

# 中国联通(600050)

## 用户增长量超越中移动，创新业务高增长成为业绩持续提升的基石

买入(维持)

2018年4月22日

证券分析师 孙云翔

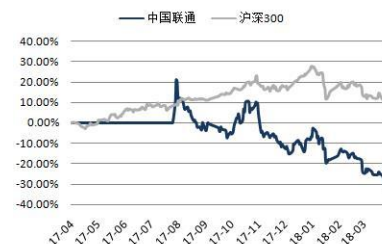
执业证号: S0600518010002

010-66573632

[sunyx@dwzq.com.cn](mailto:sunyx@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	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	2972.61	5475.57	8216.26
同比(%)	176.4%	598.1%	84.2%	50.1%
毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.6%	27.4%
ROE(%)	0.3%	2.1%	3.8%	5.4%
每股收益(元)	0.01	0.10	0.18	0.26
P/E	359.96	52.92	28.73	19.15
P/B	1.13	1.12	1.08	1.04

### 股价走势



### 投资要点

■ **事件 1:** 公司公布 2018 年一季报，本季度实现营收 749.35 亿元，同比增长 8.59%；其中主营业务收入 666.09 亿元，同比增长 8.44%；归母净利润 13.02 亿，同比增长 374.75%。

■ **事件 2:** 公司公布 2018 年 3 月运营数据，3 月份移动出账用户增长 410.5 万达到 29394.5 万户；其中 4G 用户净增长 707.1 万达到 19420.2 万户；宽带用户增长 58.4 万达到 7805.7 万户。

■ **用户增长超过移动，主营业务发展保持高速。**公司 2018 年用户增长势头良好：1、一季度累计出账用户增长 978.2 万户，接近去年全年增量用户的一半，公司经营情况持续改善；2、公司 3 月新增用户数创 2 年内新高，用户发展节奏加快；3、新增用户数量今年首次超过移动，展现公司市场吸引力不断提升。用户发展情况良好带动公司收入端持续改善，公司主营业务保持高增长，公司 3 月实现归母净利润 5.32 亿，创近年来新高，提振了公司中长期发展信心。

■ **数据流量继续有力增长，ARPU 值保持平稳：**公司 4G 用户渗透率持续提升，环比增长 1.5 个百分点至 66.07%，与中移动 4G 渗透率差距进一步缩小，从两个方面有利于公司业务实力提升。一方面 4G 用户是高流量用户，公司一季度数据业务流量环比增长 21.7%，进一步巩固公司作为数据业务优先运营商的地位；另一方面 4G 用户增长使得公司 ARPU 值大体保持稳定，部分对冲了将来提速降费对公司业绩的负面影响。

■ **产业互联网业务继续做大做强，宽带业务稳中有升：**公司一季度产业互联网收入 58.76 亿，同比增长 36%，继续大幅领先公司整体业务增速以及 2017 年该业务增速（17.4%），公司新兴业务继续做大做强，业绩增长新动能表现令人欣喜。此外，公司宽带业务在视频化、融合化、电商化市场策略下，保持稳中有升，恢复增长。

■ **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、0.26 元，对应 PE 53/29/19 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)	5.07
一年最低/最高价	5.06/9.29
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	107500

### 基础数据

每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	45.89
总股本(百万股)	31028
流通 A 股(百万股)	21197

### 相关研究

1. 中国联通：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 -20180316
2. 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
3. 中国联通：用户发展获得开门红，4G 渗透率持续提升 -20180223
4. 中国联通：非公开发行顺利完成，核心业务增长动能复苏 -20171107

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>76771.5</b>	<b>142260.7</b>	<b>165658.3</b>	<b>187547.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>274828.9</b>	<b>282618.1</b>	<b>299022.7</b>	<b>320650.8</b>
现金	38402.2	99914.6	120901.6	139590.3	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
<b>非流动资产</b>	<b>496845.9</b>	<b>486834.6</b>	<b>484601.7</b>	<b>491685.8</b>	财务费用	4079.0	2282.6	2539.8	2719.6
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	<b>营业利润</b>	<b>1513.2</b>	<b>8520.1</b>	<b>15830.8</b>	<b>23955.0</b>
其他	19977.0	19977.0	19977.0	19977.0	营业外净收支	864.7	400.0	600.0	700.0
<b>资产总计</b>	<b>573617.3</b>	<b>629095.3</b>	<b>650260.0</b>	<b>679233.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>2377.9</b>	<b>8920.1</b>	<b>16430.8</b>	<b>24655.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>241614.2</b>	<b>290332.2</b>	<b>304013.2</b>	<b>321857.3</b>	所得税费用	693.9	2007.0	3696.9	5547.4
短期借款	43149.3	70000.0	75000.0	80000.0	少数股东损益	1258.1	3940.4	7258.3	10891.3
应付账款	118909.9	127062.7	132368.7	140370.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>425.8</b>	<b>2972.61</b>	<b>5475.57</b>	<b>8216.26</b>
其他	79555.0	93269.5	96644.5	101487.0	EBIT	11151.1	14720.7	21400.6	29084.6
<b>非流动负债</b>	<b>24984.8</b>	<b>25184.8</b>	<b>25384.8</b>	<b>25584.8</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>266599.0</b>	<b>315517.0</b>	<b>329397.9</b>	<b>347442.1</b>	每股收益(元)	0.01	0.10	0.18	0.26
少数股东权益	171625.0	172807.2	175710.5	180067.0	每股净资产(元)	4.48	4.54	4.68	4.89
归属母公司股东权益	135393.3	140771.1	145151.6	151724.6	发行在外股份(百万股)	30234.0	31027.8	31027.8	31027.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>573617.3</b>	<b>629095.3</b>	<b>650260.0</b>	<b>679233.7</b>	ROIC(%)	2.4%	3.4%	5.1%	7.2%
					ROE(%)	0.3%	2.1%	3.8%	5.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.6%	27.4%
经营活动现金流	91335.4	96477.9	86188.2	94357.7	EBIT Margin(%)	4.1%	5.2%	7.2%	9.1%
投资活动现金流	-47333.8	-64221.5	-69106.0	-79025.7	销售净利率(%)	0.2%	1.1%	1.8%	2.6%
筹资活动现金流	-34665.4	29255.9	3904.9	3356.7	资产负债率(%)	46.5%	50.2%	50.7%	51.2%
现金净增加额	9234.7	61512.4	20987.0	18688.7	收入增长率(%)	0.2%	2.8%	5.8%	7.2%
企业自由现金流	32280.1	36240.8	22688.7	22999.7	净利润增长率(%)	176.4%	598.1%	84.2%	50.1%

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>