

证券研究报告—动态报告

信息技术

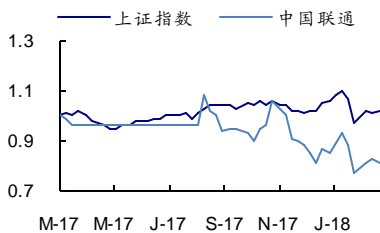
通信

中国联通(600050)
买入

2017 年年报点评

(维持评级)

2018 年 03 月 16

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	30,234/21,197
总市值/流通(百万元)	188,358/132,055
上证综指/深圳成指	3,291/11,164
12 个月最高/最低(元)	9.29/5.89

相关研究报告:

《中国联通-600050-重大事件快评: 浅谈关于运营商及联通的观点》——2018-03-11
 《中国联通-600050-2017 年度业绩预告点评: 业绩改善, 收入端和成本端好转》——2018-03-05
 《中国联通-600050-重大事件快评: 限制性股票激励名单公布, 股东大会发言彰显信心》——2018-02-12
 《中国联通-600050-重大事件快评: 与铁塔签订补充协议, 成本端受益》——2018-02-02
 《中国联通-600050-重大事件快评: 首期股权激励将落地, 内部活力或逐步释放》——2018-01-29

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 王齐昊

电话: 0755-22940673
 E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070002

独立性声明:

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。

财报点评

符合预期, 收入和成本端皆好转

公司发布的 2017 年业绩报告显示, 2017 年度公司营业收入 2748.29 亿元, 同比增长 0.23%。归属于上市公司股东净利润为 18.28 亿元, 同比增长 192.48%。剔除与光改相关的资产报废净损失人民币 29 亿元, 则净利润达 40 亿元, 同比增长 540.5%, 整体符合预期。

● 业绩触底反弹, 收入端和成本端均好转

公司 2017 年业绩相触底反弹, 与去年同期业绩基数较小有关, 2016 年公司净利润仅 4.8 亿元。此外, 业绩的增长主要来自营收的稳中有升和营业成本的稳中有降, 销售通信产品成本大幅下降, 以及利息收入的增长。

从收入端来看, 公司在低成本和薄补贴的用户发展模式下, 2017 年移动服务收入增长 7.9%, 高于行业平均水平。移动业务上, 公司积极规模化推进 212C、2B2C 等业务, 4G 用户快速增长, 促使移动用户 ARPU 上升 3.5%, 达到 48 元。固网业务上, 2017 年宽带业务竞争加剧, 总体收入基本保持平稳。2017 年中国联通将积极推进宽带产品互联网化销售, 由提供宽带接入逐步向提供内容服务转变, 随着业务结构优化, 未来有望实现增长。从成本端来看, 公司的通信产品销售同比大幅下降, 主要由于公司全面推动商业模式转型。

● 业务朝互联网化转型, 培育未来增长引擎

2017 产业互联网业务收入为 159 亿元, 同比增长 17.4%, 目前在总营收中占比为 6.4%, 未来份额将继续提高。其中, 移动业务的互联网化主要体现在 212C、2B2C 等业务形态上, 目前在移动手机数据流量 DOU 翻倍增长的情况下, 4G 网络利用率保持在 60% 以下, 说明公司仍有较强的网络承载能力来支撑移动用户的持续快速增长, 边际成本将呈下降趋势, 进一步改善公司的业绩。

● 业绩触底, 看好公司变革预期, 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 212C 卡范围逐步扩大、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。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 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.08/0.12/0.16 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	274,197	274,829	290,595	335,556	360,085
(+/-%)	-1.0%	0.2%	5.7%	15.5%	7.3%
净利润(百万元)	154	426	2429	3757	4840
(+/-%)	-95.6%	176.4%	470.3%	54.7%	28.8%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.01	0.08	0.12	0.16
EBIT Margin	2.6%	4.1%	6.7%	8.3%	8.5%
净资产收益率(ROE)	0.2%	0.3%	1.8%	2.7%	3.4%
市盈率(PE)	44.6	442.3	77.6	50.1	38.9
EV/EBITDA	3.3	5.5	7.8	5.8	5.2
市净率(PB)	1.99	1.39	1.37	1.35	1.32

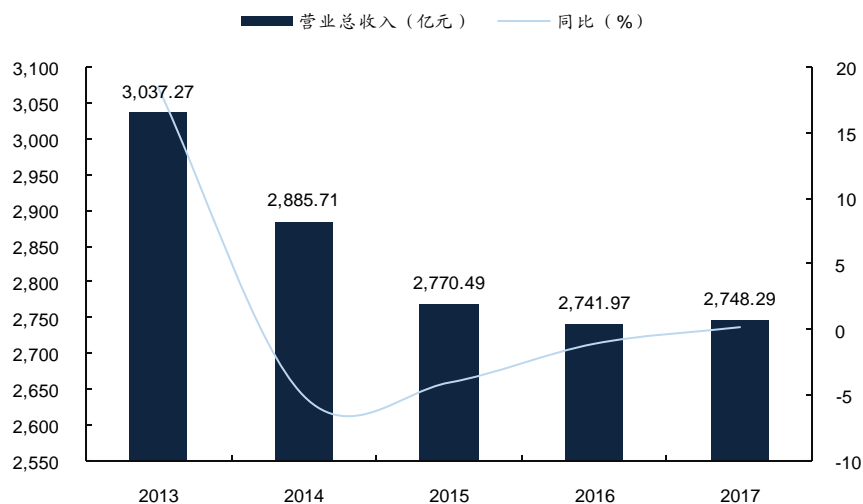
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩触底反弹，收入端和成本端均转好

公司发布的 2017 年业绩报告显示，2017 年度公司营业收入 2748.29 亿元，同比增长 0.23%。归属于上市公司股东净利润为 18.28 亿元，同比增长 192.48%。剔除与光改相关的资产报废净损失人民币 29 亿元，则净利润达 40 亿元，同比增长 540.5%，整体符合预期。

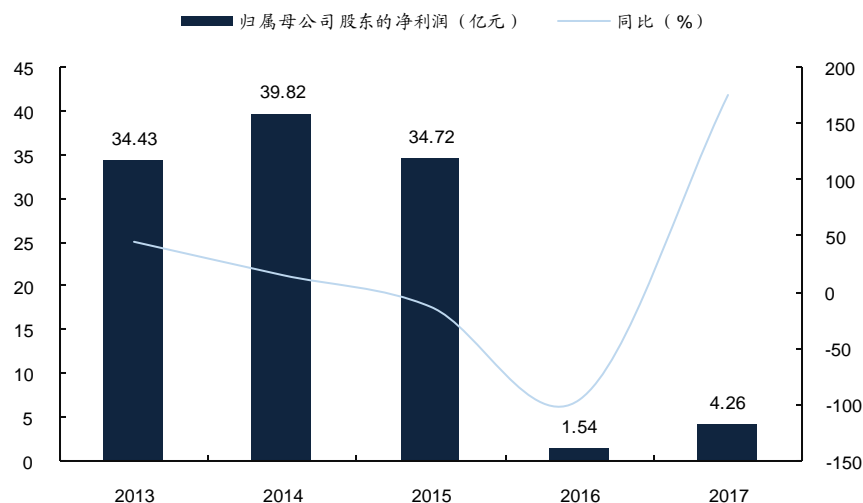
图 1: 中国联通 2013-2017 年营业收入及增速



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

公司 2017 年业绩相触底反弹，与去年同期业绩基数较小有关系，2016 年公司净利润仅 4.8 亿元。此外，业绩的增长主要来自营收的稳中有升和营业成本的稳中有降，销售通信产品成本大幅下降，以及利息收入的增长。

图 2: 中国联通 2013-2017 年净利润及增速



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

从收入端来看，公司在低成本和薄补贴的用户发展模式下，2017年移动服务收入增长7.9%，高于行业平均水平2.2个百分点（行业数据源自工信部网站）。

移动业务上，公司积极规模化推进2I2C、2B2C等业务，4G用户快速增长，促使移动用户ARPU上升3.5%，达到48元。截止至2017年底，公司拥有约7654万固网宽带用户，约2.84亿移动出账用户，其中4G用户约1.75亿户。

固网业务上，2017年宽带业务竞争加剧，总体收入908.7亿元，同比下降0.9%，基本保持平稳。其中，宽带接入收入小幅下降，互联网专线业务收入实现增长。2018年中国联通将积极推进宽带产品互联网化销售，由提供宽带接入逐步向提供内容服务转变，随着业务结构的优化，未来固网业务有望实现增长。

从成本端来看，公司的通信产品销售同比大幅下降，主要由于公司全面推动商业模式转型，此外，公司借助互联网厂商的渠道，利于销售成本的下降。

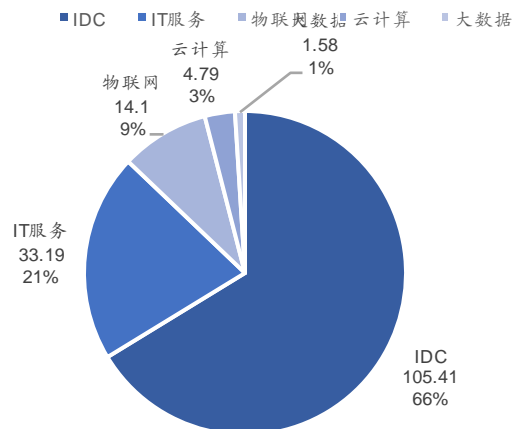
从资本开支来看，2017年的资本开支低于原计划，大幅下降了41.6%。

公司的偿债指标和盈利指标向好发展。资产负债率从2016年的62.9%下降为46.8%，主要得益于混改带来的资本实力的增强，降低公司财务杠杆和提高公司控风险能力。公司加权平均ROE从2016年的0.2%上升为0.49，盈利能力增强。此外，得益于收入的逐步改善和资本开支的大幅下降，公司自由现金流达到492.1亿元，同比提升5.6倍。

业务朝互联网化转型，培育未来增长引擎

随着公司混改的深化，公司与合作伙伴、互联网行业龙头开展业务层面的合作，来自产业互联网的业务收入增长显著，2017年产业互联网业务收入为159亿元，同比增长17.4%，目前在总营收中占比为6.4%，未来份额将继续提高。产业互联网业务主要包括ICT、云业务、物联网及大数据业务，各业务保持良好增长，凸显出联通的互联网运营商的属性。

图 3：中国联通 2017 年产业互联网业务组成（亿元，%）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

我们认为，公司的业务转型同时渗透于传统的移动业务和固网业务，也萌生出一些创新业务。其中，移动业务的互联网化主要体现在2I2C、2B2C等业务形态上，目前在移动手机数据流量DOU翻倍增长的情况下，4G网络利用率保持在60%以下，说明公司仍有较强的网络承载能力来支撑移动用户的持续快速增

长，边际成本将呈下降趋势，进一步改善公司的业绩。

图 4：中国联通互联网化新运营



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

业绩持续改善，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，加大创新优化业务结构。变革层面，公司 2I2C 卡范围逐步扩大、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。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 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.08/0.12/0.16 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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	38402	35000	33000	32000	营业收入	274829	290595	335556	360085
应收款项	26201	47644	31991	59037	营业成本	206977	213651	244029	259945
存货净额	2239	42103	48940	52659	营业税金及附加	1282	1308	1510	1620
其他流动资产	9770	1722	1988	2133	销售费用	34085	36353	40636	44579
流动资产合计	76771	126628	116079	145989	管理费用	21334	19781	21674	23435
固定资产	415335	374060	331636	288741	财务费用	4079	6701	9374	6878
无形资产及其他	25932	24895	23888	22880	投资收益	1700	573	485	283
投资性房地产	19977	19977	19977	19977	资产减值及公允价值变动	(3967)	(3346)	(3324)	(3698)
长期股权投资	35602	35596	35591	35585	其他收入	(3292)	200	500	800
资产总计	573617	581156	527170	513172	营业利润	1513	10227	15994	21013
短期借款及交易性金融负债	43149	204541	138091	112434	营业外净收支	865	767	1012	898
应付款项	118910	13031	15147	16298	利润总额	2378	10994	17006	21911
其他流动负债	79555	27849	32038	34598	所得税费用	694	2749	4252	5478
流动负债合计	241614	245420	185276	163330	少数股东损益	1258	5817	8998	11593
长期借款及应付债券	21454	21224	21224	21224	归属于母公司净利润	426	2429	3757	4840
其他长期负债	3530	3479	3429	3378					
长期负债合计	24985	24704	24653	24602	现金流量表 (百万元)				
负债合计	266599	270124	209929	187932	净利润	426	2429	3757	4840
少数股东权益	171625	173939	177518	182129	资产减值准备	(217)	60	(365)	(444)
股东权益	135393	137093	139723	143111	折旧摊销	70897	39357	41253	41678
负债和股东权益总计	573617	581156	527170	513172	公允价值变动损失	3967	3346	3324	3698
					财务费用	4079	6701	9374	6878
					营运资本变动	(22002)	(210836)	14439	(27694)
					其它	(17118)	2254	3944	5056
					经营活动现金流	35952	(163391)	66351	27134
					资本开支	(27813)	(450)	(780)	(1030)
					其它投资现金流	(36)	0	0	0
					投资活动现金流	(30028)	(444)	(774)	(1024)
					权益性融资	74960	0	0	0
					负债净变化	(1022)	(230)	0	0
					支付股利、利息	(6293)	(729)	(1127)	(1452)
					其它融资现金流	(53245)	161391	(66450)	(25657)
					融资活动现金流	7084	160433	(67577)	(27109)
					现金净变动	13008	(3402)	(2000)	(1000)
					货币资金的期初余额	25395	38402	35000	33000
					货币资金的期末余额	38402	35000	33000	32000
					企业自由现金流	28978	(157303)	75692	35834
					权益自由现金流	(25289)	(1167)	2212	5018

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.01	0.08	0.12	0.16
每股红利	0.21	0.02	0.04	0.05
每股净资产	4.48	4.53	4.62	4.73
ROIC	3%	4%	5%	5%
ROE	0%	2%	3%	3%
毛利率	25%	26%	27%	28%
EBIT Margin	4%	7%	8%	8%
EBITDA Margin	30%	20%	21%	20%
收入增长	0%	6%	15%	7%
净利润增长率	176%	470%	55%	29%
资产负债率	76%	76%	73%	72%
息率	3.3%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	442.3	77.6	50.1	38.9
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	5.5	7.8	5.8	5.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032