

中国联通 (600050)

证券研究报告

2017年10月25日

混改方案稳步推进 发展态势持续向好

三季度业绩稳步增长 经营状况持续向好

10月20日,中国联通发布三季度业绩预告,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%,升幅较今年上半年的5.2%持续提升。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%,升幅较今年上半年的3.2%持续提升。2017年前三季度,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%。公司三季度预告符合预期,2I2C、2B2C等业务发展迅速,取消漫游费、提速降费对业绩影响正在逐步消化。

移动业务发展提速 单月净增移动用户数创新高

同日,中国联通公布了9月份业务数据,其中移动出账用户净增1304万户,达到2.77亿户,4G用户净增5573万户,达到1.60亿户。九月单月移动出账用户净增和4G用户净增同创今年新高,分别达到382万户和756万户。新业务的开展较为顺利,渠道创新与销售模式转型的红利开始显现。与互联网企业的合作有助于中国联通进一步提升移动用户,尤其是4G用户的市场占有率。

短期基本面好转 长期看股东协同和管理改善

短期来看,2I2B是带来用户飞速增长的经济、有效的办法,定增筹得资金可以补充经营性现金流,减轻下半年Capex带来的资金压力,业绩拐点已经出现,预计今年完成核心员工持股的业绩要求问题不大。

长期来看,合作伙伴间的协同和经营、效率的改革需要时间的积淀,但IPTV、云计算、物联网、电子商务等方面的合作逻辑较为清晰,合作伙伴在相关行业内实力强劲,改革的力度和决心都比较大。未来中国联通可能会成为一家综合性的通信&数据服务提供商,但目前来看运营商仍是以规模主导的产业,移动一家独大的格局难以撼动。

投资建议

公司基本面好转,混改引入战略投资者意义较为重大,三季度预告显示改革成效开始显现。定增资金投入4G、5G和创新型业务将促进网络能力的提升和云计算、IPTV等业务发展。按照公司在2017Q4完成股本扩充测算,我们预计公司2017-19年归母净利润为15.5亿元、25.7亿元和35.8亿元;EPS分别为0.05元、0.09元和0.12元,对应市盈率分别为135.9、82和59,给予“持有”评级。

风险提示: 定增方案落实进展不及预期,提速降费和取消漫游费影响四季度业绩。

投资评级

行业	通信/通信运营
6个月评级	持有(调低评级)
当前价格	7.06元
目标价格	8元
上次目标价	10元

基本数据

A股总股本(百万股)	21,196.60
流通A股股本(百万股)	21,196.60
A股总市值(百万元)	149,647.97
流通A股市值(百万元)	149,647.97
每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	61.02
一年内最高/最低(元)	9.29/5.05

作者

唐海清 分析师
SAC执业证书编号: S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王亦雷 联系人
wangyilei@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《中国联通-公司点评:混改方案公布 短期看基本面改善 长期看改革成效》
2017-08-19

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	277,048.53	274,196.78	275,704.86	280,116.14	291,881.02
增长率(%)	(3.99)	(1.03)	0.55	1.60	4.20
EBITDA(百万元)	84,501.08	74,996.81	50,853.33	52,333.70	53,679.82
净利润(百万元)	3,471.59	154.07	1,553.50	2,573.69	3,577.67
增长率(%)	(12.81)	(95.56)	908.28	65.67	39.01
EPS(元/股)	0.16	0.01	0.05	0.09	0.12
市盈率(P/E)	43.23	974.02	137.79	83.17	59.83
市净率(P/B)	1.91	1.94	2.38	2.32	2.25
市销率(P/S)	0.54	0.55	0.78	0.76	0.73
EV/EBITDA	4.15	5.30	7.86	6.28	5.29

资料来源: wind, 天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	22,006.87	25,394.66	22,056.39	76,274.54	133,135.28
应收账款	26,431.86	44,901.79	8,384.35	34,522.86	10,186.46
预付账款	3,823.40	3,990.77	4,091.58	3,973.29	4,402.05
存货	3,945.88	2,431.26	5,947.54	1,874.35	6,838.22
其他	3,549.75	5,515.40	3,464.82	4,173.45	4,393.75
流动资产合计	59,757.74	82,233.89	43,944.68	120,818.49	158,955.76
长期股权投资	32,974.70	33,423.31	33,423.31	33,423.31	33,423.31
固定资产	355,650.99	371,099.78	363,924.39	342,267.51	311,907.73
在建工程	96,499.65	78,142.88	46,921.73	28,201.04	16,950.62
无形资产	26,982.88	26,376.75	22,082.11	17,787.48	13,492.84
其他	43,453.43	24,630.75	22,982.54	18,653.58	15,329.40
非流动资产合计	555,561.64	533,673.47	489,334.08	440,332.91	391,103.90
资产总计	615,319.38	615,907.35	533,278.77	561,151.41	550,059.66
短期借款	85,196.20	76,993.73	29,768.91	0.00	0.00
应付账款	171,565.60	152,110.61	131,557.45	172,687.82	145,880.24
其他	81,436.69	112,464.98	90,640.47	96,524.03	102,828.53
流动负债合计	338,198.49	341,569.32	251,966.83	269,211.85	248,708.77
长期借款	1,748.36	4,495.46	0.00	0.00	0.00
应付债券	38,928.29	35,875.43	32,754.54	35,852.75	34,827.57
其他	2,397.87	3,460.18	2,536.99	2,798.35	2,931.84
非流动负债合计	43,074.52	43,831.06	35,291.53	38,651.10	37,759.41
负债合计	381,273.01	385,400.38	287,258.36	307,862.95	286,468.18
少数股东权益	155,364.20	153,004.36	156,016.82	161,213.11	168,452.29
股本	21,196.60	21,196.60	30,233.60	30,233.60	30,233.60
资本公积	27,811.53	27,811.53	27,811.53	27,811.53	27,811.53
留存收益	59,652.97	58,582.88	59,770.00	61,841.75	64,905.59
其他	(29,978.92)	(30,088.40)	(27,811.53)	(27,811.53)	(27,811.53)
股东权益合计	234,046.38	230,506.97	246,020.41	253,288.46	263,591.47
负债和股东权益总	615,319.38	615,907.35	533,278.77	561,151.41	550,059.66

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10,434.39	479.92	1,553.50	2,573.69	3,577.67
折旧摊销	78,854.96	78,549.56	43,014.15	44,909.99	46,049.50
财务费用	6,521.44	4,021.59	2,587.36	(1,404.68)	(5,127.90)
投资损失	405.33	(743.03)	(233.67)	(233.67)	(233.67)
营运资金变动	(11,997.83)	24,102.91	2,749.07	28,608.10	(1,532.72)
其它	5,014.97	(26,885.92)	3,128.39	5,307.00	7,402.82
经营活动现金流	89,233.27	79,525.03	52,798.79	79,760.43	50,135.70
资本支出	119,651.40	66,950.53	983.19	(181.36)	(83.49)
长期投资	29,918.16	448.61	0.00	0.00	0.00
其他	(240,922.76)	(163,148.49)	(724.28)	289.77	268.93
投资活动现金流	(91,353.20)	(95,749.34)	258.91	108.41	185.44
债权融资	128,728.81	139,117.33	74,519.77	48,054.42	50,144.48
股权融资	(7,190.56)	(3,962.20)	8,728.77	1,406.94	5,130.17
其他	(123,030.66)	(117,251.80)	(139,644.52)	(75,112.05)	(48,735.05)
筹资活动现金流	(1,492.41)	17,903.33	(56,395.98)	(25,650.69)	6,539.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,612.35)	1,679.02	(3,338.28)	54,218.15	56,860.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	277,048.53	274,196.78	275,704.86	280,116.14	291,881.02
营业成本	207,704.32	211,584.01	209,811.40	213,028.33	221,742.01
营业税金及附加	884.72	1,064.09	3,308.46	3,641.51	3,998.77
营业费用	31,965.06	34,646.23	30,713.52	31,709.15	33,303.62
管理费用	19,839.82	19,873.90	20,126.46	20,448.48	21,307.31
财务费用	6,493.42	3,854.99	2,587.36	(1,404.68)	(5,127.90)
资产减值损失	4,089.79	4,177.14	4,096.90	4,121.28	4,131.77
公允价值变动收益	45.15	(14.22)	(42.62)	22.63	(0.88)
投资净收益	(405.33)	743.03	233.67	233.67	233.67
其他	720.36	(1,457.62)	(382.11)	(512.61)	(465.59)
营业利润	5,711.21	(274.77)	5,251.82	8,828.39	12,758.22
营业外收入	10,895.04	2,706.50	2,800.00	3,700.00	3,700.00
营业外支出	2,739.52	1,850.48	1,800.00	2,130.00	1,926.83
利润总额	13,866.73	581.26	6,251.82	10,398.39	14,531.40
所得税	3,432.33	101.34	1,527.32	2,540.33	3,550.02
净利润	10,434.39	479.92	4,724.50	7,858.06	10,981.38
少数股东损益	6,962.80	325.84	3,171.00	5,284.37	7,403.71
归属于母公司净利润	3,471.59	154.07	1,553.50	2,573.69	3,577.67
每股收益(元)	0.16	0.01	0.05	0.09	0.12

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-3.99%	-1.03%	0.55%	1.60%	4.20%
营业利润	-64.07%	-104.81%	-2011.38%	68.10%	44.51%
归属于母公司净利润	-12.81%	-95.56%	908.28%	65.67%	39.01%
获利能力					
毛利率	25.03%	22.83%	23.90%	23.95%	24.03%
净利率	1.25%	0.06%	0.56%	0.92%	1.23%
ROE	4.41%	0.20%	1.73%	2.80%	3.76%
ROIC	2.98%	0.99%	1.85%	2.03%	2.79%
偿债能力					
资产负债率	61.96%	62.57%	53.87%	54.86%	52.08%
净负债率	69.57%	100.01%	89.78%	75.28%	69.63%
流动比率	0.18	0.24	0.17	0.45	0.64
速动比率	0.17	0.23	0.15	0.44	0.61
营运能力					
应收账款周转率	11.58	7.69	10.35	13.06	13.06
存货周转率	66.56	85.99	65.81	71.62	67.00
总资产周转率	0.48	0.45	0.48	0.51	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.01	0.05	0.09	0.12
每股经营现金流	4.21	3.75	2.49	3.76	2.37
每股净资产	3.71	3.66	2.98	3.05	3.15
估值比率					
市盈率	43.23	974.02	137.79	83.17	59.83
市净率	1.91	1.94	2.38	2.32	2.25
EV/EBITDA	4.15	5.30	7.86	6.28	5.29
EV/EBIT	28.72	111.05	51.01	44.25	37.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com