中国联通(600050)

用户增长加速，混改红利逐步兑现

买入(维持)

2017 年 10 月 22 日

证券分析师 徐力
执业证号：S0600515080001
010-66573632
xul@dwzq.com.cn

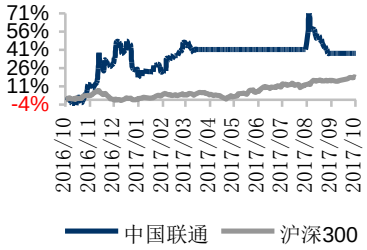
研究助理 孙云翔
sunyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	274,197	278,391	293,905	309,088
同比（%）	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
净利润（百万元）	154.07	1452.29	2899.84	4270.43
同比（%）	-95.6%	842.6%	99.7%	47.3%
毛利率（%）	22.4%	23.8%	24.8%	26.1%
ROE（%）	0.2%	1.9%	4.0%	6.2%
每股收益（元）	0.01	0.07	0.14	0.20
P/E	961.64	102.02	51.09	34.70
P/B	1.91	1.95	2.03	2.15

投资要点

- **事件 1：**公司发布公告，预计公司 2017 年首三季度，移动主营业务收入预计达到约人民币 1,170 亿元，比去年同期上升约 6.7%。整体主营业务收入预计约为人民币 1,879 亿元，比去年同期上升约 4.1%。公司净利润预计约为人民币 39.6 亿元，其中归属于母公司的净利润预计约为人民币 13 亿元，比去年同期明显上升约 168.4%。
- **事件 2：**中国联通公布 9 月运营数据，移动出账用户净增和 4G 用户净增分别达到 382 万户和 756 万户。 中国移动后一天公布 9 月运营数据，移动用户净增长 398.1 万户，4G 用户净增长 493.2 万户。
- **公司坚定推动 2I2C 和 2B2C 策略占领市场，移动用户增长显著提速：**中国联通的移动业务在 2017Q3 以来发展迅速，移动出账用户数连续七个月保持增长，9 月用户数增长达到 382 万，成为自 2016 年 1 月以来的最高值，相比于上半年 6 个月的月度平均增长数，提升了 3 倍。更加难得的是，联通 4G 用户增速明显加快，绝对增量首次超越中国移动，显示了联通市场竞争力的快速提升。中国联通用户增长显著加速，与公司领导层大力推动 2I2C 和 2B2C 在线销售，转型移动业务发展模式有直接关系。在传统的用户发展渠道和用户发展模式遭遇残酷竞争的环境中，中国联通从 2016Q2 开始用户发展严重落后于中移动和中电信，自从与 BATJ 等互联网公司深度合作用户发展推出创新业务模式以来，联通完成了用户增长的触底反弹。尽管新用户 ARPU 值较低，但考虑到流量快速增长，联通通过 2I2C 和 2B2C 锁定的用户在长期将为公司贡献较多收入。
- **混改方案获得批复，混改红利将逐步兑现：** 10 月 13 日，公司混改方案获得证监会批复，意味着公司非公开发行股份可以正式开展流程，公司受益于混改的红利将包括：1、资金红利，公司通过大规模非公开发行获得数百亿资金支持，降低资产负债率并通过节约大量财务费用提升利润水平；2、制度改革红利，公司引入 BATJ 等战略投资者，将有助于借助其先进的管理经验和激励制度完成公司管理制度创新变革，提升公司效率；3、业务发展红利，公司依靠战略合作伙伴对市场开拓渠道和业务创新能力的提升，有助于加速市场发展，获得更多用户和业务量。我们关注到，联通 9 月用户增长显著加快，显示出公司的混改红利已经开始逐步兑现，未来公司业绩有望随着用户数持续提升而加速好转。
- **创新合作不断推进，创新业务成为公司中长期发展动力：**混改落地后，公司在创新业务上有望进一步与战略投资者进行合作。**互联网方向在零售、家庭互联网、物联网、云计算、大数据等领域发力；垂直行业加大系统集成、CDN、综合服务等领域投入；金融业务聚焦于支付金融等业务。**创新业务领域的合作将推动公司新兴利润增长点的建立，全面提升公司在新形势下的综合竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**公司通过混改成为国企改革龙头，混合所有制改革将为公司发展带来新的重大战略机遇，从用户数增长上观察，混改红利已经开始逐步兑现。暂不考虑公司混改非公开发行影响情况下，预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.07 元、0.14 元、0.20 元，对应 PE 102/51/35 X。我们认为公司混改发展战略和新业务的爆发将给公司带来持续积极影响，给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，ARPU 值持续下滑风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	6.99
一年最低/最高价	4.06/9.29
市净率（倍）	1.89
流通 A 股市值（百万元）	148200

基础数据

每股净资产（元）	3.70
资本负债率（%）	61.02
总股本（百万股）	21,197
流通 A 股(百万股)	21,197

相关研究

1. **中报业绩靓丽，混改方案尘埃落定 -20170821**
2. **中国联通：一季度业绩大超预期，混改持续推进值得关注 -20170423**
3. **中国联通：短期利润承压，混改+4G 渗透率提升+控制开支+新业务爆发成为业绩反转动力 -20170320**
4. **中国联通：业绩底部+政策红利，建议重点关注 -20161011**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国联通三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**82233.9**	**86773.5**	**89879.4**	**92895.3**
现金	25394.7	30000.0	30000.0	30000.0
应收款项	44955.5	45762.9	48313.1	50809.0
存货	2431.3	4042.9	4210.6	4351.1
其他	9452.5	6967.8	7355.6	7735.2
非流动资产	**533673.5**	**557805.1**	**584263.1**	**617989.3**
长期股权投资	33423.3	33423.3	33423.3	33423.3
固定资产	449900.1	473911.0	500252.2	533865.5
无形资产	26376.7	26497.5	26614.3	26727.1
其他	23973.3	23973.3	23973.3	23973.3
资产总计	**615907.4**	**644578.7**	**674142.5**	**710884.6**
流动负债	**341569.3**	**374594.0**	**413049.7**	**462980.8**
短期借款	98746.4	137423.8	167104.8	209463.0
应付账款	140332.8	144387.8	150379.3	155395.5
其他	102490.1	92782.4	95565.6	98122.4
非流动负债	**43831.1**	**44031.1**	**44231.1**	**44431.1**
长期借款	4495.5	4495.5	4495.5	4495.5
其他	39335.6	39535.6	39735.6	39935.6
负债总计	**385400.4**	**418625.1**	**457280.7**	**507411.9**
少数股东权益	153004.4	149903.3	143711.3	134592.7
归属母公司股东权益	77502.6	76050.3	73150.5	68880.0
负债和股东权益总计	**615907.4**	**644578.7**	**674142.5**	**710884.6**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	79525.0	33481.0	47927.3	49622.2
投资活动现金流	-95749.3	-64648.5	-71808.6	-83439.5
筹资活动现金流	17903.3	35772.8	23881.3	33817.3
现金净增加额	1836.2	4605.3	0.0	0.0
企业自由现金流	11935.1	-19644.7	-4949.0	-7438.3

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**274196.8**	**278390.9**	**293904.9**	**309088.3**
营业成本	211584.0	210806.2	219553.8	226877.4
营业税金及附加	1064.1	1392.0	1469.5	1545.4
营业费用	34646.2	33406.9	33799.1	33999.7
管理费用	24217.9	21758.5	20574.9	20359.7
财务费用	3855.0	6348.9	8194.3	10657.3
投资净收益	743.0	0.0	0.0	0.0
其他	152.6	879.2	883.3	887.1
营业利润	**-274.8**	**5557.5**	**11196.6**	**16535.9**
营业外净收支	856.0	100.0	100.0	100.0
利润总额	**581.3**	**5657.5**	**11296.6**	**16635.9**
所得税费用	101.3	1386.1	2767.7	4075.8
少数股东损益	325.8	2819.2	5629.1	8289.7
归属母公司净利润	**154.1**	**1452.29**	**2899.84**	**4270.43**
EBIT	7028.6	11906.5	19390.9	27193.2
EBITDA	78445.1	52554.1	64415.3	76587.5

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.01	0.07	0.14	0.20
每股净资产(元)	3.66	3.59	3.45	3.25
发行在外股份(百万股)	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
ROIC(%)	1.7%	2.5%	3.8%	5.1%
ROE(%)	0.2%	1.9%	4.0%	6.2%
毛利率(%)	22.4%	23.8%	24.8%	26.1%
EBIT Margin(%)	2.6%	4.3%	6.6%	8.8%
销售净利率(%)	0.1%	0.5%	1.0%	1.4%
资产负债率(%)	62.6%	64.9%	67.8%	71.4%
收入增长率(%)	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
净利润增长率(%)	-95.6%	842.6%	99.7%	47.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn