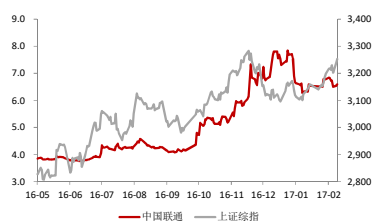


投资评级：买入（维持）

收盘价（元）	6.59
目标价（元）	9.30
上次目标价（元）	9.30

王鹏 执业证书编号：S1100516120001
 研究员 8621-68595118
 wangpeng@cczq.com

黄超 执业证书编号：S1100115080002
 联系人 8621-68595161
 huangchao@cczq.com

股价走势图

川财证券研究所

成都
 高新区交子大道177号中海国际
 中心B座17楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

中国联通 2017 年 1 月用户数据点评

——用户数据增长势头良好，增长的潜力巨大

核心观点

事件：

中国联通于2017年2月21日公告了2017年1月用户数据，其中“移动出账用户本月净增数”为126.6万户，“固网宽带用户本月净增数”为91万户。

点评：

❖ 用户数据增长势头良好

中国联通在2015年移动出账用户共流失1426万户，从2016年1月开始移动出账用户数恢复增长，2016年1月之前中国联通在公布移动用户增长情况相关数据时采用的指标是“移动用户本月净增数”，从2016年1月开始采用“移动出账用户本月净增数”，统计口径有所变化，2016年2月至2016年12月这11个月“移动出账用户本月净增数”的均值为57.5万，2016年11月“移动出账用户本月净增数”为40.9万户，2016年12月“移动出账用户本月净增数”为83.2万户，2017年1月126.6万户的数值相对前1个月的增幅为52%，2017年1月相对前11个月均值的增幅为119.9%，且从2016年11月开始表现出持续增长的势头；2016年2月至2016年12月这11个月“固网宽带用户本月净增数”均值为26.6万户，2016年11月“固网宽带用户本月净增数”为-7万户，2016年12月“固网宽带用户本月净增数”为-16.6万户，2017年1月相对前11个月均值的增幅为241%，2017年1月“固网宽带用户本月净增数”不仅转正且数值较大。

❖ 增长基础坚固，增长潜力巨大

移动出账用户增长的原因。中国联通在2017年1月移动出账用户数表现出较大幅增长主要有3个原因：

1. 2016年中国联通发力补齐网络质量短板，移动通信网络质量相对中国移动的差距缩小，当网络质量差距缩小时，用户规模少（目前中国联通的4G用户数约为中国移动的4G用户数的1/5）的网络中因用户下载速率高导致用户体验获得相对优势；
2. 2015年8月新的管理团队到岗后力推全网通手机，解决了之前已入

中国联通网络的手机可转网到中国移动但部分入中国移动网络的手机无法转网到中国联通的手机设备层面的不公平问题；

3. 新的管理团队推动了广泛的合作，目前已看到的报道的合作有 BAT、鹏博士、圆通速递、中广核，特别与 BAT 的合作让中国联通与异网用户接触的能力大大增强。

上述三点加上目前中国联通的总移动用户数仅约为中国移动的 1/3、4G 用户数仅约为中国移动的 1/5、中国联通的移动网络利用率目前仅为 10%左右,移动出帐用户数后续增长的基础坚固,增长的潜力巨大。

固网宽带用户数增长的原因。2013 年 12 月工信部发文取消了对中国移动固网业务限制,其后中国移动的固网宽带用户数获得了迅速地增长,但中国移动固网宽带用户数能迅猛增长主要依靠与广电的 CATV 网的合作,中国联通的全光网相对广电的 CATV 网在用户体验上有压倒性的优势,中国移动也在大力进行自身的固网宽带建设,由于固网宽带建设需要有在铺设地下的管道和杆路资源,目前全国的管道和杆路资源主要掌握在中国电信和中国联通手里,管道和杆路资源限制了中国移动的宽带网络建设速度;中国联通在 2016 年发力进行北方十个省市的全光网建设,城区基本具备 100M 接入能力,中国联通宽带网络可获得的接入速率相对中国移动宽带网络的接入速率有明显优势,同时互联网上的服务器主要在中国电信和中国联通的网络中,这导致中国电信和中国联通的用户在时延体验上相对中国移动在目前还有明显优势,接入速率和时延上的明显优势以及中国联通在全国推视频网站可通过内容拉动宽带业务增长是在面临中国移动在固网宽带业务领域的猛烈竞争时出现用户总数减少两个月后出现反转且在 2017 年 1 月用户数有较大幅增长的主要原因,虽然用户数后续是否会持续增长还需要观察,但 2017 年 1 月数据至少表明了中国联通在固网宽带领域在面对中国移动进攻时仍具有增长可能。

- ❖ **投资建议:**考虑到 2016 年 12 月举行的中央经济工作会议对混改的强调,我们对混改的力度和时间进度持乐观预期,同时考虑到中国联通的移动数据业务增长的基础坚固潜力巨大、中国联通在 IDC/云计算和 ICT 上持续增长、2017 年物联网开始商用、大数据想象空间巨大,维持中国联通买入评级,维持目标价 9.30 元。
- ❖ **风险提示:**混改可能不及预期、股市可能出现系统风险、政府可能提出更严格的监管要求

财务和估值数据摘要

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	277048.53	272972.25	302666.52	335161.47
增速 (%)	-3.99%	-1.47%	10.88%	10.74%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3471.59	310.29	4283.06	6574.95
增速 (%)	-12.81%	-90.06%	1280.3%	53.51%
总股本 (百万)	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
EPS	0.16	0.01	0.20	0.31
PE	40.23	450.18	32.69	21.31

报表预测

利润表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	277048.53	272972.25	302666.52	335161.47
减: 营业成本	207704.32	206551.92	216385.02	233814.84
营业税金及附加	884.72	871.70	966.52	1070.29
营业费用	31965.06	34757.74	36729.76	41674.74
管理费用	19839.82	18870.50	21130.37	23523.32
财务费用	6493.42	7185.26	7438.14	6373.93
资产减值损失	4089.79	4153.69	4089.08	4110.85
加: 投资收益	-405.33	1000.00	1500.00	2000.00
公允价值变动损益	45.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5711.21	1581.43	17427.62	26593.50
加: 其他非经营损益	8155.51	-342.03	-319.57	-330.80
利润总额	13866.73	1239.40	17108.05	26262.69
减: 所得税	3432.33	306.78	4234.63	6500.62
净利润	10434.39	932.62	12873.42	19762.08
减: 少数股东损益	6962.80	622.33	8590.36	13187.13
归属母公司股东净利润	3471.59	310.29	4283.06	6574.95
资产负债表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	22006.87	13648.61	15133.33	16758.07
应收和预付款项	30312.20	27536.18	31448.21	34091.36
存货	3945.88	4368.09	4454.29	4811.27
其他流动资产	3492.80	2680.23	3238.29	3485.15
长期股权投资	32974.70	32974.70	32974.70	32974.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	452150.64	432307.95	407536.99	378474.97
无形资产和开发支出	26982.88	48520.67	70058.46	91596.25
其他非流动资产	43453.43	42695.13	41175.38	39757.26
资产总计	615319.38	604731.56	606019.64	601949.02
短期借款	85196.20	106419.83	65908.93	26450.05
应付和预收款项	220857.05	194297.16	219299.63	232180.68
长期借款	1748.36	1748.36	1748.36	1748.36
其他负债	73471.39	67550.69	69712.07	74006.46
负债合计	381273.01	370016.04	356668.99	334385.55
股本	21196.60	21196.60	21196.60	21196.60
资本公积	27811.53	27811.53	27811.53	27811.53
留存收益	31841.44	30942.75	35673.67	40749.71
归属母公司股东权益	78682.18	78728.99	83062.66	88088.36
少数股东权益	155364.20	155986.53	166287.99	179475.11
股东权益合计	234046.38	234715.52	249350.64	267563.47
负债和股东权益合计	615319.38	604731.56	606019.64	601949.02

现金流量表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	89233.3	48180.29	125742.4	120909.5
投资性现金净流量	-91353.2	-74575.6	-73371.7	-72968.2
筹资性现金净流量	-1492.4	18037.06	-50886.0	-46316.5
现金流量净额	-3539.2	-8358.2	1484.7	1624.7

财务分析和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
毛利率	25.03%	24.33%	28.51%	30.24%
销售净利率	3.77%	0.34%	4.25%	5.90%
ROE	4.46%	0.40%	5.16%	7.39%
ROA	1.70%	0.15%	2.12%	3.28%
ROIC	2.95%	2.13%	5.94%	8.52%
成长能力				
销售收入增长率	-3.99%	-1.47%	10.88%	10.74%
净利润增长率	-12.81%	-91.06%	268.14%	53.51%
资本结构				
资产负债率	61.96%	61.19%	58.85%	55.55%
流动比率	0.18	0.15	0.17	0.20
速动比率	0.17	0.13	0.16	0.19
经营效率				
总资产周转率	0.48	0.45	0.50	0.55
存货周转率	48.84	47.75	47.87	48.94
业绩和估值				
EPS	0.16	0.01	0.20	0.31
PS	1.51	1.53	1.38	1.25
PE	40.23	450.18	32.69	21.31
PB	1.79	1.78	1.69	1.58

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利。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