

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通 (600050)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年11月8日

“混改”推进，与京东首个合作项目落地

证券分析师：程成 0755-22940300 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 0755-22940673 wangqh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002

事项：

近日，中国联通与京东集团共同打造的智慧生活体验店亮相广州。该项目是京东集团参与中国联通混合所有制改革三个月之后的首个实质性落地项目，中国联通智慧生活体验店也成为中国联通在全国范围内首次完成智慧门店改造的项目。

评论：

■ 联通混改加速与BATJ合作，京东参与首个合作项目落地

中国联通此次混改引入了一些处于行业领先地位、与公司具有协同效应的战略投资者，其中包括**大型互联网公司**、**垂直行业领先公司**、**具备雄厚实力的产业集团**和**金融企业**、**国内领先的产业基金**等，与BATJ大型互联网公司将在零售体系、渠道触点、内容聚合、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网等重点领域展开合作。

图 1：参与中国联通混改方案的战略投资者

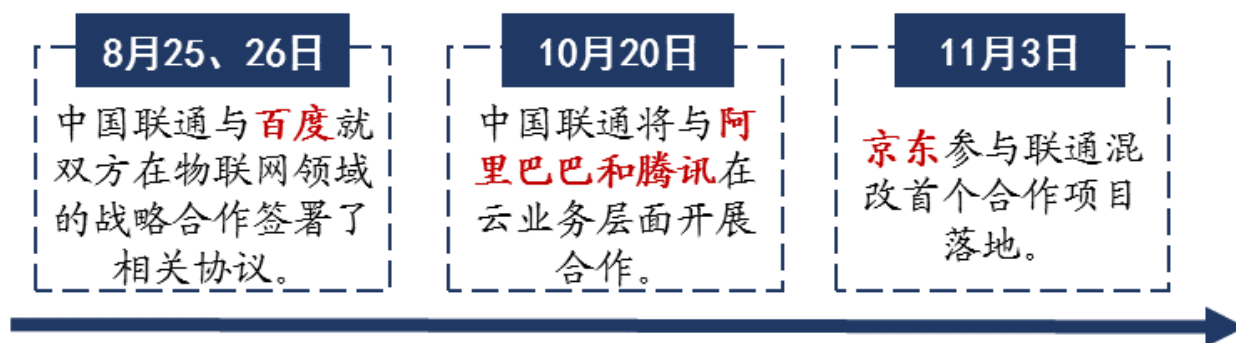


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

混改之后，中国联通加快了与BATJ的合作进程。据报道，8月25、26日，中国联通物联网生态大会在北京召开，大会上中国联通与百度就双方在物联网领域的战略合作签署了相关协议。未来围绕联通开放平台与百度技术能力，实现双方能力共享与资源互换。10月20日，联通与阿里巴巴、腾讯的合作项目落地，中国联通将与阿里巴巴和腾讯在云业务层

面开展合作，相互开放云计算资源。11月3日中国联通与京东集团共同打造的智慧生活体验店亮相广州，与京东合作的首个实质性落地项目。中国联通完成了与BATJ大型互联网公司的首批合作项目，混改的发展进度加快，发展态势持续向好。

图 2: 中国联通与 BATJ 合作落地顺序



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

混改引入有业务整合效应的互联网投资者，有助于联通结合互联网厂商围绕基础流量业务展开合作、创新业务类型、打通产品渠道，由单纯的管道延伸至管道中传输的巨大价值，从而提升 ARPU 值。

此次与京东的合作对联通线下门店主要有以下几点优化：

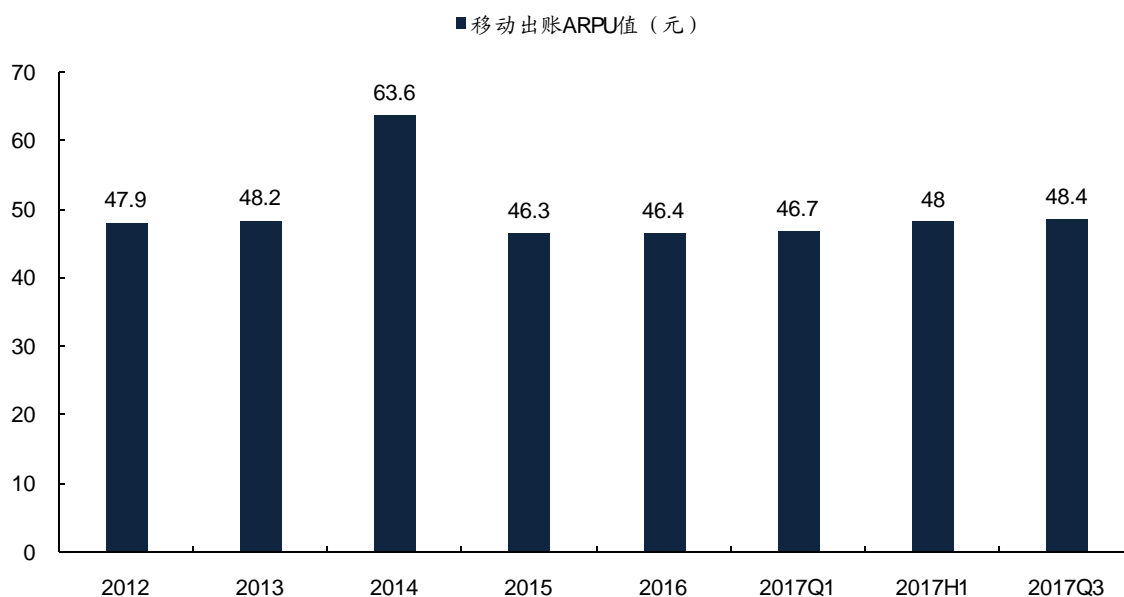
- 利用京东供应链优势，将 200 多平米的销售区域打造为品类丰富，兼顾生活产品品类和运营业务发展双重功能的综合型门店。
- 京东引入了全球首个低成本、可模块化组装的智能门店解决方案，控制改造成本的同时更注重提升实际运营效率。
- 门店接入了京东集团 JD Smart 系统及京东金融的 iSee 系统、客流/客群分析系统以及商家自助会员系统，为门店运营赋能，以提升用户体验。

■ 携手互联网巨头，股权合作+业务协同空间巨大

“业务+股权”双剑合璧，优势互补将带来多方面积极影响。运营商可借互联网厂商的力量拓展移动互联业务，创新业务模式；占据流量入口，提前绑定用户；并在物联网、云计算等新兴领域进行前瞻布局。

围绕流量创新业务类型，提升 ARPU 值。中国联通移动出账用户 ARPU 值在经历了 2014 年以来的持续下滑之后，2017Q3 移动出账用户 ARPU 达到人民币 48.4 元，相比 2016 年 46.4 元有明显提升，4G 用户 ARPU 达人民币 65.6 元。由此可见，联通与互联网厂商的合作已初见成效。通过流量精准释放，多元化流量型产品（包括 2I2C、2B2C、冰激凌等）满足细分市场的需求，强化客户、产品、渠道“三适配”，增强线上线下渠道协同，相互引流。

图 3: 中国联通移动出账用户 ARPU 值变化



资料来源: c114、通信之家、公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

此次与京东的合作体现了运营商市场营销方式上的创新。相比移动和电信，联通在市场营销和品牌推广方面后劲不足。混改引入互联网巨头，一则可以通过其大数据等技术，寻找互联网时代用户触点，精准营销；二则可借助互联网厂商强大的平台上进行品牌推广，实现营业厅数字化，线上线下一体化。通过腾讯的微信、QQ，阿里的支付宝，百度的引擎搜索以及京东商城等平台销售产品，可以给其客户带来更好的体验。

卡位应用端接口，低成本提前绑定用户。用户发展方面，以前的实体渠道铺开和价格战会带来巨大成本，并且中国移动在实体渠道实力雄厚，联通面临较大阻力。互联网合作伙伴的合力会弥补联通在实体渠道不足的劣势：一来低成本获取庞大的客户群体，使得联通的用户拓展成本更加合理；二来通过定向流量营销的流量经营方式，可以提前卡位，占据互联网公司广阔应用的入口。例如联通围绕视频内容、游戏等领域，与腾讯、阿里、京东等互联网公司，或推出专用套餐，或推出专属用户卡，其主要目的是实现流量与内容的融合，这种融合，增加了用户离网的成本。

■ 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，公司微信沃卡范围逐步扩大、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)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000
应收款项	44955	27298	49337	30574
存货净额	2431	41414	42485	44609
其他流动资产	9329	1692	1783	1895
流动资产合计	82234	105526	126729	109200
固定资产	449900	406837	361896	316867
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272
投资性房地产	23973	23973	23973	23973
长期股权投资	33423	33418	33412	33407
资产总计	615907	595076	570306	506719
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211
应付款项	140333	12817	13149	13806
其他流动负债	102490	26620	27362	28882
流动负债合计	341569	318025	288569	216899
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141
其他长期负债	3460	3409	3358	3307
长期负债合计	43831	43550	43499	43448
负债合计	385400	361575	332068	260347
少数股东权益	153004	155269	158169	163072
股东权益	77503	78850	80574	83489
负债和股东权益总计	615907	595694	570811	506909

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.01	0.09	0.12	0.20
每股红利	0.42	0.03	0.03	0.06
每股净资产	3.66	3.72	3.80	3.94
ROIC	3%	4%	5%	6%
ROE	0%	2%	3%	5%
毛利率	23%	26%	27%	28%
EBIT Margin	3%	8%	10%	11%
EBITDA Margin	29%	22%	24%	25%
收入增长	-1%	4%	5%	6%
净利润增长率	-96%	1149%	28%	69%
资产负债率	87%	87%	86%	84%
息率	5.7%	0.4%	0.5%	0.8%
P/E	1011.2	81.0	63.2	37.4
P/B	2.0	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	6.9	8.1	6.7	5.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	274197	285509	300922	319774
营业成本	211584	212701	219916	229331
营业税金及附加	1064	914	963	1023
销售费用	34646	33433	34937	37765
管理费用	19874	15388	15560	16468
财务费用	3855	11110	15114	12282
投资收益	743	573	485	683
资产减值及公允价值变动	(4191)	(3346)	(3424)	(3298)
其他收入	(0)	200	500	800
营业利润	(275)	9391	11993	21090
营业外净收支	856	767	1012	898
利润总额	581	10158	13005	21988
所得税费用	101	2540	3251	5497
少数股东损益	326	5695	7290	12326
归属于母公司净利润	154	1924	2463	4165

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	154	1924	2463	4165
资产减值准备	87	300	(369)	(472)
折旧摊销	71417	40922	43692	44258
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
经营活动现金流	50581	(168366)	29930	74805
资本开支	(59822)	(450)	(780)	(1030)
其它投资现金流	(17)	0	0	0
投资活动现金流	(60288)	(444)	(774)	(1024)
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)
融资活动现金流	13095	179034	(31269)	(75096)
现金净变动	3388	10224	(2113)	(1316)
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

相关研究报告

- 《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
- 《中国联通-600050-中报预增点评：业绩预增，期待混改落地加大边际改善》 ——2017-08-15
- 《中国联通-600050-再分析 PPT：方案发布在即，混改标杆一触即发》 ——2017-08-06
- 《中国联通-600050-重大事件快评：混改预期继续升温，期待结果公布》 ——2017-07-24

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。