

活力。考核条件为：2018-2020 年度利润总额增长率不低于 65.4%、224.8%、378.2%（以 2017 为基数）。公司股权激励解锁条件为公司未来发展增速定调，划定了以收入、利润、净资产收益率三导向并行的财务目标，有利于公司朝着更为健康的良性循环发展。

表 1：股权激励解锁的业绩条件

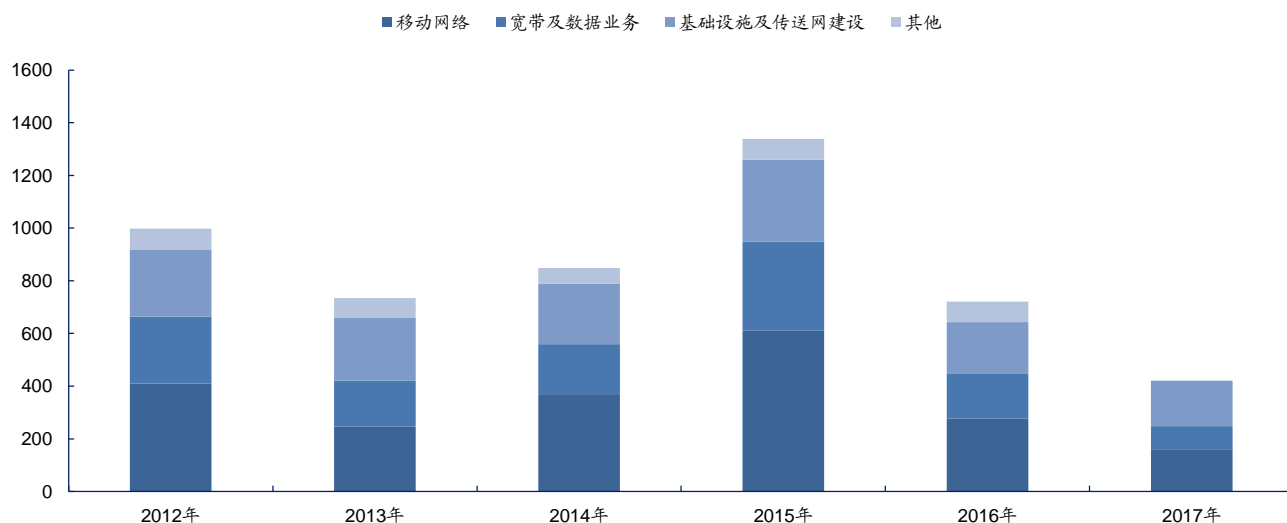
解锁期	解锁条件		
	主营业务收入	利润总额	净资产收益率
第一个解锁期	2018 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 4.4%，较 2017 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2018 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 65.4%，较 2017 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2018 年度净资产收益率不低于 2.0%。
第二个解锁期	2019 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 11.7%，较 2018 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2019 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 224.8%，较 2018 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2019 年度净资产收益率不低于 3.9%
第三个解锁期	2020 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 20.9%，较 2019 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2020 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 378.2%，较 2019 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2020 年度净资产收益率不低于 5.4%
备注	2017 年度主营业务收入基准为 2017 年度主营业务收入实际完成数与较 2016 年度主营业务收入增长 4.5%孰高者	2017 年度利润总额基准为 2017 年度利润总额实际完成数与较 2016 年度利润总额增长 47.2 亿元孰高者	净资产收益率=净利润/(期初所有者权益+期末所有者权益)/2。计算 ROE 时，剔除公司重要参股子公司引资上市等资本运作对公司所有者权益造成的影响

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 资本开支未来两年有望维持低位，4G 用户增长喜人

2017 年，中国联通资本开支同比大幅下降 41.6%，为人民币 421.3 亿元，为近五年最低水平。2018 年联通计划资本开支达 500 亿，主要投向移动领域，相比 17 年有所增长，但仍低于 2013 年的水平，考虑到 4G 今年仍有部分投资，5G2020 商用，我们预计未来两年联通资本开支有望维持较低水平。

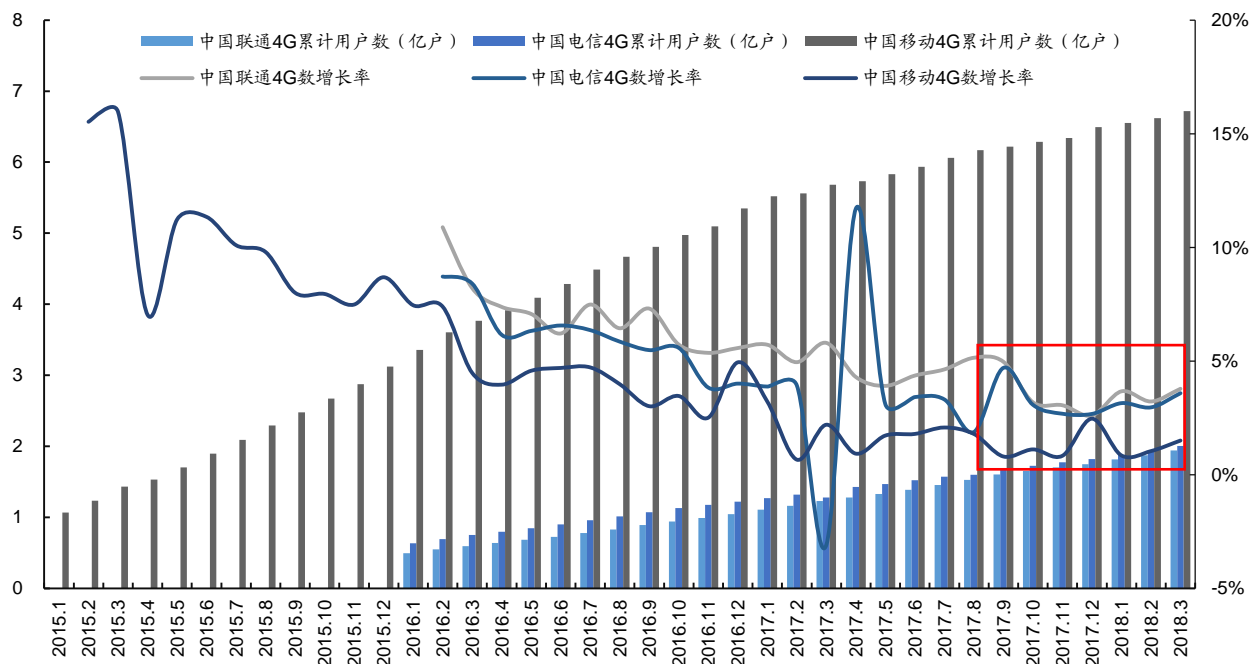
图 3：中国联通 2012-2017 资本开支（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2018年7月份移动出账用户净增366万户，达到3.04亿户。4G用户一季度增长近2000万户，与我们之前报告判断一致。2/3/4G整体用户ARPU值48元（2016年全年平均46.4元），同比增长2.6%。

图4：2015年1月到2018年3月4G累计用户数（亿户）和环比增长率（%）对比



资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

移动出账用户 ARPU 值平稳提升，多重因素将进一步抬高 ARPU 值。2017年移动出账用户 ARPU 达到人民币 48 元，较年初已提升 2 元。预计 ARPU 值将进一步提升：(1) 4G 用户 ARPU 达人民币 65.6 元，4G 用户渗透率提升抬高基础 ARPU 值；(2) 大小王卡、蚂蚁宝卡等创新定向流量优惠套餐，不仅带来用户增量，对 ARPU 值提升也有所裨益，(如：腾讯小王卡轻度使用为 $19+30*1=49$ 元/月)；(3) 互联网用户带来的增值业务也将进一步抬高 ARPU 值。

■ 看好公司变革，维持“买入”评级

变革层面，公司 I2IC 范围逐步扩大、流量银行打造平台优势提升客户黏性，语音经营向流量经营数据经营成为必然趋势。虽然短期收入和用户数增长面临一定的压力，但公司积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系，带来经营效率提升，看好公司变革，预计 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.13/0.18/0.20 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	38402	35000	33000	32000
应收款项	26201	48825	31991	60632
存货净额	2239	43345	48940	54790
其他流动资产	9770	1764	1988	2191
流动资产合计	76771	129093	116079	149772
固定资产	415335	375247	334108	292695
无形资产及其他	25932	24895	23888	22880
投资性房地产	19977	19977	19977	19977
长期股权投资	35602	35596	35591	35585
资产总计	573617	584808	529642	520909
短期借款及交易性金融负债	43149	204929	135965	111527
应付款项	118910	13415	15147	16957
其他流动负债	79555	28102	31437	35437
流动负债合计	241614	246446	182549	163921
长期借款及应付债券	21454	21224	21224	21224
其他长期负债	3530	3479	3429	3378
长期负债合计	24985	24704	24653	24602
负债合计	266599	271150	207202	188523
少数股东权益	171625	175453	180515	186248
股东权益	135393	138206	141925	146138
负债和股东权益总计	573617	584808	529642	520909

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.01	0.13	0.18	0.20
每股红利	0.21	0.04	0.05	0.06
每股净资产	4.48	4.57	4.69	4.83
ROIC	3%	5%	5%	6%
ROE	0%	3%	4%	4%
毛利率	25%	27%	27%	27%
EBIT Margin	4%	8%	10%	9%
EBITDA Margin	30%	21%	22%	20%
收入增长	0%	8%	13%	10%
净利润增长率	176%	844%	32%	13%
资产负债率	76%	76%	73%	72%
息率	4.1%	0.8%	1.0%	1.2%
P/E	360.0	38.2	28.8	25.5
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.1	6.6	4.9	4.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	274829	297796	335556	369812
营业成本	206977	218828	244029	268844
营业税金及附加	1282	1340	1510	1664
销售费用	34085	34872	37683	43379
管理费用	21334	18161	19627	22671
财务费用	4079	6712	9326	6795
投资收益	1700	573	485	283
资产减值及公允价值变动	(3967)	(2146)	(2024)	(2198)
其他收入	(3292)	200	500	800
营业利润	1513	16511	22342	25344
营业外净收支	865	1677	1712	1898
利润总额	2378	18188	24054	27242
所得税费用	694	4547	6013	6811
少数股东损益	1258	9623	12727	14414
归属于母公司净利润	426	4018	5314	6018

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	426	4018	5314	6018
资产减值准备	(217)	73	(351)	(428)
折旧摊销	70897	39357	41253	41680
公允价值变动损失	3967	2146	2024	2198
财务费用	4079	6712	9326	6795
营运资本变动	(22002)	(212650)	15680	(29362)
其它	(17118)	3755	5413	6161
经营活动现金流	35952	(163302)	69333	26267
资本开支	(27813)	(450)	(780)	(1030)
其它投资现金流	(36)	0	0	0
投资活动现金流	(30028)	(444)	(774)	(1024)
权益性融资	74960	0	0	0
负债净变化	(1022)	(230)	0	0
支付股利、利息	(6293)	(1205)	(1594)	(1805)
其它融资现金流	(53245)	161780	(68964)	(24437)
融资活动现金流	7084	160344	(70558)	(26243)
现金净变动	13008	(3402)	(2000)	(1000)
货币资金的期初余额	25395	38402	35000	33000
货币资金的期末余额	38402	35000	33000	32000
企业自由现金流	28978	(155297)	80683	36229
权益自由现金流	(25289)	1219	4724	6695

相关研究报告

- 《中国联通-600050-2018 年半年报点评：业绩继续改善，积极推动混改落地》 ——2018-08-16
- 《中国联通-600050-2018 年一季报点评：业绩大幅改善，4G 用户快速增长》 ——2018-04-23
- 《中国联通-600050-2017 年年报点评：符合预期，收入和成本端皆好转》 ——2018-03-16
- 《中国联通-600050-重大事件快评：浅谈关于运营商及联通的观点》 ——2018-03-11
- 《中国联通-600050-2017 年度业绩预告点评：业绩改善，收入端和成本端好转》 ——2018-03-05

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032