资产	80.9%	79.7%	73.6%	74.0%	68.3%	56.8%
% 销售收入	14.2%	13.9%	11.5%	12.1%	10.9%	10.0%	无形资产	35,157	39,340	40,809	38,028	36,122	34,268
管理费用	-20,373	-19,825	-19,840	-21,725	-18,930	-19,693	非流动资产	479,032	490,504	555,562	502,610	453,663	406,390
% 销售收入	6.7%	6.9%	7.2%	8.0%	6.7%	6.2%	% 总资产	90.2%	89.7%	90.3%	92.3%	87.0%	74.3%
息税前利润 (EBIT)	20,016	23,894	16,655	3,815	16,670	26,570	资产总计	531,364	547,125	615,319	544,491	521,375	546,969
% 销售收入	6.6%	8.3%	6.0%	1.4%	5.9%	8.4%	短期借款	95,976	104,701	88,052	58,052	18,052	2,856
财务费用	-2,949	-4,333	-6,493	-3,000	-3,000	-3,000	应付款项	155,586	167,377	220,523	178,427	185,600	207,989
% 销售收入	1.0%	1.5%	2.3%	1.1%	1.1%	0.9%	其他流动负债	43,132	19,086	29,623	30,585	29,683	30,673
资产减值损失	-4,348	-4,024	-4,090	-4,000	-4,000	-4,000	流动负债	294,693	291,164	338,198	267,064	233,335	241,518
公允价值变动收益	0	-7	45	0	0	0	长期贷款	481	420	1,748	1,748	1,748	1,748
投资收益	198	363	-405	200	350	400	其他长期负债	14,564	25,213	41,326	41,326	41,326	41,326
% 税前利润	1.4%	2.3%	—	9.9%	2.5%	1.7%	负债	309,738	316,797	381,273	310,138	276,409	284,592
营业利润	12,917	15,893	5,711	-2,985	10,020	19,970	普通股股东权益	74,859	77,337	78,682	77,644	79,144	82,544
营业利润率	4.3%	5.5%	2.1%	-1.1%	3.5%	6.3%	少数股东权益	146,767	152,991	155,364	156,709	165,822	179,833
营业外收支	759	-57	8,156	5,000	4,000	3,000	负债股东权益合计	531,364	547,125	615,319	544,491	521,375	546,969
税前利润	13,677	15,836	13,867	2,015	14,020	22,970	比率分析						
利润率	4.5%	5.5%	5.0%	0.7%	5.0%	7.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-3,384	-3,869	-3,432	-497	-3,407	-5,559	每股指标						
所得税率	24.7%	24.4%	24.8%	24.6%	24.3%	24.2%	每股收益(元)	0.162	0.188	0.164	0.008	0.071	0.160
净利润	10,292	11,968	10,434	1,519	10,613	17,411	每股净资产(元)	3.532	3.649	3.712	3.663	3.734	3.894
少数股东损益	6,850	7,986	6,963	1,344	9,113	14,012	每股经营现金净流(元)	3.933	4.361	4.210	1.473	4.051	5.030
归属于母公司的净利润	3,443	3,982	3,472	174	1,500	3,400	每股股利(元)	0.000	0.000	0.057	0.057	0.000	0.000
净利率	1.1%	1.4%	1.3%	0.1%	0.5%	1.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.60%	5.15%	4.41%	0.22%	1.90%	4.12%
净利润	10,292	11,968	10,434	1,519	10,613	17,411	总资产收益率	0.65%	0.73%	0.56%	0.03%	0.29%	0.62%
少数股东损益	0	0	0	1,344	9,113	14,012	投入资本收益率	4.97%	5.56%	4.40%	1.07%	5.87%	13.60%
非现金支出	71,049	76,157	74,783	73,343	73,435	73,110	增长率						
非经营收益	2,169	5,201	-995	-5,200	-4,350	-3,400	营业总收入增长率	18.52%	-4.99%	-3.99%	-1.98%	4.04%	12.42%
营运资金变动	-141	-896	5,011	-38,430	6,168	19,501	EBIT增长率	40.08%	19.37%	-30.30%	-77.09%	336.91%	59.39%
经营活动现金净流	83,369	92,429	89,233	32,576	94,979	120,634	净利润增长率	45.38%	15.65%	-12.81%	-94.97%	759.75%	126.61%
资本开支	77,265	72,594	90,562	15,391	20,488	22,837	总资产增长率	2.51%	2.97%	12.46%	-11.51%	-4.25%	4.91%
投资	0	-3,075	-1,163	0	0	0	资产管理能力						
其他	328	636	372	200	350	400	应收账款周转天数	17.8	20.2	22.0	20.7	21.1	21.1
投资活动现金净流	-76,936	-75,034	-91,353	-15,191	-20,138	-22,437	存货周转天数	9.8	9.0	7.3	8.3	8.1	8.0
股权募资	1,102	871	1	0	0	0	应付账款周转天数	171.8	190.0	242.1	213.0	218.9	220.8
债权募资	3,510	-6,167	8,069	-30,000	-40,000	-15,196	固定资产周转天数	443.4	473.3	483.1	431.4	324.8	208.8
其他	-7,798	-8,290	-9,489	-2	-1,212	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-3,186	-13,586	-1,419	-30,002	-41,212	-15,196	净负债/股东权益	39.65%	44.79%	45.55%	38.65%	10.64%	-22.15%
现金净流量	3,247	3,809	-3,539	-12,618	33,628	83,000	EBIT利息保障倍数	6.8	5.5	2.6	1.3	5.6	8.9
							资产负债率	58.29%	57.90%	61.96%	56.96%	53.02%	52.03%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。