

# 中国联通(600050)

## 用户发展获得开门红, 4G 渗透率持续提升 买入(维持)

2018年2月23日

证券分析师 孙云翔

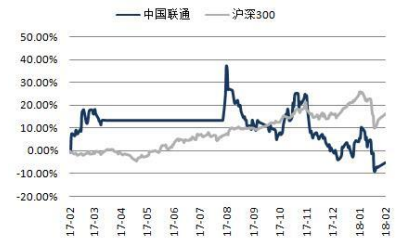
执业证号: S0600518010002

010-66573632

[sunyx@dwzq.com.cn](mailto: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	293,905	309,088
同比(%)	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
净利润(百万元)	154.07	1760.87	3488.36	5991.11
同比(%)	-95.6%	1042.9%	98.1%	71.7%
毛利率(%)	22.8%	24.7%	24.7%	26.3%
ROE(%)	0.2%	1.3%	2.4%	4.0%
每股收益(元)	0.01	0.06	0.12	0.20
P/E	859.84	107.31	54.17	31.54
P/B	1.71	1.35	1.32	1.28

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 中国联通公布 2018 年 1 月运营数据, 移动出账用户净增和 4G 用户净增分别达到 287.2 万户和 641.5 万户, 宽带用户净增 50.1 万户。中国移动同日公布 1 月运营数据, 移动用户净增长 384.3 万户, 4G 用户净增长 524.2 万户, 宽带用户净增 407.6 万户。
- **积极市场策略延续, 移动用户发展保持高速:** 中国联通的移动业务在 2017Q3 以来发展迅速, 下半年用户发展速度明显加快, 主要得益于公司积极市场策略的延续。1、公司持续重视 2I2C 和 2B2C 在线销售, 积极开拓新渠道用户; 2、公司最先引入并坚持推广不限流量套餐, 凝聚高端用户; 3、公司 4G 套餐资费持续优惠并力推智慧沃家融合套餐, 保护存量宽带用户的同时也积极提升 4G 用户渗透率。2018 年 1 月, 中国联通用户发展情况良好: 1、移动出账用户净增 287.2 万户, 相比于 2017 年平均 169.5 万户新增用户仍处于快速增长期。2、4G 净增长环比提升 44.5%, 净增长数领先移动, 联通 4G 持续追赶, 4G 渗透率突破 63.1%, 在三家中 4G 渗透率提升保持最快。
- **宽带业务保持战略防御, 保存量用户存量收入获得成效:** 联通 1 月宽带用户恢复正增长, 单月用户增长规模达到 2017 年全年 38%, 扭转了移动大规模进攻宽带市场给联通用户发展带来的负面影响。联通一方面通过有限幅度降价维系用户, 一方面通过固移融合套餐拓展新用户, 在宽带市场保持战略防御, 有利于稳定宽带业务收入水平。
- **铁塔让利, 业绩有望提升:** 近期公司与中国铁塔签订《<商务定价协议>补充协议》, 明确多项租赁费用优惠政策, 给公司带来积极影响。1、预计 2018 年联通铁塔租赁费用将减少 10-20 亿, 将使得公司业绩得到显著提振。2、共享折扣提升, 有利于促进联通持续节约运营费用。3、在铁塔租赁费用下降情况下, 联通能够把更多资金用于网络设备, 缩小与领先者的网络差距, 提升业务竞争力。
- **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 0.06 元、0.12 元、0.20 元, 对应 PE 107/54/32 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)	6.25
一年最低/最高价	5.89/9.29
市净率(倍)	1.35
流通 A 股市值(百万元)	132481

### 基础数据

每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	54.3
总股本(百万股)	30234
流通 A 股(百万股)	21197

### 相关研究

1. 中国联通: 非公开发行顺利完成, 核心业务增长动能复苏 -20171107
2. 中国联通: 用户增长加速, 混改红利逐步兑现 -20171023
3. 中报业绩靓丽, 混改方案尘埃落定 -20170821
4. 中国联通: 一季度业绩大超预期, 混改持续推进值得关注 -20170423

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
<b>流动资产</b>	<b>82233.9</b>	<b>119842.7</b>	<b>143288.1</b>	<b>155274.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>274196.8</b>	<b>278390.9</b>	<b>293904.9</b>	<b>309088.3</b>
现金	25394.7	69326.2	89956.1	99283.4	营业成本	211584.0	209671.2	221394.8	227861.2
应收款项	44955.5	38135.7	40260.9	42340.9	营业税金及附加	1064.1	1392.0	1469.5	1545.4
存货	2431.3	4021.1	4245.9	4369.9	营业费用	34646.2	33406.9	34093.0	33999.7
其他	9452.5	8359.7	8825.1	9280.6	管理费用	19873.9	20879.3	20867.2	21636.2
<b>非流动资产</b>	<b>533673.5</b>	<b>524620.5</b>	<b>523384.5</b>	<b>531496.1</b>	财务费用	3855.0	4199.8	3062.6	3317.9
长期股权投资	33423.3	33423.3	33423.3	33423.3	投资净收益	743.0	300.0	250.0	250.0
固定资产	449900.1	442484.8	442722.7	452160.8	其他	-4191.4	-3500.0	-3600.0	-3700.0
无形资产	26376.7	24739.1	23265.2	21938.6	<b>营业利润</b>	<b>-274.8</b>	<b>5641.7</b>	<b>9667.7</b>	<b>17277.8</b>
其他	23973.3	23973.3	23973.3	23973.3	营业外净收支	856.0	850.0	800.0	700.0
<b>资产总计</b>	<b>615907.4</b>	<b>644463.2</b>	<b>666672.6</b>	<b>686770.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>581.3</b>	<b>6491.7</b>	<b>10467.7</b>	<b>17977.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>341569.3</b>	<b>305995.5</b>	<b>323364.6</b>	<b>335293.3</b>	所得税费用	101.3	1460.6	2355.2	4045.0
短期借款	98746.4	70000.0	75000.0	80000.0	少数股东损益	325.8	3270.2	4624.1	7941.7
应付账款	140332.8	143610.4	151640.3	156069.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>154.1</b>	<b>1760.87</b>	<b>3488.36</b>	<b>5991.11</b>
其他	102490.1	92385.1	96724.3	99224.0	EBIT	7028.6	13041.5	16080.3	24045.7
<b>非流动负债</b>	<b>43831.1</b>	<b>44031.1</b>	<b>44231.1</b>	<b>44431.1</b>	EBITDA	78445.1	83691.2	83875.2	92693.3
长期借款	4495.5	4495.5	4495.5	4495.5					
其他	39335.6	39535.6	39735.6	39935.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>385400.4</b>	<b>350026.6</b>	<b>367595.6</b>	<b>379724.4</b>	每股收益(元)	0.01	0.06	0.12	0.20
少数股东权益	153004.4	153985.4	155835.1	159011.7	每股净资产(元)	3.66	4.65	4.74	4.90
归属母公司股东权益	77502.6	140451.3	143241.9	148034.8	发行在外股份(百万股)	21196.6	30234.0	30234.0	30234.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>615907.4</b>	<b>644463.2</b>	<b>666672.6</b>	<b>686770.9</b>	ROIC(%)	1.7%	2.9%	3.5%	5.4%
					ROE(%)	0.2%	1.3%	2.4%	4.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	22.8%	24.7%	24.7%	26.3%
经营活动现金流	79525.0	76138.6	86549.0	86059.5	EBIT Margin(%)	2.6%	4.7%	5.5%	7.8%
投资活动现金流	-95749.3	-64648.5	-70221.4	-80534.0	销售净利率(%)	0.1%	0.6%	1.2%	1.9%
筹资活动现金流	17903.3	32441.3	4302.3	3801.8	资产负债率(%)	62.6%	54.3%	55.1%	55.3%
现金净增加额	1836.2	43931.5	20629.9	9327.3	收入增长率(%)	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
企业自由现金流	11935.1	16240.1	20851.8	12293.2	净利润增长率(%)	-95.6%	1042.9%	98.1%	71.7%

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>