

中国联通(600050)

用户增长叠加 ARPU 抬升推动收入端持续改善，关注产业互联网业务发展机会

买入(维持)

2018年3月16日

证券分析师 孙云翔

执业证号: S0600518010002

010-66573632

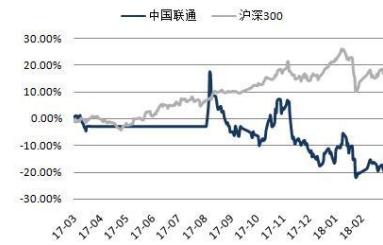
sunnyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	274,829	282,618	299,023	320,651
同比(%)	0.2%	2.8%	5.8%	7.2%
净利润(百万元)	425.84	2965.09	5460.48	8201.07
同比(%)	176.4%	596.3%	84.2%	50.2%
毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.6%	27.4%
ROE(%)	0.3%	2.2%	3.8%	5.5%
每股收益(元)	0.01	0.10	0.18	0.27
P/E	442.32	63.52	34.49	22.97
P/B	1.39	1.37	1.33	1.27

投资要点

- **事件:** 公司公布2017年年报，2017年实现营收2748.29亿元，同比增长0.2%；其中主营业务收入2490.15亿元，同比增长4.6%；归母净利润4.26亿，同比增长176.4%；剔除光改项目资产报废损失影响后归母净利润11.51亿，同比增长647.1%；自由现金流492.01亿，同比增长563.6%。
- **用户增长强劲+ARPU抬升，收入端获得显著改善。** 2017年业务改善主要来自收入端：移动出账用户数增长2000多万，移动用户ARPU值提升3.5%（提升1.62元），带动移动主营业务收入增长7.9%，整体服务收入同比增长4.6%。
- **2018年迎来开门红，提速降费对当年影响有限：** 2018年1-2月归母净利润同比增长400%以上；移动出账用户净增数同比增长214.7%；移动主营业务收入同比增长11.6%；产业互联网业务收入同比增长约30.7%；各项指标体现公司发展加速。考虑到提速降费政策从7月执行，对当年影响有限，2018年业绩指标完成应该顺利。
- **CAPEX稳中有升，精准投资提升投资效率：** 2018年计划CAPEX不超过500亿，预计2018年4G基站部署11万个。公司投资策略是聚焦和精细化，将投资集中于高业务价值区，并通过科学的规划手段提升投资效率，降低不必要的投资规模，利于公司业绩提升。
- **公司长期发展侧重产业互联网业务，中长期发展动能值得关注：** 根据公司规划，到2020年，产业互联网收入将达到约450亿，绝对增量近300亿，CAGR达到41%；传统业务收入将达到约2550亿，绝对增量约220亿。从绝对增量来看，产业互联网业务将超过传统业务，成为增量业务发展核心。公司产业互联网业务发展思路是与战略合作伙伴强强联合，依靠合作伙伴补齐自身人才短板、资源短板、技术短板，在ICT新业务领域提升公司的收入水平。
- **盈利预测与投资评级：** 公司通过混改和市场创新不断提升公司核心竞争力，推动收入端持续改善；通过精准投资和终端补贴削减，持续降低经营成本，提升经营效率；通过布局创新产业，为公司中长期发展注入新动力。我们预计公司2018-2020年的EPS为0.10元、0.18元、0.27元，对应PE64/35/23X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 竞争加剧风险，ARPU值持续下滑风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.23
一年最低/最高价	5.89/9.29
市净率(倍)	1.37
流通A股市值(百万元)	132100

基础数据

每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	46.5
总股本(百万股)	30234
流通A股(百万股)	19297

相关研究

1. **中国联通：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** -20180302
2. **中国联通：用户发展获得开门红，4G渗透率持续提升** -20180223
3. **中国联通：非公开发行顺利完成，核心业务增长动能复苏** -20171107
4. **中国联通：用户增长加速，混改红利逐步兑现** -20171023

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	76771.5	139252.0	162629.5	184498.9	营业收入	274828.9	282618.1	299022.7	320650.8
现金	38402.2	96905.9	117872.8	136541.3	营业成本	206976.7	210808.6	219611.7	232887.1
应收款项	26201.5	30971.9	32769.6	35139.8	营业税金及附加	1282.0	1413.1	1495.1	1603.3
存货	2238.6	2887.8	3008.4	3190.2	营业费用	34085.5	34479.4	34686.6	35271.6
其他	9929.3	8486.5	8978.7	9627.5	管理费用	21333.6	21196.4	21828.7	21804.3
非流动资产	496845.9	486834.6	484601.7	491685.8	财务费用	4079.0	2305.2	2585.0	2765.2
长期股权投资	35601.7	35601.7	35601.7	35601.7	投资净收益	1700.2	200.0	570.0	890.0
固定资产	415334.9	406916.8	406117.9	414492.5	其他	-7259.0	-4118.0	-3600.0	-3300.0
无形资产	25932.2	24339.0	22905.1	21614.6	营业利润	1513.2	8497.5	15785.5	23909.4
其他	19977.0	19977.0	19977.0	19977.0	营业外净收支	864.7	400.0	600.0	700.0
资产总计	573617.3	626086.6	647231.2	676184.7	利润总额	2377.9	8897.5	16385.5	24609.4
流动负债	241614.2	290332.2	304013.2	321857.3	所得税费用	693.9	2001.9	3686.7	5537.1
短期借款	43149.3	70000.0	75000.0	80000.0	少数股东损益	1258.1	3930.5	7238.3	10871.2
应付账款	118909.9	127062.7	132368.7	140370.3	归属母公司净利润	425.8	2965.09	5460.48	8201.07
其他	79555.0	93269.5	96644.5	101487.0	EBIT	11151.1	14720.7	21400.6	29084.6
非流动负债	24984.8	25184.8	25384.8	25584.8	EBITDA	82047.8	85325.9	89155.5	97696.1
长期借款	3473.1	3473.1	3473.1	3473.1					
其他	21511.7	21711.7	21911.7	22111.7	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	266599.0	315517.0	329397.9	347442.1	每股收益(元)	0.01	0.10	0.18	0.27
少数股东权益	171625.0	172804.2	175699.5	180048.0	每股净资产(元)	4.48	4.56	4.70	4.92
归属母公司股东权益	135393.3	137765.4	142133.8	148694.6	发行在外股份(百万股)	30234.0	30234.0	30234.0	30234.0
负债和股东权益总计	573617.3	626086.6	647231.2	676184.7	ROIC(%)	2.4%	3.4%	5.1%	7.2%
					ROE(%)	0.3%	2.2%	3.8%	5.5%
					毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.6%	27.4%
					EBIT Margin(%)	4.1%	5.2%	7.2%	9.1%
					销售净利率(%)	0.2%	1.0%	1.8%	2.6%
					资产负债率(%)	46.5%	50.4%	50.9%	51.4%
					收入增长率(%)	0.2%	2.8%	5.8%	7.2%
					净利润增长率(%)	176.4%	596.3%	84.2%	50.2%

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>