

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18日

开支压力短期减小，员工持股促长期发展

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：

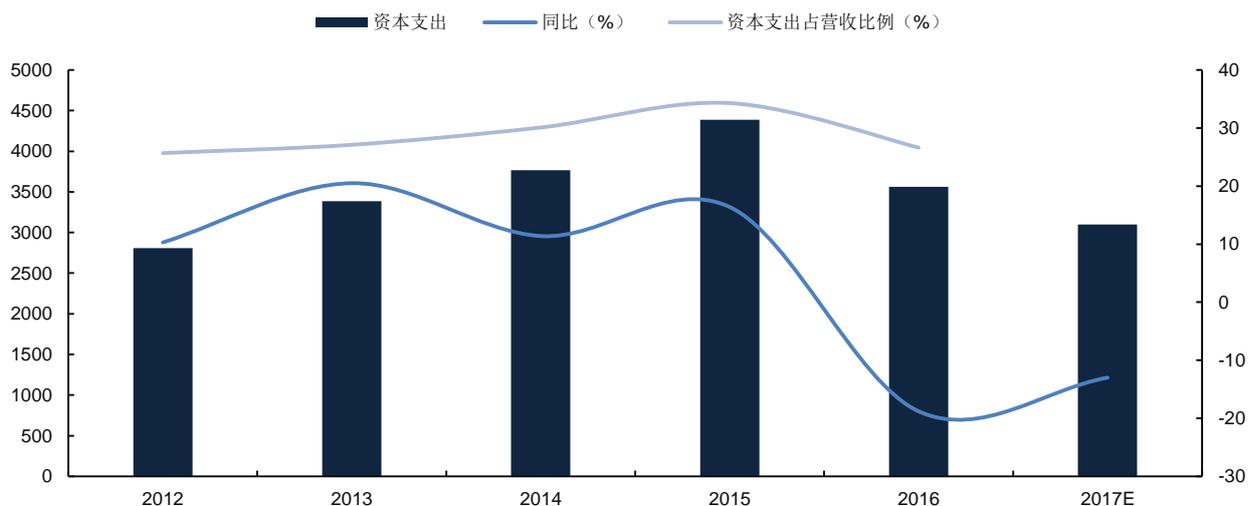
- 1、目前，联通正处于边际改善状态，本文着重研究三大运营商开支的趋势和差异，分析联通资本开支趋势（短期压力减小），创新业务持续拓展，进一步强化了公司经营业绩改善的逻辑。
- 2、近日有媒体消息称：中国联通首批员工持股细则近日制定完毕，首次授股为 84788 万股，涉及人数 7550 人，约占全集团合同制总人数的 3%。我们认为该动作有望改善公司经营活力，促进公司长期发展。
- 3、12月15日，阿里巴巴与中国联通共同打造的“中国联通智慧生活体验店”在上海开业。此前与京东也有类似落地。

评论：

■ 三大运营商资本开支持续下滑，成本端压力减小，养精蓄锐筹备 5G

运营商的资本支出情况往往是设备与技术更新换代、相关基础设施建设等经营活动效率与进度的重要参考指标。但同时，往往也对运营商自身业绩有着长短期不同的影响。

图 1：三大运营商近年资本支出合计情况（单位：亿元）

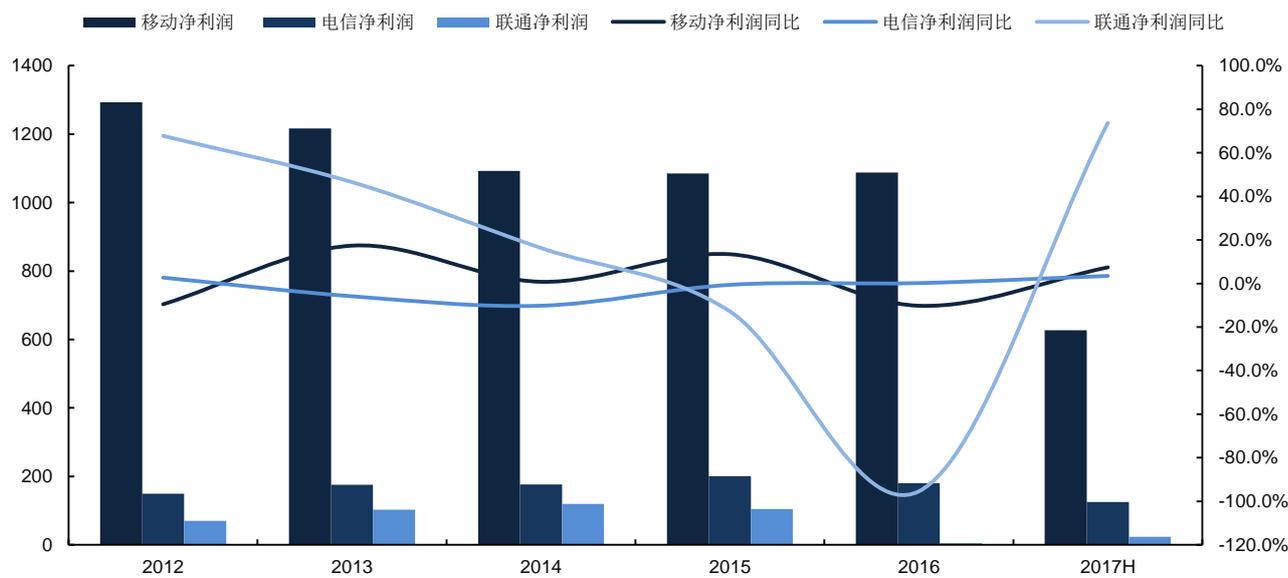


资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从三大运营商的整体情况来看，2012-2015 年，三大运营商资本支出平稳上升，其增速水平也保持在一个相对较高的水平。由于过去 3 年中国运营商大力发展 4G 连续性覆盖，使得近年来资本支出保持较高水平。随着 4G 建设在 2016 年步入后期，三大运营商的资本支出骤然下降，呈现近年来第一个负增长数据。2017 年资本开支计划合计数为 3100 亿

元，同比下降 13%。**2016 开始**，运营商资本开支收入比开始下降，运营商利润进入改善周期。随着 4G 无线网络连续性覆盖问题得到解决，未来网络投资重点主要向网络优化转换。全球运营商预期 5G 在 2020 年开始大规模商用，那么资本开支在 2018 年仍然具备很大不确定性（但几乎无大幅下降可能）。我们认为，**2017-2018 年可能成为运营商 4G 投资快速回收期**，未来应关注资本支出的结构以及边际改善带来的机会，同时进一步展望 5G 投资周期带来的行业新一轮增长机会。

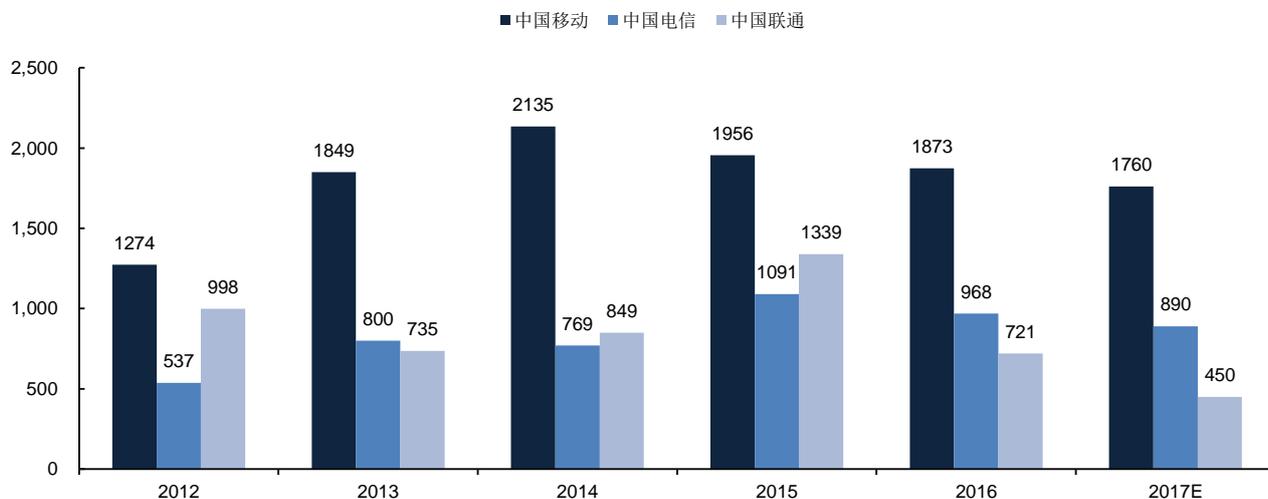
图 2：三大运营商近年业绩变动情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

分运营商来看，中国移动资本开支在 2014 年达到高峰，之后持续下滑。而电信、联通是在 2015 年资本开支仍处在上升状态，是因为两者的 4G 投资比中国移动晚了一年，移动从 2014 年开始大规模建设 4G，联通、电信 2015 年最大规模投入建设，所以 2014-2016 年均处于 4G 建设高峰期。在 2016 年，中国移动、中国联通、中国电信的资本支出分别占总体水平的 53%、20%、27%；在 2017 年，资本支出占比比例分别为 57%、29%和 15%。从 2017 年全年的资本开支计划来看，中国移动、中国电信和中国联通同比分别下降了 6%、8%和 38%，联通资本开支下降幅度最大。

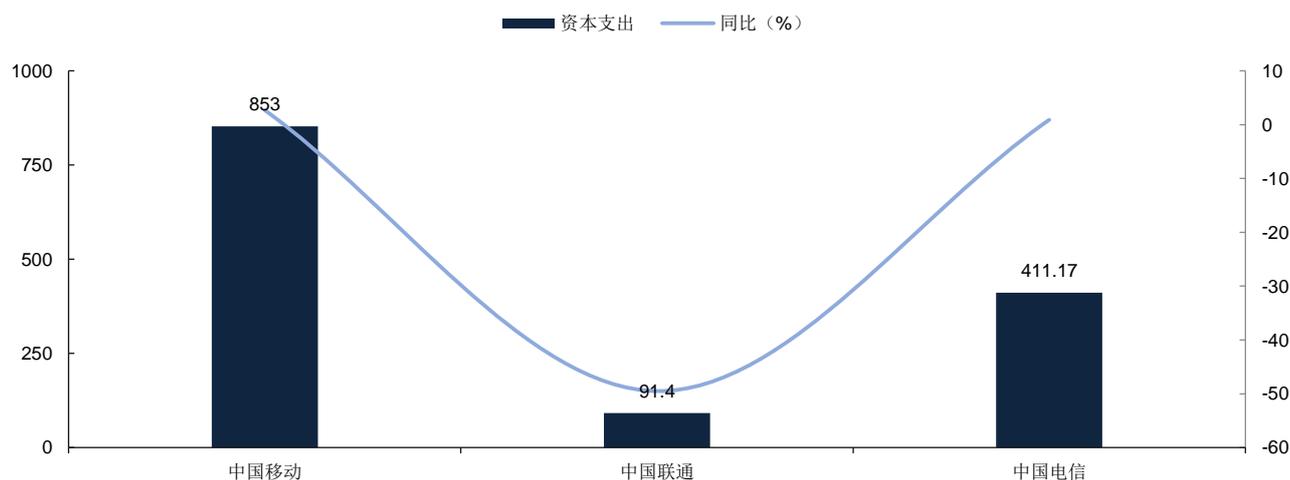
图 3：三大运营商近几年资本开支金额对比（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从三大运营商 2017 上半年资本开支情况来看，中国移动资本支出远超中国联通和中国电信之和，同比增长 2.7%，主要由于中国移动持续推进 4G 网络优化，适度加大有线宽带等领域投入。中国联通 2017 年上半年资本开支同比大幅下降 49.5%，为人民币 91.4 亿元，根据中国联通董事长王晓初表示，大幅下降主要因为前两年投资较大，加上部分项目于今年上半年竣工，但资产转固仍需一段时间，所以下半年转固的资产会较多，但从 2017 年全年来看，实际资本支出与原计划相差不大，基本维持 450 亿的水平。而中国电信的资本开支较去年无明显变化。

图 4：三大运营商 2017 上半年资本支出情况（单位：亿元）



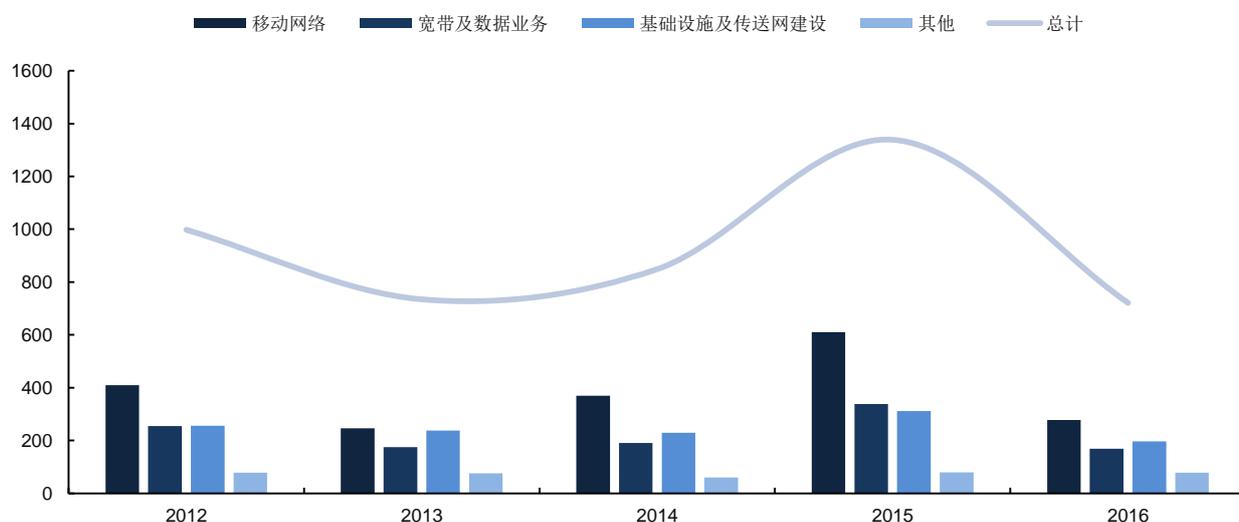
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 三大运营商资本开支结构不一，关注结构性投资机会及边际性改善带来机会

按投资结构来看，在 2017 年运营商资本开支计划中，有线及无线业务均下滑 20%，物联网、IDC、CDN、大数据平台等新业务投资同比增长 27%（但到后面实际投资时，发生了微妙的变化，比如中移动在光纤光缆中的采购超市场预期）。

从中国联通的历年资本开支投向来看，公司资本支出主要分为移动网络、宽带及数据业务、基础设施及传送网建设以及其它业务四个方面。其中主要支出为移动网络项目，并且，该项业务在 2013-2015 年的支出水平逐渐增加，于 2016 年迅速下跌。2016 年，联通基础设施及传送网建设部分资本开支首次超过宽带及数据业务资本开支。

图 5：中国联通近年资本支出项目情况（单位：亿元）

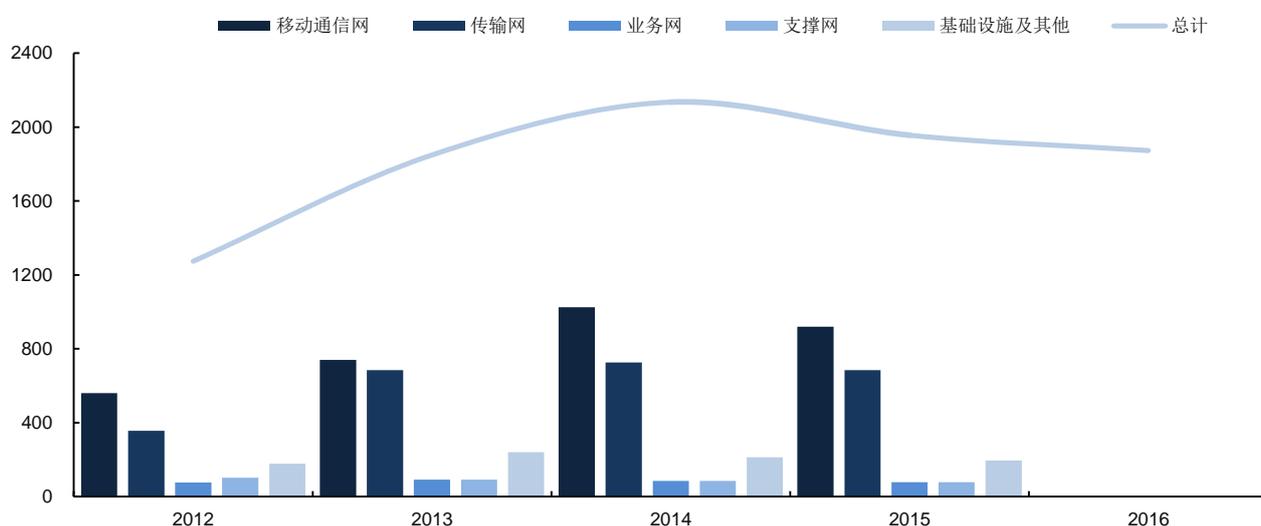


资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从 3G 到 4G，我国运营商只用了 5 年时间。而从 4G 到 5G，留给三大运营商的时间也只有 5-6 年（可能将非独立组网的建设同时算在 4G 和 5G 周期之内）。相比之下，欧美运营商从 2G-4G 中技术升级换代间隔基本为 9-10 年，我国运营商的投资回报窗口期也被大幅缩短。4G 投资高峰已过，三大运营商均开始缩减资本开支。2015 年，大量 4G 建设拉动了运营商的资本开支。2016 年，中国联通建设 31 万个 4G 基站，大量的 4G 基站迅速消耗着运营商的现金流，联通急需削减开支。2015 年，中国联通现金流-446.5 亿元，没有足够的现金支撑 4G 建设。2016 年，中国联通一举削减 589 亿元。我们认为，联通资本开支的下降有助于缓解折旧费用带来的压力，降低公司经营风险，从而减少经营风险。通过与互联网巨头的进一步合作，公司的经营效率有望进一步提高。

从中国移动的历年资本开支投向来看，中国移动 2016 年资本支出具体的项目数据未披露，从其以往披露的具体项目数据来看，公司资本支出主要包括移动通信网、传输网、业务网、支撑网、基础设施及其他业务五个方面。根据披露数据表明，公司对于 2016 年资本开支的计划为 1862 亿元，与实际数 1873 亿元并无二致，根据计划 2016 年资本开支中 4G 网络 757 亿元、有线宽带 112 亿元，不含接入的传输网 390 亿元。相比 2015 年 4G 网络资本开支为 791 亿元，出现下降。但由于 2015-2016 两年移动加大在固网方面的投入，对联通和电信紧追猛赶，因此整体资本开支下降幅度较小。

图 6：中国移动近年资本支出项目情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

中国移动今年 10 月份披露的数据显示：10 月份中国移动宽带用户数为 1.06996 亿户，而同期的中国电信固网宽带用户数是 1.3214 亿户，二者差距在不断缩小。中国移动大举从移动业务向固网业务的延伸，可能由于存量市场在不断缩小，而采取进一步扩大布局争夺用户的举措，而且 2016 年，工信部将宽带接入网业务试点城市已扩大到 61 个并向 148 家民营企业发放了试点批文。目前，固网业务触及天花板，联通在固网的资本开支有望进一步缩减，将大幅改善公司的现金流，为迎接 5G 储蓄资本。

■ 新零售战略合作落地，联通创新业务持续拓展

近期，中国联通与阿里巴巴联合打造的“中国联通智慧生活体验店”在上海正式开业。用户可以在店内体验到包括 AR 购物、云货架、天猫精灵等在内的新零售领域最新技术产品。

图 7：联通与阿里共建线下智慧体验店



资料来源：腾讯科技网、国信证券经济研究所分析师整理

“中国联通智慧生活体验店”在品牌体系、营销渠道和场景服务上都具备创新性的突破，有助于将线下用户行为和线上多维度数据进行匹配，实现线上线下同款、同价、同库存，为客户带来更优质的体验。此外，基于增强现实技术 AR 扫货购的体验场景，“互动云货架”可使用户扫描实物商品获得线上评价、商品详情并在线购买，极大地提高了用户与商品的实时交互性。

中国联通与阿里巴巴的战略合作落地并不是一蹴而就，而是长期的筹备与磨合的结晶。从去年 11 月开始签署战略合作框架协议，支付宝与联通达成战略合作，再到今年 10 月联通与阿里巴巴集团宣布相互开放云计算资源，至今为止，两者已经在基础通信服务、移动互联网及产业互联网、专有云（如政务云、行业客户市场）等领域展开了深入合作。我们认为，此次“中国联通智慧生活体验店”的开业只是中国联通与各大互联网巨头深入合作的一个缩影，未来将会有更多创新业务模式推出。三大运营商的竞争模式不再是以前在传统业务上的硬碰硬较量，将进一步打开想象空间，线上与线下结合，场景化与数字化融于一体，互联网内容运营商与移动通信运营商有望碰撞出新的火花，联通混改带来的公司基本面变化依然值得期待。

■ 业绩触底并持续改善，员工持股推进，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，目前已到“混改”增发底价，同时员工持股事项不断推进，维持公司“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	5.3%	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

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：与互联网股东动作频频，取得实质性进展》 ——2017-12-08
- 《中国联通-600050-重大事件快评：详拆联通 ROE，未来或有较大改善空间》 ——2017-12-04
- 《中国联通-600050-重大事件快评：按辔徐行，渐入佳境》 ——2017-11-15
- 《中国联通-600050-重大事件快评：“混改”推进，与京东首个合作项目落地》 ——2017-11-08
- 《中国联通-600050-2017 年三季度报点评：符合预期，4G 用户数有望实现超越》 ——2017-10-30

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。