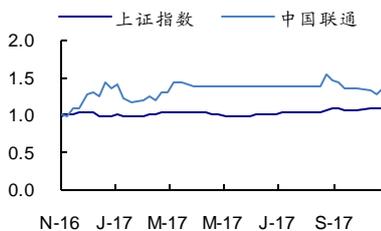


**证券研究报告—动态报告**
**信息技术**
**通信**
**中国联通(600050)**
**买入**
**2017年三季度点评**

(维持评级)

2017年10月30日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	21,197/21,197
总市值/流通(百万元)	155,795/155,795
上证综指/深圳成指	3,417/11,445
12个月最高/最低(元)	9.29/5.05

**相关研究报告:**

《中国联通-600050-重大事件快评: 批文落地, “混改”再提速》——2017-10-17  
 《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

**证券分析师: 程成**

电话: 0755-22940300  
 E-MAIL: 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**

电话: 0755-22940673  
 E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070002

**独立性声明:**

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。

**财报点评**
**符合预期, 4G 用户数有望实现超越**

公司发布 2017 年第三季度报告, 2017 年前三季度公司主营业务收入为人民币 1,878.8 亿元, 同比增长 4.15%; 公司归属于上市公司股东净利润为人民币 13.12 亿元, 同比上升 168.4%; EBITDA 为人民币 656.86 亿元, 同比上升 6.0%, 增幅较今年上半年的 5.5% 持续提升。

**● 业绩稳步提升, 盈利能力明显改善**

业绩稳步提升。2017 年前三季度实现归属于母公司的净利润 13.12 亿元人民币, 同比上升约 168.42% 左右。从单季度变化来看, 2017Q1-Q3 归母净利润皆维持较高的同比增速, 2017Q3 归母净利润同比增速达到 1162.54%。

**● 经营模式创新初见成效, 4G 用户数有望实现超越**

2017 年前三季度, 公司转型移动业务发展模式, 加大 2I2C、2B2C 等在线销售力度, 提升新入网用户质量, 在低用户发展成本和薄补贴模式下, 实现移动业务发展提速。在移动业务上, 公司 9 月份 4G 用户净增长额 756.3 万户, 不排除赶超电信的可能性。在固定宽带业务上, 营业收入表现与去年持平, 未来有望积极推动创新业务规模发展, 改善经营管理。

**● 混改迈出实质性步伐, 深化与互联网企业的战略合作**

根据媒体报道, 中国联通混改战略投资者全部完成现金认购。短时间内近 750 亿元资金到位, 彰显了对联通混改前景的信心。同时, 10 月 20 日中国联通官微发布了与阿里、腾讯在云计算领域深度合作的消息, 这将进一步推动云计算在政企客户中的普及。

**● 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“管改增”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 0.09/0.12/0.20 元, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	277,049	274,197	285,509	300,922	319,774
(+/-%)	-4.0%	-1.0%	4.1%	5.4%	6.3%
净利润(百万元)	3,472	154	1924	2463	4165
(+/-%)	-12.8%	-95.6%	1148.9%	28.0%	69.1%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.01	0.09	0.12	0.20
EBIT Margin	7.3%	1.6%	8.1%	9.8%	11.0%
净资产收益率(ROE)	4.4%	0.2%	2.4%	3.1%	5.0%
市盈率(PE)	44.9	1011.2	81.0	63.2	37.4
EV/EBITDA	5.4	6.5	8.1	6.7	5.2
市净率(PB)	2.0	2.0	1.98	1.93	1.87

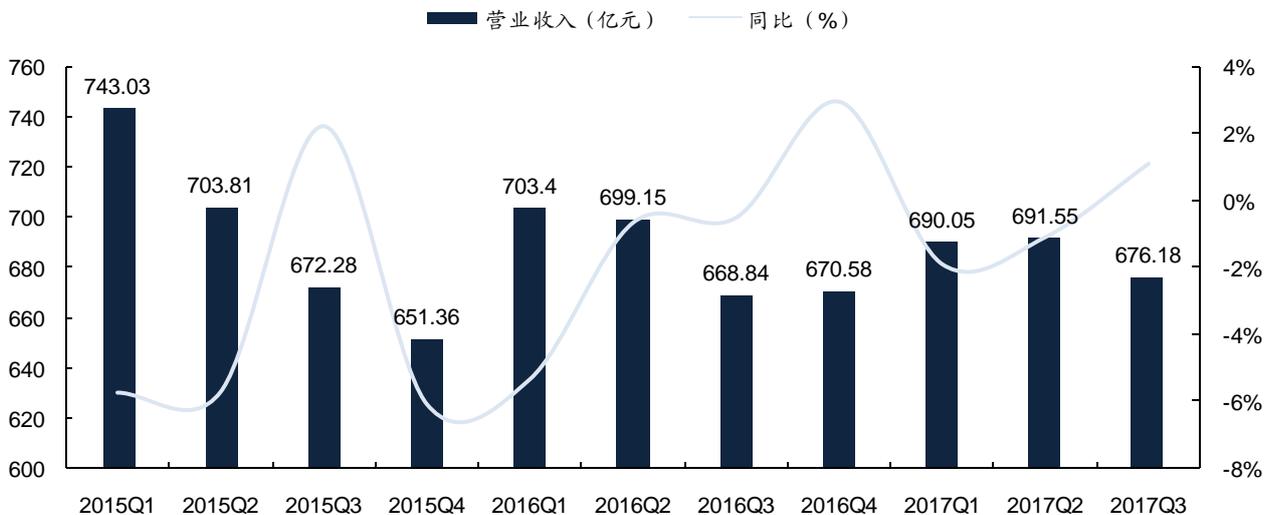
资料来源: Wind 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 三季度业绩同比大幅增长，4G 用户数有望实现超越

中国联通发布了 2017 年第三季度业绩报告，前三季度整体实现营业收入 2057.78 亿元，同比下降 0.66%。主营业务收入为人民币 1,878.80 亿元，同比增长 4.1%，增幅较今年上半年的 3.2% 持续提升。其中，公司 2017 年第三季度实现营业收入 676.18 亿元人民币，比去年同期增长约 1.1%。2017 年前三季度，公司全面深化实施聚焦战略，以规模效益发展为主线，总体发展态势持续向好，经营模式创新初见成效，收入和利润加速改善。

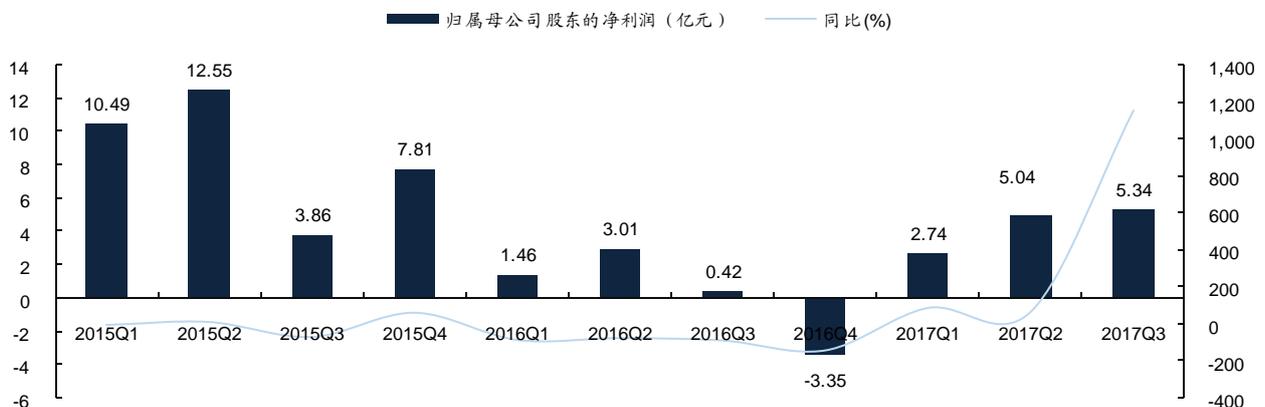
图 1: 中国联通 2015Q1-2017Q3 营业收入及增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

业绩稳步提升。2016 年末公司业绩触底，前三季度实现归属上市公司股东净利润 4.89 亿元。2017 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润 13.12 亿元人民币，同比上升约 168.42% 左右。第三季度实现归属于母公司的净利润为 5.34 亿元，同比上升约 1162.54%，主要得益于主营业务收入的良好增长，以及销售费用和终端补贴的下降。

图 2: 中国联通 2015Q1-2017Q3 归母净利润及同比增速 (%)



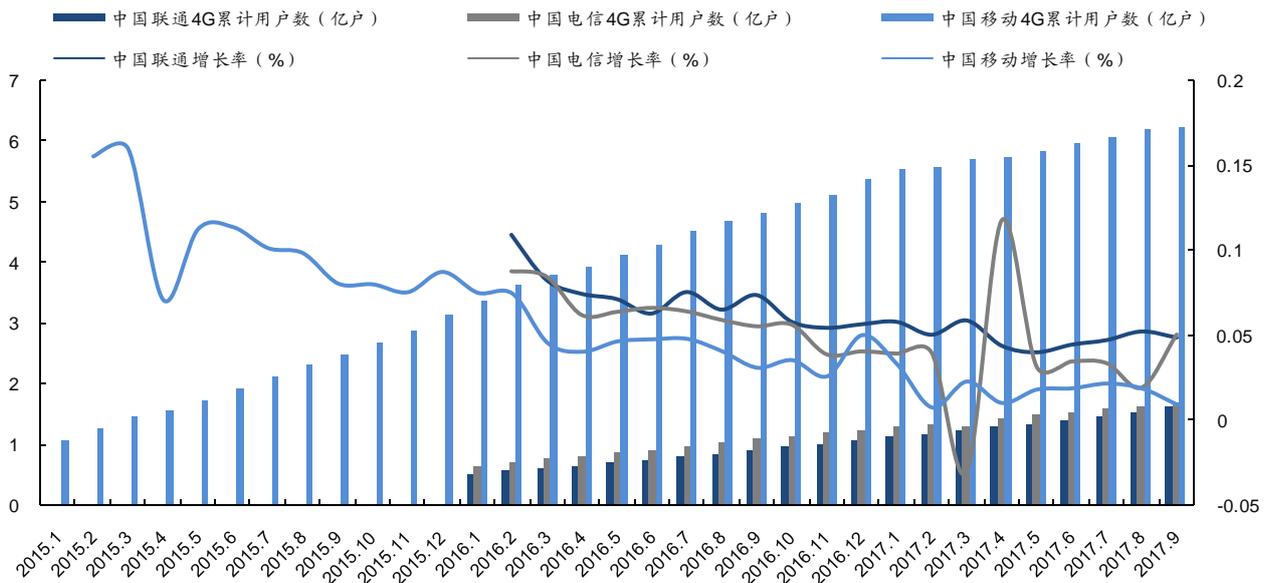
资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

前三季度 EBITDA 为 656.86 亿元，同比上升 6%，增幅较今年上半年的 5.5% 持续提升，说明公司前三季度经营效果良好。由于取消国内移动漫游长途费以及市场竞争加剧等因素，公司第四季度可能会承受较大的压力，但基于前三季度的良好表现，预计全年业绩将明显上升。随着公司继续深化聚焦战略，发展规模效益，推进经营转型，**四季度有望继续保持 4G 业务快速发展，并且加快扭转宽带业务的发展局面。随着公司运营的互联网化转型，叠加运营商混改预期，期待公司业绩释放。**

**移动业务方面：**公司转型移动业务发展模式，加大 2I2C、2B2C 等在线销售力度，提升新入网用户质量，在低用户发展成本和薄补贴模式下，实现移动业务发展提速。2017 年前三季度，公司 4G 用户净增 5,573 万户，达到 1.60 亿户，4G 用户 ARPU 为人民币 65.6 元；移动主营业务收入达到人民币 1,170.38 亿元，同比增长 6.7%，增幅较今年上半年的 5.2% 持续提升。

**截至 9 月底，三大运营商 4G 用户总数达到 9.5 亿户，移动占比 65.5%，电信占比 17.7%，联通占比 16.8%。公司 9 月份 4G 用户净增长 756.3 万户，净增加户数位列三大运营商之首。目前公司累计 4G 用户 1.6 亿户，中国电信累计 4G 用户 1.68 亿户，不排除今年年底反超中国电信的可能性。**

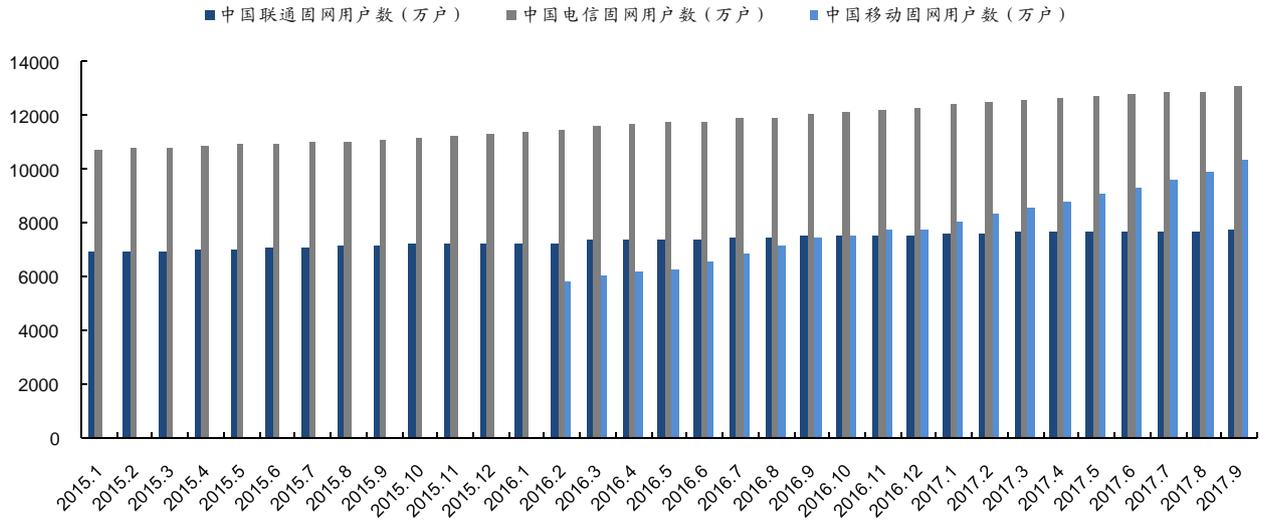
图 3: 2015 年 1 月到 2017 年 9 月 4G 用户数对比 (万户)



资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

**固网宽带业务方面：**2017 年前三季度，公司积极推动创新业务规模发展，抵消固网语音收入下降及宽带市场竞争带来的压力。固网宽带用户达到 7,741 万户，比去年底净增 217 万户，固网宽带接入 ARPU 比去年同期有所下降。固网主营业务收入为人民币 696.18 亿元，与去年同期持平。为更好满足内部经营管理需要，原固网主营业务收入所包含的 ICT 业务相关产品销售收入已重分类为销售通信产品收入，并已重列 2016 年前三季度相关数据。

图 4: 2015 年 1 月到 2017 年 9 月固网宽带用户数对比 (万户)



资料来源: 运营商业务数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

## 混改迈出实质性步伐, 深化与互联网企业的战略合作

据澎湃新闻记者获悉, 中国联通混改战略投资者全部完成现金认购。业内人士称, 中国人寿、腾讯、百度、京东、阿里、苏宁、光启、淮海方舟、兴全基金、结构调整基金等战略投资者, 短时间内近 750 亿元资金到位, 彰显了对联通混改前景的信心。

图 5: 中国联通混改之路



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年是中国联通大力混改的一年, 2017 年 10 月 13 日公司混改引入战略投资者方案获得证监会批文, 通过此次混改中国联通有望大幅改善公司的现金储备水平; 对于联通而言, 混改意义不仅仅是引入资金, **更重要的是通过引进投资者重新整合内部业务, 或者发现新的业务增长点以形成新的竞争力。**而互联网是未来可能性最大也最有活力的行业。互联网业务与中国联通业务进行充分融合, 将流量和大数据转化为现金流是未来业务发展的大方向。

10 月 20 日, 中国联通同一天宣布与阿里、腾讯在云计算领域深度合作的消息, 联通将会和两家互联网企业在公有云、私有云和混合云多个层面进行深度合作据称, 后续一系列大动作还在积极筹划推进中, 有望进一步盘活自身的数据中心资源和网络资源, 同时借助阿里巴巴和腾讯在公有云、大数据、人工智能等

方面的服务能力，进行自身业务创新，为更多企业、政府、行业客户等提供云计算服务。

## 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 0.09/0.12/0.20 元，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000	<b>营业收入</b>	<b>274197</b>	<b>285509</b>	<b>300922</b>	<b>319774</b>
应收款项	44955	27298	49337	30574	营业成本	211584	212701	219916	229331
存货净额	2431	41414	42485	44609	营业税金及附加	1064	914	963	1023
其他流动资产	9329	1692	1783	1895	销售费用	34646	33433	34937	37765
<b>流动资产合计</b>	<b>82234</b>	<b>105526</b>	<b>126729</b>	<b>109200</b>	管理费用	19874	15388	15560	16468
固定资产	449900	406837	361896	316867	财务费用	3855	11110	15114	12282
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272	投资收益	743	573	485	683
投资性房地产	23973	23973	23973	23973	资产减值及公允价值变动	(4191)	(3346)	(3424)	(3298)
长期股权投资	33423	33418	33412	33407	其他收入	(0)	200	500	800
<b>资产总计</b>	<b>615907</b>	<b>595076</b>	<b>570306</b>	<b>506719</b>	营业利润	(275)	9391	11993	21090
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211	营业外净收支	856	767	1012	898
应付款项	140333	12817	13149	13806	<b>利润总额</b>	<b>581</b>	<b>10158</b>	<b>13005</b>	<b>21988</b>
其他流动负债	102490	26620	27362	28882	所得税费用	101	2540	3251	5497
<b>流动负债合计</b>	<b>341569</b>	<b>318025</b>	<b>288569</b>	<b>216899</b>	少数股东损益	326	5695	7290	12326
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>1924</b>	<b>2463</b>	<b>4165</b>
其他长期负债	3460	3409	3358	3307					
<b>长期负债合计</b>	<b>43831</b>	<b>43550</b>	<b>43499</b>	<b>43448</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>385400</b>	<b>361575</b>	<b>332068</b>	<b>260347</b>	<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>1924</b>	<b>2463</b>	<b>4165</b>
少数股东权益	153004	155269	158169	163072	资产减值准备	87	300	(369)	(472)
股东权益	77503	78850	80574	83489	折旧摊销	71417	40922	43692	44258
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>615907</b>	<b>595694</b>	<b>570811</b>	<b>506909</b>	公允价值变动损失	4191	3346	3424	3298
					财务费用	3855	11110	15114	12282
					营运资本变动	(6760)	(216823)	(22549)	18182
					其它	(18508)	1965	3269	5375
					<b>经营活动现金流</b>	<b>50581</b>	<b>(168366)</b>	<b>29930</b>	<b>74805</b>
					资本开支	(59822)	(450)	(780)	(1030)
					其它投资现金流	(17)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(60288)</b>	<b>(444)</b>	<b>(774)</b>	<b>(1024)</b>
					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)	(577)	(739)	(1249)
					其它融资现金流	25059	179841	(30530)	(73847)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>13095</b>	<b>179034</b>	<b>(31269)</b>	<b>(75096)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>3388</b>	<b>10224</b>	<b>(2113)</b>	<b>(1316)</b>
					货币资金的期初余额	22007	25395	35000	33000
					货币资金的期末余额	25395	35618	32887	31684
					企业自由现金流	10637	(159046)	42523	87799
					权益自由现金流	38443	9966	513	4735

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>刘紫微</b> 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	<b>吴翰文</b> 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
<b>王艺汀</b> 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	<b>吴国</b> 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>陈俊儒</b> 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
<b>陈雪庆</b> 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	<b>金锐</b> 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	<b>简洁</b> 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	<b>邓怡秋</b> 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
<b>杨云崧</b> 18610043360 yangys@guosen.com.cn	<b>倪婧</b> 18616741177 nijing@guosen.com.cn	<b>牛恒</b> 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
<b>赵海英</b> 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>林若</b> 15618987024 linruo@guosen.com.cn	<b>王灿</b> 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
<b>詹云</b> 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	<b>张南威</b> 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	<b>欧子炜</b> 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
<b>边祎维</b> 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	<b>周鑫</b> 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	<b>丛明浩</b> 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	<b>李杨</b> 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		