

2018年08月16日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

## 混改红利陆续释放，合资公司逐个成立、创新业务成为增长亮点

买入 (维持)

盈利预测预估值	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%
归母净利润 (百万元)	425.84	2972.61	5475.57	8216.26
同比 (%)	176.4%	598.1%	84.2%	50.1%
每股收益 (元/股)	0.01	0.10	0.18	0.26
P/E (倍)	399.01	58.66	31.85	21.22

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2018 年中报, 公司经营业绩显著提升。2018 年上半年, 公司累计实现营业收入人民币 1,491.1 亿元, 同比增长 7.9%。实现主营业务收入人民币 1,344 亿元, 同比增长 8.3%, 增速行业领先。实现 EBITDA 人民币 458 亿元, 同比增长 4.8%。税前利润达到人民币 77 亿元, 归属于母公司净利润达到人民币 26 亿元, 同比增长 232%。
- 公司业绩显著提升, 混改红利初步显现:** 由于公司持续深化实施聚焦战略, 上半年主营业务收入增长较快, 领先行业平均 4.1%, 净利润同比大幅增长。移动主营业务收入达到人民币 843 亿元, 同比增长 9.7%, 大幅领先行业平均近 8 个百分点。同期销售费用仅增长 2.4%, 手机终端补贴下降 52.3%。主要原因为公司发力流量经营, 推出差异化产品。我们认为由于公司不断强化互联网化及差异化经营, 凭借与外部混改战略投资者的合作, 混改红利将进一步兑现为业绩增长。
- 创新业务加快发展, 未来成长可期:** 公司以云业务为引领, 基于 SDN/NFV, 面向政企用户提供云网一体化、智能化网络服务。上半年, 公司云计算收入同比增长 39%, 互联网专线收入同比增长 8%。我们认为凭借与先进互联网合作伙伴的积极合作, 未来相关创新业务很可能成为公司业绩增长的重要推动力。
- 有效管控成本, 优化资本开支结构:** 公司资本开支控制良好, 公司自由现金流再创历史新高, 达到人民币 408 亿元。负债比率及财务费用大幅下降, 资产负债率进一步下降至 43.5%, 资产负债率同比下降 18pp, 财务费用同比下降 92%, 财务状况更趋稳健。资本开支结构的优化, 提高了公司未来业务发展能力和控风险能力。
- 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, 持续降低运营成本, 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 59/32/21 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.62
一年最低/最高价	4.61/9.25
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	119124.87

### 基础数据

每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	43.51
总股本(百万股)	31027.81
流通 A 股(百万股)	21196.60

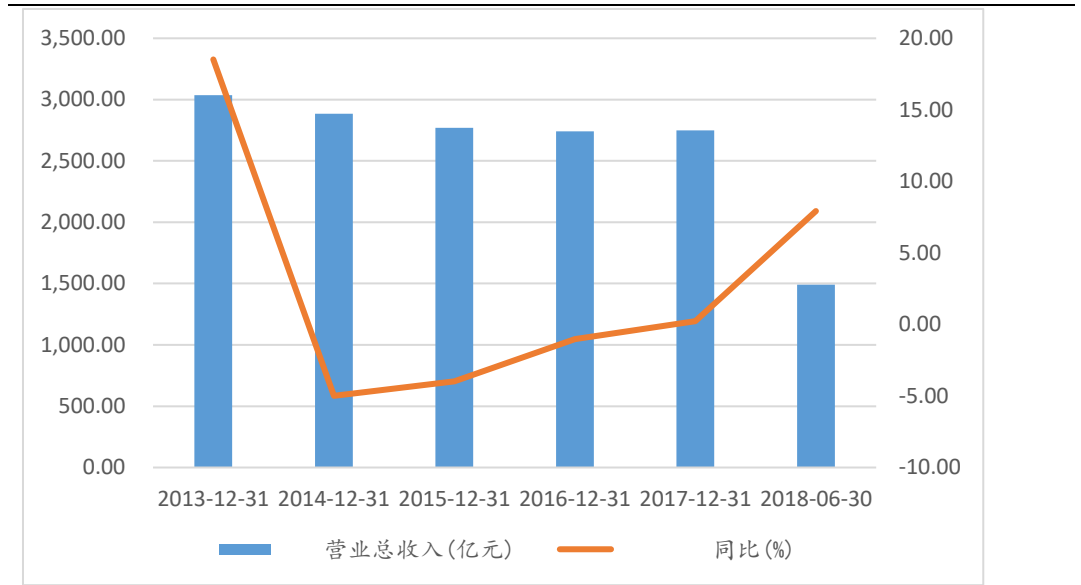
### 相关研究

- 《中国联通: 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》2018-04-23
- 《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》2018-03-16
- 《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》2018-03-02

## 1. 事件

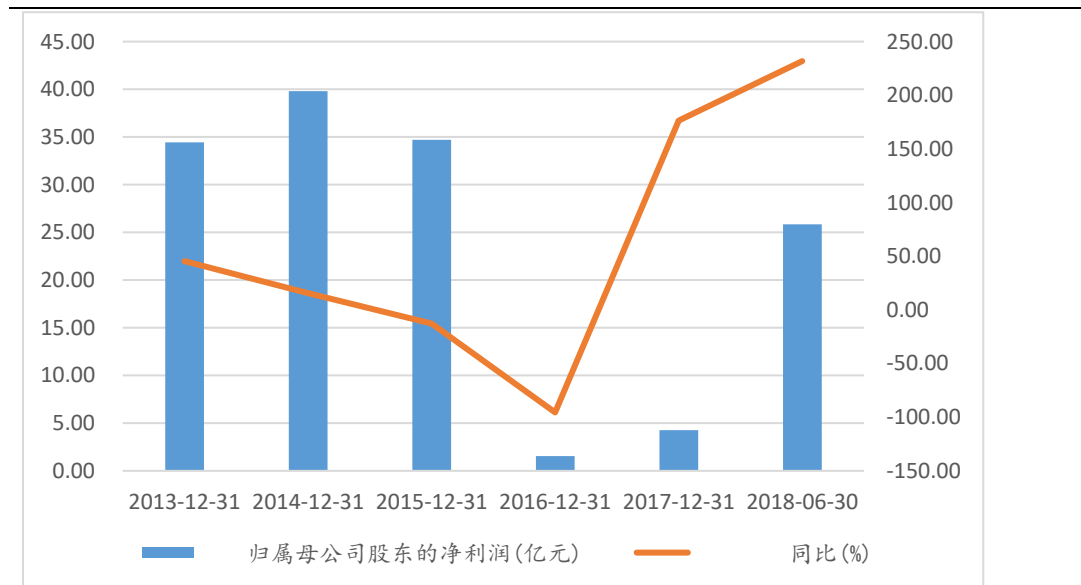
公司发布 2018 年中报，公司经营业绩显著提升。2018 年上半年，公司累计实现营业收入人民币 1,491.1 亿元，同比增长 7.9%。实现主营业务收入人民币 1,344 亿元，同比增长 8.3%，增速行业领先。实现 EBITDA 人民币 458 亿元，同比增长 4.8%。税前利润达到人民币 77 亿元，归属于母公司净利润达到人民币 26 亿元，同比增长 232%。

图 1: 营业总收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 归属母公司股东净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

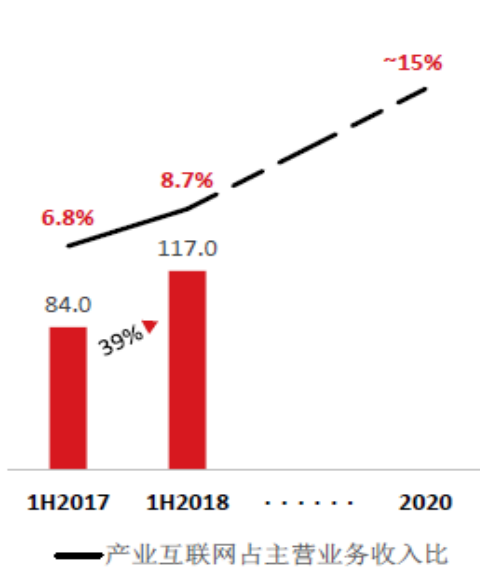
## 2. 公司业绩显著提升，混改红利初步显现。

由于公司持续深化实施聚焦战略，上半年主营业务收入增长较快，领先行业平均 4.1%，净利润同比大幅增长。

移动主营业务收入达到人民币 843 亿元，同比增长 9.7%，大幅领先行业平均近 8 个百分点。同期销售费用仅增长 2.4%，手机终端补贴下降 52.3%。主要原因为公司发力流量经营，推出差异化产品，如 2I2C，2B2C，冰激凌等产品，其中 2I2C 用户已达到 7700 万户。上半年，公司 4G 用户净增 2,823 万户，总数达到 2.03 亿户，4G 用户市场份额同比提高近 3 个百分点。4G 用户占移动出账用户比例超过 67%，同比提高 16 个百分点。公司手机上网流量单价同比大幅下降；手机上网流量保持强劲增长势头，手机用户月户均数据流量同比增长 2.2 倍；手机上网收入同比增长 25%，达到人民币 534 亿元。

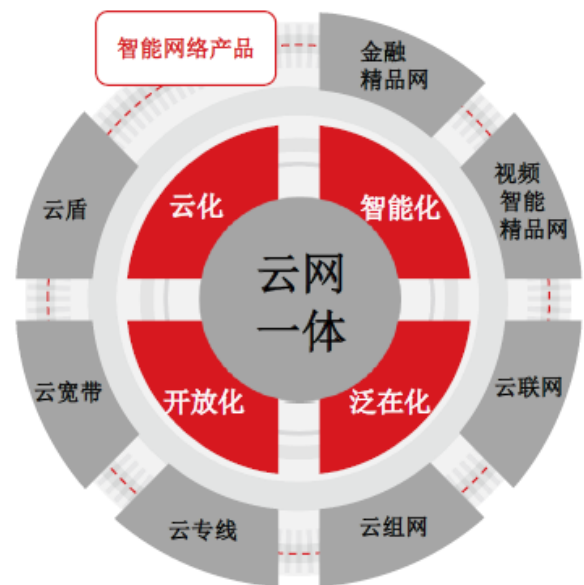
产业互联网业务收入规模达到人民币 117 亿元，同比增长 39%。受益于创新业务快速增长拉动，公司固网业务止跌转增，固网主营业务收入达到人民币 491 亿元，同比增长 5.5%。我们认为由于公司不断强化互联网化及差异化经营，凭借与外部混改战略投资者的合作，混改红利将进一步兑现为业绩增长。

图 3: 产业互联网业务收入(亿元人民币)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 云网一体化、智能化网络服务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3. 创新业务加快发展，未来成长可期

公司以云业务为引领，基于 SDN/NFV，面向政企用户提供云网一体化、智能化网络服务。上半年，公司云计算收入同比增长 39%，互联网专线收入同比增长 8%。上半

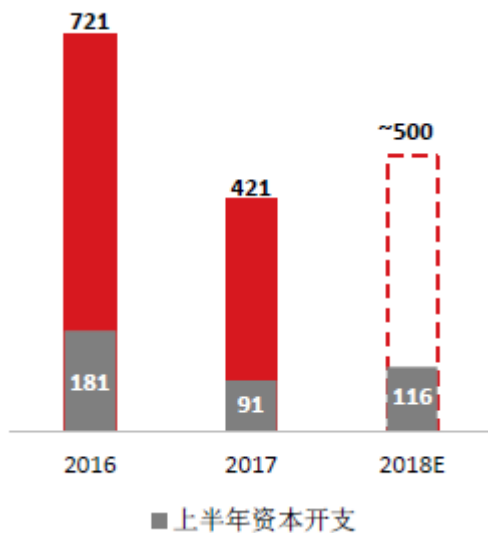
年，全面推进与战略投资者的深度合作。与腾讯、阿里、百度、京东、滴滴等公司持续推进互联网触点合作，以低成本和薄补贴的发展模式有效触达新用户，尤其是青年市场。2I2C 业务快速增长，用户总数达到约 7,700 万户，带动 4G 用户快速增长。公司与阿里、腾讯合作推出以“沃云”为品牌的公有云产品，为用户提供差异化产品及服务；开展云联网产品合作，为用户提供混合云组网能力；与阿里成立合资公司，强强联合，为政企客户打造定制化的应用软件服务。积极探索建设新零售试点门店，联合阿里、苏宁、京东、腾讯等，依托大数据能力，丰富门店品类、强化线上线下相互引流，对业务发展拉动效果显著。在 IPTV、手机视频内容、大数据、物联网、AI 等创新业务领域以及基础业务领域，与各战略投资者的合作顺利推进，有效促进共赢发展。我们认为凭借与先进互联网合作伙伴的积极合作，未来相关创新业务很可能成为公司业绩增长的重要推动力。

#### 4. 有效管控成本，优化资本开支结构

得益于近年资本开支的良好管控，2018 年上半年累计实现营业收入人民币 1,491.1 亿元，同比增长 7.9%。而公司累计发生成本费用人民币 1,375.4 亿元，同比增长 4.4%，少于营业收入 3.5pp。

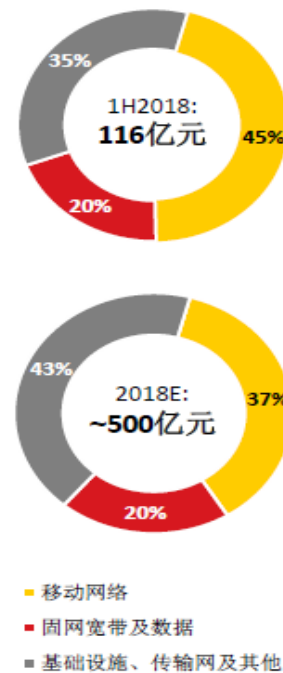
随着互联网业务的快速发展，公司业务结构持续优化。非语音业务收入累计实现营业收入人民币 1,104.2 亿元，同比增长 14.8%，占主营业务收入比进一步提高，从上年同期的 77.5% 提升到 82.1%。

图 5: 资本开支(亿元人民币)



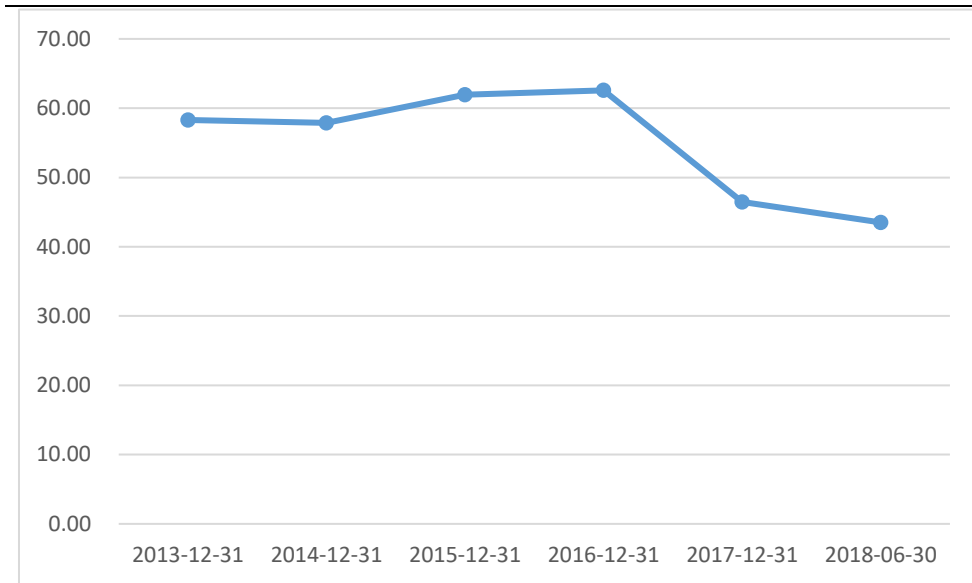
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 资本开支结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7: 资产负债率(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

通过引入实力雄厚的战略投资者,深化协同合作,公司财务实力显著增强。公司资本开支控制良好,公司自由现金流再创历史新高,达到人民币 408 亿元。负债比率及财务费用大幅下降,资产负债率进一步下降至 43.5%,资产负债率同比下降 18pp,财务费用同比下降 92%,财务状况更趋稳健。资本开支结构的优化,提高了公司未来业务发展能力和控风险能力。

## 5. 盈利预测及投资建议

我们认为,中国联通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。

我们继续看好公司长期发展前景,预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.10 元、0.18 元、0.26 元,对应 PE 59/32/21 X,维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

竞争加剧风险, ARPU 值持续下滑风险。



## 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>

