

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15日

按辔徐行，渐入佳境

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：

自“混改”落地后，中国联通边际改善趋势逐步显现：

- (1) 收入端，4G 用户量持续增长即将赶超电信，多因素持续抬升 ARPU 值；
- (2) 成本端：资本开支下降将减轻折旧压力，精简机构取得初步成效；
- (3) 改善空间明显，ROE 尚有大幅提升潜力，P/S 仍具向上空间。

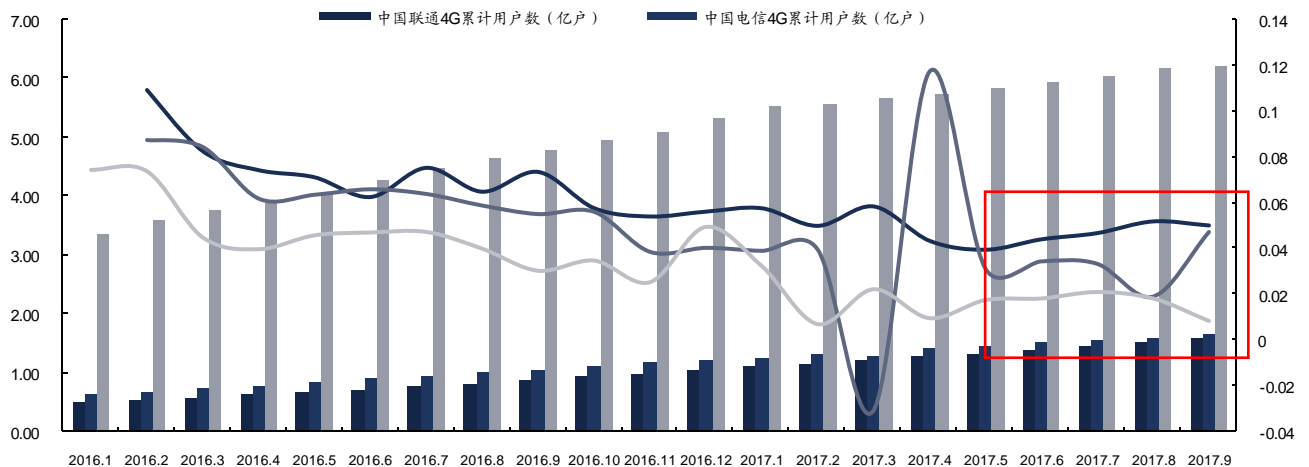
因此，当前时点，我们认为公司的边际改善将逐步体现到公司股价中，看好公司变革，期待逐步改善。

评论：

■ 收入端：4G 用户量持续增长即将赶超电信，多因素持续抬升 ARPU 值

4G 用户持续高速增长，累计数量即将超过中国电信。自 5 月份以来中国联通 4G 用户维持高速增长，单月 4G 用户增量接近 800 万户，截至 9 月，联通累计 4G 用户 1.6 亿户，即将超过中国电信（累计 4G 用户 1.68 亿户）。

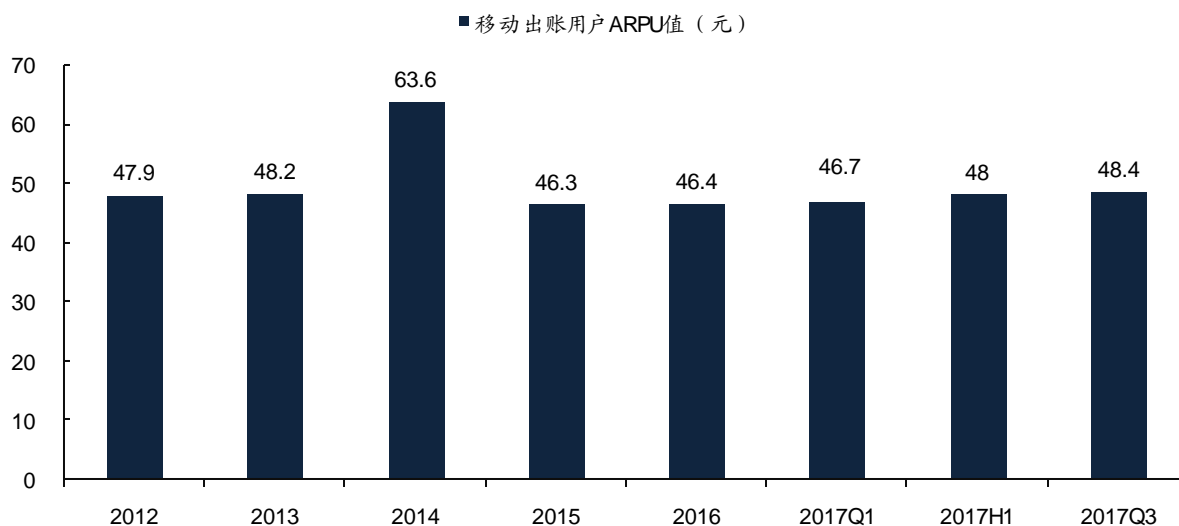
图 1：2015 年 1 月到 2017 年 9 月 4G 用户数对比（亿户）



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

移动出账用户 ARPU 值平稳提升，多重因素将进一步抬高 ARPU 值。2017Q3 移动出账用户 ARPU 达到人民币 48.4 元，较年初已提升 2 元。预计 ARPU 值将进一步提升：（1）4G 用户 ARPU 达人民币 65.6 元（中报披露数据），4G 用户渗透率提升抬高基础 ARPU 值；（2）大小王卡、蚂蚁宝卡等创新定向流量优惠套餐，不仅带来用户增量，对 ARPU 值提升也有所裨益，（如：腾讯小王卡轻度使用为 $19+30*1=49$ 元/月）；（3）互联网用户带来的增值业务也将进一步抬高 ARPU 值。

图 2：中国联通移动出账用户 ARPU 值变化

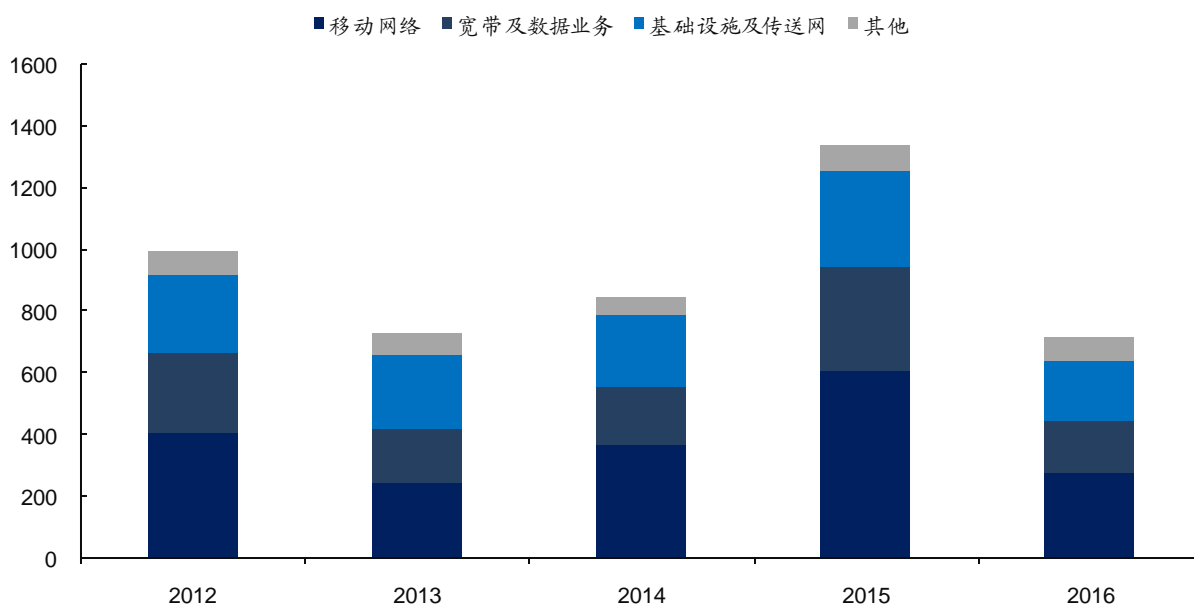


资料来源：c114、通信之家、公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 成本端：资本开支下降将减轻折旧压力，精简机构取得初步成效

中国联通自 2016 年落实精准投资，积极推动行业内外合作与资源共享，资本开支下降为人民币 721.1 亿元，2017 年将持续下滑，折旧压力也随之大幅减少。

图 3：中国联通 2012-2016 资本开支 (亿元)



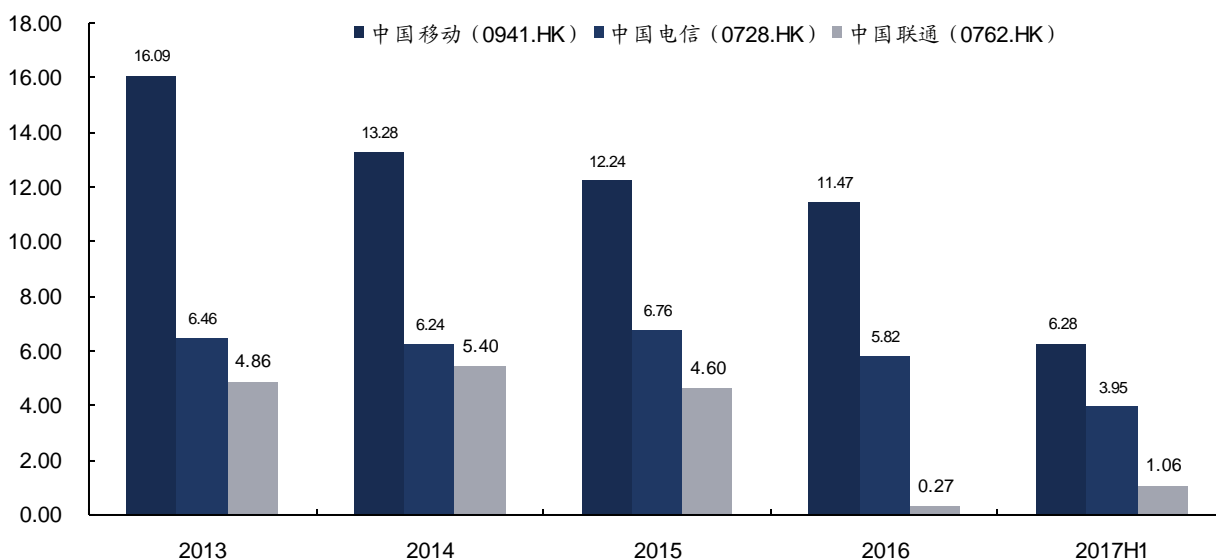
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

另外，中国联通针对机构臃肿、人浮于事的现状，实施“瘦身健体精简机构方案”，于 10 月底前完成机构及相应人员调整。目前联通总部机构精简已取得初步成效，部门数量从 27 个减少到 20 个；处室数量从 238 个减少到 127 个，其中净减少 56 个，生产分离 55 个；人员编制从 1787 人减少到 891 人，净减编 347 人，生产分离 549 人。预计在成本端将有不错的体现。

■ **改善空间明显：ROE 尚有大幅提升潜力，P/S 有望进一步优化**

对比近 5 年三大运营商的净资产收益率，中国移动 ROE 维持在 11%-16% 区间内，中国电信 ROE 围绕 6% 上下波动，作为中国联通经营实体的 H 股 ROE 除去年 0.27% 外，维持在 5% 左右。随着混改推进、业务协同效应进一步释放、用户数量持续增长，较之中国电信，未来中国联通具备更大经营潜力，ROE 尚有大幅提升的空间。

图 4: 三大运营商 2013-2017H1 ROE 对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从 P/S 来看，截至 11 月 14 日，联通 H 股 P/S 为 0.93 倍，移动为 2.14 倍、电信为 0.71 倍。基于前述 ARPU 值和移动用户数增长预期，未来 P/S 上升空间较为明显。加之我们前期对腾讯云等的调研，预计云业务也可能成为联通未来业绩增量（去年就有 30%+ 的增长）。

表 1: 三大运营商 P/S 对比（截至 2017 年 11 月 14 日）

	中国移动 (0941.HK)	中国电信 (0728.HK)	中国联通 (0762.HK)
P/S	2.03	0.78	0.93
总市值 (亿港元)	16083.49	3083.52	2849.70

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ **业绩有望触底，看好公司变革，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 I2IC 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	营业收入	274197	285509	300922	319774
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
流动资产合计	82234	105526	126729	109200	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
资产总计	615907	595076	570306	506719	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	利润总额	581	10158	13005	21988
其他流动负债	102490	26620	27362	28882	所得税费用	101	2540	3251	5497
流动负债合计	341569	318025	288569	216899	少数股东损益	326	5695	7290	12326
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141	归属于母公司净利润	154	1924	2463	4165
其他长期负债	3460	3409	3358	3307					
长期负债合计	43831	43550	43499	43448	现金流量表 (百万元)				
负债合计	385400	361575	332068	260347	净利润	154	1924	2463	4165
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
负债和股东权益总计	615907	595694	570811	506909	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

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	5.3%	0.3%	0.4%	0.8%
P/E	1080.0	86.5	67.5	40.0
P/B	2.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.0	8.3	6.8	5.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《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
- 《中国联通-600050-2016 年年报点评：业绩触底，核心仍看改革》——2017-03-16
- 《中国联通-600050-重大事件快评：“混改”继续推进，预期进一步加强》——2017-03-07

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。