

2019年3月14日

中国联通 (600050.SH) 通信行业



营收增速行业持续领先，盈利能力大幅反弹

——中国联通 (600050.SH) 2018 年度报告点评

公司简报

◆事件:

公司发布 2018 年报，全年实现营业收入 2637 亿元，同比增长 5.9%；EBITDA 达到 852 亿元，同比增长 4.3%；利润总额 121 亿元，同比增长 408%；归属于母公司净利润 41 亿元，同比增长 858%；业绩符合预期。

◆移动业务增速继续领先行业，创新业务继续拉动固网收入增长

受降费政策影响，下半年行业整体增速有所放缓。公司深化创新转型，业务增长仍领先行业。公司全年营收增速 5.9%，领先于行业平均 3% 的增幅。其中移动业务方面，全年收入 1651 亿元，同比增长 5.5%，领先于行业平均 0.6% 的增幅。固网业务方面，宽带接入收入降幅收窄，产业互联网业务收入规模达到 230 亿元，同比增长 45%，受益于创新业务快速增长拉动，整体收入 963 亿元，同比增长 6%。

◆ARPU 值有所下降，4G 份额进一步提升

受降费政策、移动市场激烈竞争等影响，公司 ARPU 有所下降，其中移动出账用户 ARPU 45.7 元，同比下降 2.3 元；宽带接入 ARPU 44.6 元，同比下降 1.7 元。全年公司 4G 用户净增 4505 万户，总数达到 2.2 亿户，市场份额同比提高 1.3 个百分点；固网宽带净增用户 434 万户，达到 8088 万户。最新 1 月运营数据显示，公司 4G 用户数进一步提升至 2.23 亿户，固网宽带用户数进一步提升至 8151 万户。

◆2I2C 用户快速增长，继续深化内容聚合、产业互联网等领域合作

公司与腾讯、阿里、百度、京东、滴滴等深化互联网触点合作，2I2C 用户全年净增 4400 万户，总数达到约 9400 万户。内容聚合引入百度、爱奇艺、腾讯等优质视频内容，增强 IPTV 与手机视频业务的竞争力。聚焦云计算、大数据、物联网及 AI，与互联网企业深入推进业务合作。与阿里、腾讯开展云产品合作；与阿里、腾讯、网宿等分别成立云粒智慧、云景文旅、云际智慧等合资公司，加快拓展产业互联网领域的发展机会。

◆维持“买入”评级，目标价 9.96 元

维持公司 19-20 年 EPS 分别为 0.21/0.28 元，续予 2021 年 EPS 预测 0.33 元，公司有望通过业务转型+公司治理结构优化推动业绩持续成长，维持目标价 9.96 元，“买入”评级。

◆风险提示：移动业务竞争加剧的风险，降费政策影响超预期的风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	274,829	290,877	311,980	327,991	342,066
营业收入增长率	0.23%	5.84%	7.25%	5.13%	4.29%
净利润 (百万元)	426	4,081	6,460	8,651	10,390
净利润增长率	176.39%	858.28%	58.31%	33.91%	20.11%
EPS (元)	0.01	0.13	0.21	0.28	0.33
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.31%	2.91%	4.32%	5.47%	6.17%
P/E	520	54	34	26	21
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 03 月 13 日

买入 (维持)

当前价/目标价: 7.13/9.96 元

分析师

石崎良 (执业证书编号: S0930518070005)
021-52523856
shiqil@ebcn.com

刘凯 (执业证书编号: S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebcn.com

联系人

吴希凯
wuxk@ebcn.com

冷玥
lengyue@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股): 310.41
总市值(亿元): 2213.22
一年最低/最高(元): 4.63/7.57
近 3 月换手率: 35.00%

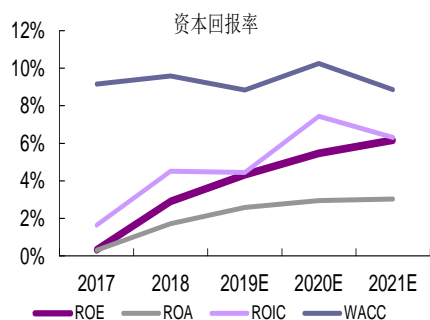
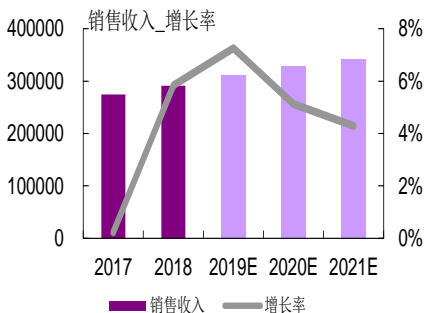
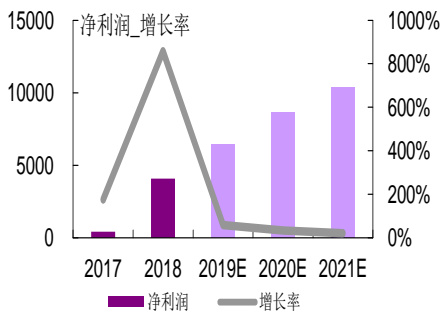
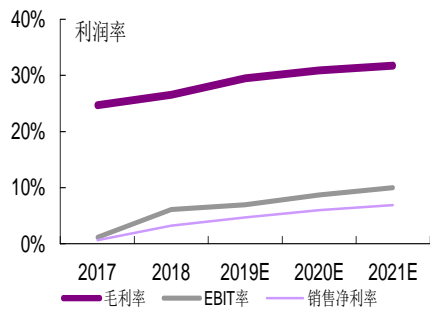
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.79	18.67	23.39
绝对	21.42	34.34	14.42

资料来源: Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	274,829	290,877	311,980	327,991	342,066
营业成本	206,977	213,586	219,993	226,593	233,391
折旧和摊销	79,845	73,575	3,706	9,962	20,041
营业税费	1,282	1,389	1,490	1,567	1,634
销售费用	34,085	35,170	36,749	37,614	38,162
管理费用	21,334	22,925	28,078	29,519	30,786
财务费用	4,079	-138	984	961	1,410
公允价值变动损益	-6	25	0	0	0
投资收益	1,700	2,476	1,683	1,362	1,300
营业利润	1,513	11,921	18,429	24,722	29,720
利润总额	2,378	12,075	18,585	24,886	29,891
少数股东损益	1,258	5,220	8,222	11,010	13,224
归属母公司净利润	426	4,081	6,460	8,651	10,390

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	573,617	541,762	571,057	665,859	780,102
流动资产	76,771	75,925	62,335	81,098	69,082
货币资金	38,402	33,783	21,839	38,148	23,945
交易型金融资产	160	770	0	0	0
应收帐款	18,509	17,843	15,310	16,095	16,786
应收票据	103	363	390	410	427
其他应收款	7,589	2,878	3,087	3,246	3,385
存货	2,239	2,388	2,330	2,404	2,480
可供出售投资	4,286	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	35,602	39,724	39,724	39,724	39,724
固定资产	363,499	341,453	399,334	484,322	622,539
无形资产	25,932	25,884	24,590	23,360	17,192
总负债	266,599	224,822	236,634	311,775	402,405
无息负债	201,995	187,753	145,252	308,602	311,911
有息负债	64,604	37,069	91,382	3,173	90,493
股东权益	307,018	316,940	334,423	354,083	377,697
股本	30,234	31,028	31,041	31,041	31,041
公积金	77,685	80,956	81,602	82,467	83,506
未分配利润	29,773	33,452	39,266	47,052	56,403
少数股东权益	171,625	176,796	185,018	196,028	209,252

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	91,335	94,830	-20,545	195,136	49,484
净利润	426	4,081	6,460	8,651	10,390
折旧摊销	79,845	73,575	3,706	9,962	20,041
净营运资金增加	25,896	21,852	41,634	-160,795	-1,033
其他	-14,832	-4,678	-72,345	337,319	20,086
投资活动产生现金流	-47,334	-61,167	-46,187	-88,638	-148,700
净资本支出	-43,509	-55,733	-49,538	-90,000	-150,000
长期投资变化	35,602	39,724	0	0	0
其他资产变化	-39,427	-45,157	3,351	1,362	1,300
融资活动现金流	-34,665	-36,550	54,787	-90,189	85,013
股本变化	9,037	794	13	0	0
债务净变化	-74,514	-27,535	54,314	-88,209	87,320
无息负债变化	-44,288	-14,242	-42,501	163,350	3,309
净现金流	9,235	-2,813	-11,945	16,309	-14,203

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.23%	5.84%	7.25%	5.13%	4.29%
净利润增长率	176.39%	858.28%	58.31%	33.91%	20.11%
EBITDA 增长率	6.98%	10.01%	-72.11%	51.33%	41.07%
EBIT 增长率	-410.09%	468.44%	23.70%	31.27%	20.06%
估值指标					
PE	520	54	34	26	21
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	3	2	11	4	5
EV/EBIT	31	12	13	6	8
EV/NOPLAT	43	15	16	8	10
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	24.69%	26.57%	29.48%	30.91%	31.77%
EBITDA 率	30.18%	31.38%	8.15%	11.73%	15.86%
EBIT 率	1.13%	6.08%	6.96%	8.69%	10.00%
税前净利润率	0.87%	4.15%	5.96%	7.59%	8.74%
税后净利润率 (归属母公司)	0.15%	1.40%	2.07%	2.64%	3.04%
ROA	0.29%	1.72%	2.57%	2.95%	3.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.31%	2.91%	4.32%	5.47%	6.17%
经营性 ROIC	1.63%	4.50%	4.44%	7.45%	6.31%
偿债能力					
流动比率	0.32	0.36	0.27	0.27	0.17
速动比率	0.31	0.34	0.26	0.26	0.17
归属母公司权益/有息债务	2.10	3.78	1.63	49.81	1.86
有形资产/有息债务	8.26	13.74	5.94	201.24	8.39
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.01	0.13	0.21	0.28	0.33
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.94	3.05	-0.66	6.29	1.59
每股自由现金流(FCFF)	0.63	0.31	-2.14	3.46	-3.16
每股净资产	4.36	4.51	4.81	5.09	5.43
每股销售收入	8.85	9.37	10.05	10.57	11.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼