

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12月04日

详拆联通 ROE，未来或有较大改善空间

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：

从目前情况看，中国联通 PE 衡量失真，PB 有望优化，ROE 尚有大幅提升空间。我们将联通业务进行细化拆分，对 ROE 进行因素分解，从基础数据测算出发进一步验证了联通的边际改善逻辑。

从改善空间测算来看，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；成本端：资本开支下降将减轻折旧压力，改善息税前利润率；精简机构取得初步成效，混改带来资金面的改善，有助于降低财务费用和管理费用，在周期更迭中抓住机遇。

同时，根据联通股权激励方案解锁条件，未来联通基本面改善存在较大的确定性。

另外，中国联通集团董事长王晓初在论坛活动上发言时透露，中国联通计划在公司内部成立资本运营公司，通过二级单位的资本运作来补短板，公司有望在股权和业务上进一步与民营成分协同。

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，目前股价接近增发底价，期待逐步改善。

评论：

■ PE 衡量失真，PB 有望优化，ROE 尚有大幅提升潜力

我们从 PE、PB、PS 等方面对三大运营商及中华电信的当前估值情况进行对比分析。其中，中华电信是台湾电信改革的代表，对联通混改之举有一定的参考意义，所以列为可比公司。

表 1：三大运营商及中华电信当前估值及 ROE 对比（截至 11 月 29 日）

	中国移动	中国电信	中国联通	中华电信
P/E	12.83	14.00	98.98 (港股); 218.42 (A 股)	20.88
P/B	1.40	0.83	1.33 (港股); 1.52 (A 股)	2.25
P/S	1.95	0.73	1.11; 0.78 (A 股)	3.49
港股市值 (亿港元)	16391	3059	3525	
A 股市值 (亿元)			2135	
2017 年中报 ROE (%)	6.28	3.95	1.06 (港股); 1.00 (A 股)	
2016 年 ROE (%)	11.47	5.82	0.20 (港股); 0.27 (A 股)	11.17

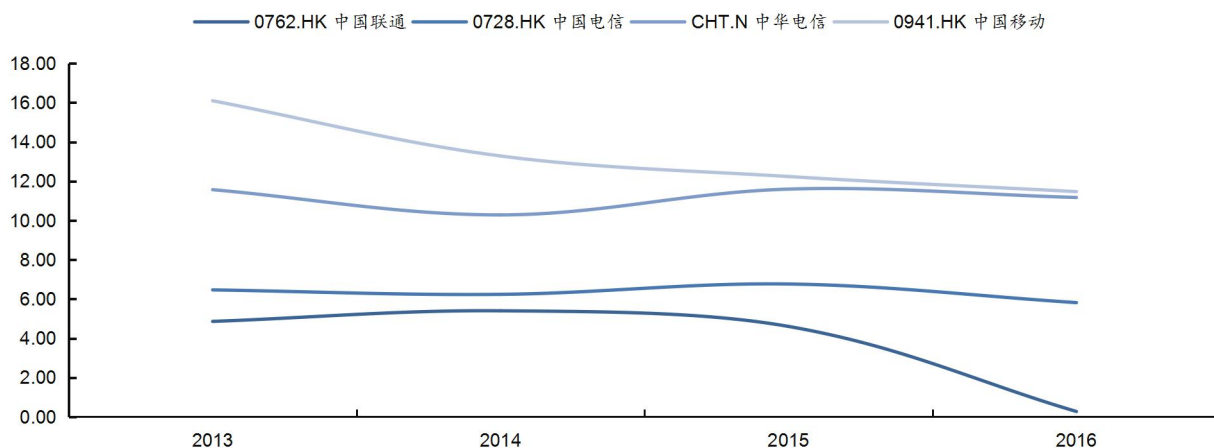
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从目前的估值对比情况来看，中国联通 P/E 衡量失真，P/B 与中国移动较为接近，高于中国电信，低于中华电信及全球行业平均水平（2-5 倍）。从 P/S 来看，中国联通（H 股）目前低于中国移动，略高于中国电信。总的来说，在行业横

向对比下，中国联通估值较低。此外，我们认为，联通混改后将与互联网巨头进一步加强合作，联通自身动态的提升将进一步打开公司估值空间，未来的发展逻辑主要来自自身业绩的边际改善。

从 ROE 来看，中国移动近年来投资利润率持续领先，近两年维持在 11%-12%。中国电信 ROE 较为平稳，保持在 5%-7% 之间。中华电信 ROE 趋近于中国移动，中国联通 2016 年盈利情况急剧下降，但也具备较大的恢复空间。

图 1：三大运营商和中华电信 2013-2016ROE（平均）变化情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

同时，公司自身也给出了业绩指引，2018-2020 年度利润总额增长率不低于 65.4%、224.8%、378.2%（以 2017 为基数）。公司股权激励解锁条件为公司未来发展增速定调，划定了以收入、利润、净资产收益率三导向并行的财务目标，有利于公司朝着更为健康的良性循环发展。

表 2：股权激励解锁的业绩条件

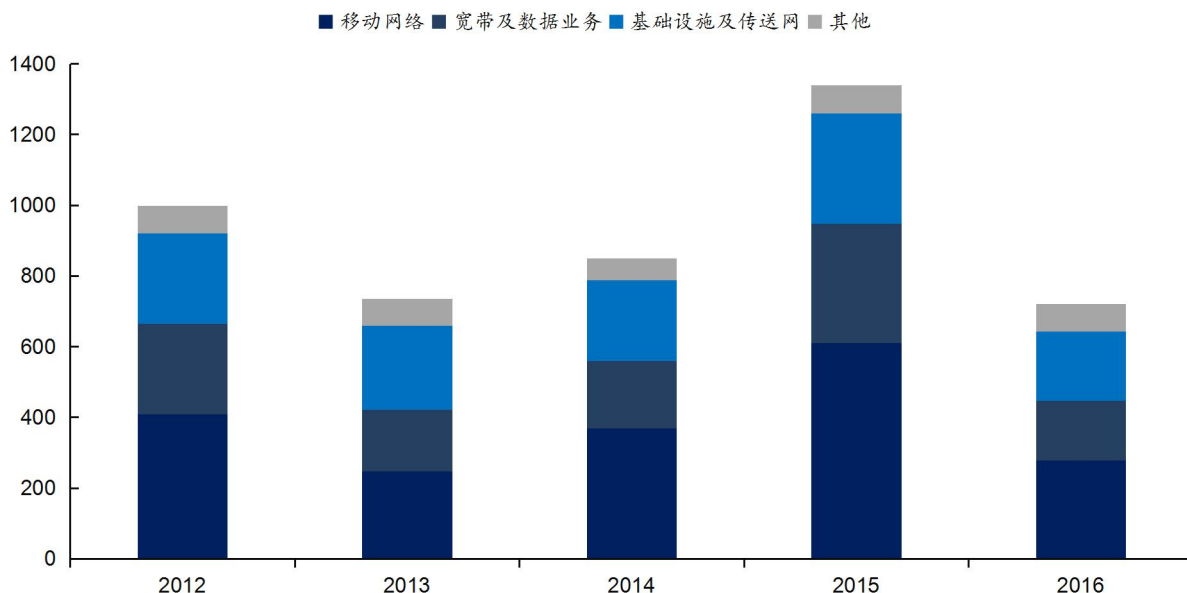
解锁期	解锁条件		
	主营业务收入	利润总额	净资产收益率
第一个解锁期	2018 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 4.4%，较 2017 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2018 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 65.4%，较 2017 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2018 年度净资产收益率不低于 2.0%。
第二个解锁期	2019 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 11.7%，较 2018 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2019 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 224.8%，较 2018 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2019 年度净资产收益率不低于 3.9%
第三个解锁期	2020 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 20.9%，较 2019 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2020 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 378.2%，较 2019 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2020 年度净资产收益率不低于 5.4%
备注	2017 年度主营业务收入基准为 2017 年度主营业务收入实际完成数与较 2016 年度主营业务收入增长 4.5%孰高者	2017 年度利润总额基准为 2017 年度利润总额实际完成数与较 2016 年度利润总额增长 47.2 亿元孰高者	净资产收益率=净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]。计算 ROE 时，剔除公司重要参股子公司引资上市等资本运作对公司所有者权益造成的影响

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 收入端：各细分业务共同发力，收入端具备继续增长空间

中国联通的 ROE 和利润总额预期提升，那改善空间有多大呢？这可以从收入端和成本端来进行具体测算。

图 2：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

从中国联通业务结构变化来看，2010 年前，固网业务是第一收入来源，但近几年增长乏力。剔除网间结算、终端、漫游收入约 300 亿元（我们初步的估算，具体数值因为实际披露可能有所差异），2016 年整体约有 2400 亿元的收入。

假设：

- 1) 2016 年宽带、无线、云及服务占比分别为 37.8%、59.8%和 2.4%。
 - 2) 无线用户基础 ARPU 值为 60 元（腾讯天王卡每月花费至少 69 元（39+1*30），因此该假设有适当性），长远看考虑到 4G、5G 用户渗透率为 90%（当前 57%），互联网收费增值为 10 元/月，因此假设实际出账 ARPU 值约为 70 元/月；
 - 3) 9 月用户增速目前为 800 万/月，假设远期为 3 年，实际增长 300 万户/月，则 3 年增长近 1 亿户。
 - 4) 假设固网平台订阅费 5 元/月，基础 ARPU 降至 68 元/月，但用户数较难协同，假设增长较少（或为老用户转换）。
- 4G 用户持续高增长，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）。

表 3：细分业务增长空间测算

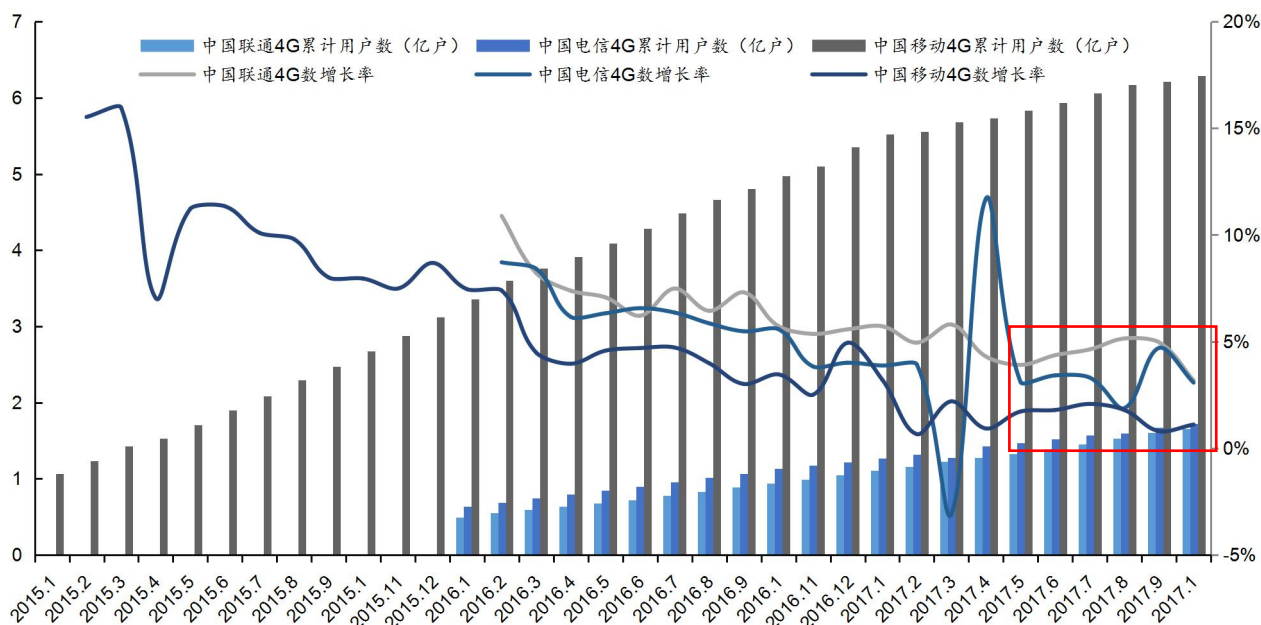
	2016	2017	2018	2019
固网	108*12*0.70=907.2	88*12*0.68=718	78*12*0.7=655.2	73*12*0.7=613.2
无线	46*12*2.6=1435.2	49.5*12*2.8=1663.2	52*12*3=1872	70*12*4=3360
云及互联网业务	94.5 亿元 (同比增长 33.7%)	150 亿 (假设增长 58%)	270 亿 (假设增长 80%)	800 亿 (看好国内云发展)
合计	2395 亿元	2531 亿元 (预计增长 5.6%)	2797.2 亿元 (预计增长 10.5%)	4973.2 亿元 (考虑到贴现实际约 3978 亿元, 66%收入空间) 另 BAT 的 PS 均在 10 倍以上

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师测算

总体来看，根据测算结果，中国联通在收入端至少有 66% 的空间进行改善，而改善的主要驱动因素来自与互联网厂商的密切合作，因此，混改并非噱头。

此外，我们还应注意到，中国联通 4G 移动用户 9 月单月净增长近 800 万户的高增长在三大运营商中表现亮眼，总出账用户从负的净增长到大幅增长。

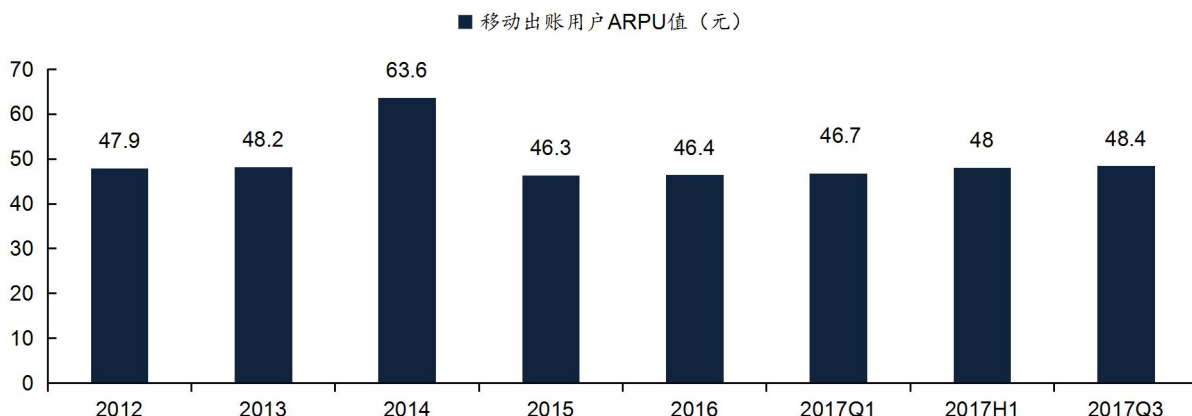
图 3：2015 年 1 月到 2017 年 10 月 4G 累计用户数（亿户）和环比增长率（%）对比



资料来源：运营业务数据公告、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提高 ARPU 值。

图 4：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，混改引入民资降低财务费用，精简机构进一步压缩成本费用

我们进一步对三大运营商的 ROE 进行分解。根据以下公式进行因素分解：

$$\text{净资产收益率 ROE} = \text{销售净利率} \left(\frac{\text{净利润}}{\text{利润总额}} \times \frac{\text{利润总额}}{\text{息税前利润}} \times \frac{\text{息税前利润}}{\text{营业总收入}} \right) \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{归母净利润占比}$$

表 4：三大运营商 2017 上半年 ROE 分解

2017H	中国移动	A 股中国联通	中国电信	港股中国联通
净资产收益率	6.28	1.00	3.95	1.06
因素分解：				
销售净利率	16.13	1.70	6.84	1.75
净利润/利润总额	77.06	70.77	75.5175.51	70.91
利润总额/息税前利润	99.85	61.73	89.99	55
息税前利润/营业总收入	20.96	3.89	10.07	4.49
资产周转率	0.25	0.23	0.28	0.23
权益乘数	1.55	7.79	2.07	2.65
归母净利润占比	99.92	33.19	99.54	99.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

我们可以发现，一方面，中国联通的息税前利润率最低，主要因为折旧、网络、营运及支撑成本、职工薪酬费用占比较高。另一方面，中国联通权益乘数较为突出，资产负债率较高。从负债率来看，联通 61%、移动 35%，电信 52%。因此，利息费用也抵消了联通一大部分利润，主要因为负债中带息负债比例过高，所以利润总额/息税前利润占比也较低。

● 息税前利润率如何改善？

从折旧费用在营业收入中的占比来看（参照下表），联通比例最高，为 28.14%，移动 18.67%，电信 18.70%。

从固定资产在总资产的占比情况来看，联通比例也是最高，为 70.65%，移动固定资产占比 38.63%+、在建工程占比 7.34%，电信固定资产占比 58.37%+，在建工程占比 13.09%。这一数据与折旧费用占比情况是相对应的，反映出在三大运营商中，中国联通更偏向于重资产。我们认为，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。随着联通混改的推进，公司将通过创新商业模式来改善盈利情况，提高客户 ARPU 值，使存量资产发挥出更大的效益。

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。预计在职工薪酬营收占比、管理费用等成本费用端将有不错的体现。

表 5：三大运营商 2017 半年报利润表各项目占营收比重（单位：亿元）

2017H	中国移动	营收占比	中国联通	营收占比	中国电信	营收占比
营业收入	3888.71		1381.6		1841.18	
电路租费	-231.90	-5.96%				
网络、营运及支撑成本			-263.65	-19.08%	-484.31	-26.30%
网间结算成本	-106.00	-2.73%	-63.31	-4.58%		
折旧	-725.86	-18.67%	-388.74	-28.14%	-344.32	-18.70%
职工薪酬	-407.11	-10.47%	-200.74	-14.53%	-307.55	-16.70%
销售费用	-341.40	-8.78%			-287.38	-15.61%
产品销售成本	-427.40	-10.99%	-146.38	-10.59%		
其他支出-经营	-969.30	-24.93%	-271.93	-19.68%	-237.80	-12.92%
营业支出	-3,208.97	-82.52%	-1334.75	-96.61%	-1,661.36	-90.23%
营业利润	679.74	17.48%	46.85	3.39%	179.82	9.77%
其他收益-非经营	4.50	0.12%				
利息收入	76.85	1.98%	7.03	0.51%		
财务费用	-1.21	-0.03%	-31.30	-2.27%	-17.71	-0.96%
应占联营公司损益	54.07	1.39%	4.87	0.35%	4.53	0.25%
应占共同控制实体损益			2.61	0.19%	166.79	9.06%
除税前溢利	813.95	20.93%	34.17	2.47%	-40.84	-2.22%
所得税	-186.68	-4.80%	-9.94	-0.72%	125.95	6.84%
净利润（含少数股东权益）	627.27	16.13%	24.23	1.75%	166.79	9.06%
净利润（不含少数股东权益）	626.75	16.12%	24.15	1.75%	125.37	6.81%
少数股东损益	0.52	0.01%	0.08	0.01%	0.58	0.03%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理（加粗项是中国联通相对占比较高的成本、费用项目）

● 利润总额/息税前利润占比如何改善？如何进一步压缩成本费用？

从债务结构来看，联通带息债务在全部投入资本占比最高，为 64.45%、电信 26.30%，移动 0.51%。负债中短期借款（16.61%）和应付账款及预提费用（20.57%）占较高比例。从短期借款的具体金额来看，联通 991 亿（占比 16.61%）、电信 215 亿（3.23%）、移动 50 亿（占比 0.32%）从长期借款的具体金额来看，联通长期借款 54 亿+公司债 180 亿，电信 90 亿，移动无长期借款。

由于债务高企，因此联通的财务费用比例也最高，联通-1.76%，电信-0.96%，移动+1.95%。移动的财务费用为正，是因为移动有 3169.24 亿的定期存款，有利息收入，但联通和电信的定期存款都为 0。从财务费用和带息负债的数据可以看出，中国移动资金最为充裕，中国联通需要靠高成本的短期带息负债来维持现金流的运转。我们认为，联通混改将大幅改善中国联通的资金现状，在节省成本的同时，助力联通得以抓住周期更迭的机遇，加速建设 4G 网络、布局 5G，缩短与另外两家运营商的差距。

■ 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、设立投资公司，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，目前接近“混改”增发底价，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。