

# 中国联通(600050)

## 非公开发行顺利完成，核心业务增长动能复苏

2017年11月7日

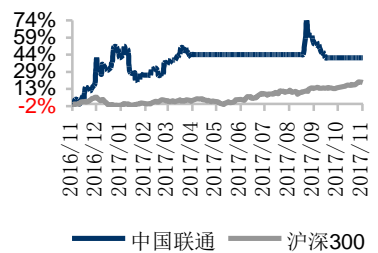
买入(维持)

证券分析师 徐力  
 执业证号: S0600515080001  
 010-66573632  
[xul@dwzq.com.cn](mailto:xul@dwzq.com.cn)

研究助理 孙云翔  
[sunyx@dwzq.com.cn](mailto: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	1726.63	3198.72	4375.48
同比(%)	-95.6%	1020.6%	85.3%	36.8%
毛利率(%)	22.4%	23.8%	24.3%	25.1%
ROE(%)	0.2%	1.3%	2.4%	3.4%
每股收益(元)	0.01	0.06	0.11	0.14
P/E	1041.44	132.55	71.55	52.31
P/B	2.07	1.67	1.71	1.76

股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司非公开发行事项进展顺利, 本次发行新增股份完成上市, 发行股份最终数量为 90.37 亿股, 共净募集资金 615.46 亿元。此外, 联通集团向结构调整基金转让近 19 亿股股份, 联通集团合计持有上市公司 37.70% 的股权, 依然是控股股东。
- **混改资金到位, 大幅降低公司财务费用并推动网络建设加速:** 公司非公开发行完成, 说明混改已经完成进入新阶段。数百亿资金到位, 意味着公司获得两项重要利好: 1、公司获得重要资金输入, 使得公司现金流压力骤降, 今年以来公司长期借款增加数明显下滑, 预计之后将进一步缩减短期借款数额, 降低资产负债率, 从而为公司节约相当规模的财务支出。2、公司可以凭借募集资金投入到迫切需要推动的网络投资中去, 2017 年联通通过大幅削减 CAPAX 缓解现金流压力, 但也在移动网络扩容和宽带建设方面有所落后。数百亿的募集资金将给联通足够的实力补充此前的投资缺口, 完成网络升级, 提升网络竞争力。面向 5G 时代, 联通也具备了充足的资金保持初期网络部署的领先。
- **主营业务收入增长加速, ARPU 值扭转下滑趋势迎来:** 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, 4G 用户增长明显加快, 9 月净增长数字位居三家运营商首位。这带动了联通移动用户 ARPU 值止跌回升, 从 46.4 元提升到 48.4 元。在用户增长和 ARPU 值提升带动下, 公司主营业务收入尤其是移动主营业务收入增速加快, 已经超越上半年增速, 体现出公司核心业务增长动能的复苏。
- **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。伴随着混改资金到位, 公司在成本控制和网络能力建设方面将进一步提升, 预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.06 元、0.11 元、0.14 元, 对应 PE 133/72/52 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 值下滑风险。

### 市场数据

收盘价(元)	7.57
一年最低/最高价	5.05/9.29
市净率(倍)	1.67
流通 A 股市值(百万元)	160484

### 基础数据

每股净资产(元)	4.54
资本负债率(%)	57.5
总股本(百万股)	30,234
流通 A 股(百万股)	21,197

### 相关研究

1. 中国联通: 用户增长加速, 混改红利逐步兑现 -20171023
2. 中报业绩靓丽, 混改方案尘埃落定 -20170821
3. 中国联通: 一季度业绩大超预期, 混改持续推进值得关注 -20170423
4. 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

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>82233.9</b>	<b>116773.5</b>	<b>99906.0</b>	<b>92951.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>274196.8</b>	<b>278390.9</b>	<b>293904.9</b>	<b>309088.3</b>
现金	25394.7	60000.0	40000.0	30000.0	营业成本	211584.0	210806.2	220939.8	229807.5
应收款项	44955.5	45762.9	48313.1	50809.0	营业税金及附加	1064.1	1392.0	1469.5	1545.4
存货	2431.3	4042.9	4237.2	4407.3	营业费用	34646.2	33406.9	33799.1	33999.7
其他	9452.5	6967.8	7355.6	7735.2	管理费用	19873.9	20879.3	19691.6	19472.6
<b>非流动资产</b>	<b>533673.5</b>	<b>557805.1</b>	<b>584263.1</b>	<b>617989.3</b>	财务费用	3855.0	5280.3	5643.9	7318.0
长期股权投资	33423.3	33423.3	33423.3	33423.3	投资净收益	743.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	449900.1	473911.0	500252.2	533865.5	其他	-4191.4	-0.0	-0.0	0.0
无形资产	26376.7	26497.5	26614.3	26727.1	<b>营业利润</b>	<b>-274.8</b>	<b>6626.2</b>	<b>12360.9</b>	<b>16945.1</b>
其他	23973.3	23973.3	23973.3	23973.3	营业外净收支	856.0	100.0	100.0	100.0
<b>资产总计</b>	<b>615907.4</b>	<b>674578.7</b>	<b>684169.1</b>	<b>710940.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>581.3</b>	<b>6726.2</b>	<b>12460.9</b>	<b>17045.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>341569.3</b>	<b>343914.2</b>	<b>363333.5</b>	<b>403623.6</b>	所得税费用	101.3	1647.9	3052.9	4176.0
短期借款	98746.4	106744.0	115954.2	147073.3	少数股东损益	325.8	3351.7	6209.3	8493.6
应付账款	140332.8	144387.8	151328.6	157402.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>154.1</b>	<b>1726.63</b>	<b>3198.72</b>	<b>4375.48</b>
其他	102490.1	92782.4	96050.7	99147.9	EBIT	7028.6	11906.5	18004.8	24263.1
<b>非流动负债</b>	<b>43831.1</b>	<b>44031.1</b>	<b>44231.1</b>	<b>44431.1</b>	EBITDA	78445.1	52554.1	63029.3	73657.4
长期借款	4495.5	4495.5	4495.5	4495.5					
其他	39335.6	39535.6	39735.6	39935.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>385400.4</b>	<b>387945.2</b>	<b>407564.6</b>	<b>448054.7</b>	每股收益(元)	0.01	0.06	0.11	0.14
少数股东权益	153004.4	149317.5	142487.3	133144.4	每股净资产(元)	3.66	4.54	4.44	4.29
归属母公司股东权益	77502.6	137315.9	134117.2	129741.7	发行在外股份(百万股)	21196.6	30234.0	30234.0	30234.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>615907.4</b>	<b>674578.7</b>	<b>684169.1</b>	<b>710940.8</b>	ROIC(%)	1.7%	2.4%	3.4%	4.5%
					ROE(%)	0.2%	1.3%	2.4%	3.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	22.4%	23.8%	24.3%	25.1%
经营活动现金流	79525.0	33169.6	48995.9	51071.3	EBIT Margin(%)	2.6%	4.3%	6.1%	7.8%
投资活动现金流	-95749.3	-64648.5	-71808.6	-83439.5	销售净利率(%)	0.1%	0.6%	1.1%	1.4%
筹资活动现金流	17903.3	66084.2	2812.8	22368.2	资产负债率(%)	62.6%	57.5%	59.6%	63.0%
现金净增加额	1836.2	34605.3	-20000.0	-10000.0	收入增长率(%)	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
企业自由现金流	11935.1	-19644.7	-4587.6	-8082.1	净利润增长率(%)	-95.6%	1020.6%	85.3%	36.8%

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>

