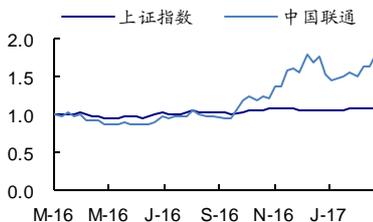


证券研究报告—动态报告
信息技术
通信
中国联通(600050)
买入
2016 年年报点评

(维持评级)

2017 年 03 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	21,197/21,197
总市值/流通(百万元)	158,551/158,551
上证综指/深圳成指	3,242/10,543
12 个月最高/最低(元)	8.05/3.69

相关研究报告:

《中国联通-600050-重大事件快评:“混改”继续推进,预期进一步加强》——2017-03-07
 《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 年三季报点评:三季报继续承压,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

证券分析师:程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

联系人:王齐昊

电话: 0755-22940673
 E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评
业绩触底,核心仍看改革

公司发布 2016 年年度报告,公布 2016 年公司实现营业收入 2741.97 亿元,同比下降 1%。实现归属上市公司股东净利润 1.54 亿元,同比下降了 95.6%。

● 业绩触底,一季度有望回升

公司 2016 年净利润同比下降 95.56%,剔除 2015 年出售铁塔的收益后仍有所下滑,整体业绩处于触底状态。主要原因是来自“提速降费”压力和市场竞争压力(主要是来自运营商之间的竞争)。

但是,值得注意的是,公司四季度净利润环比下降 142.85%,而 2017 年 1-2 月,公司月均净利润为 4.6 亿元,相比 2016 年第一季度上升 50%,整体业绩有望回升。

● 国企改革进入倒计时,预期进一步加强

目前,中国联通的“混改”方案仍然在等待监管部门审批,中央也表现出较坚定的改革决心。3 月 15 日,中国联通董事长及首席执行官王晓初在全年业绩记者会上表示,“混改”最核心的目的是解决机制问题,放大资产价值,以及选择合作伙伴时有更好的效应。

这与我们之前的报告预期较为符合。一方面,在 2016 年资本开支下降、公司业绩下滑以及中移动在固定宽带业务上反超中国联通等因素刺激下,中国联通“混改”显现出较强的动机和决心;另一方面,公司中长期的增长有赖于此次混改带来的由内而外的蜕变,变革是大势所趋。

● 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 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.15/0.16/0.19 元,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	277,049	274,197	285,509	297,346	309,733
(+/-%)	-4.0%	-1.0%	4.1%	4.1%	4.2%
净利润(百万元)	3,472	154	3178	3419	4052
(+/-%)	-12.8%	-95.6%	1962.5%	7.6%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.01	0.15	0.16	0.19
EBIT Margin	7.3%	1.6%	9.7%	11.0%	10.7%
净资产收益率(ROE)	4.4%	0.2%	4.0%	4.2%	4.8%
市盈率(PE)	45.7	1029.1	49.9	46.4	39.1
EV/EBITDA	5.4	6.6	7.6	6.4	5.5
市净率(PB)	2.0	2.0	1.99	1.93	1.87

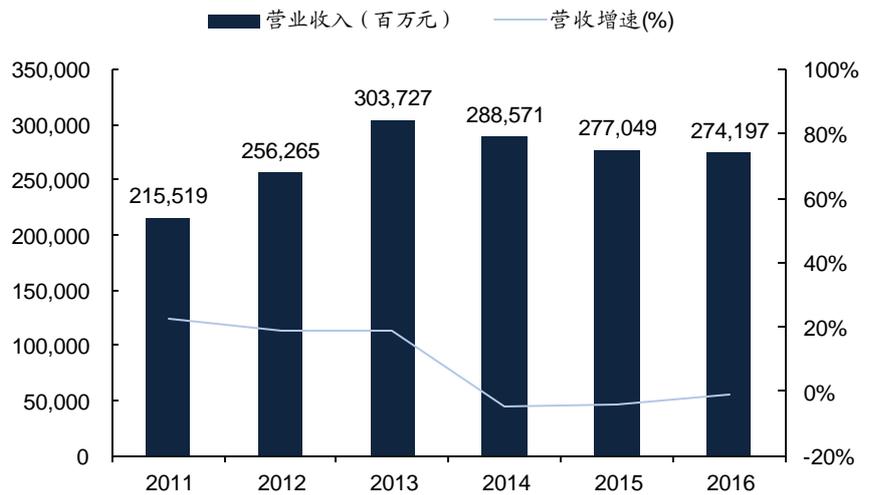
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩触底，一季度有望回升

公司发布 2016 年年度业绩报告, 公布 2016 年公司实现营业收入 2741.97 亿元, 同比下降 1%。实现归属上市公司股东的净利润 1.54 亿元, 同比下降 95.6%。

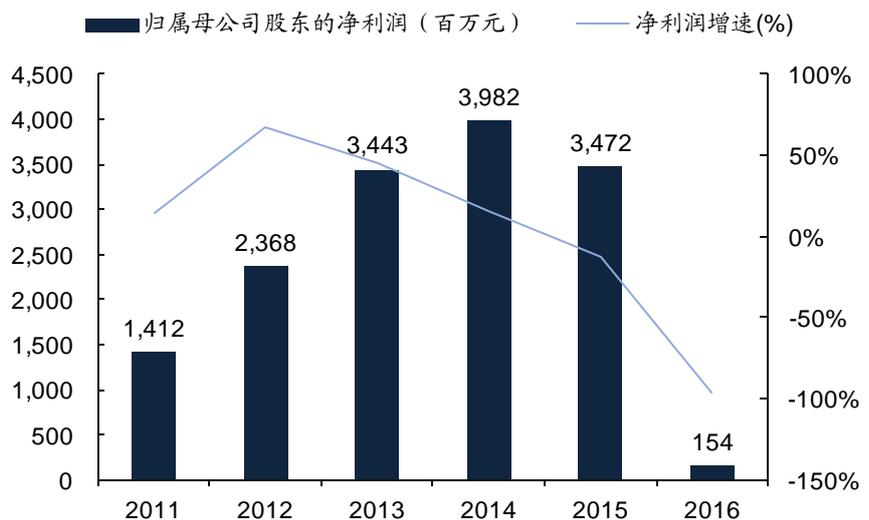
图 1: 公司 2011-2016 年营业收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

剔除 2015 年出售铁塔的收益后仍有所下滑, 整体业绩处于触底状态。主要原因是来自“提速降费”压力 and 市场竞争压力 (主要是来自运营商之间的竞争)。

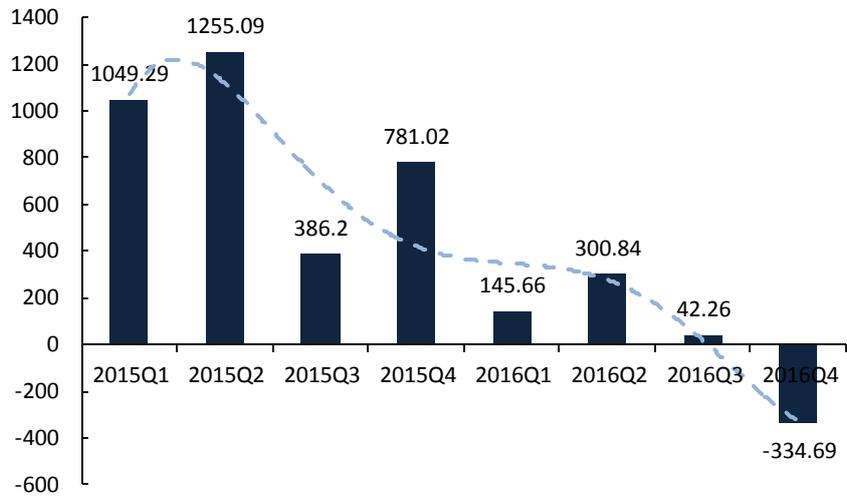
图 2: 公司 2011-2016 年归母净利润 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但是, 值得注意的是, 公司四季度净利润环比下降 142.85%, 而 2017 年 1-2 月, 公司月均净利润为 4.6 亿元, 相比 2016 年第一季度上升 50%, 整体业绩有望回升。

图 3: 公司 2015-2016 各季度归母净利润 (百万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国企改革进入倒计时，预期进一步加强

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。

目前，中国联通的“混改”方案仍然在等待监管部门审批，中央也表现出较坚定的改革决心。3月15日，中国联通董事长及首席执行官王晓初在全年业绩记者会上表示，“混改”最核心的目的是解决机制问题，放大资产价值，以及选择合作伙伴时有更好的效应。

这与我们之前的报告预期较为符合。一方面，在2016年资本开支下降、公司业绩下滑以及中移动在固定宽带业务上反超中国联通等因素刺激下，中国联通“混改”显现出较强的动机和决心；另一方面，公司中长期的增长有赖于此次混改带来的由内而外的蜕变，变革是大势所趋。

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2017/2018/2019年EPS分别为0.15/0.16/0.19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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000	营业收入	274197	285509	297346	309733
应收款项	44955	27298	48751	29614	营业成本	211584	206397	213809	223159
存货净额	2431	39911	41026	43129	营业税金及附加	1064	914	952	991
其他流动资产	9329	1692	1762	1835	销售费用	34646	34290	34522	36579
流动资产合计	82234	104024	124662	106701	管理费用	19874	16244	15387	15984
固定资产	449900	410161	368618	326859	财务费用	3855	11106	15145	12448
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272	投资收益	743	3	3	3
投资性房地产	23973	23973	23973	23973	资产减值及公允价值变动	(4191)	15	15	15
长期股权投资	33423	33418	33412	33407	其他收入	(0)	200	500	800
资产总计	615907	596897	574962	514211	营业利润	(275)	16777	18049	21390
短期借款及交易性金融负债	98746	278454	249320	178985	营业外净收支	856	0	0	0
应付款项	140333	12352	12697	13348	利润总额	581	16777	18049	21390
其他流动负债	102490	26069	26556	27935	所得税费用	101	4194	4512	5347
流动负债合计	341569	316875	288573	220267	少数股东损益	326	9405	10118	11991
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141	归属于母公司净利润	154	3178	3419	4052
其他长期负债	3460	3409	3358	3307					
长期负债合计	43831	43550	43499	43448					
负债合计	385400	360425	332072	263716					
少数股东权益	153004	156745	160770	165539					
股东权益	77503	79727	82120	84956					
负债和股东权益总计	615907	596897	574962	514211					

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	154	3178	3419	4052
资产减值准备	87	338	(330)	(435)
折旧摊销	71417	40922	43693	44263
公允价值变动损失	4191	(15)	(15)	(15)
财务费用	3855	11106	15145	12448
营运资本变动	(6760)	(216300)	(22187)	18505
其它	(18508)	3403	4355	5204
经营活动现金流	50581	(168474)	28934	71575
资本开支	(59822)	(450)	(780)	(1030)
其它投资现金流	(17)	0	0	0
投资活动现金流	(60288)	(444)	(774)	(1024)
权益性融资	270	0	0	0
负债净变化	2747	(230)	0	0
支付股利、利息	(8864)	(953)	(1026)	(1216)
其它融资现金流	25059	179708	(29134)	(70335)
融资活动现金流	13095	178524	(30160)	(71550)
现金净变动	3388	9605	(2000)	(1000)
货币资金的期初余额	22007	25395	35000	33000
货币资金的期末余额	25395	35000	33000	32000
企业自由现金流	10637	(155080)	45233	86503
权益自由现金流	38443	16068	4740	6833

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.01	0.15	0.16	0.19
每股红利	0.42	0.04	0.05	0.06
每股净资产	3.66	3.76	3.87	4.01
ROIC	3%	5%	5%	5%
ROE	0%	4%	4%	5%
毛利率	23%	28%	28%	28%
EBIT Margin	3%	10%	11%	11%
EBITDA Margin	29%	24%	26%	25%
收入增长	-1%	4%	4%	4%
净利润增长率	-96%	1963%	8%	19%
资产负债率	87%	87%	86%	83%
息率	5.6%	0.6%	0.6%	0.8%
P/E	1029.1	49.9	46.4	39.1
P/B	2.0	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	6.9	7.6	6.4	5.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		