

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通 (600050)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年03月07日

“混改”继续推进，预期进一步加强

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：

据媒体报道，在3月6日国务院新闻办公室举行的政策吹风会上，中国联通总经理陆益民表示，发展混合所有制经济是中央深化国有企业改革的重要战略举措，且目前中国联通的混改方案正在国家有关部门审批之中。

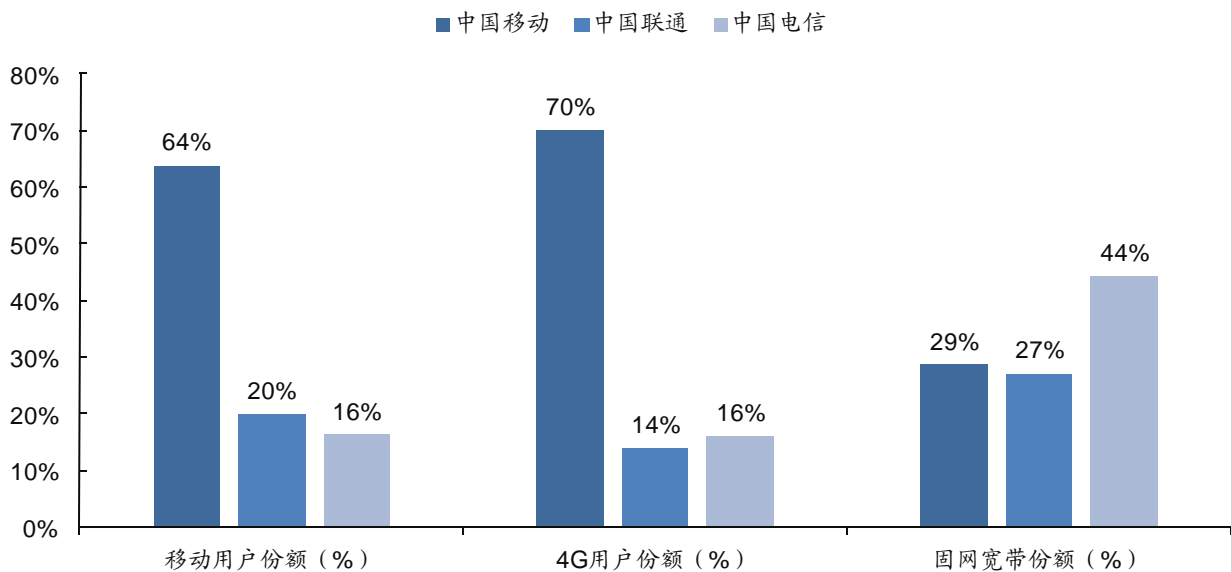
评论：

■ “混改”继续推进，方案正在有关部门审批中

在前序报告中，我们对于中国联通混改的可能性、潜在参与混改的参与方以及改革的方向做了较为详细的梳理。同时，将中华电信的改革对于其长期发展的影响作为借鉴。按照媒体报道，在3月6日国务院新闻办公室举行的政策吹风会上，中国联通总经理陆益民表示，发展混合所有制经济是中央深化国有企业改革的重要战略举措，且目前中国联通的混改方案正在国家有关部门审批之中。

这与我们之前的报告预期也较符合，联通到了必须变革的关键时期。在全年宽带业务用户数被中国移动超越后，变革的动力进一步加强。

图 1：三大运营商一月市场份额情况，移动宽带优势拉大



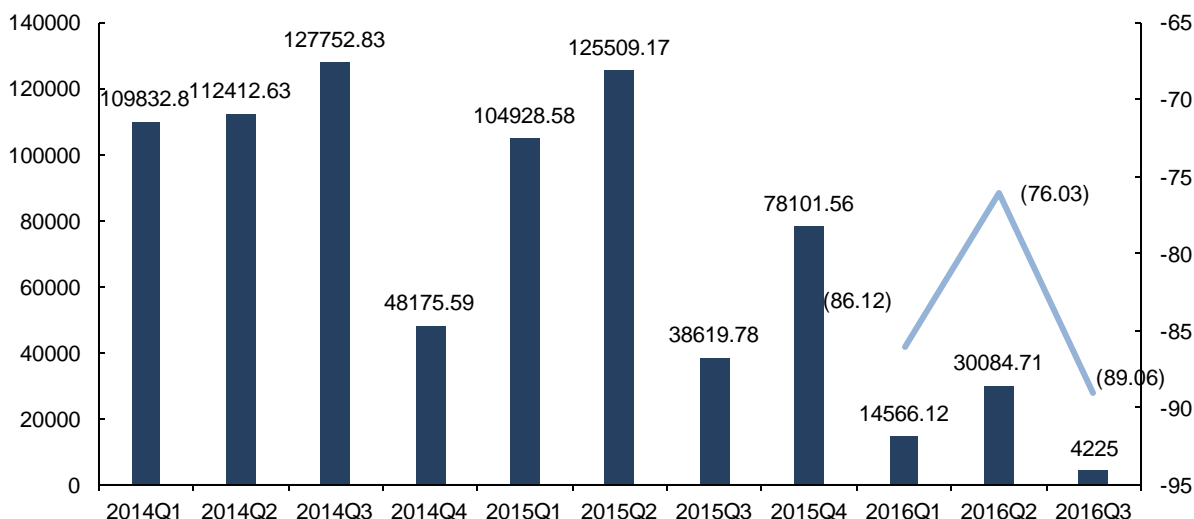
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

另外，关于上述“方案正在国家有关部门审批之中”的说法，说明本次联通混改的方案基本已定，接下来是等待批复的过程。我们之前对联通近一年的合作做了梳理，提供了一定的参考，最终结果还需视批复后的结果而定。

■ 业绩有望触底，重拾增长还看改革进度

从公司的分季度业绩情况来看，2016年业绩单季度同比下滑较大。按照业绩预减公告的情况估算，2016年全年归属于母公司净利润只有1.74亿元，相比于2015年减少95%。

图 2：中国联通 2015-2016 年各季度净利润（万元）及增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

可以说，2016年是联通业绩触底的一年，未来短期业绩能否重拾增长还看资本开支的增减、频段重耕的效应、4G用户的争夺以及电信行业竞争力度大小的变化；但是中长期的增长趋势还需要本次混改带来实质性的变化。结合联通自身在创新业务、物联网、互联网应用上的拓展，“潜在股东”若能在对应领域带来用户资源或提高ARPU值才是改变业绩长期趋势的驱动。

■ 业绩有望触底，看好公司变革预期，维持“买入”评级

未来，联通有望通过调整投资支出，加大创新优化业务结构。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，看好公司变革预期，预计2016/2017/2018年EPS分别为0.01/0.15/0.17元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	22007	300	300	300
应收款项	26489	7288	7590	7906
存货净额	3946	43403	42213	43300
其他流动资产	7210	1697	1767	1841
流动资产合计	59758	52794	51976	53453
固定资产	453146	423427	429433	434540
无形资产及其他	26983	25905	24826	23748
投资性房地产	42458	42458	42458	42458
长期股权投资	32975	32969	32964	32958
资产总计	615319	577552	581656	587156
短期借款及交易性金融负债	88052	258605	259863	259613
应付款项	163175	13433	13065	13401
其他流动负债	86971	28453	27853	28749
流动负债合计	338198	300492	300780	301764
长期借款及应付债券	40677	40447	40447	40447
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	343285	343523	344456
少数股东权益	155364	155460	157136	159116
股东权益	78682	78807	80997	83585
负债和股东权益总计	615319	577552	581656	587156

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.16	0.01	0.15	0.17
每股红利	0.45	0.00	0.04	0.05
每股净资产	3.71	3.72	3.82	3.94
ROIC	5%	2%	4%	4%
ROE	4%	0%	4%	4%
毛利率	25%	23%	27%	27%
EBIT Margin	6%	3%	7%	7%
EBITDA Margin	32%	17%	22%	23%
收入增长	-4%	3%	4%	4%
净利润增长率	-13%	-95%	1657%	18%
资产负债率	87%	86%	86%	86%
息率	6.3%	0.0%	0.6%	0.7%
P/E	44.0	858.0	48.8	41.3
P/B	1.9	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.0	10.0	7.5	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	277049	286383	298257	310683
营业成本	207704	220144	218720	227498
营业税金及附加	885	1060	2312	1517
销售费用	31965	34681	35821	37624
管理费用	19840	21069	19929	21025
财务费用	6493	8970	13101	13124
投资收益	(405)	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(4045)	15	15	15
其他收入	0	0	0	0
营业利润	5711	478	8392	9914
营业外净收支	8156	0	0	0
利润总额	13867	478	8392	9914
所得税费用	3432	60	1049	1239
少数股东损益	6963	240	4214	4978
归属于母公司净利润	3472	178	3129	3697

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3472	178	3129	3697
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	8970	13101	13124
营运资本变动	40900	(222429)	(125)	(241)
其它	(12282)	(530)	1600	1927
经营活动现金流	108497	(181981)	49677	53854
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)	(53)	(939)	(1109)
其它融资现金流	15847	170553	1257	(250)
融资活动现金流	(620)	170270	319	(1359)
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	(183990)	13676	15833
权益自由现金流	61646	(21515)	3470	4101

相关研究报告

- 《中国联通-600050-重大事件快评：混改预期进一步加强，持续看好》 —— 2016-11-17
- 《中国联通-600050-2016年三季度报点评：三季度报继续承压，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

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。