

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

董事会换届, BATJ 派员入驻

——中国联通(600050)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2018-01-25)

发布日期: 2018年01月26日

收盘价(元)	7.27
一年内最高/最低(元)	9.29/6.30
沪深300指数	4365.08
市净率(倍)	2.84
流通市值(亿元)	1,540.99

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	3.72
每股经营现金流(元)	3.73
毛利率(%)	25.71
净资产收益率-摊薄(%)	1.66
资产负债率(%)	60.24
总股本/流通股(万股)	2119659.64/2119659.64
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《中国联通(600050)公司点评报告: 定增顺利过会, 拟大力投入 5G 等项目建设》
2017-10-13

2 《中国联通(600050)中报点评: 中报业绩快速增长, 混改联手互联网巨头》
2017-08-28

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

- **事件:** 18年1月24日, 公司公告董事会换届选举: 公司董事会成员拟由7名扩大至13名, 其中非独立董事候选人8名, 独立董事候选人5名。
- **点评:** BATJ 派驻非独立董事。非独立董事中, 王晓初、陆益民、李福申均来自联通集团, 而尹兆君现任中国人寿保险(集团)公司党委委员、副总裁; 其余四名董事则分别来自 BATJ: 百度公司董事长兼首席执行官李彦宏、阿里巴巴集团资深副总裁胡晓明、腾讯集团高级执行副总裁卢山及京东集团首席战略官廖建文。预计随着互联网巨头核心管理人员参与到联通决策层中, 未来公司发展方向将愈加互联网化。百度在车联网上的优势、阿里和京东在电商上的优势以及腾讯在社交和游戏上的优势有望给公司带来流量, 从而提升公司业绩。
- **下半年移动用户月净增数明显提升。**17年, 公司移动出账用户累计到达数2.84亿户, 全年累计净增数2034万户; 其中4G用户累计到达数1.75亿户, 全年累计净增数7033万户。公司移动用户月净增数17年H2较H1明显提升, 预计18年这一趋势将会保持; 而4G用户增速在17年Q4有所放缓, 主要因4G替代3G的进程已趋于完成所致, 预计4G用户未来将平稳增长。
- **5G投资逐年提升, 未来有望接棒4G。**公司混改募投项目中的5G相关项目计划在17年开始启动试验网建设, 18年启动规模试验网建设, 完成5G组网性能验证, 实现在试验区域提供5G移动宽带业务服务的业务目标, 19年至20年完成重点区域网络部署。预计项目实施后, 公司在5G时代的竞争力有望获较大提升。未来5G用户替代4G的进程将给公司带来新的红利。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.07元与0.17元, 按18年1月25日7.27元收盘价计算, 对应的PE分别为107.2倍与43.8倍。目前公司估值偏高, 考虑到混改力度及未来业绩增长预期, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 固网业务大幅下滑、系统性风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	277,048.5	274,196.8	265,696.7	274,730.4	293,934.0
增长比率	-4.0%	-1.0%	-3.1%	3.4%	7.0%
净利润(百万元)	3,471.6	154.1	2,050.8	5,017.5	7,324.7
增长比率	-12.8%	-95.6%	1231.1%	144.7%	46.0%
每股收益(元)	0.11	0.01	0.07	0.17	0.24
市盈率(倍)	63.3	1,426.6	107.2	43.8	30.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

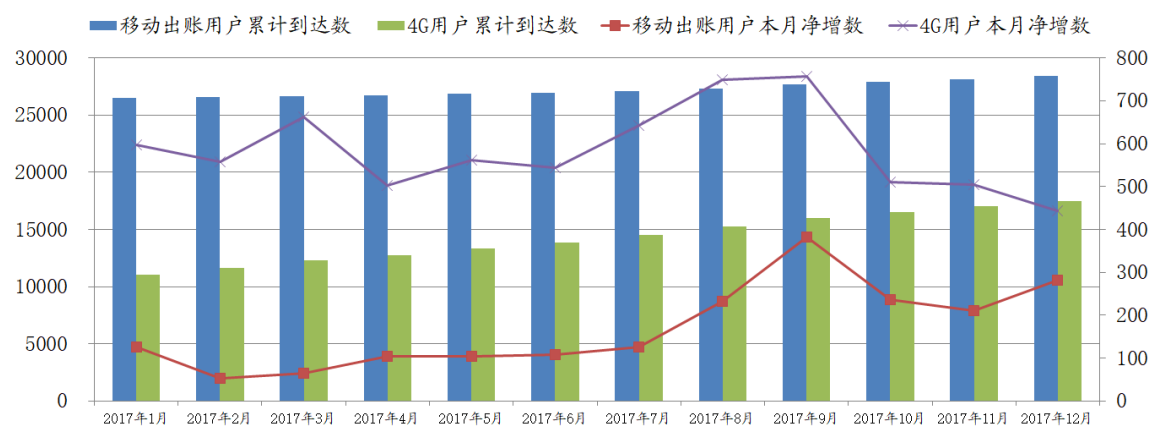
图表 1: BATJ 派驻非独立董事名单

董事姓名	现任职公司	现职务
李彦宏	百度公司	董事长兼首席执行官
胡晓明	阿里巴巴集团	资深副总裁
卢山	腾讯集团	高级执行副总裁
廖建文	京东集团	首席战略官

资料来源: 公司公告、中原证券

图表 2: 17 年公司月度移动用户数情况

单位: 万户



资料来源: 公司公告、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	277,048.5	274,196.8	265,696.7	274,730.4	293,934.0	成长性					
减: 营业成本	207,704.3	211,584.0	198,342.6	198,218.0	206,194.7	营业收入增长率	-4.0%	-1.0%	-3.1%	3.4%	7.0%
营业税费	884.7	1,064.1	1,062.8	1,098.9	1,175.7	营业利润增长率	-64.1%	-104.8%	3391.5%	131.5%	43.4%
销售费用	31,965.1	34,646.2	31,883.6	32,143.5	34,096.3	净利润增长率	-12.8%	-95.6%	1231.1%	144.7%	46.0%
管理费用	19,839.8	19,873.9	19,395.9	19,231.1	19,987.5	EBITDA 增长率	-9.0%	-11.2%	18.4%	18.9%	14.6%
财务费用	6,493.4	3,855.0	2,184.5	-1,279.5	-2,523.3	EBIT 增长率	-39.7%	-70.7%	213.6%	75.1%	39.9%
资产减值损失	4,089.8	4,177.1	4,800.0	5,200.0	5,600.0	NOPLAT 增长率	-39.9%	-67.8%	213.4%	69.8%	39.9%
加: 公允价值变动收益	45.1	-14.2	16.6	20.0	20.0	投资资本增长率	-3.2%	7.4%	-10.0%	-22.8%	-25.7%
投资和汇兑收益	-405.3	743.0	1,000.0	800.0	600.0	净资产增长率	1.6%	-1.5%	35.7%	4.6%	6.4%
营业利润	5,711.2	-274.8	9,044.0	20,938.4	30,023.1	利润率					
加: 营业外净收支	8,155.5	856.0	-1,300.0	-1,400.0	-1,500.0	毛利率	25.0%	22.8%	25.4%	27.9%	29.9%
利润总额	13,866.7	581.3	7,744.0	19,538.4	28,523.1	营业利润率	2.1%	-0.1%	3.4%	7.6%	10.2%
减: 所得税	3,432.3	101.3	1,355.2	3,907.7	5,704.6	净利润率	1.3%	0.1%	0.8%	1.8%	2.5%
净利润	3,471.6	154.1	2,050.8	5,017.5	7,324.7	EBITDA/营业收入	30.5%	27.4%	33.4%	38.4%	41.1%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.4%	1.3%	4.2%	7.2%	9.4%
货币资金	22,006.9	25,394.7	31,649.8	103,152.7	172,658.2	运营效率					
交易性金融资产	106.0	123.4	140.0	160.0	180.0	固定资产周转天数	477	477	481	420	341
应收账款	26,431.9	44,901.8	48,092.1	51,116.1	51,760.8	流动营业资本周转天数	-239	-262	-234	-216	-208
应收票据	56.9	53.7	64.4	57.7	72.9	流动资产周转天数	76	93	117	168	246
预付账款	3,823.4	3,990.8	3,722.6	3,985.9	3,746.4	应收账款周转天数	31	47	63	65	63
存货	3,945.9	2,431.3	2,196.7	2,208.1	2,030.3	存货周转天数	5	4	3	3	3
其他流动资产	3,386.8	5,338.3	5,270.0	5,100.0	5,000.0	总资产周转天数	755	808	802	763	740
可供出售金融资产	4,851.7	4,325.7	4,695.8	5,000.0	5,333.3	投资资本周转天数	394	406	412	335	237
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	32,974.7	33,423.3	33,423.3	33,423.3	33,423.3	ROE	4.4%	0.2%	1.3%	3.1%	4.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	0.1%	1.1%	2.6%	3.7%
固定资产	355,651.0	371,099.8	339,009.7	302,590.3	254,295.6	ROIC	3.0%	1.0%	2.9%	5.5%	9.9%
在建工程	96,499.7	78,142.9	54,996.6	42,793.8	34,862.0	费用率					
无形资产	26,982.9	26,376.7	22,082.1	17,787.5	13,492.8	销售费用率	11.5%	12.6%	12.0%	11.7%	11.6%
其他非流动资产	38,601.7	20,305.1	22,547.8	28,623.4	34,819.1	管理费用率	7.2%	7.2%	7.3%	7.0%	6.8%
资产总额	615,319.4	615,907.4	567,890.9	595,998.8	611,674.8	财务费用率	2.3%	1.4%	0.8%	-0.5%	-0.9%
短期债务	85,196.2	76,993.7	-	-	-	三费/营业收入	21.0%	21.3%	20.1%	18.2%	17.5%
应付账款	171,565.6	152,110.6	136,588.0	150,828.0	147,008.8	偿债能力					
应付票据	23.9	67.5	42.7	67.4	47.1	资产负债率	62.0%	62.6%	44.9%	45.1%	43.1%
其他流动负债	81,412.8	112,397.5	97,381.3	96,894.8	95,555.9	负债权益比	162.9%	167.2%	81.5%	82.1%	75.6%
长期借款	1,748.4	4,495.5	-	-	-	流动比率	0.18	0.24	0.39	0.67	0.97
其他非流动负债	41,326.2	39,335.6	20,975.4	20,875.4	20,775.4	速动比率	0.17	0.23	0.38	0.66	0.96
负债总额	381,273.0	385,400.4	254,987.4	268,665.7	263,387.3	利息保障倍数	1.88	0.93	5.14	-15.36	-10.90
少数股东权益	155,364.2	153,004.4	157,342.4	167,955.6	183,449.4	分红指标					
股本	21,196.6	21,196.6	30,234.0	30,234.0	30,234.0	DPS(元)	0.04	-	0.02	0.05	0.07
留存收益	59,653.0	58,582.9	125,327.1	129,143.6	134,604.2	分红比率	34.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	234,046.4	230,507.0	312,903.4	327,333.2	348,287.5	股息收益率	0.6%	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	10,434.4	479.9	2,050.8	5,017.5	7,324.7	EPS(元)	0.11	0.01	0.07	0.17	0.24
加: 折旧和摊销	70,693.2	65,347.9	77,537.5	85,873.1	93,407.4	BVPS(元)	2.60	2.56	5.15	5.27	5.45
资产减值准备	4,089.8	4,177.1	4,800.0	5,200.0	5,600.0	PE(X)	63.3	1,426.6	107.2	43.8	30.0
公允价值变动损失	-45.1	14.2	16.6	20.0	20.0	PB(X)	2.8	2.8	1.4	1.4	1.3
财务费用	6,521.4	4,021.6	2,278.9	-1,334.8	-2,632.4	P/FCF	16.3	-19.3	-3.1	3.2	3.5
投资收益	405.3	-743.0	-1,000.0	-800.0	-600.0	P/S	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	6,962.8	325.8	4,338.0	10,613.3	15,493.7	EV/EBITDA	4.4	5.3	4.0	2.7	1.8
营运资金的变动	-3,836.1	45,904.8	-35,346.2	1,135.6	-15,237.8	CAGR(%)	14.4%	262.3%	-18.9%	14.4%	262.3%
经营活动产生现金流量	89,233.3	79,525.0	54,675.7	105,724.6	103,375.6	PEG	4.4	5.4	-5.7	3.0	0.1
投资活动产生现金流量	-91,353.2	-95,749.3	-17,101.8	-32,300.2	-32,529.3	ROIC/WACC	0.3	0.1	0.3	0.6	1.0
融资活动产生现金流量	-1,492.4	17,903.3	-31,318.7	-1,921.5	-1,340.7	REP	4.1	12.3	4.2	2.3	1.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的

高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何

侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且

不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。