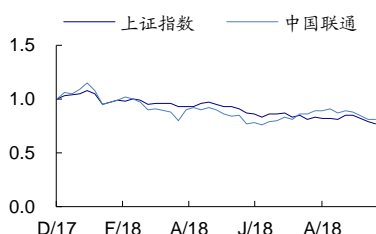


证券研究报告—动态报告
信息技术
通信
中国联通(600050)
买入
2018年三季度点评

(维持评级)

2018年10月23日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	31,028/19,297
总市值/流通(百万元)	159,173/98,993
上证综指/深圳成指	2,550/7,388
12个月最高/最低(元)	8.41/4.61

相关研究报告:

《中国联通-600050-重大事件快评:混改效应显现,继续看好公司发展》——2018-09-07
 《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

证券分析师:程成

电话: 0755-22940300

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师:李亚军

E-MAIL: liyajun1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518060001

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期,4G用户数持续增长

2018年三季度,公司实现主营业务收入人民币2197亿元,同比增长6.77%。税前利润达到人民币105亿元,归属于母公司净利润达到人民币34.7亿元,同比增长164%。

● 业绩同比高增长,移动业务和固网业务稳步增长

2018年三季度移动业务实现快速高效发展,公司深化流量经营,优化产品资费并积极推动大流量套餐,促进用户平滑过渡,努力以薄利多销促进多赢,移动主营业务收入达到人民币1,254.24亿元,比去年同期上升7.2%。公司持续优化融合产品体系,主推高带宽产品,突出内容拉动,不断丰富填充优质视频,固网宽带业务发展持续改善,固网主营业务收入为人民币732.23亿元,比去年同期上升5.2%。

● 4G业务规模发展,用户市场份额稳步提升

前三季度,移动出账用户净增2,566万户,达到3.10亿户;其中4G用户净增3,897万户,达到2.14亿户。移动出账用户ARPU为人民币46.8元,比去年同期有所下降。

● 积极推动混合所有制改革落地

公司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7700万户。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。

● 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。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	274,197	274,829	297,796	335,556	369,812
(+/-%)		0.2%	8.4%	12.7%	10.2%
净利润(百万元)	154	426	4018	5314	6018
(+/-%)		176.4%	843.5%	32.3%	13.3%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.01	0.13	0.18	0.20
EBIT Margin	1.58%	4.1%	8.3%	9.7%	9.0%
净资产收益率(ROE)	0.2%	0.3%	2.9%	3.7%	4.1%
市盈率(PE)	122	360	38.2	28.8	25.5
EV/EBITDA	3.5	5.1	6.6	4.9	4.6
市净率(PB)	2	1.13	1.11	1.08	1.05

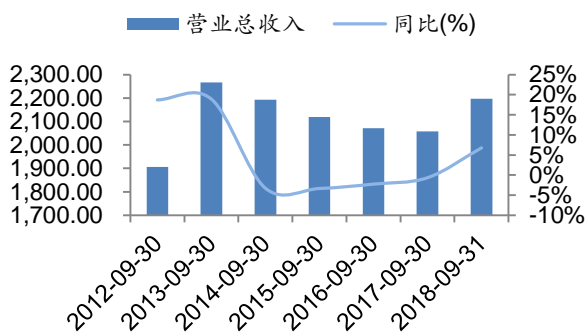
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

三季度业绩同比大幅改善，移动业务和固网业务稳步增长

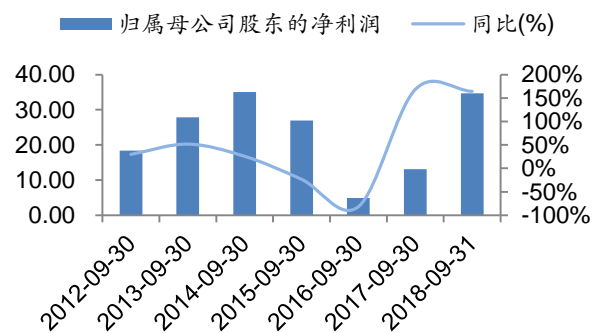
2018年三季度移动业务实现快速高效发展，公司深化流量经营，优化产品资费并积极推广大流量套餐，促进用户平滑过渡，努力以薄利多销促进多赢，移动主营业务收入达到人民币 1,254.24 亿元，比去年同期上升 7.2%。公司持续优化融合产品体系，主推高带宽产品，突出内容拉动，不断丰富填充优质视频，固网宽带业务发展持续改善，固网主营业务收入为人民币 732.23 亿元，比去年同期上升 5.2%。

图 1: 公司近年三季度营收增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司近年三季度归属于母公司股东净利润增长情况



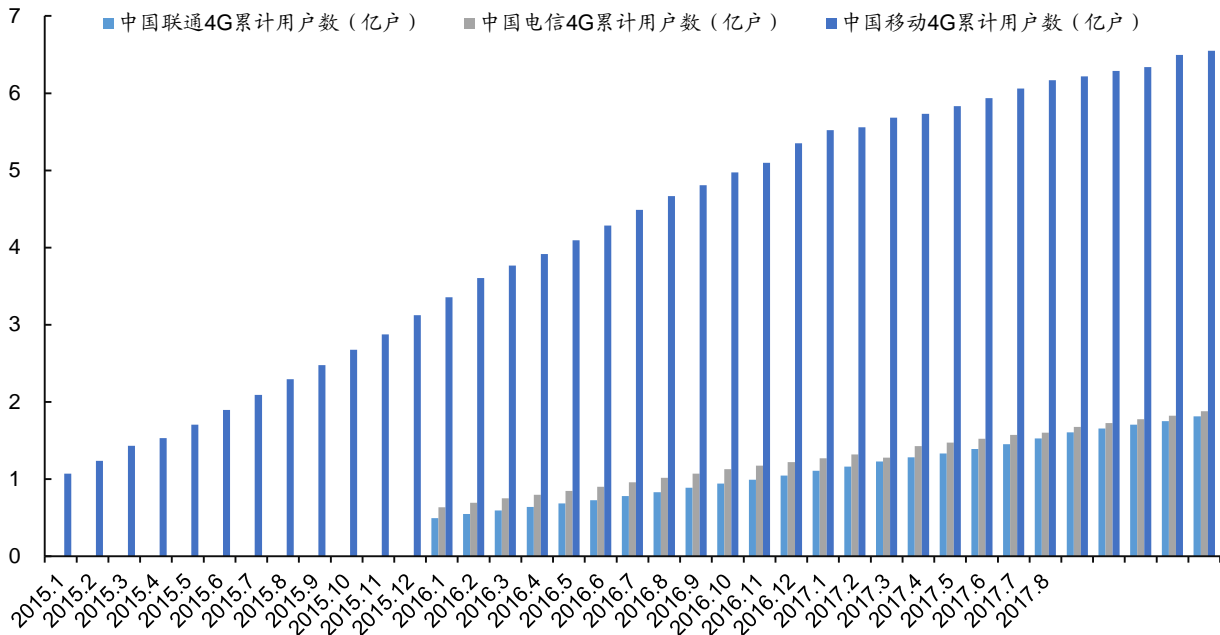
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

单季度来看，公司实现营业收入 706 亿，同比增长 4.42%，归属于母公司股东净利润 8.87 亿，同比增长 66.32%。

4G 用户数持续增长

前三季度，移动出账用户净增 2,566 万户，达到 3.10 亿户；其中 4G 用户净增 3,897 万户，达到 2.14 亿户。移动出账用户 ARPU 为人民币 46.8 元，比去年同期有所下降。

图 3: 中国联通 4G 累计用户增长及与移动通信对比情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

混改持续推进

上半年,公司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 7700 万户。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。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。

风险提示

4G 用户数增长不及预期,混改进程低于预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	38402	35000	33000	32000	营业收入	274829	297796	335556	369812
应收款项	26201	48825	31991	60632	营业成本	206977	218828	244029	268844
存货净额	2239	43345	48940	54790	营业税金及附加	1282	1340	1510	1664
其他流动资产	9770	1764	1988	2191	销售费用	34085	34872	37683	43379
流动资产合计	76771	129093	116079	149772	管理费用	21334	18161	19627	22671
固定资产	415335	375247	334108	292695	财务费用	4079	6712	9326	6795
无形资产及其他	25932	24895	23888	22880	投资收益	1700	573	485	283
投资性房地产	19977	19977	19977	19977	资产减值及公允价值变动	(3967)	(2146)	(2024)	(2198)
长期股权投资	35602	35596	35591	35585	其他收入	(3292)	200	500	800
资产总计	573617	584808	529642	520909	营业利润	1513	16511	22342	25344
短期借款及交易性金融负债	43149	204929	135965	111527	营业外净收支	865	1677	1712	1898
应付款项	118910	13415	15147	16957	利润总额	2378	18188	24054	27242
其他流动负债	79555	28102	31437	35437	所得税费用	694	4547	6013	6811
流动负债合计	241614	246446	182549	163921	少数股东损益	1258	9623	12727	14414
长期借款及应付债券	21454	21224	21224	21224	归属于母公司净利润	426	4018	5314	6018
其他长期负债	3530	3479	3429	3378					
长期负债合计	24985	24704	24653	24602	现金流量表 (百万元)				
负债合计	266599	271150	207202	188523	净利润	426	4018	5314	6018
少数股东权益	171625	175453	180515	186248	资产减值准备	(217)	73	(351)	(428)
股东权益	135393	138206	141925	146138	折旧摊销	70897	39357	41253	41680
负债和股东权益总计	573617	584808	529642	520909	公允价值变动损失	3967	2146	2024	2198
					财务费用	4079	6712	9326	6795
关键财务与估值指标					营运资本变动	(22002)	(212650)	15680	(29362)
每股收益	0.01	0.13	0.18	0.20	其它	(17118)	3755	5413	6161
每股红利	0.21	0.04	0.05	0.06	经营活动现金流	35952	(163302)	69333	26267
每股净资产	4.48	4.57	4.69	4.83	资本开支	(27813)	(450)	(780)	(1030)
ROIC	3%	5%	5%	6%	其它投资现金流	(36)	0	0	0
ROE	0%	3%	4%	4%	投资活动现金流	(30028)	(444)	(774)	(1024)
毛利率	25%	27%	27%	27%	权益性融资	74960	0	0	0
EBIT Margin	4%	8%	10%	9%	负债净变化	(1022)	(230)	0	0
EBITDA Margin	30%	21%	22%	20%	支付股利、利息	(6293)	(1205)	(1594)	(1805)
收入增长	0%	8%	13%	10%	其它融资现金流	(53245)	161780	(68964)	(24437)
净利润增长率	176%	844%	32%	13%	融资活动现金流	7084	160344	(70558)	(26243)
资产负债率	76%	76%	73%	72%	现金净变动	13008	(3402)	(2000)	(1000)
息率	4.1%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	25395	38402	35000	33000
P/E	360.0	38.2	28.8	25.5	货币资金的期末余额	38402	35000	33000	32000
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	28978	(155297)	80683	36229
EV/EBITDA	5.1	6.6	4.9	4.6	权益自由现金流	(25289)	1219	4724	6695

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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