

2018年10月23日

中国联通系列报告之一：混改提高经营业绩，看好公司未来可持续发展

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

- **传统业务止跌企稳，业绩逐步翻转：**中国联通通过与互联网公司合作使流量精准释放，激发流量增长，打造差异化战略，以低增量成本促进4G业务发展及收入提升、移动出帐用户增加。积极推广跨界产品，移动数据业务收入占比不断扩大，并持续深化流量经营和应用创新，压缩资本开支，业绩逐步翻转。
- **加强创新业务发展，持续推进 ICT 转型：**公司不仅在传统的移动、固网业务上实现利润翻红，更积极开展创新业务。物联网、云计算和 IPTV 等新兴业务营收持续增长。
- **混改红利支撑公司可持续发展：**混改助力公司转型、改善机制。引入更为市场化的国资以及外部民营资本后，相比于其他竞争对手，其经营将更为市场化、能与合作伙伴在固网业务、云计算和 5G 等领域进行更多更深入的合作，业务拓展模式更加灵活。
- **受益于铁塔公司估值提升：**铁塔市场中各公司 EV/EBITDA 在近三年都较稳定，差距也较小，一直保持在 20 倍左右，新兴市场的比值在 10-15 倍左右。目前中国铁塔 EV/EBITDA 为 6.8 倍，估值偏低，未来随着中国铁塔估值的逐步修复，作为大股东的中国联通也必将受益。
- **盈利预测与投资评级：**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，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 55.74/30.26/20.17 X。

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 1.3 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)：中国联通：前三季度业绩持续走强，混改成效逐现》2018-10-24
- 2、《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
- 3、《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

内容目录

1. 行业格局及公司简介	4
1.1. 国内运营商竞争格局	4
1.2. 中国联通简介	4
2. 传统业务止跌企稳，业绩逐步翻转	5
2.1. 经营业绩逐步翻转	5
2.1.1. 4G 用户数持续增加，支撑公司收入改善	6
2.1.2. 积极推广跨界产品，移动数据业务收入占比不断扩大	8
2.1.3. 持续加码固网宽带业务	9
2.2. 有效管控成本，优化资本开支结构	9
3. 加强创新业务发展，持续推进 ICT 转型	10
3.1. 积极布局物联网，开启 NB-IoT 网络试商用	11
3.2. 依托强大的云网一体优势，IDC&ICT 业务增长快速	12
4. 改革红利：股权层面+业务层面改善支撑公司可持续发展	13
4.1. 混改助力公司转型	13
4.2. 混改对中国联通运营产生的影响	13
4.2.1. 股东结构多元，推动战略合作	13
4.2.2. 员工股权激励，绑定核心利益	14
4.2.3. 优化人员结构，节省资本开支	15
5. 铁塔红利：受益于铁塔公司估值提升	15
6. 盈利预测及投资建议	16
6.1. 财务预测主要前提假设	16
6.2. 投资建议	17
7. 风险提示	17

图表目录

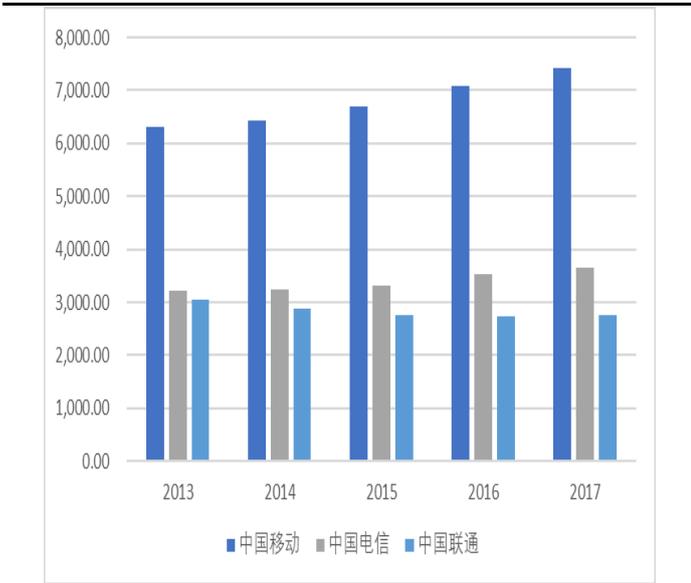
图 1: 三大运营商营业收入 (亿元)	4
图 2: 三大运营商扣非净利润 (亿元)	4
图 3: 中国联通 2011-2018 年归母净利润情况	5
图 4: 中国联通 2011-2018 年营业收入情况	6
图 5: 三大运营商 2G 用户数 (万)	7
图 6: 中国联通 3G&4G 用户数增长情况	7
图 7: 中国联通移动用户数增长情况	7
图 8: 中国联通 4G 用户和移动出账用户发展情况 (单位: 万)	7
图 9: 中国联通手机业务数据流量发展趋势	8
图 10: 资本开支(亿元人民币)	9
图 11: 资本开支结构	9
图 12: 资产负债率(%)	10
图 13: 全球物联网设备的安装量增长趋势 (亿台)	11
图 14: 2011-2020 年中国物联网整体规模及增长预测 (亿元)	11
图 15: 中国云服务市场规模 (亿元)	12
图 16: 产业互联网业务收入(亿元人民币)	12
图 17: 云网一体化、智能化网络服务	12
图 18: 中国联通流通股解锁条件	14
图 19: 中国铁塔收入及塔类业务收入 (亿元)	15
图 20: 业务增速预测	16
图 21: 中国联通历年 PB 估值情况	17

1. 行业格局及公司简介

1.1. 国内运营商竞争格局

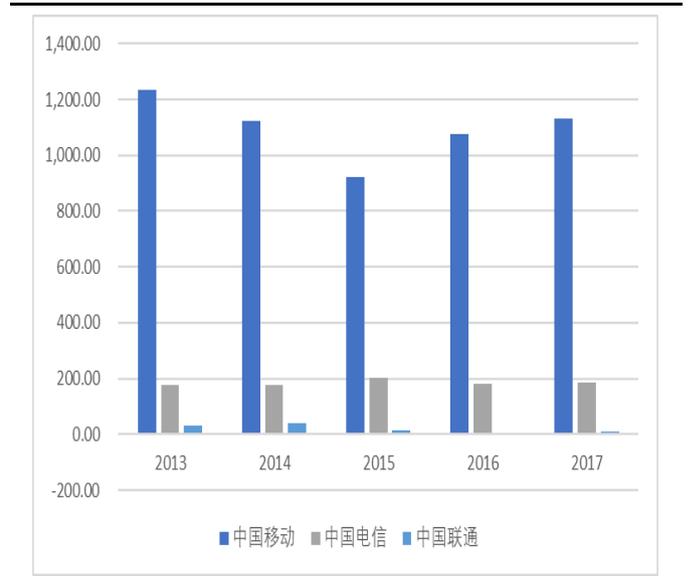
目前国内电信市场，中国联通、中国移动与中国电信三大巨头为主，在收入与利润等方面中国移动一枝独秀，中国联通和中国电信在不同业务上各有侧重。

图 1: 三大运营商营业收入 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 三大运营商扣非净利润 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

中国移动: 2017 年营业收入 7417.85 亿元, 同比上涨 4.53%; 扣非归母净利润 1131.69 亿元, 同比上涨 4.98%。移动业务用户 8.9 亿, 其中 4G 用户占 6.5 亿, 超过联通和电信总和。有线宽带用户近年来也上涨迅速, 目前用户 1.13 亿, 位居次席。

中国联通: 2017 年营业收入 2748.29 亿元, 同比上涨 0.23%, 为 4 年来首度实现营收增长, 扣非归母净利润 9.93 亿元, 较上一年度实现扭亏为盈。移动业务用户 2.84 亿, 其中 4G 用户 1.75 亿; 有线宽带用户 0.77 亿; 固定电话用户 0.60 亿。

中国电信: 2017 年营业收入 3662.29 亿元, 同比增长 3.88%, 扣非归母净利润 186.40 亿元, 同比上涨 3.34%。移动业务用户 2.5 亿, 其中 4G 用户占 1.8 亿; 有线宽带用户 1.34 亿; 固定电话用户 1.22 亿。

总的来看, 中国移动在营收、净利润和用户数量方面都处于领先地位。中国电信基于先发优势, 在固话业务和有线宽带业务上仍保持领先, 但由于固话市场萎缩以及竞争对手追赶, 优势不再明显。中国联通近年来营收出现反弹, 净利润回升, 各类业务(除固话业务外)用户数量稳步提升, 受混改红利影响, 未来业绩有望加速翻转。

1.2. 中国联通简介

公司面向全国提供全方位的电信服务, 包括移动宽带 (WCDMA、LTE FDD、TD-LTE)、

固网宽带、GSM、固网本地电话、信息通信技术服务、数据通信服务以及其他相关增值服务。

移动业务主要包括语音通信、数据流量等业务。2018年上半年，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；移动出账用户净增1,786万户，总数达到3.02亿户；移动出账用户ARPU达到人民币47.9元，较去年全年基本保持平稳。

固网业务主要包括固定电话和固定宽带业务。2018年上半年，公司固网宽带接入收入达到人民币215亿元，同比基本保持稳定。固网宽带净增用户238万户，达到7,892万户。视频业务在固网宽带用户中的渗透率超过43%，同比提高10个百分点。

创新业务包括云计算、物联网、大数据等创新平台。2018年上半年，公司创新业务保持规模快速增长。产业互联网业务收入规模达到人民币117亿元，同比增长39%，其中云计算收入同比增长39%。

2004-2007年，公司主要以移动业务为主，G网C网协调，快速抢占市场做大做强。2008-2013年，公司借助WCDMA牌照优势，扩大用户群体，优化用户结构；推动固网和移动网络融合发展。2014年，公司深化“移动宽带领先与一体化创新”战略转型。加快打造3G+4G一体化发展。2015年，公司战略聚焦4G发展，创新驱动和深化合作；完善员工晋升激励体系，激发内生活力。2016年，公司的网络、渠道等能力提升、业务增长，收入反转。2017年，公司坚持控成本、促发展、转机制的战略部署，实现利润反转。

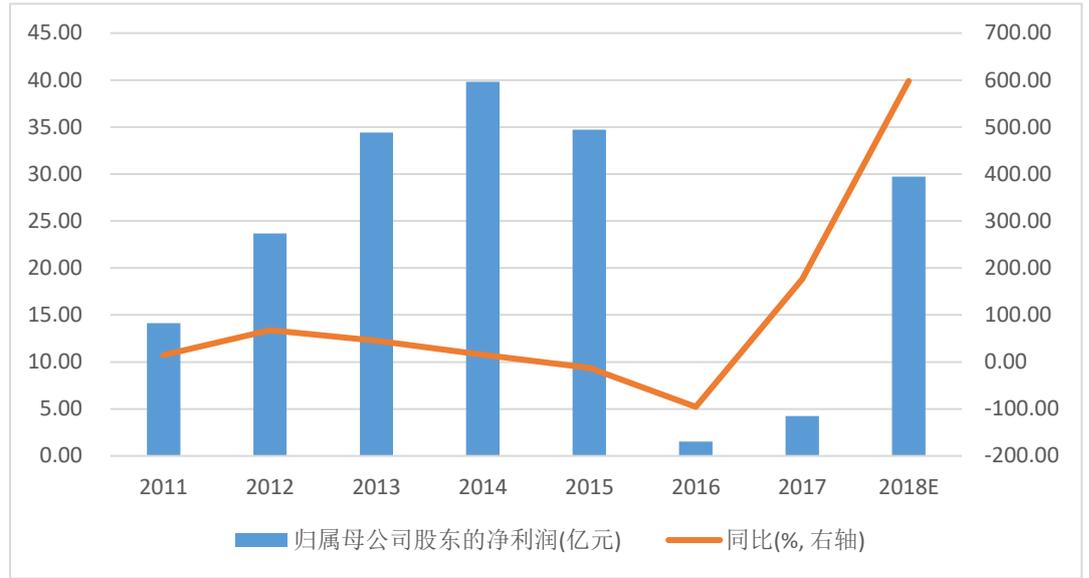
2. 传统业务止跌企稳，业绩逐步翻转

2.1. 经营业绩逐步翻转

公司归母净利润在2011年-2014年呈现增长态势，然而4G网络的推广和普及使得中国联通原有的3G移动业务优势大幅削减，2015年，公司的归母净利润开始出现负增长，营业收入在3G转型4G时代，出现大幅度下滑。在2016年，主营业务收入达到2409.82亿元，同比增长2.42%，开始走出低谷，进入反转期。但由于没有铁塔出售收入，加之铁塔使用费用以及能源、物业租金等费用的增加，导致净利润下降95.56%。

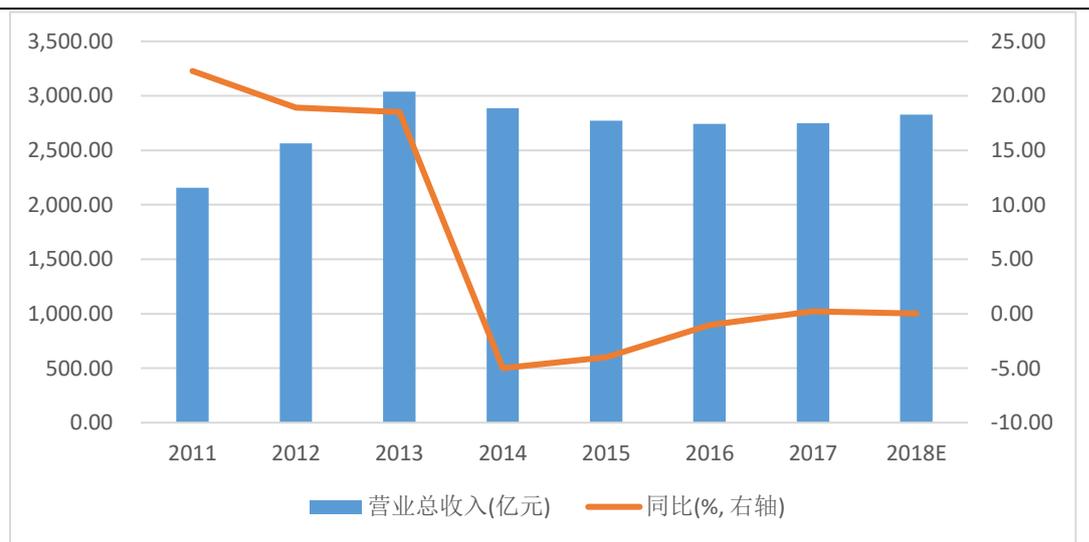
2017年，公司经营业绩成功实现反转并得到大幅改善，全年实现主营业务收入人民币2,490.2亿元，同比增长4.6%，利润总额达到人民币23.8亿元，归属于母公司净利润为人民币4.3亿元，同比增长176.4%。2018年上半年，公司经营业绩显著提升，实现营业收入人民币1,491.1亿元，同比增长7.9%，实现主营业务收入人民币1,344亿元，同比增长8.3%，增速行业领先，归属于母公司净利润达到人民币26亿元，同比增长232%。

图3：中国联通2011-2018年归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 中国联通 2011-2018 年营业收入情况



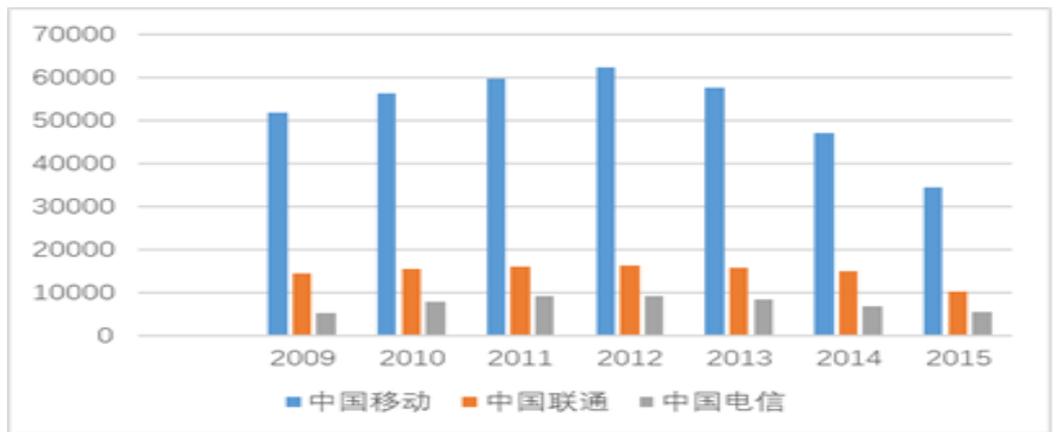
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.1.1. 4G 用户数持续增加, 支撑公司收入改善

2G 时代, 中国联通用户数据处于行业中游水平。3G 时代, 中国联通凭借其 3G 产业链优势, 在 2013 年以前实现快速增长, 然而 4G 网络的推广和普及使得中国联通原有的 3G 移动业务优势大幅削减, 中国联通的移动用户数在 14 年 15 年的增长率出现下滑。面临用户的流失, 以及行业竞争加大的背景下, 公司加快 2G/3G 用户向 4G 升级, 同时通过与互联网公司合作使流量精准释放, 激发流量增长, 打造差异化战略, 以低增量成本促进 4G 业务发展及收入提升、移动出帐用户增加。

同时, 公司持续加强 4G 网络建设, 2017 年, 新增 4G 基站 11 万个, 4G 基站总数达到 85 万个, 4G 网络利用率提升至 57%, 平均上下行速率行业领先。

图 5：三大运营商 2G 用户数（万）



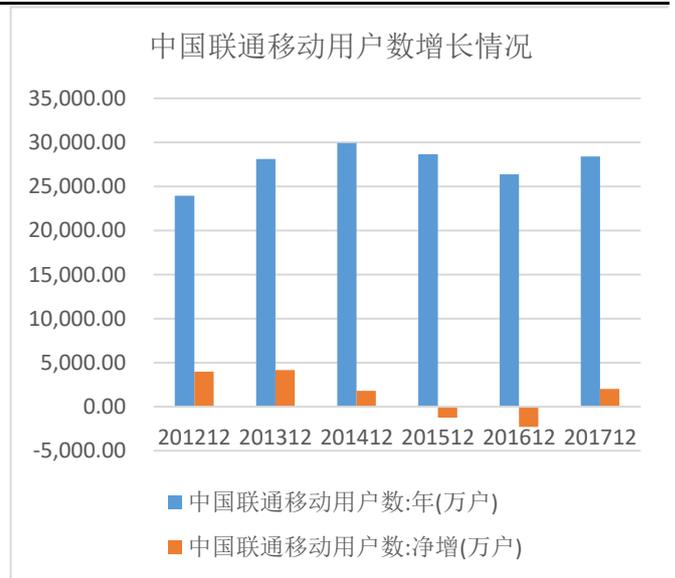
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：中国联通 3G&4G 用户数增长情况



数据来源：联通年报，东吴证券研究所

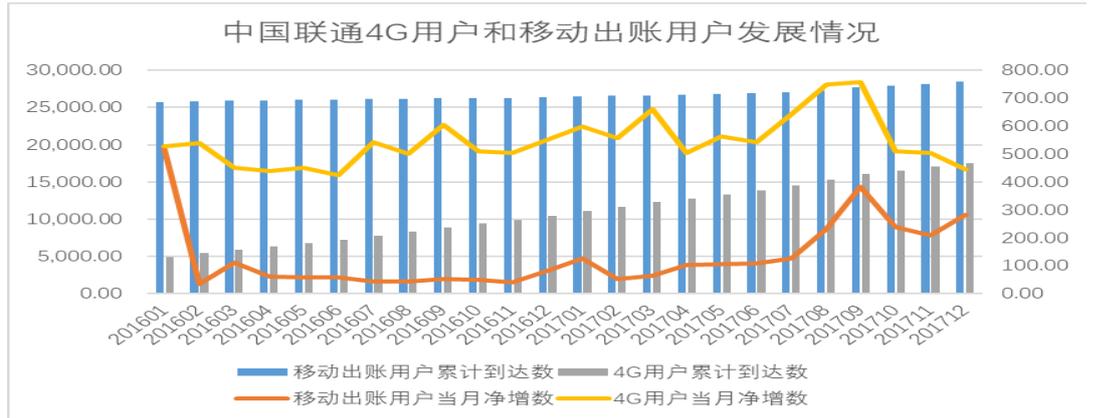
图 7：中国联通移动用户数增长情况



数据来源：联通年报，东吴证券研究所

2017 年全年，移动出账用户净增 2034.1 万户，延续了 2016 年下行势头扭转后的增长趋势。2018 年上半年，公司移动出账用户总数达 3.02 亿，其中 4G 用户达到 2.03 亿，且移动出账用户数持续增加。

图 8：中国联通 4G 用户和移动出账用户发展情况（单位：万）

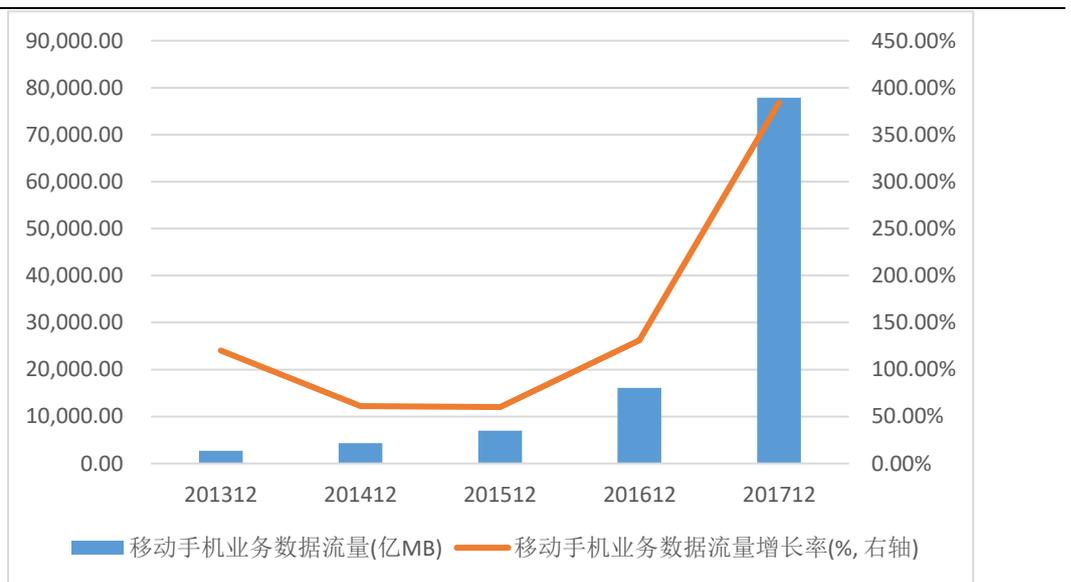


数据来源：联通年报，东吴证券研究所

2.1.2. 积极推广跨界产品，移动数据业务收入占比不断扩大

中国联通在 3G 时代，手机流量业务运营良好，2013 年手机数据流量业务同比增加 120.29%，在 3G 向 4G 转型阶段，联通没有充分把握住 3G 窗口，且未及时跟进 4G，在 14 年和 15 年手机流量增长率呈现下滑之势，2016 年，中国联通积极主动进行流量经营，频频与互联网企业跨界造卡，2016 年移动手机数据流量达到 16,081 亿 MB，同比增长 131.1%。

图 9：中国联通手机业务数据流量发展趋势



数据来源：联通年报，东吴证券研究所

自 2016 年 9 月起，公司已与 8 家公司跨界合作，推出 9 款 19 档面向高流量用户群体的定制化卡号套餐。其中以与腾讯合作的大小王卡产品表现最为亮眼。仅仅半年时间，19 元起步的腾讯大王卡用户突破 2000 万。

“腾讯大王卡”是针对腾讯应用的定向流量优惠套餐，当用户使用微信、QQ、腾讯视频、QQ 音乐、腾讯游戏等腾讯应用时，相关流量全部免费。公司通过与腾讯、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。2018 年上半年 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。

随着 4G 业务的普及，三大运营商都推出了“无限流量”套餐，如中国联通的“冰激凌”套餐、中国移动的“任我用”套餐以及中国电信的“不限流量”套餐。三大家运营商推出的“不限流量”套餐价位基本在 200 元左右。

其中，中国联通 2017 年 2 月底推出的无限语音和流量的冰激凌套餐资费优费力度较大，该套餐突破了长久以来手机套餐分钟数限定流量的限制，可无限使用全国流量和语音，并打破电信行业先付后享惯例。

2.1.3. 持续加码固网宽带业务

2018 年 8 月，工信部和发改委发布《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020 年)》，报告提出到 2020 年，信息消费规模达到 6 万亿元，年均增长 11%以上。信息技术在消费领域的带动作用显著增强，拉动相关领域产出达到 15 万亿元。到 2020 年 98%行政村实现光纤通达，推进光纤宽带网络深度覆盖。

面对国家政策引导和宽带业务领域的激烈竞争，公司进一步提升网络覆盖能力和品质，利用网络能力优势，以 TV 及视频内容为引领，积极推广高带宽及融合产品，促进用户消费升级和固移相互拉动发展。2018 年上半年，公司网络能力持续增强，固网宽带端口中 FTTH 端口渗透率达到 81%，宽带用户中 FTTH 用户占比达到 79%。

同时，推动宽带销售服务的互联网化转型，提升客户服务感知，同时开拓布局家庭互联网、家庭组网等新服务，探索创新服务新模式。

固网宽带净增长用户数提升明显，2018 年 8 月净增 40.8 万户，达到 7961.8 万户，较 2017 年同期大幅改善。在固网宽带市场的激烈竞争环境下，取得如此成绩实属不易。我们认为增长的主要原因是公司持续优化融合产品，突出内容与高速带宽优势，持续填充视频内容，增强粘性及竞争力。

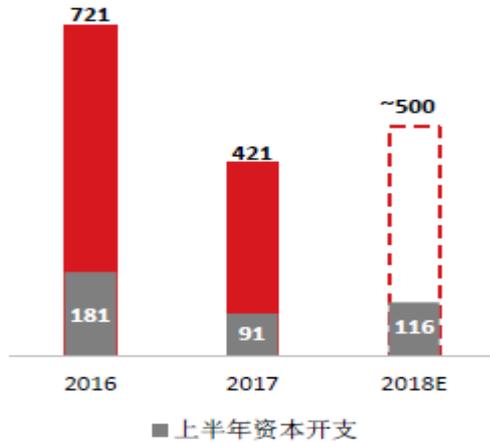
2.2. 有效管控成本，优化资本开支结构

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。

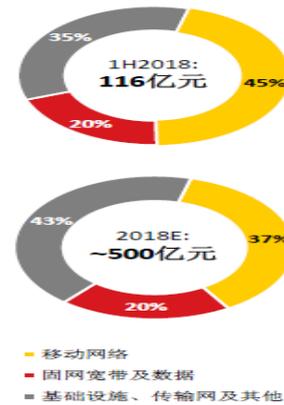
随着互联网业务的快速发展，公司业务结构持续优化。2018 年上半年非语音业务收入累计实现人民币 1,104.2 亿元，同比增长 14.8%，占主营业务收入比进一步提高，从上年同期的 77.5%提升到 82.1%。

图 10: 资本开支(亿元人民币)

图 11: 资本开支结构

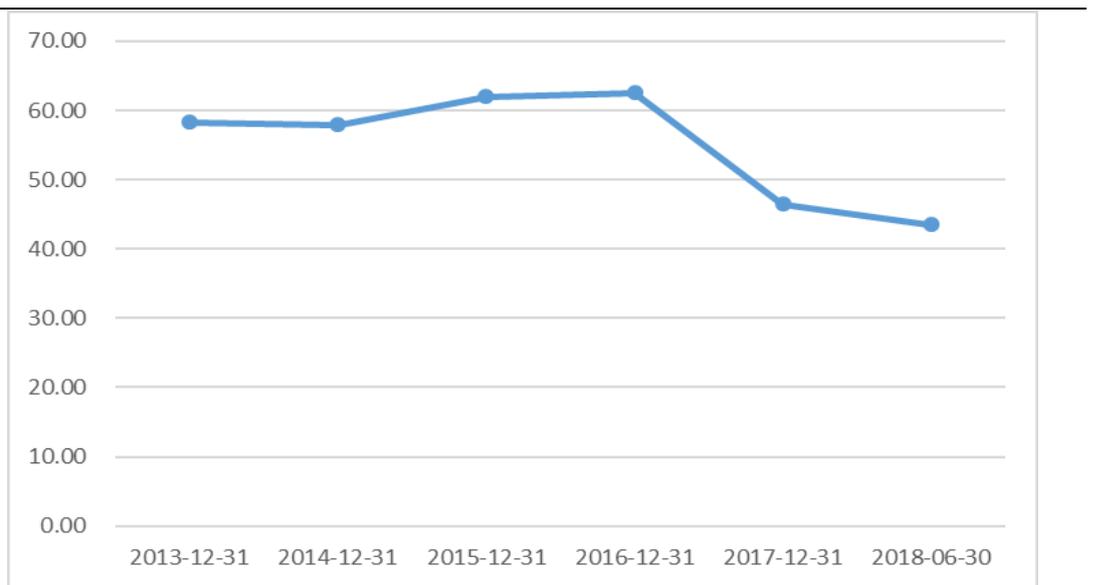


数据来源：中国联通 2017 年年度业绩推介资料，东吴证券研究所



数据来源：中国联通 2017 年年度业绩推介资料，东吴证券研究所

图 12: 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。2018年上半年，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。

3. 加强创新业务发展，持续推进 ICT 转型

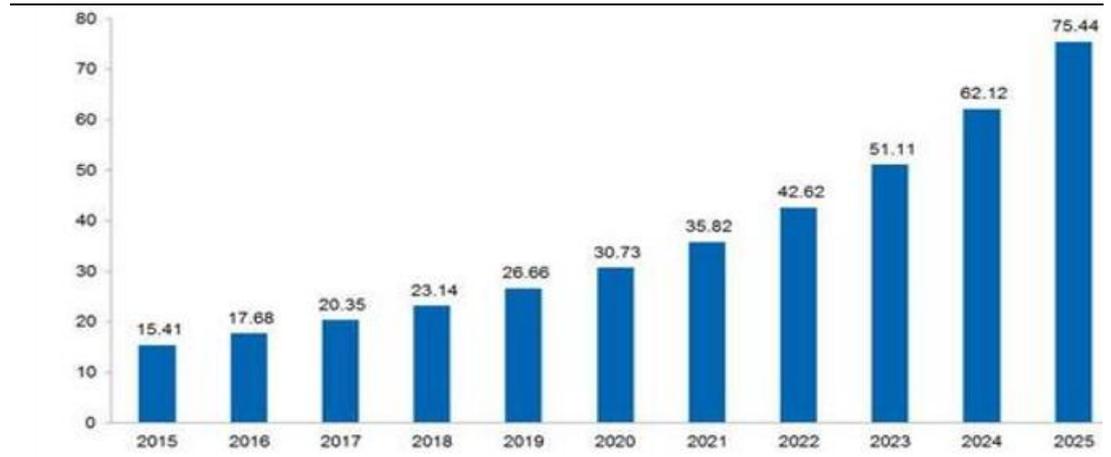
公司不仅在传统的移动、固网业务上实现利润翻红，更积极布局创新业务。物联网、

云计算和 IPTV 等新兴业务收入上涨，一定程度上弥补了传统固话业务的下跌。

3.1. 积极布局物联网，开启 NB-IoT 网络试商用

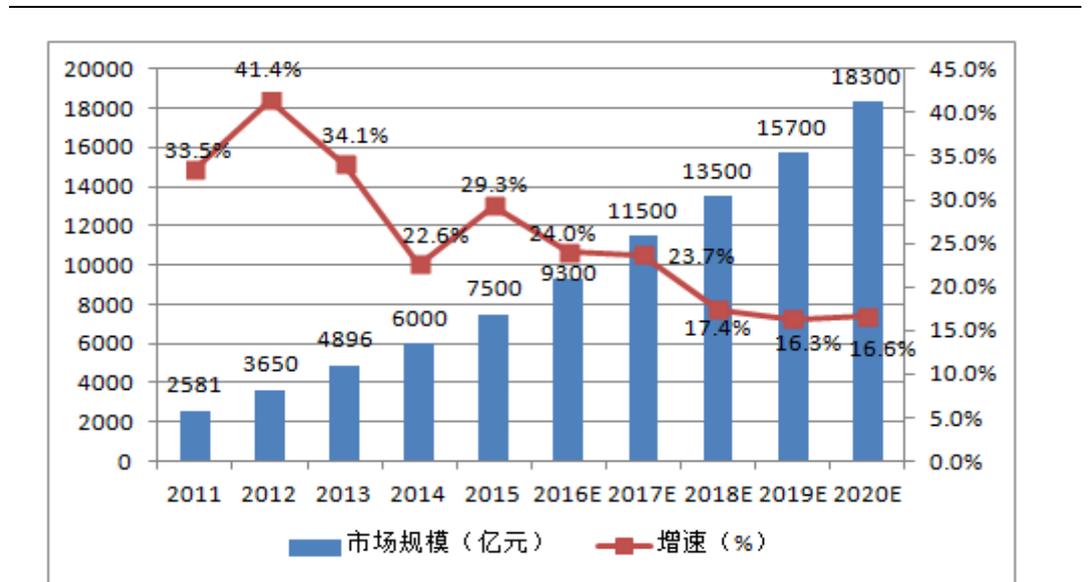
NB-IoT 具有“广覆盖、低功耗、大连接、低成本”以及高可靠、高安全的优势，是帮助运营商破局传统业务下滑和 OTT 冲击、走上新增长之路的重要业务。据中国产业信息网估计，2020 年全球物联网设备数量将达 30.73 亿台，2025 年将增长至 75.44 亿台。到 2020 年中国物联网的市场规模将达到 1.83 万亿元，市场空间广阔。

图 13: 全球物联网设备的安装量增长趋势 (亿台)



数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

图 14: 2011-2020 年中国物联网整体规模及增长预测 (亿元)



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

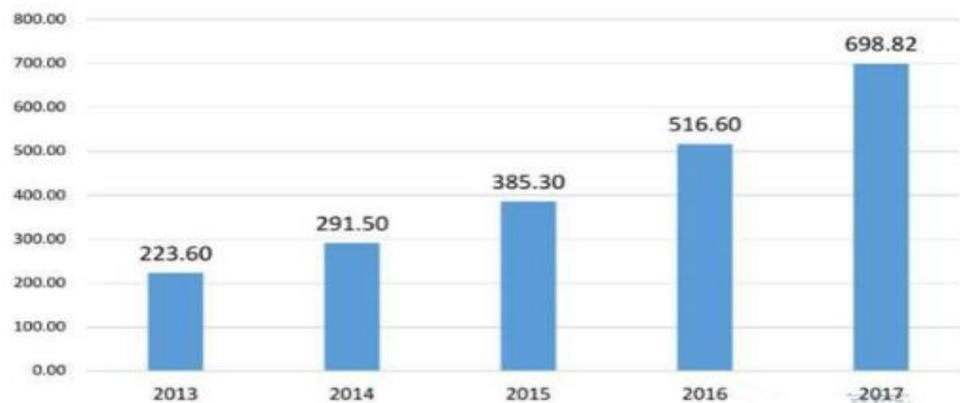
中国联通以 NB-IoT 技术作为未来物联网建设的主要标准，积极布局基于 NB-IoT 技术的物联网创新业务。2017 年，公司物联网业务收入达 14.1 亿元，并已在上海、北京、广州、深圳等 10 余座城市开通了 NB-IoT 试点，连接数超过 7000 万个，目前已基本实

现 NB-IoT 接入网全国覆盖，到 2018 年末，将具有千万级连接的支持能力。公司 2017 年在上海，建成了当时全球最大单城 NB-IoT 网络，商用应用行业领先。

3.2. 依托强大的云网一体优势，IDC&ICT 业务增长快速

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。据智研咨询中国云计算市场深度调查报告统计，2017 年，中国云服务市场规模已逼近 700 亿元。

图 15: 中国云服务市场规模 (亿元)



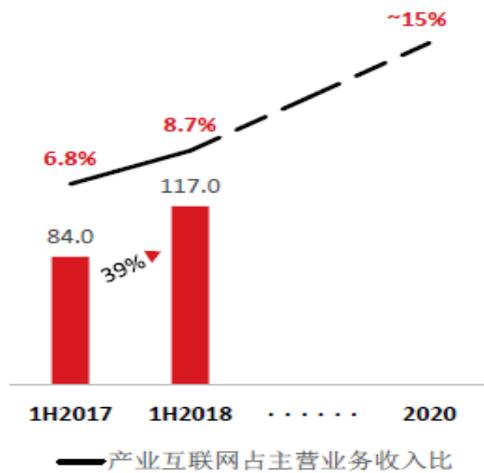
数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

中国联通与阿里、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。

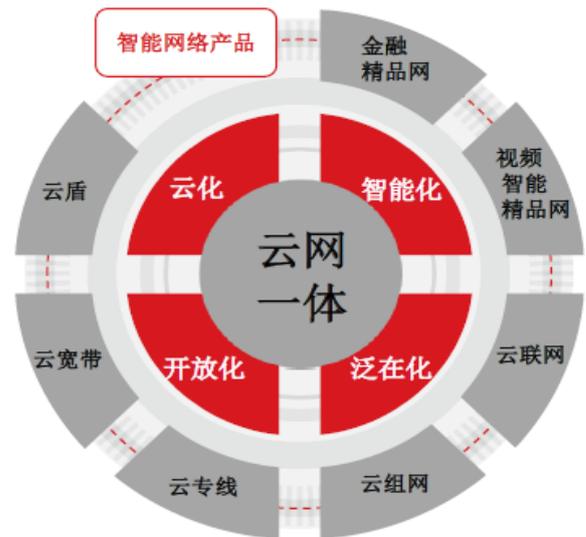
2018 年上半年，公司云计算收入同比增长 39%，互联网专线收入同比增长 8%。产业互联网业务收入规模达到人民币 117 亿元，同比增长 39%。ICT 与 IDC 业务增长迅速，标志着公司在重点创新业务领域实现新的突破。我们认为由于公司不断强化互联网化及差异化经营，凭借与外部混改战略投资者的合作，混改红利将进一步兑现为业绩增长。

图 16: 产业互联网业务收入(亿元人民币)

图 17: 云网一体化、智能化网络服务



数据来源：中国联通 2018 年中期业绩推介资料，东吴证券研究所



数据来源：中国联通 2018 年中期业绩推介资料，东吴证券研究所

4. 改革红利：股权层面+业务层面改善支撑公司可持续发展

4.1. 混改助力公司转型

中国联通是将局部改革走向整体改革的试点，也是第一家进行多元化的股份制改革，央企混改的核心是企业自主地位，让市场决定资本和资金。

自公司在 2017 年中期业绩发布会上公布混改方案，通过定向增发、老股转让和股权激励等方式改变原有股权结构。混改后，联通集团持股由原来的 62.74% 降至 36.67%；包括腾讯、百度、京东、阿里巴巴和中国人寿等在内的多位战略投资者，其持股比例为 35.19%。此次混改为公司募集资金约 750 亿元。

从以下两个方面，我们相信混改会促进联通业绩的显著改善：1) 机制变革：改善机制，把国家、股东和员工利益统一起。2) 资本助力：混改有望引入外部资本，对公司网络建设、业务开展形成强有力支持。

4.2. 混改对中国联通运营产生的影响

4.2.1. 股东结构多元，推动战略合作

随着引入阿里、京东、腾讯等更为市场化的外部资本后，相比于其他竞争对手，其经营将更为市场化、能与合作伙伴在固网业务、云计算和 5G 等领域进行更多更深入的合作。

预计联通的业务发展将更务实，业务聚焦策略更能够继续强化，盲目低效的恶性营销有望减少，终端等的过度补贴将得到控制。通过新股东的渠道、用户等资源，可以更

快速地发展乃至抢夺用户，及时推出符合下游需求的行业类应用，在传统的 3/4G 个人业务之外开辟新的增长空间。在云计算、大数据、物联网等方面创造更多成长空间。

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。

4.2.2. 员工股权激励，绑定核心利益

本次混改涉及包括董秘、财务负责人在内近 8000 名核心人才。流通解锁比例与营收、净利润和 ROE 等指标挂钩，把中高层骨干人员的利益和企业利益进行绑定，激发核心员工的工作热情，减少市场对于联通机制僵化的担心。

图 18：中国联通流通股解锁条件

解锁期	解锁条件	解锁时间	解锁比例
第一个解锁期	(1) 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；	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	40%
	(2) 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；		
	(3) 2018 年度净资产收益率不低于 2.0%。		
第二个解锁期	(1) 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；	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
	(2) 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；		
	(3) 2019 年度净资产收益率不低于 3.9%。		
第三个解锁期	(1) 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；	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	30%
	(2) 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；		
	(3) 2020 年度净资产收益率不低于 5.4%。		

数据来源：中国联通:限制性股票激励计划（草案）及首期授予方案（草案）摘要公告，东吴证券研究所

4.2.3. 优化人员结构，节省资本开支

截至 2017 年底，集团公司部门从 27 个降至 18 个，人员编制由原来的近 1800 人缩减至不到 900 人。人员减编一方面降低逐年上涨的人工成本，另一方面也能对其他员工形成激发作用。股权出让的资金，一方面可以用来降低负债、减少财务费用的压力，另一方面提高联通进行资本开支的能力，为未来技术和网络竞争做好储备。

5. 铁塔红利：受益于铁塔公司估值提升

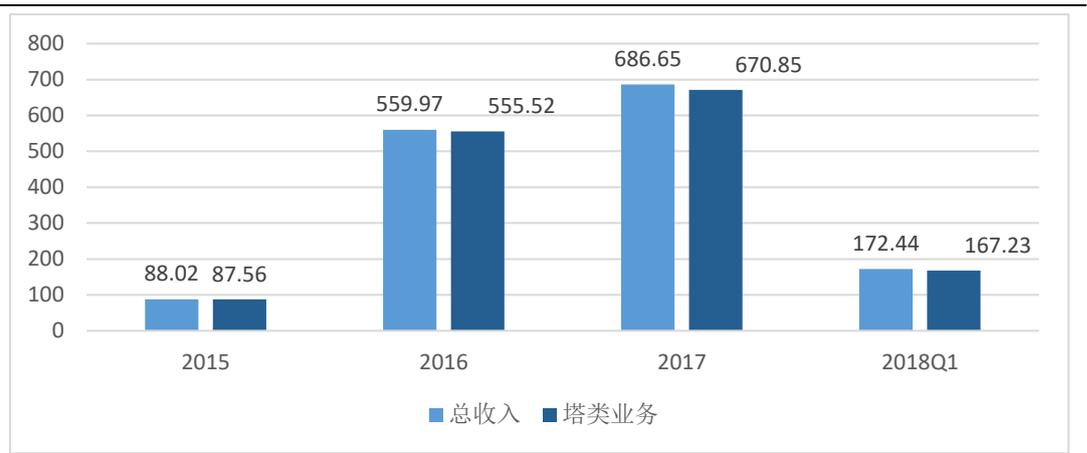
2014 年 7 月，三大运营商剥离铁塔资产成立中国铁塔公司，于 2018 年 8 月 8 日正式在港交所上市，此次 IPO 净融资 534 亿港元，成为近八年募资规模最大的 IPO。目前主要由三大运营商持股，其中中国移动持股 28.5%，为第一大股东，中国联通、中国电信与中国国信分别持股 21.1%、20.9%、4.5%。

铁塔公司成立之前，我国铁塔资产由三大运营商掌握，资源分布不对等，其中中国移动运营份额最大，2015 年底，中国铁塔与三大运营商完成存量铁塔交割，实现铁塔资产由第三方独自运转模式。

中国铁塔基于庞大的站址资源面向通信运营商开展塔类业务和室分业务，其中塔类业务包括宏站业务与微站业务。在塔类业务与室分业务带来稳定可期的营收和现金流的基础上，开展面向不同行业开展跨行业站址应用与信息服务，满足客户多元化需求。

塔类业务收入稳健增加，2017 年塔类业务实现收入 670.85 亿元，占总收入 97.7%，实现同比增速 20.68%，其中宏站收入 668.28 亿元。其中以宏站业务为主，截止至 2018 年 1 季度，中国铁塔实现业务收入 172.44 亿元，其中塔类业务实现 167.23 亿元。我们预计，总体业绩将继续稳健增长，塔类业务核心地位保持不变。

图 19：中国铁塔收入及塔类业务收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

稳固的长期合约和优质客户，使得资金回款速度极快，2015 年、2016 年及 2017 年，来自三大通信运营商的应收营业款余额占应收营业款总额的比例分别为 100%、99.8%

和 99.4%。所有经三大通信运营商确认的账单一般在 1 至 3 个月内回款，2016 年营收营
业款周转天数为 66 天，2017 年为 58 天。

2016 年和 2017 年分别实现经营活动现金流净额 275.94 亿元和 349.35 亿元，实现
同比增速 26.6%。基于优质客户和稳固的长期合约，极快的回款速度将继续保持，现金
流稳步增加。

铁塔市场中各公司 EV/EBITDA 在近三年都较稳定，差距也较小，一直保持在 20 倍
左右，新兴市场的比值在 10-15 倍左右。目前中国铁塔 EV/EBITDA 为 6.8 倍，估值偏低，
未来随着中国铁塔估值的逐步修复，作为大股东的中国联通也必将受益。

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 财务预测主要前提假设

移动业务：移动语音方面由于 OTT 业务替代效应持续存在以及漫游费用取消，我们
预计公司移动语音业务收入持续下滑，约为每年 5-7 个百分点；数据流量收入在 4G 用
户渗透率不断提升的情况下，移动数据收入持续增长，复合增长率为 7 个百分点左右；
预计移动业务营收总体增长率在 4%至 5%。

传统固网宽带：由于固定电话持续退网，以及行业宽带业务竞争持续加剧的影响，
我们预计传统固网宽带营收增长率在-1%至 2%。

IDC/ICT 业务：公司目前以云业务为引领，基于 SDN/NFV，面向政企用户提供云网
一体化、智能化网络服务，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。预计有望维持 40%左右的高速增长

终端业务：预计未来 3 年换机需求不大，终端销售收入维持稳定。

图 20: 业务增速预测

营业收入				
	2017	2018E	2019E	2020E
移动业务	1564.41	1642.63	1708.34	1776.67
增速		5.0%	4.0%	4.0%
传统固网宽 带	749.66	742.16	749.59	764.58
增速		-1.0%	1.0%	2.0%
其他	17.08	18.79	20.67	22.73
增速		10.0%	10.0%	10.0%
IDC/ICT	159.00	222.60	311.64	442.53
增速		40.0%	40.0%	42.0%
终端	258.14	200.00	200.00	200.00
增速		-22.5%	0.0%	0.0%

营业总收入	2748.29	2826.18	2990.23	3206.51
收入增速		2.8%	5.8%	7.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 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，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 55.74/30.26/20.17X。

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 1.3 倍左右，当前属于低估；考虑混改会带来净资本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。

图 21：中国联通历年 PB 估值情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

- 1) 流量价格竞争激烈，4G 业务增长不及预期；
- 2) 混改效果不及预期；
- 3) 通信资费下降超出预期；
- 4) 国家对 5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，创新业务发展不及预期。
- 5) 5G 标准化和产品研发进度不及预期，通信设备商无法在 2018 年底提供可供试验的 5G 产品，影响未来 5G 业务进度。
- 6) 中国铁通估值水平修复不及预期，影响中国联通间接受益。

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
流动资产	76771.5	142260.7	165658.3	187547.9	营业收入	274828.9	282618.1	299022.7	320650.8
现金	38402.2	99914.6	120901.6	139590.3	营业成本	206976.7	210808.6	219611.7	232887.1
应收账款	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
其他流动资产	9929.3	8486.5	8978.7	9627.5	管理费用	21333.6	21196.4	21828.7	21804.3
非流动资产	496845.9	486834.6	484601.7	491685.8	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
在建工程					营业利润	1513.2	8520.1	15830.8	23955.0
无形资产	25932.2	24339.0	22905.1	21614.6	营业外净收支	864.7	400.0	600.0	700.0
其他非流动资产	19977.0	19977.0	19977.0	19977.0	利润总额	2377.9	8920.1	16430.8	24655.0
资产总计	573617.3	629095.3	650260.0	679233.7	所得税费用	693.9	2007.0	3696.9	5547.4
流动负债	241614.2	290332.2	304013.2	321857.3	少数股东损益	1258.1	3940.4	7258.3	10891.3
短期借款	43149.3	70000.0	75000.0	80000.0	归属母公司净利润	425.8	2972.61	5475.57	8216.26
应付账款	118909.9	127062.7	132368.7	140370.3	EBIT	11151.1	14720.7	21400.6	29084.6
其他流动负债	79555.0	93269.5	96644.5	101487.0	EBITDA	82047.8	85325.9	89155.5	97696.1
非流动负债	24984.8	25184.8	25384.8	25584.8					
长期借款	3473.1	3473.1	3473.1	3473.1	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	21511.7	21711.7	21911.7	22111.7	每股收益(元)	0.01	0.10	0.18	0.26
负债合计	266599.0	315517.0	329397.9	347442.1	每股净资产(元)	4.48	4.54	4.68	4.89
少数股东权益	171625.0	172807.2	175710.5	180067.0	发行在外股份(百万股)	30234.0	31027.8	31027.8	31027.8
归属母公司股东权益	135393.3	140771.1	145151.6	151724.6	ROIC (%)	2.4%	3.4%	5.1%	7.2%
负债和股东权益	573617.3	629095.3	650260.0	679233.7	ROE (%)	0.3%	2.1%	3.8%	5.4%
					毛利率 (%)	24.7%	25.4%	26.6%	27.4%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin (%)	4.1%	5.2%	7.2%	9.1%
经营活动现金流	91335.4	96477.9	86188.2	94357.7	销售净利率 (%)	0.2%	1.1%	1.8%	2.6%
投资活动现金流	-47333.8	-64221.5	-69106.0	-79025.7	资产负债率 (%)	46.5%	50.2%	50.7%	51.2%
筹资活动现金流	-34665.4	29255.9	3904.9	3356.7	收入增长率 (%)	0.2%	2.8%	5.8%	7.2%
现金净增加额	9234.7	61512.4	20987.0	18688.7	净利润增长率 (%)	176.4%	598.1%	84.2%	50.1%
企业自由现金流	32280.1	36240.8	22688.7	22999.7					

数据来源：贝格数据，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>

