

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10月16日

批文落地，“混改”再提速

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
 证券分析师：王齐昊 0755-22940673 wangqh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002

事项：

近日，中国联通发布公告称，本次非公开发行A股股票申请获得证监会发行审核委员会审核通过并且已经获得相关批文。

评论：

■ 后续批文落地，彰显改革力度

联通混改意义非凡，回顾从混改试点名单确认、上市公司停牌、混改方案上报、混改方案获证监会特批、增发过会等整个过程，可以说作为混改标杆的中国联通，进展顺利。

图1：联通混改意义非凡



资料来源：联通混改方案、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 与BATJ合作带来用户增量超预期，混改并非只是“噱头”

自宣布进行“混改”开始，在发展4G用户上，中国联通围绕视频内容、游戏等领域，与百度、腾讯、阿里、京东等互联网公司，或推出专用套餐，或推出专属用户卡，例如与腾讯合作推广大小王卡，和阿里合作推出大小宝卡等。

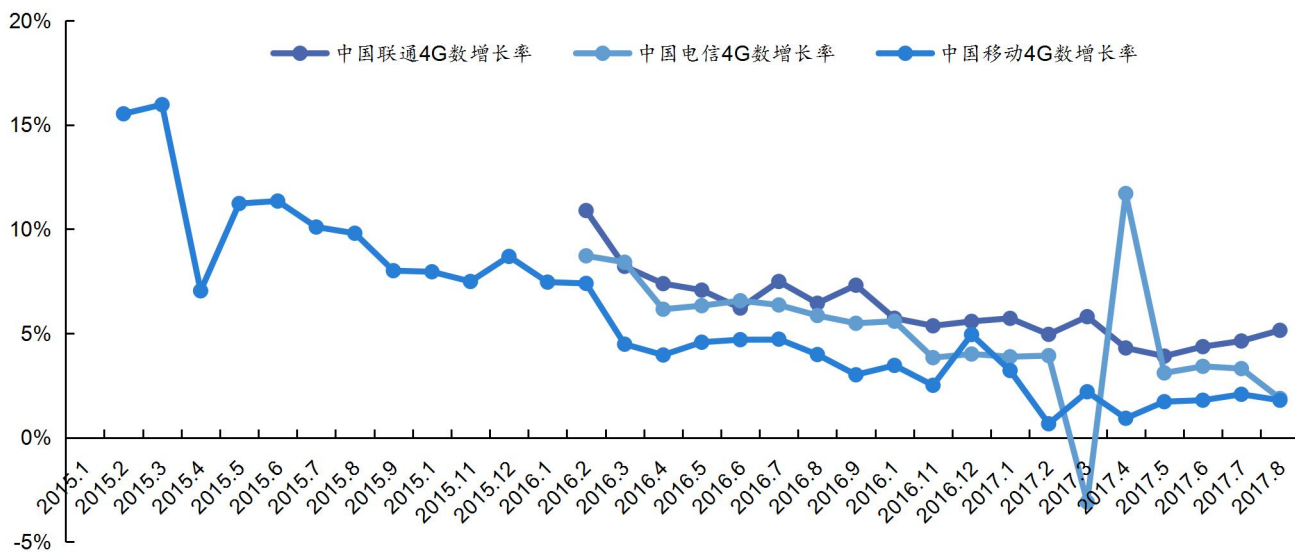
图 2：联通与各互联网厂商合作推出的专属用户卡



资料来源：联通网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从目前公司的经营情况来看，与 BATJ 合作带来的 2I2C 用户增量超预期。从三大运营商公布的 4G 用户数量来看，自 5 月份以来，中国联通 4G 用户持续高速增长，而同期移动、电信无线用户增速略显疲软。尤其 8 月份正值新一轮的开学季，大小王卡、大小宝卡等优惠套餐对于具有较高吸引力。可以看到，中国联通 4G 用户涨幅大幅领先。

图 3：2015 年 1 月到 2017 年 8 月三大运营商 4G 累计用户数增长率 (%)



资料来源：运营商业数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 5G 投资节奏明确，内部精简同步推进

在 5G 演进方面，联通节奏明确。近期，中国联通网络技术研究院无线技术研究部高级专家李福昌表示：

- 2017 年为技术验证阶段，在 2-4 个重点城市完成 2-5 个站的 5G 小规模试验，验证 5G 预商用样机整体系统能力；
- 2018 年为小规模试验，完成 5G 商用产品实验室功能验证，完成联通建设方案，在 4-6 城市进行 19 站规模试验网建设；
- 2019 年为试商用时期，将试验规模逐步扩大至更多城市，每个城市更多站点，并同步推进 5G 网络预商用；
- 2020 年为商用阶段，实现重点城市重点区域部署，总结试商用经验，推广至全国各城市。李福昌预计，从连续覆盖角度来看，5G 的基站数量可能是 4G 的 1.5-2 倍。

同时，各个部门的人员精简也在逐步推进，预计后续改革与投资或将双足并行。中国联通正式推出瘦身健体精简机构方

案，“瘦机构臃肿之身、改人浮于事之象”。联通近期公布了《中国联通瘦身健体精简机构实施方案》，针对机构臃肿、人浮于事的现状，给出了详细计划。管理人员市场化选聘机制，各层级管理人员实行 5% 退出。作为本次混改的重要环节之一，中国联通坚持市场导向、改革导向、业绩导向，从管理人员着手，坚持从严从先启动管理人员市场化改革，建立市场化长效机制。其目的在于健全市场化的选人用人机制和科学合理的激励约束机制，重塑责任体系和压力体系，实现管理干部“人员能进能出、职位能上能下、薪酬能高能低”，进一步激发企业活力。

图 4：联通混改管理人员市场化改革举措



资料来源：新华网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

未来，联通有望通过调整投资支出，加大创新优化业务结构。目前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，未来经营效率有望提升。

■ 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 2I2C 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，看好公司变革，预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.06/0.11/0.19 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000
应收款项	44955	27298	49337	30574
存货净额	2431	41768	42485	44609
其他流动资产	9329	1692	1783	1895
流动资产合计	82234	105881	126729	109201
固定资产	449900	406244	360907	315385
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272
投资性房地产	23973	23973	23973	23973
长期股权投资	33423	33418	33412	33407
资产总计	615907	594837	569318	505237
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211
应付款项	140333	12927	13149	13806
其他流动负债	102490	27005	27362	28882
流动负债合计	341569	318519	288569	216899
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141
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	362070	332068	260347
少数股东权益	153004	154422	157233	162024
股东权益	77503	78346	80017	82866
负债和股东权益总计	615907	594837	569318	505237

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.01	0.06	0.11	0.19
每股红利	0.42	0.02	0.03	0.06
每股净资产	3.66	3.70	3.77	3.91
ROIC	3%	4%	5%	6%
ROE	0%	2%	3%	5%
毛利率	23%	25%	27%	28%
EBIT Margin	3%	7%	10%	11%
EBITDA Margin	29%	21%	24%	25%
收入增长	-1%	4%	5%	6%
净利润增长率	-96%	682%	98%	70%
资产负债率	87%	87%	86%	84%
息率	5.6%	0.2%	0.5%	0.8%
P/E	1029.1	131.6	66.4	39.0
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.9	8.6	6.7	5.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	274197	285509	300922	319774
营业成本	211584	214188	219916	229331
营业税金及附加	1064	914	963	1023
销售费用	34646	34290	34937	37765
管理费用	19874	16244	15560	16468
财务费用	3855	11110	15114	12282
投资收益	743	573	485	683
资产减值及公允价值变动	(4191)	(3946)	(3824)	(3798)
其他收入	(0)	200	500	800
营业利润	(275)	5591	11593	20590
营业外净收支	856	767	1012	898
利润总额	581	6358	12605	21488
所得税费用	101	1590	3151	5372
少数股东损益	326	3564	7066	12045
归属于母公司净利润	154	1204	2388	4070

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	154	1204	2388	4070
资产减值准备	87	293	(374)	(478)
折旧摊销	71417	40922	43691	44257
公允价值变动损失	4191	3946	3824	3798
财务费用	3855	11110	15114	12282
营运资本变动	(6760)	(216690)	(22693)	18176
其它	(18508)	1124	3184	5269
经营活动现金流	50581	(169200)	30020	75093
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)	(361)	(716)	(1221)
其它融资现金流	25059	179841	(30530)	(73847)
融资活动现金流	13095	179250	(31246)	(75068)
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	(161313)	42378	87793
权益自由现金流	38443	9966	513	4735

相关研究报告

- 《中国联通-600050-重大事件快评：联通改革管理先行，蓄力 5G 或将“抢跑”》 ——2017-09-06
- 《中国联通-600050-重大事件快评：（更新版）方案出炉，“势大力沉”引入多元协同》 ——2017-08-21
- 《中国联通-600050-重大事件快评：方案出炉，“势大力沉”引入多元协同》 ——2017-08-17
- 《中国联通-600050-重大事件快评：中国联通投资者交流会调研纪要》 ——2017-08-17
- 《中国联通-600050-中报预增点评：业绩预增，期待混改落地加大边际改善》 ——2017-08-15

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。