

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

## 定增顺利过会, 拟大力投入 5G 等项目建设

——中国联通(600050)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2017-10-12)

发布日期: 2017年10月13日

收盘价(元)	7.32
一年内最高/最低(元)	9.29/4.66
沪深300指数	3912.95
市净率(倍)	2.00
流通市值(亿元)	1,551.59

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

1 《中国联通(600050)中报点评: 中报业绩快速增长, 混改联手互联网巨头》  
2017-08-28

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: 公司定增获发审委审核通过。**
- **点评: 过会较为顺利。**公司于17年9月28日对证监会反馈意见通知书作出了回复; 17年10月11日, 证监会发审委对公司非公开发行股票的应用进行了审核。根据审核结果, 本次申请获得审核通过。
- **持续打造4G精品网络。**截至9月28日, 4G能力提升项目17年已产生固定资产投资63.56亿。本项目计划在17年继续贯彻深化聚焦战略, 通过精准投资, 持续打造4G精品网络, 在18年至19年间及时进行网络扩容, 继续完善深度覆盖, 并进一步完善与5G网络的协同。预计该项目的实施对公司当前的4G业务有较大促进。
- **5G投资逐年提升。**截至9月28日, 5G组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目17年尚未产生固定资产投资。本项目计划在17年开始启动试验网建设, 18年启动规模试验网建设, 完成5G组网性能验证, 实现在试验区域提供5G移动宽带业务服务的业务目标, 19年至20年完成重点区域网络部署。预计该项目实施后, 公司在5G时代的竞争力有望获较大提升。
- **创新业务建设布局云计算、物联网。**截至9月28日, 创新业务建设项目17年已产生固定资产投资1.5亿。本项目计划: 17年完成项目立项、前期规划、建设方案设计和部分设备采购; 18年完成部分云计算资源池及各类创新业务相关业务系统基础设施建设, 物联网IoTGateWay以及其他创新业务系统的功能迭代开发建设; 19年完成各类创新业务平台建设内容。预计该项目的实施有望提升公司云计算、物联网等业务的水平及盈利能力。
- **8月移动用户数净增长明显加快。**17年8月, 公司移动出账用户累计到达数27,304.3万户, 当月净增数232.6万户; 其中4G用户累计到达数15,272.1万户, 当月净增数749.2万户; 与7月相比明显加快。预计公司移动用户数将保持良好的增长势头。
- **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10月12日7.32元收盘价计算, 对应的PE分别为108.0倍与44.1倍。目前公司估值偏高, 考虑到混改力度及未来业绩增速, 维持“增持”的投资评级。

**风险提示:** 固网业务大幅下滑、混改方案进展低于预期、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%
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%
每股收益(元)	0.16	0.01	0.07	0.17	0.24
市盈率(倍)	44.7	1,007.0	108.0	44.1	30.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

图1: 2017-19年4G能力提升项目资金预计使用进度



资料来源: 公司公告、中原证券

图2: 2017-19年5G组网技术验证等项目资金预计使用进度



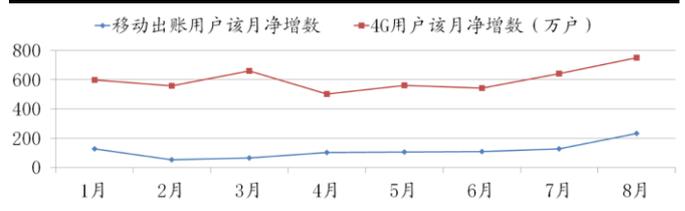
资料来源: 公司公告、中原证券

图3: 2017-19年创新业务建设项目资金预计使用进度



资料来源: 公司公告、中原证券

图4: 2017年公司单月移动用户净增数



资料来源: 公司公告、中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>277,048.5</b>	<b>274,196.8</b>	<b>270,111.3</b>	<b>281,996.1</b>	<b>301,707.7</b>	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	<b>5,711.2</b>	<b>-274.8</b>	<b>9,255.9</b>	<b>21,484.1</b>	<b>30,802.0</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>13,866.7</b>	<b>581.3</b>	<b>7,955.9</b>	<b>20,084.1</b>	<b>29,302.0</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>3,471.6</b>	<b>154.1</b>	<b>2,106.9</b>	<b>5,157.6</b>	<b>7,524.8</b>	EBITDA/营业收入	30.5%	27.4%	33.0%	37.6%	40.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	4.4%	1.3%	4.2%	7.2%	9.4%
货币资金	22,006.9	25,394.7	27,362.0	97,146.9	169,514.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	106.0	123.4	140.0	160.0	180.0	固定资产周转天数	477	477	473	410	332
应收帐款	26,431.9	44,901.8	49,637.2	52,194.8	53,402.9	<b>流动营业资本周转天数</b>	-239	-262	-233	-215	-207
应收票据	56.9	53.7	66.4	59.0	75.1	流动资产周转天数	76	93	114	159	236
预付帐款	3,823.4	3,990.8	3,850.7	4,061.6	3,875.2	应收帐款周转天数	31	47	63	65	63
存货	3,945.9	2,431.3	2,273.6	2,247.7	2,102.8	存货周转天数	5	4	3	3	3
其他流动资产	3,386.8	5,338.3	5,270.0	5,100.0	5,000.0	总资产周转天数	755	808	787	738	717
可供出售金融资产	4,851.7	4,325.7	4,695.8	5,000.0	5,333.3	投资资本周转天数	394	406	402	321	227
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	32,974.7	33,423.3	33,423.3	33,423.3	33,423.3	ROE	4.4%	0.2%	1.4%	3.4%	4.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	0.1%	1.2%	2.7%	3.8%
固定资产	355,651.0	371,099.8	339,009.7	302,590.3	254,295.6	ROIC	3.0%	1.0%	3.0%	5.7%	10.3%
在建工程	96,499.7	78,142.9	54,996.6	42,793.8	34,862.0	<b>费用率</b>					
无形资产	26,982.9	26,376.7	22,082.1	17,787.5	13,492.8	销售费用率	11.5%	12.6%	12.0%	11.7%	11.6%
其他非流动资产	38,601.7	20,305.1	22,547.8	28,623.4	34,819.1	管理费用率	7.2%	7.2%	7.3%	7.0%	6.8%
<b>资产总额</b>	<b>615,319.4</b>	<b>615,907.4</b>	<b>565,355.2</b>	<b>591,188.3</b>	<b>610,377.1</b>	财务费用率	2.3%	1.4%	0.8%	-0.4%	-0.8%
短期债务	85,196.2	76,993.7	-	-	-	三费/营业收入	21.0%	21.3%	20.1%	18.3%	17.6%
应付帐款	171,565.6	152,110.6	141,384.8	153,632.5	152,081.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	23.9	67.5	44.5	68.5	49.1	资产负债率	62.0%	62.6%	46.2%	46.1%	44.2%
其他流动负债	81,412.8	112,397.5	98,926.4	97,763.5	97,105.6	负债权益比	162.9%	167.2%	86.0%	85.4%	79.3%
长期借款	1,748.4	4,495.5	-	-	-	流动比率	0.18	0.24	0.37	0.64	0.94
其他非流动负债	41,326.2	39,335.6	20,975.4	20,875.4	20,775.4	速动比率	0.17	0.23	0.36	0.63	0.93
<b>负债总额</b>	<b>381,273.0</b>	<b>385,400.4</b>	<b>261,331.1</b>	<b>272,340.0</b>	<b>270,011.3</b>	利息保障倍数	1.88	0.93	5.17	-17.06	-11.61
<b>少数股东权益</b>	<b>155,364.2</b>	<b>153,004.4</b>	<b>157,461.1</b>	<b>168,370.8</b>	<b>184,287.6</b>	<b>分红指标</b>					
股本	21,196.6	21,196.6	31,081.8	31,081.8	31,081.8	DPS(元)	0.06	-	0.02	0.05	0.07
留存收益	59,653.0	58,582.9	115,481.1	119,395.7	124,996.4	分红比率	34.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>234,046.4</b>	<b>230,507.0</b>	<b>304,024.0</b>	<b>318,848.3</b>	<b>340,365.8</b>	股息收益率	0.8%	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	10,434.4	479.9	2,106.9	5,157.6	7,524.8	EPS(元)	0.16	0.01	0.07	0.17	0.24
加: 折旧和摊销	70,693.2	65,347.9	77,537.5	85,873.1	93,407.4	BVPS(元)	3.71	3.66	4.72	4.84	5.02
资产减值准备	4,089.8	4,177.1	4,800.0	5,200.0	5,600.0	PE(X)	44.7	1,007.0	108.0	44.1	30.2
公允价值变动损失	-45.1	14.2	16.6	20.0	20.0	PB(X)	2.0	2.0	1.6	1.5	1.5
财务费用	6,521.4	4,021.6	2,318.0	-1,240.9	-2,548.9	P/FCF	11.5	-13.6	-3.4	3.4	3.5
投资收益	405.3	-743.0	-1,000.0	-800.0	-600.0	P/S	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
少数股东损益	6,962.8	325.8	4,456.7	10,909.7	15,916.8	EV/EBITDA	4.4	5.3	4.1	2.8	1.9
营运资金的变动	-3,836.1	45,904.8	-30,756.2	-980.8	-12,942.0	CAGR(%)	15.5%	265.5%	-18.1%	15.5%	265.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>89,233.3</b>	<b>79,525.0</b>	<b>59,479.6</b>	<b>104,138.8</b>	<b>106,378.1</b>	PEG	2.9	3.8	-6.0	2.9	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-91,353.2</b>	<b>-95,749.3</b>	<b>-17,101.8</b>	<b>-32,300.2</b>	<b>-32,529.3</b>	ROIC/WACC	0.3	0.1	0.3	0.6	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1,492.4</b>	<b>17,903.3</b>	<b>-40,410.4</b>	<b>-2,053.6</b>	<b>-1,480.8</b>	REP	4.1	12.0	4.2	2.3	1.3

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者其他决定的唯一信赖依据。