

2018年10月23日

中国联通：前三季度业绩持续走强，混改成效逐现

买入（维持）

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

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）	379.13	55.74	30.26	20.17

投资要点

■ **事件：**2018年10月22日，公司发布2018年三季度报告。报告中披露：2018年1月至9月份实现营业收入人民币2197.12亿元，同比增长6.77%；实现归母净利润34.70亿元，同比增长164.50%。经营活动现金净流量831.32亿元，同比增长5.03%。

■ **主营业务稳健增长，公司业绩大幅改善：**公司的营业总收入在近几年逐渐向好，增长率逐渐增长，呈向好趋势。三季度主营业务收入增长较快。2018年前三季度，整体主营业务收入达到2,000.13亿元人民币，比去年同期上升6.46%。其中，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%；产业互联网业务收入达到人民币172.49亿元，比去年同期上升35.7%。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%。

■ **深化流量经营，全面推进“五新”联通建设：**公司2018年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。但公司通过优化产品资费并积极推广大流量套餐，减缓取消手机国内流量“漫游”费对收入下降的压力，并全面推进“五新”联通建设，加快推进互联网化运营。

■ **积极推进激励机制改革，激发创新发展新动能：**公司强化激励与绩效挂钩，加大引入创新人才，通过股权层面+业务层面改善，支撑公司可持续发展。并通过与混改合作伙伴积极合作，推动创新业务发展，积极应对日益加剧的市场竞争。

■ **盈利预测与投资评级：**创新不断提升公司核心竞争力，推动收入端持续改善，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PE55.74、30.26、20.17X。

参考全球主要运营商的可比估值，我们认为还可以采用PB法进行估值：全球运营商平均PB为2-2.5倍左右，而A股联通PB为1.2倍左右，当前属于低估；考虑混改会带来净资产的增加与业绩快速增长的程度，我们认为A股联通PB估值逐步向全球平均水平接近，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**流量价格竞争激烈，收入增长不及预期；混改方案不及预期；创新业务发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.34
一年最低/最高价	4.61/8.41
市净率(倍)	1.19
流通A股市值(百万元)	113189.82

基础数据

每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	42.72
总股本(百万股)	31027.81
流通A股(百万股)	21196.60

相关研究

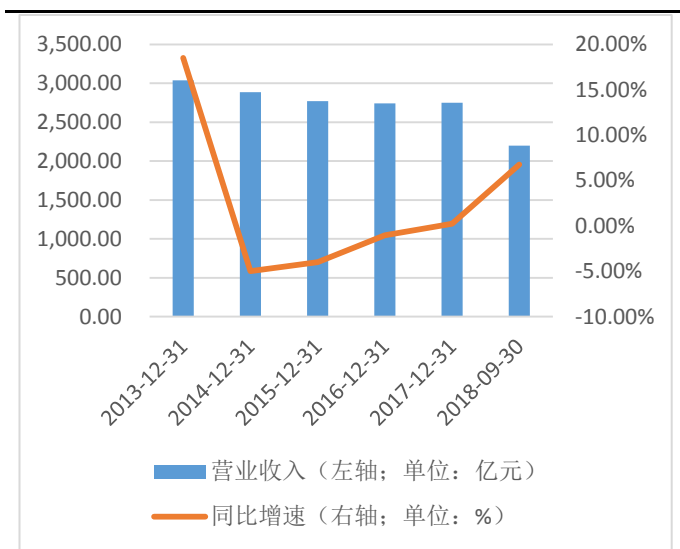
- 1、《中国联通(600050)：4G用户数渗透率持续提升，固网宽带业务改善明显》2018-09-20
- 2、《中国联通(600050)：混改红利陆续释放，合资公司逐个成立、创新业务成为增长亮点》2018-08-19
- 3、《中国联通：用户增长量超越中移动，创新业务高增长成为业绩持续提升的基石》2018-04-23

1. 主营业务稳健增长，公司业绩大幅改善

2018年1月至9月份，公司实现营业收入人民币2197.12亿元，同比增长6.77%；实现归母净利润34.70亿元，同比增长164.50%。经营活动现金净流量831.32亿元，同比增长5.03%。

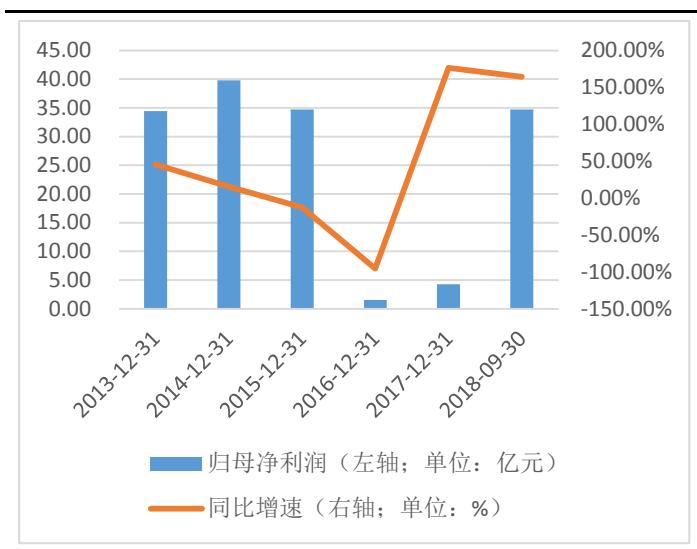
公司的营业总收入在近几年逐渐向好，增长率逐渐增长，呈向好趋势。随着公司加快“五新”联通建设，坚定不移推进互联网化运营落地，以混改为契机，深化战略合作，公司业绩增长将会进一步提升。

图1：营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

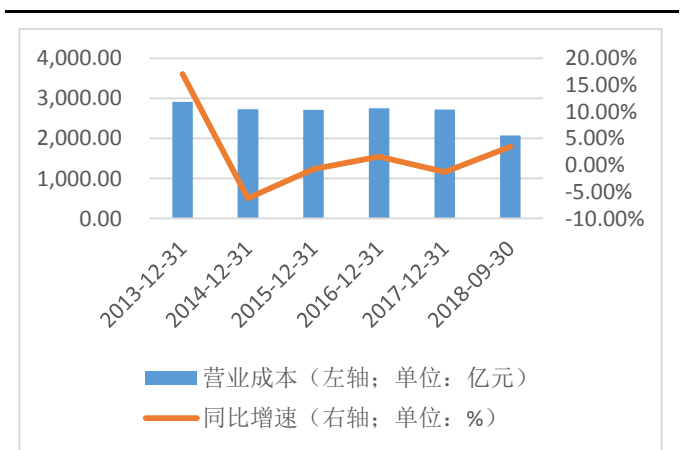
图2：归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

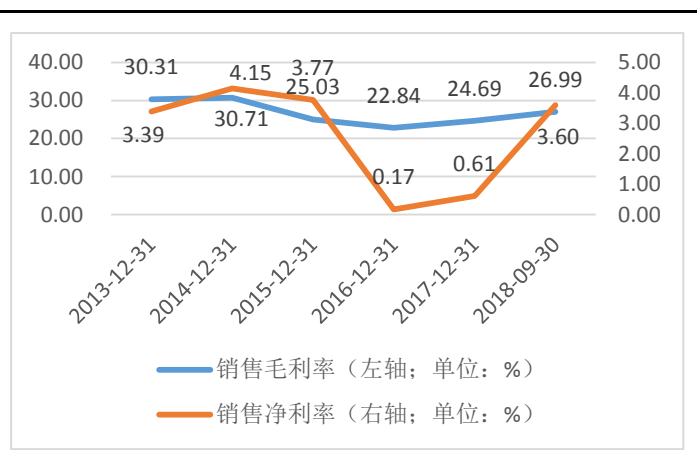
公司营业成本比上年同期增长3.43%，毛利水平略低于去年同期，盈利能力保持稳定。

图3：营业成本及其同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截止三季度发生财务费用 1.06 亿元,财务费用率为 0.05%,较去年同期减少 1.57pct。主要是融资规模扩大导致利息支出增加所致。其中利息费用为 13.76 亿。随着 5G 进程不断推进,公司 ICT 转型地强劲扩张,第三季度销售费用为 88.02 亿元,当期销售费用率为 12.47%,较去年同期增长 0.19pct;截止三季度末发生销售费用率 11.51%,较去年同期减少 0.35pct,基本变动幅度不大。第三季度管理费+研发费用为 55.31 亿元,当期管理费+研发费用率为 7.83%,较去年同期增长 0.06pct;管理费率+研发费用率截止三季度末为 7.86%,较去年同期增长 0.86pct。

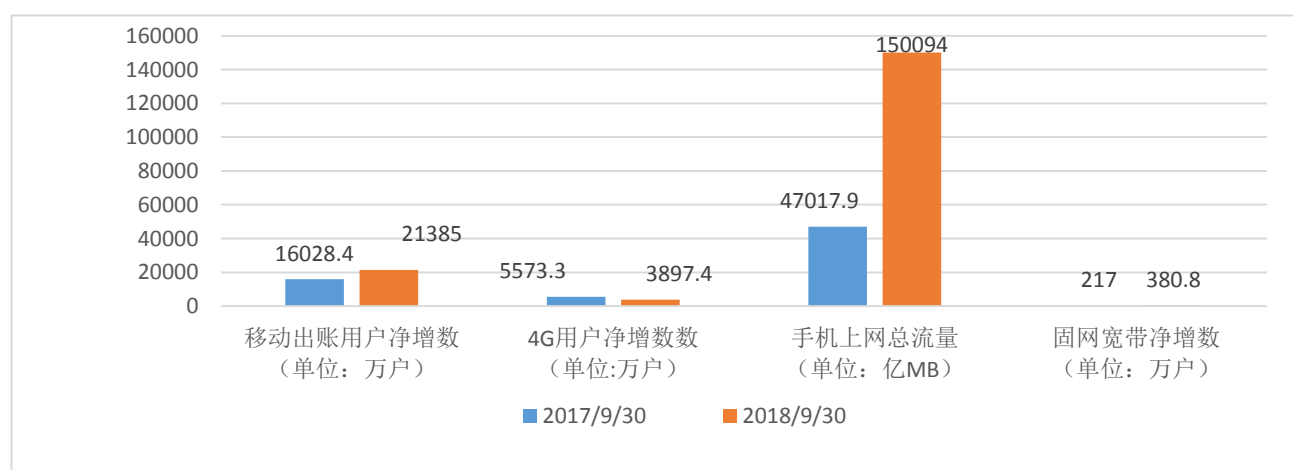
2. 深化流量经营,全面推进“五新”联通建设

公司 2018 年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。截止到三季度,手机上网总流量为 150094 亿 MB,同比增速为 219.23%。公司前三季度移动出账用户净增数 21385 万户,同比增长 33.42%,其中:4G 用户净增数为 3897.4 万户,同比去年同期下降 30.07%。移动出账用户 ARPU 为人民币 46.8 元,比去年同期有所下降。

但公司通过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,减缓取消手机国内流量“漫游”费对收入下降的压力,并全面推进“五新”联通建设,加快推进互联网化运营。

面对固网宽带业务市场的激烈竞争,公司坚持以大融合、大带宽、大视频为引领,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。固网宽带用户达到 8,035 万户,比去年底净增 381 万户。2018 年前三季度,固网宽带接入收入达到人民币 320.39 亿元,同比基本保持稳定。

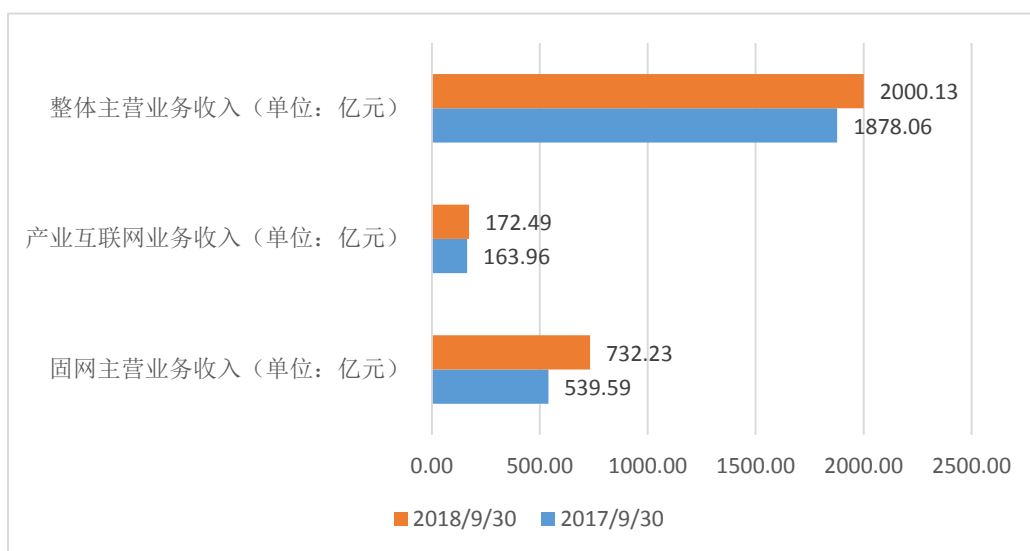
图 5: 各项主要业务数据指标



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2018 年前三季度，固网宽带接入收入达到人民币 320.39 亿元，同比基本保持稳定。同时，公司加快构筑创新产品平台、产品等核心能力，打造区别于传统业务的体制机制，与混改合作伙伴积极拓展业务和资本层面的合作，推动创新业务发展实现新突破。其中，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%；产业互联网业务收入达到人民币 172.49 亿元，比去年同期上升 35.7%。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 6：各项主要业务营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 积极推进激励机制改革，激发创新发展新动能

公司强化激励与绩效挂钩，加大引入创新人才，通过股权层面+业务层面改善，支撑公司可持续发展。并通过与混改合作伙伴积极合作，推动创新业务发展，积极应对日益加剧的市场竞争。

2018 年前三季度，公司坚持深入落实聚焦创新合作战略，全面推进“五新”联通建设，互联网化运营步伐逐步加快，混改红利初步显现，发展速度、质量和效益明显提升。

公司围绕轻触点、轻成本，创新商业模式，加大力度推动互联网化运营转型，积极应对市场竞争加剧，2018 年前三季度移动业务实现快速高效发展。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。

4. 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 PE55.74、30.26、20.17X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、运营商收入端持续承压，被迫削减建网规模或者向上游压价。
- 2、国家对 5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，运营商部署 5G/NB 网络意愿减弱，进度不及预期。
- 3、5G 标准化和产品研发进度不及预期，产品单价大幅提升，商用部署时间推迟。
- 4、海外通信设备商技术进步和产品升级超预期，产品竞争力快速提升，导致国内厂商市场份额下降。

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>

