

# 中国联通 (600050)

证券研究报告

2017年10月30日

## 利润同比大幅升高 移动业务发展提速

### 前三季度业绩提升 经营状况持续向好

10月29日,中国联通发布三季度业绩报告,营业收入达2058亿元,比去年同期下降0.66%,主营业务收入1878.8亿元,比去年同期上升4.15%。2017年前三季度,公司净利润达到39.6亿元,其中归属于母公司的净利润13.1亿元,比去年同期分别上升168.14%和168.42%。公司三季度公告符合市场预期,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

中国联通9月份业务数据较为亮眼,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。新业务部署顺利,与互联网企业合作的化学反应开始显现。

### 基本面拐点出现 混改深化助发展

从前三季度的经营情况看,移动用户流失带来的颓势已经开始扭转,2I2B、2I2C等模式有效性得到充分证实。定增筹得资金注入网络建设和新业务布局,可以进一步提升网络服务质量,并有效减轻下一阶段4G加强和5G建设资本开支带来的资金压力,业绩拐点已经出现,预计今年大概率可完成核心员工持股的业绩要求。

长期来看,合作伙伴间的协同和经营、效率的改革尚需要时间的积淀,而IPTV、云计算、物联网、电子商务等方面的合作逻辑清晰,有望率先突破。混改方案的持续落实将带来企业管理、用户数提升、业务开拓等多方面利好,并逐步体现在业绩中。

### 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18.3亿元、27.1亿元和37.2亿元;EPS分别为0.06元、0.09元和0.12元,对应市盈率分别为121.3、81.9和59.8,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(维持评级)
当前价格	7.35元
目标价格	8元
上次目标价	8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)	155,794.98
流通A股市值(百万元)	155,794.98
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	60.24
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

- 《中国联通-公司点评:混改方案稳步推进 发展态势持续向好》2017-10-25
- 《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	51,950.66	52,843.03	54,189.15
净利润(百万元)	3,471.59	154.07	1,832.49	2,713.00	3,719.37
增长率(%)	(12.81)	(95.56)	1,089.35	48.05	37.09
EPS(元/股)	0.16	0.01	0.06	0.09	0.12
市盈率(P/E)	44.88	1,011.17	121.27	81.91	59.75
市净率(P/B)	1.98	2.01	2.46	2.40	2.32
市销率(P/S)	0.56	0.57	0.81	0.79	0.76
EV/EBITDA	4.15	5.30	7.85	6.37	5.39

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 1. 移动业务助力前三季度利润同比高增长

2017 年前三季度，移动业务为净利润大幅增长提供最强劲动力。公司移动出账用户净增 1304 万户，达到 2.77 亿户，移动出账用户 ARPU 为人民币 48.4 元，比 2016 年全年平均的人民币 46.4 元有较为明显的提升；其中 4G 用户净增 5573 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 1170.38 亿元，同比增长 6.7%，增幅较今年上半年的 5.2% 持续提升。

固网用户增速平稳，达到 7741 万户，比去年底净增 217 万户，但受“提速降费”政策和竞争加剧等因素影响，固网宽带接入 ARPU 比去年同期有所下降，冲抵了用户增长带来的红利，固网主营业务收入为人民币 696.18 亿元，与去年同期基本持平。

前三季度毛利率达到 25.7%，较去年同期 23.7% 有所增长；费用方面，公司全面推广的 2I2C、2B2C 等创新业务模式初见成效，低增量成本促进业务规模发展的思路得以落实，报告期内销售费用为 244 亿元，同比下降 4.1%；由于用户数和单位流量提高导致的铁塔相关费用增长，报告期内网络运行及支撑成本同比上升 3.2%；由于公司用工和分配制度改革以及加大一线员工薪酬，人工成本同比上升 13.1%；由于取消终端补贴等因素，报告期内销售通信产品成本比去年同期大幅下 36.0%；受带息债务和利率影响，报告期内财务费用同比上升 16.3%。

公司经营效率持续提升，报告期内 EBITDA 为 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，EBITDA 占主营业务收入比为 35.0%。

投资收益方面，由于占中国铁塔股份有限公司和招联消费金融有限公司股份按照权益法核算，本季度投资收益为 13.15 亿元，较去年同期增长 449%。

## 2. 与参与混改企业合作的新业务值得期待

在过去的一年中，公司已经从和 BATJ 的深度合作中体验了互联网带来的红利，在磨合中积累了与其他行业领军企业合作的经验。从公司引入战略投资者的分布来看，我们认为除了传统的电信运营之外，还有以下几个分布：

**IPTV：**联通公告 2017 年中报 IPTV 用户数约 1600 万，这个数据在运营商中是比较领先的。实际上中国联通从集团层面就非常重视 IPTV 的发展，由于固网带宽比较优质，再加上与移动套餐进行绑定的 Wo 家庭推广，渗透率还有很大的提升空间（1600 万/7800 万）。联通的 IPTV 内容一直是个问题，百度和腾讯的视频内容对联通的 IPTV 会有很大的帮助。而网宿的 CDN 也是视频内容服务 QoS 保障的重要手段。另外，未来 VR/AR 电影和游戏主要的应用场景还是基于家庭和电视，所以 IPTV 的布局显得尤为重要。

**电子商务/支付：**京东、阿里、苏宁云商，三家云商都聚齐了，自然是要面向电子商务。基于 VR 的体验型购物主要场景是基于家庭的，这是一个关键的合作点。另外支付业务也是双方合作的重要组成部分。

**云计算：**阿里和百度的数据中心管理能力都很强，基于 PaaS 的平台服务和 SaaS 定制服务能力也很强，用友、用友的云操作系统和中间件在国内较为领先，这些软件和管理能力可以补强联通的弱点，而联通的高规格数据中心和带宽资源对上述企业也很有吸引力。

**物联网：**宜通世纪和中国联通在 CMP 平台上已经有非常好的合作基础，这次合作即确保了 CMP 平台的稳定，也预示未来在 AEP 平台上的合作空间。

## 3. 短期关注基本面改善 长期关注混改效力显现

短期来看，互联网卡业务对提升用户数的效果明显，定增筹得资金可以补充经营性现金流，减轻资金压力，业绩拐点已经出现，预计今年大概率可完成核心员工持股的业绩要求。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，而 IPTV、云计算、物联网、电子商务等业务逻辑较为清晰，有望率先兑现业绩。

## 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	77,422.13	134,690.92
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
<b>流动资产合计</b>	<b>59,757.74</b>	<b>82,233.89</b>	<b>43,944.68</b>	<b>121,966.08</b>	<b>160,511.40</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>555,561.64</b>	<b>533,673.47</b>	<b>489,334.08</b>	<b>440,332.91</b>	<b>391,103.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>615,319.38</b>	<b>615,907.35</b>	<b>533,278.77</b>	<b>562,299.00</b>	<b>551,615.30</b>
短期借款	85,196.20	76,993.73	29,014.72	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
<b>流动负债合计</b>	<b>338,198.49</b>	<b>341,569.32</b>	<b>251,212.64</b>	<b>269,211.85</b>	<b>248,708.77</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>43,074.52</b>	<b>43,831.06</b>	<b>35,291.53</b>	<b>38,651.10</b>	<b>37,759.41</b>
<b>负债合计</b>	<b>381,273.01</b>	<b>385,400.38</b>	<b>286,504.17</b>	<b>307,862.95</b>	<b>286,468.18</b>
少数股东权益	155,364.20	153,004.36	156,557.81	162,035.37	169,561.26
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	59,983.19	62,167.08	65,352.26
其他	(29,978.92)	(30,088.40)	(27,811.53)	(27,811.53)	(27,811.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>234,046.38</b>	<b>230,506.97</b>	<b>246,774.60</b>	<b>254,436.05</b>	<b>265,147.12</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>615,319.38</b>	<b>615,907.35</b>	<b>533,278.77</b>	<b>562,299.00</b>	<b>551,615.30</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10,434.39	479.92	1,832.49	2,713.00	3,719.37
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	2,561.95	(1,458.20)	(5,194.10)
投资损失	405.33	(743.03)	(1,331.00)	(743.00)	(743.00)
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)	3,697.85	5,593.03	7,696.05
<b>经营活动现金流</b>	<b>89,233.27</b>	<b>79,525.03</b>	<b>52,524.51</b>	<b>79,622.93</b>	<b>49,995.10</b>
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)	373.05	799.09	778.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(91,353.20)</b>	<b>(95,749.34)</b>	<b>1,356.24</b>	<b>617.74</b>	<b>694.76</b>
债权融资	128,728.81	139,117.33	73,765.58	48,054.42	50,144.48
股权融资	(7,190.56)	(3,962.20)	8,754.18	1,460.46	5,196.36
其他	(123,030.66)	(117,251.80)	(139,738.79)	(74,389.80)	(48,761.91)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,492.41)</b>	<b>17,903.33</b>	<b>(57,219.02)</b>	<b>(24,874.92)</b>	<b>6,578.93</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(3,612.35)</b>	<b>1,679.02</b>	<b>(3,338.28)</b>	<b>55,365.74</b>	<b>57,268.79</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>277,048.53</b>	<b>274,196.78</b>	<b>275,704.86</b>	<b>280,116.14</b>	<b>291,881.02</b>
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	2,561.95	(1,458.20)	(5,194.10)
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	1,331.00	743.00	743.00
其他	720.36	(1,457.62)	(2,576.76)	(1,531.26)	(1,484.24)
<b>营业利润</b>	<b>5,711.21</b>	<b>(274.77)</b>	<b>6,374.56</b>	<b>9,391.23</b>	<b>13,333.75</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>13,866.73</b>	<b>581.26</b>	<b>7,374.56</b>	<b>10,961.23</b>	<b>15,106.92</b>
所得税	3,432.33	101.34	1,801.61	2,677.83	3,690.62
<b>净利润</b>	<b>10,434.39</b>	<b>479.92</b>	<b>5,572.96</b>	<b>8,283.40</b>	<b>11,416.30</b>
少数股东损益	6,962.80	325.84	3,740.47	5,570.40	7,696.93
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,471.59</b>	<b>154.07</b>	<b>1,832.49</b>	<b>2,713.00</b>	<b>3,719.37</b>
每股收益(元)	0.16	0.01	0.06	0.09	0.12

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.99%	-1.03%	0.55%	1.60%	4.20%
营业利润	-64.07%	-104.81%	-2420.00%	47.32%	41.98%
归属于母公司净利润	-12.81%	-95.56%	1089.35%	48.05%	37.09%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.03%	22.83%	23.90%	23.95%	24.03%
净利率	1.25%	0.06%	0.66%	0.97%	1.27%
ROE	4.41%	0.20%	2.03%	2.94%	3.89%
ROIC	2.98%	0.99%	2.11%	2.17%	2.98%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.96%	62.57%	53.73%	54.75%	51.93%
净负债率	69.57%	100.01%	89.51%	74.94%	68.79%
流动比率	0.18	0.24	0.17	0.45	0.65
速动比率	0.17	0.23	0.15	0.45	0.62
<b>营运能力</b>					
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	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.01	0.06	0.09	0.12
每股经营现金流	4.21	3.75	2.48	3.76	2.36
每股净资产	3.71	3.66	2.98	3.06	3.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.88	1,011.17	121.27	81.91	59.75
市净率	1.98	2.01	2.46	2.40	2.32
EV/EBITDA	4.15	5.30	7.85	6.37	5.39
EV/EBIT	28.72	111.05	45.63	42.40	35.87

### 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