

中国联通(600050)

大额光改相关资产报废计提拉低全年业绩，未来三年业绩高增长依然可期 买入(维持)

2018年3月2日

证券分析师 孙云翔

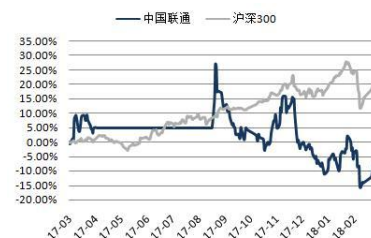
执业证号：S0600518010002

010-66573632

sunyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	274,197	278,391	291,905	310,988
同比(%)	-1.0%	1.5%	4.9%	6.5%
净利润(百万元)	154.07	431.73	3014.78	5870.04
同比(%)	-95.6%	180.2%	598.3%	94.7%
毛利率(%)	22.8%	24.7%	24.5%	26.1%
ROE(%)	0.2%	0.3%	2.1%	4.0%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.10	0.19
P/E	880.47	448.19	64.18	32.96
P/B	1.75	1.39	1.36	1.32

股价走势



投资要点

■ **事件：**中国联通公布 2017 年业绩预计说明，2017 年度公司利润总额预计约 23.8 亿元人民币，同比增长约 309.7%；归属于上市公司股东的净利润预计约 4.3 亿元人民币，同比增长约 177.6%。

■ **大额光改相关资产报废计提拉低全年业绩，现金流并未受损：**联通 2017 年发生税前非经常性损失预计约 24.0 亿元人民币左右，同比增加 32.6 亿，是影响 2017 年利润水平的重要原因。我们认为不必过度解读负面影响：1、该资产报废损失不会对本公司的现金流产生任何影响；2、公司扣非归母净利润 9.9 亿，展现公司盈利能力大幅改善；3、在提速降费持续推动和宽带市场竞争加剧背景下，公司坚持推动光改工程，持续提升公司长期网络质量竞争力以及维护宽带存量用户。

■ **股权激励解锁的利润总额基数依然保持高位，未来三年业绩高增长可期：**公司股权激励解锁条件要求，2018-2020 年利润总额相比于 2017 年利润总额基数增长率不低于 65.4%、224.8%、378.2%，同时解锁条件还规定 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。因此，2017 年度利润总额基准应为 2016 年度利润总额加 47.2 亿（约为 53 亿元），并不受 4 季度 2017 年利润总额下滑影响。未来三年公司股权激励解锁条件依然要求公司业绩保持高速增长，无需过度担忧。

■ **积极市场策略延续+铁塔让利，业绩有望提升：**中国联通的移动业务发展迅速，提升收入水平，主要得益于公司积极市场策略的延续。一方面公司继续力推 2I2C 和 2B2C，积极开拓新渠道用户并降低获客成本；另一方面，公司坚持推广不限流量套餐、智慧沃家融合套餐，继续凝聚存量用户。此外，铁塔新定价协议与 2018 年正式施行，预计 2018 年联通铁塔租赁费用将减少 10-20 亿，使得公司业绩得到显著提振。

■ **盈利预测与投资评级：**1、公司混改带来的效率提升、成本优化以及更多创新业务合作。2、公司保持积极的市场策略，用户增长恢复动能，4G 业务保持追赶。3、铁塔 2018 年起向联通提供优惠租赁服务价格，短期内有利于费用减少和业绩提升，中长期有利于网络建设、缩小差距。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.01 元、0.10 元、0.19 元，对应 PE 448/64/33 X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧风险，ARPU 值持续下滑风险。

市场数据

收盘价(元)	6.40
一年最低/最高价	5.89/9.29
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	135661

基础数据

每股净资产(元)	4.61
资产负债率(%)	54.5
总股本(百万股)	30234
流通 A 股(百万股)	21197

相关研究

1. 中国联通：用户发展获得开门红，4G 渗透率持续提升 -20180223
2. 中国联通：非公开发行顺利完成，核心业务增长动能复苏 -20171107
3. 中国联通：用户增长加速，混改红利逐步兑现 -20171023
4. 中报业绩靓丽，混改方案尘埃落定 -20170821

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	82233.9	121646.2	143310.1	158349.6	营业收入	274196.8	278390.9	291904.8	310988.3
现金	25394.7	71129.6	90330.5	102003.8	营业成本	211584.0	209671.2	220432.4	229796.3
应收款项	44955.5	38135.7	39987.0	42601.1	营业税金及附加	1064.1	1392.0	1459.5	1554.9
存货	2431.3	4021.1	4227.5	4407.1	营业费用	34646.2	33963.7	33861.0	34208.7
其他	9452.5	8359.7	8765.1	9337.6	管理费用	19873.9	21436.1	21309.1	21769.2
非流动资产	533673.5	521403.0	520006.1	527948.8	财务费用	3855.0	4186.3	3046.3	3294.7
长期股权投资	33423.3	33423.3	33423.3	33423.3	投资净收益	743.0	200.0	250.0	250.0
固定资产	449900.1	439267.3	439344.4	448613.5	其他	-4191.4	-6750.0	-3600.0	-3700.0
无形资产	26376.7	24739.1	23265.2	21938.6	营业利润	-274.8	1191.6	8446.6	16914.5
其他	23973.3	23973.3	23973.3	23973.3	营业外净收支	856.0	400.0	600.0	700.0
资产总计	615907.4	643049.2	663316.2	686298.4	利润总额	581.3	1591.6	9046.6	17614.5
流动负债	341569.3	306385.2	322442.0	337415.6	所得税费用	101.3	358.1	2035.5	3963.3
短期借款	98746.4	70000.0	75000.0	80000.0	少数股东损益	325.8	801.8	3996.3	7781.2
应付账款	140332.8	143610.4	150981.1	157394.7	归属母公司净利润	154.1	431.73	3014.78	5870.04
其他	102490.1	92774.8	96460.8	100021.0	EBIT	7028.6	11928.0	14842.9	23659.2
非流动负债	43831.1	44031.1	44231.1	44431.1	EBITDA	78445.1	82577.6	82637.8	92306.8
长期借款	4495.5	4495.5	4495.5	4495.5					
其他	39335.6	39535.6	39735.6	39935.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	385400.4	350416.3	366673.0	381846.7	每股收益(元)	0.01	0.01	0.10	0.19
少数股东权益	153004.4	153244.9	154843.4	157955.9	每股净资产(元)	3.66	4.61	4.69	4.85
归属母公司股东权益	77502.6	139387.9	141799.8	146495.8	发行在外股份(百万股)	21196.6	30234.0	30234.0	30234.0
负债和股东权益总计	615907.4	643049.2	663316.2	686298.4	ROIC(%)	1.7%	2.7%	3.3%	5.4%
					ROE(%)	0.2%	0.3%	2.1%	4.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	22.8%	24.7%	24.5%	26.1%
经营活动现金流	79525.0	77676.2	84862.8	88210.6	EBIT Margin(%)	2.6%	4.3%	5.1%	7.6%
投资活动现金流	-95749.3	-64648.5	-70058.9	-80363.3	销售净利率(%)	0.1%	0.2%	1.0%	1.9%
筹资活动现金流	17903.3	32707.2	4397.0	3826.0	资产负债率(%)	62.6%	54.5%	55.3%	55.6%
现金净增加额	1836.2	45734.9	19200.9	11673.3	收入增长率(%)	-1.0%	1.5%	4.9%	6.5%
企业自由现金流	11935.1	15734.3	19093.8	14500.7	净利润增长率(%)	-95.6%	180.2%	598.3%	94.7%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>