

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

## 中报业绩快速增长, 混改联手互联网巨头

——中国联通(600050)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-08-28)

发布日期: 2017年08月28日

收盘价(元)	8.35
一年内最高/最低(元)	9.29/4.06
沪深300指数	3842.71
市净率(倍)	2.28
流通市值(亿元)	1,769.92

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	3.70
每股经营现金流(元)	2.34
毛利率(%)	25.35
净资产收益率-摊薄(%)	0.99
资产负债率(%)	61.02
总股本/流通股(万股)	2119659.64/2119659.64
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

- **事件:** 中国联通(600050)公布2017年半年报。2017年上半年, 公司实现营业收入1381.6亿元, 同比下降1.5%; 实现营业利润41.98亿元, 同比增长96.97%; 实现归属于母公司股东的净利润7.78亿元, 同比增长74.34%, 基本每股收益0.04元。
- **点评: 移动业务稳健增长。** 2017年上半年, 公司实现营业收入1381.6亿元, 同比下降1.5%, 主要是由于公司销售通信产品收入下降所致; 公司主营业务收入稳步增长, 实现1241.1亿元, 同比增长3.2%, 主要受益于移动业务主营收入同比增长5.2%(768.4亿元)。而固网业务主营收入465.7亿元, 与上年持平。预计2017年下半年和2018年, 公司移动业务仍将保持稳健增长; 公司整体营收上, 预计2017年全年略有下降, 2018年小幅增长。
- **业绩快速增长, 毛利率有所提升。** 2017年上半年, 公司实现净利润7.78亿元, 同比增长74.34%; 毛利率25.35%, 同比提升1.57个百分点; 主要是由于销售通信商品成本减少带来的其他业务支出减少, 进而使得营业成本减少所致。预计2017年下半年和2018年, 公司的毛利率将稳步提升, 业绩有望延续快速增长。
- **混改方案落地, 互联网巨头纷纷参股。** 公司拟向中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟和兴全基金非公开发行不超过9,037,354,292股, 预计募集资金总额不超过617.25亿元, 用于“4G能力提升项目”、“5G组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目”和“创新业务建设项目”。BATJ拥有大量用户资源, 把持着多项应用的流量入口, 其参股有望与联通形成协同效应, 提升流量收入。
- **盈利预测与投资建议:** 假设混改方案在2017年年报披露前实施, 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.07元与0.17元, 按8月28日8.35元收盘价计算, 对应的PE分别为123.2倍与50.3倍。目前公司估值偏高, 考虑到混改力度及未来业绩增速, 首次给予“增持”的投资评级。

风险提示: 固网业务大幅下滑、系统性风险。

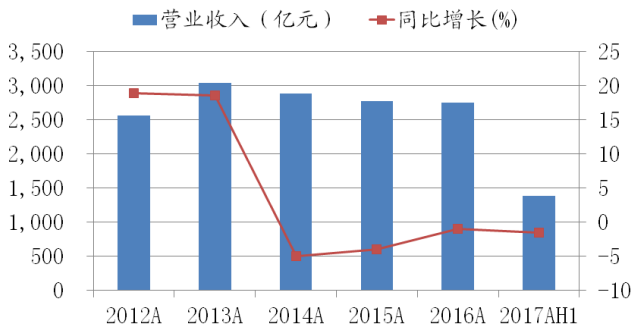
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	277,048.5	274,196.8	270,111.3	281,996.1	301,707.7
增长比率	-4.0%	-1.0%	-1.5%	4.4%	7.0%
净利润(百万元)	3,471.6	154.1	2,106.9	5,157.6	7,524.8
增长比率	-12.8%	-95.6%	1267.5%	144.8%	45.9%
每股收益(元)	0.16	0.01	0.07	0.17	0.24
市盈率(倍)	51.0	1,148.7	123.2	50.3	34.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 1. 中报收入基本持平

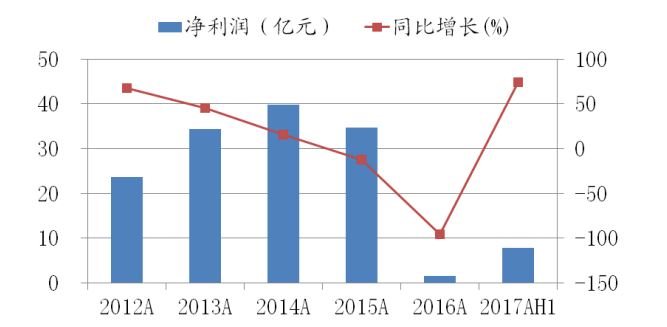
2017年上半年,公司实现营业收入1381.6亿元,同比下降1.5%,主要是由于公司销售通信产品收入下降所致;公司主营业务收入稳步增长,实现1241.1亿元,同比增长3.2%,主要受益于移动业务主营收入同比增长5.2%(768.4亿元)。而固网业务主营收入465.7亿元,与上年持平。预计2017年下半年和2018年,公司移动业务仍将保持稳健增长;公司整体营收上,预计2017年全年略有下降,2018年小幅增长。

图 1: 2012-17 年公司营收及增速



资料来源: Wind、中原证券

图 2: 2012-17 年公司净利润及增速

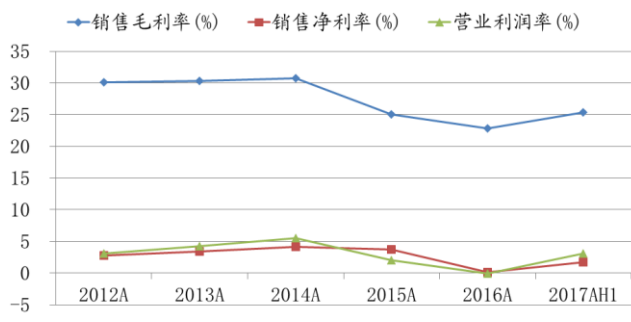


资料来源: Wind、中原证券

## 2. 业绩快速增长

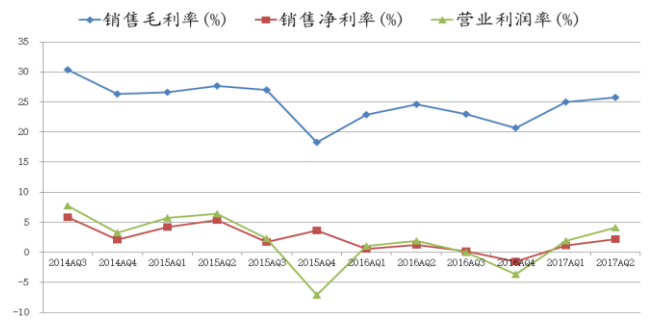
2017年上半年,公司实现净利润7.78亿元,同比增长74.34%;毛利率25.35%,同比提升1.57个百分点;主要是由于销售通信商品成本减少带来的其他业务支出减少,进而使得营业成本减少所致。预计2017年下半年和2018年,公司的毛利率将稳步提升,业绩有望延续快速增长。

图 3: 2012-17 年公司盈利能力



资料来源: Wind、中原证券

图 4: 2014-17 年公司单季度盈利能力



资料来源: Wind、中原证券

## 3. 混改方案落地, 互联网巨头纷纷参股

公司拟向中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟和兴全基金非公开发行不超过 9,037,354,292 股,预计募集资金总额不超过 617.25 亿元。本次非公开发行完成后,联通集团持有公司股份比例将从 62.74%降低到 43.98%。

BATJ 等互联网巨头拥有大量用户资源,把持着多款热门应用的流量入口,有各自的资源优势。百度在搜索、地图和教育方面有一定的优势,阿里巴巴拥有大量在线支付用户,腾讯拥有着微信、QQ 两个活跃度极高的社交平台,而京东、苏宁则在销售手机等数码产品方面有很大的优势。待混改顺利实施后,互联网公司业务上有望与联通形成协同效应,提升联通的流量收入。而募投项目建成后将进一步提升联通在 4G 和 5G 上的实力。

**表 1: 混改募投项目一览**

(单位: 亿元)

项目名称	2017-2019 年	
	总投资	拟使用募集资金 投资金额
4G 能力提升	550.90	398.16
5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设	271.00	195.87
创新业务建设	32.13	23.22

资料来源: 公司公告、中原证券

#### 4. 限制性股票激励计划出台, 充分调动员工积极性

激励计划的有效期为 10 年, 激励计划首期授予方案的有效期为 60 个月, 自激励对象获授限制性股票之日起生效。激励计划首期授予方案涉及的标的股票来源为公司向激励对象定向发行的 A 股普通股股票; 首次授予的激励对象包括公司中层管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的核心管理人才及专业人才, 不超过 7,550 人; 首期授予激励对象每一股限制性股票的价格为 3.79 元/股。

**表 2: 激励计划首期授予方案的解锁条件**

解锁期	主营收入增长		利润总额增长		净资产收益率
	较 2017 年基准	较 2017 年基准	较 2017 年基准	较上年度	
第一个解锁期	4.4%	65.4%	同行业企业 75 分位		2.0%
第二个解锁期	11.7%	224.8%	同行业企业 75 分位		3.9%
第三个解锁期	20.9%	378.2%	同行业企业 75 分位		5.4%

资料来源: 公司公告、中原证券

上述解锁条件较为严格, 将激励核心员工努力实现公司目标。预计公司未来 3 年将实现快速发展, 收入和业绩均有望达成解锁条件。

#### 5. 联手华为, 构建 5G 实验基地

2017 年 6 月 24 日, 由中国联通与华为在上海金桥联合构建的 5G 外场实验基地, 完成了 5G 高、低频区域连片部署, 打造了联通首个 5G 高 (3.5GHz)、低频段 (1.8GHz) 双频试验场景, 在 200MHz 带宽情况下, 3.5GHz 单用户速率达到了 5Gbps, 5G 高、低频双连接组网下, 单用户峰值速率可达 20Gbps。与通信设备巨头华为的强强联手, 将进一步提升公司的硬件实力, 为公司未来在 5G 时代的发展打下坚实的基础。

#### 6. 布局物联网

2017 年 8 月, 工信部新批 166/198/199 等新号段, 首次颁发物联网号段, 公司获 146 号段用于物联网业务。8 月 25 日-26 日, 由中国联通、广州市人民政府联合主办的“中国联通物联网生态大会”在广州琶洲国际会展中心正式召开。本次大会发布了中国联通物联网新战略和新举措, 全方位展示中国联通物联网发展成果, 致力打造全新的“物联网生态圈”, 拉动物联网产业链的融合与发展。预计未来两年, 公司的物联网业务将取得较快发展, 在整体业务中占比逐步提升。

## 7. 盈利预测与投资建议

假设混改方案在 2017 年年报披露前实施，预测公司 2017-18 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.07 元与 0.17 元，按 8 月 28 日 8.35 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 123.2 倍与 50.3 倍。目前公司估值偏高，考虑到混改力度及未来业绩增速，首次给予“增持”的投资评级。

## 8. 风险提示

固网业务大幅下滑、系统性风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总 (百万元)

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	277,048.5	274,196.8	270,111.3	281,996.1	301,707.7	成长性					
减: 营业成本	207,704.3	211,584.0	201,638.0	203,460.2	211,647.9	营业收入增长率	-4.0%	-1.0%	-1.5%	4.4%	7.0%
营业税费	884.7	1,064.1	1,080.4	1,128.0	1,206.8	营业利润增长率	-64.1%	-104.8%	-3468.7%	132.1%	43.4%
销售费用	31,965.1	34,646.2	32,413.4	32,993.5	34,998.1	净利润增长率	-12.8%	-95.6%	1267.5%	144.8%	45.9%
管理费用	19,839.8	19,873.9	19,718.1	19,739.7	20,516.1	EBITDA 增长率	-9.0%	-11.2%	18.7%	19.3%	14.7%
财务费用	6,493.4	3,855.0	2,222.0	-1,189.5	-2,443.3	EBIT 增长率	-39.7%	-70.7%	220.6%	76.8%	39.7%
资产减值损失	4,089.8	4,177.1	4,800.0	5,200.0	5,600.0	NOPLAT 增长率	-39.9%	-67.8%	220.3%	71.5%	39.7%
加: 公允价值变动收益	45.1	-14.2	16.6	20.0	20.0	投资资本增长率	-3.2%	7.4%	-11.4%	-22.4%	-27.1%
投资和汇兑收益	-405.3	743.0	1,000.0	800.0	600.0	净资产增长率	1.6%	-1.5%	31.9%	4.9%	6.7%
营业利润	5,711.2	-274.8	9,255.9	21,484.1	30,802.0	利润率					
加: 营业外净收支	8,155.5	856.0	-1,300.0	-1,400.0	-1,500.0	毛利率	25.0%	22.8%	25.4%	27.9%	29.9%
利润总额	13,866.7	581.3	7,955.9	20,084.1	29,302.0	营业利润率	2.1%	-0.1%	3.4%	7.6%	10.2%
减: 所得税	3,432.3	101.3	1,392.3	4,016.8	5,860.4	净利润率	1.3%	0.1%	0.8%	1.8%	2.5%
净利润	3,471.6	154.1	2,106.9	5,157.6	7,524.8	EBITDA/营业收入	30.5%	27.4%	33.0%	37.6%	40.4%
EBIT/营业收入	4.4%	1.3%	4.2%	7.2%	9.4%						
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	22,006.9	25,394.7	27,362.0	97,146.9	169,514.9	固定资产周转天数	477	477	473	410	332
交易性金融资产	106.0	123.4	140.0	160.0	180.0	流动营业资本周转天数	-239	-262	-233	-215	-207
应收帐款	26,431.9	44,901.8	49,637.2	52,194.8	53,402.9	流动资产周转天数	76	93	114	159	236
应收票据	56.9	53.7	66.4	59.0	75.1	应收帐款周转天数	31	47	63	65	63
预付帐款	3,823.4	3,990.8	3,850.7	4,061.6	3,875.2	存货周转天数	5	4	3	3	3
存货	3,945.9	2,431.3	2,273.6	2,247.7	2,102.8	总资产周转天数	755	808	787	738	717
其他流动资产	3,386.8	5,338.3	5,270.0	5,100.0	5,000.0	投资资本周转天数	394	406	402	321	227
可供出售金融资产	4,851.7	4,325.7	4,695.8	5,000.0	5,333.3	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.4%	0.2%	1.4%	3.4%	4.8%
长期股权投资	32,974.7	33,423.3	33,423.3	33,423.3	33,423.3	ROA	1.7%	0.1%	1.2%	2.7%	3.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	3.0%	1.0%	3.0%	5.7%	10.3%
固定资产	355,651.0	371,099.8	339,009.7	302,590.3	254,295.6	费用率					
在建工程	96,499.7	78,142.9	54,996.6	42,793.8	34,862.0	销售费用率	11.5%	12.6%	12.0%	11.7%	11.6%
无形资产	26,982.9	26,376.7	22,082.1	17,787.5	13,492.8	管理费用率	7.2%	7.2%	7.3%	7.0%	6.8%
其他非流动资产	38,601.7	20,305.1	22,547.8	28,623.4	34,819.1	财务费用率	2.3%	1.4%	0.8%	-0.4%	-0.8%
资产总额	615,319.4	615,907.4	565,355.2	591,188.3	610,377.1	三费/营业收入	21.0%	21.3%	20.1%	18.3%	17.6%
短期债务	85,196.2	76,993.7	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	171,565.6	152,110.6	141,384.8	153,632.5	152,081.1	资产负债率	62.0%	62.6%	46.2%	46.1%	44.2%
应付票据	23.9	67.5	44.5	68.5	49.1	负债权益比	162.9%	167.2%	86.0%	85.4%	79.3%
其他流动负债	81,412.8	112,397.5	98,926.4	97,763.5	97,105.6	流动比率	0.18	0.24	0.37	0.64	0.94
长期借款	1,748.4	4,495.5	-	-	-	速动比率	0.17	0.23	0.36	0.63	0.93
其他非流动负债	41,326.2	39,335.6	20,975.4	20,875.4	20,775.4	利息保障倍数	1.88	0.93	5.17	-17.06	-11.61
负债总额	381,273.0	385,400.4	261,331.1	272,340.0	270,011.3	分红指标					
少数股东权益	155,364.2	153,004.4	157,461.1	168,370.8	184,287.6	DPS(元)	0.06	-	0.02	0.05	0.07
股本	21,196.6	21,196.6	31,081.8	31,081.8	31,081.8	分红比率	34.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	59,653.0	58,582.9	115,481.1	119,395.7	124,996.4	股息收益率	0.7%	0.0%	0.2%	0.6%	0.9%
股东权益	234,046.4	230,507.0	304,024.0	318,848.3	340,365.8	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.16	0.01	0.07	0.17	0.24
净利润	10,434.4	479.9	2,106.9	5,157.6	7,524.8	BVPS(元)	3.71	3.66	4.72	4.84	5.02
加: 折旧和摊销	70,693.2	65,347.9	77,537.5	85,873.1	93,407.4	PE(X)	51.0	1,148.7	123.2	50.3	34.5
资产减值准备	4,089.8	4,177.1	4,800.0	5,200.0	5,600.0	PB(X)	2.2	2.3	1.8	1.7	1.7
公允价值变动损失	-45.1	14.2	16.6	20.0	20.0	P/FCF	13.1	-15.5	-3.9	3.9	4.0
财务费用	6,521.4	4,021.6	2,318.0	-1,240.9	-2,548.9	P/S	0.6	0.6	1.0	0.9	0.9
投资收益	405.3	-743.0	-1,000.0	-800.0	-600.0	EV/EBITDA	4.7	5.6	4.5	3.1	2.2
少数股东损益	6,962.8	325.8	4,456.7	10,909.7	15,916.8	CAGR(%)	15.5%	265.5%	-18.1%	15.5%	265.5%
营运资金的变动	-3,836.1	45,904.8	-30,756.2	-980.8	-12,942.0	PEG	3.3	4.3	-6.8	3.3	0.1
经营活动产生现金流量	89,233.3	79,525.0	59,479.6	104,138.8	106,378.1	ROIC/WACC	0.3	0.1	0.3	0.6	1.1
投资活动产生现金流量	-91,353.2	-95,749.3	-17,101.8	-32,300.2	-32,529.3	REP	4.3	12.8	4.6	2.5	1.5
融资活动产生现金流量	-1,492.4	17,903.3	-40,410.4	-2,053.6	-1,480.8						

资料来源: 贝格数据, 中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。