

## 业绩增长超预期，继续看好公司未来发展 买入（维持）

2019年03月13日

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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	290,877	312,105	332,919	356,945
同比（%）	5.8%	7.3%	6.7%	7.2%
归母净利润（百万元）	4080.77	5864.35	8156.12	10979.82
同比（%）	858.3%	43.7%	39.1%	34.6%
每股收益（元/股）	0.13	0.19	0.26	0.35
P/E（倍）	54.23	37.74	27.13	20.16

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年年报，2018 年全年，公司累计实现营业总收入人民币 2908.8 亿元，同比增长 5.84%。实现主营业务收入人民币 2636.83 亿元，同比增长 5.9%，领先行业平均的 3.0%。实现 EBITDA 人民币 852.11 亿元，同比增长 4.3%。税前利润达到人民币 120.8 亿元，归属于母公司净利润达到人民币 40.81 亿元，同比增长 858.3%。
- **商业模式创新成效显著，用户成长空间大：**公司 2018 年经营业绩出色超预期，移动主营业务收入同比增长 5.5%，高于行业平均的 0.6pct。公司资本结构进一步优化，自由现金流再创新高，达到 499.6 亿元，财务能力大幅增强。面对激烈的市场竞争，公司持续推进市场经营的互联网化转型，通过推出差异化产品提升经营效益。
- **混改红利初步显现，打造“五新”联通：**公司继续推进机构精简工作，同时进行市场化激励，提高员工劳动生产率，增加人力资本灵活性。2018 年云南省分公司首期承包运营改革成效显著，引入资金 12 亿元新建 7,400 个 4G 基站，单位建设成本明显下降，年收入上升 17.7%，高于行业平均 13.2pp。在发展战略上，公司已经组建 12 个产业互联网公司，混改释放红利，有助于建设新基因、新治理、新运营、新动能、新生态的“五新”联通。
- **战略合作推进高质量发展，云网一体化等新业务发展迅速：**公司与 BATJ、滴滴、中国人寿等公司在互联网金融、物联网、云计算、AI 等领域有深度合作，有效帮助中国联通深入垂直行业，拓展客户市场空间。并且通过云+智慧网络+智慧应用的云网一体化的新业务模式，有效拓展了政企业务。其中产业互联网业务收入同比增长 45%，云计算收入同比增长 99%，云网协同效果显著。同时，公司与合作伙伴成立 5G 联合创新实验室，在 10 大重点行业开展业务应用示范和探索，助力创造新需求和新收入。
- **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，财务费用大幅降低，负债大幅降低，资本结构进一步优化；传统业务通过差异化经营，精准触达高潜力用户，保证经营业绩稳健增长，同时新兴产业布局领先，为公司中长期发展注入新动力。我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.19 元、0.26 元、0.35 元，当前股价对应 PE 分别为 38/27/20 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)	7.13
一年最低/最高价	4.61/7.57
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	151131.73

### 基础数据

每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	41.50
总股本(百万股)	31040.97
流通 A 股(百万股)	21196.60

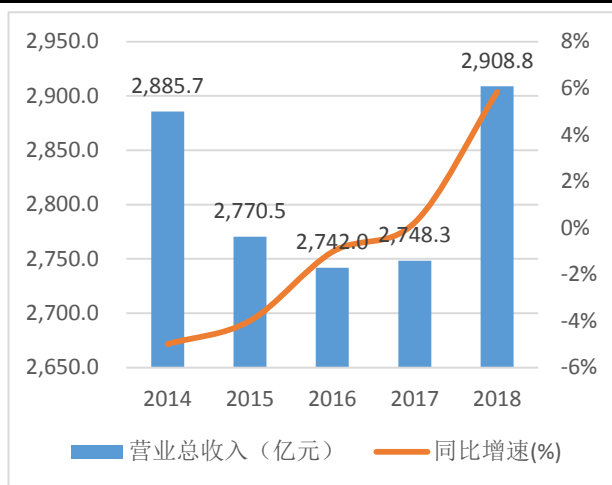
### 相关研究

- 1、《中国联通 (600050)：发力流量经营，移动用户持续上升，固网宽带稳定增长》2019-02-20
- 2、《中国联通 (600050)：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》2018-10-25
- 3、《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

## 1. 事件

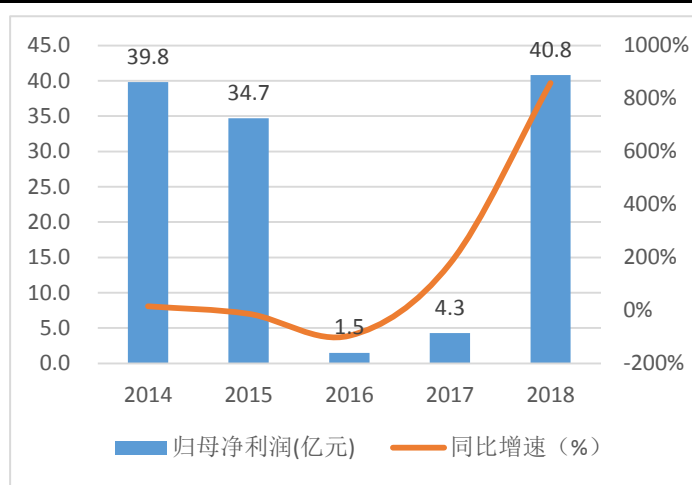
公司发布 2018 年年报，公司经营业绩出色超预期。2018 年全年，公司累计实现营业收入人民币 2908.8 亿元，同比增长 5.84%。实现主营业务收入人民币 2636.83 亿元，同比增长 5.9%，领先行业平均的 3.0%。实现 EBITDA 人民币 852.11 亿元，同比增长 4.3%。税前利润达到人民币 120.8 亿元，归属于母公司净利润达到人民币 40.81 亿元，同比增长 858.3%。营业利润实现翻转。

图 1：近 5 年营业总收入(亿元)对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

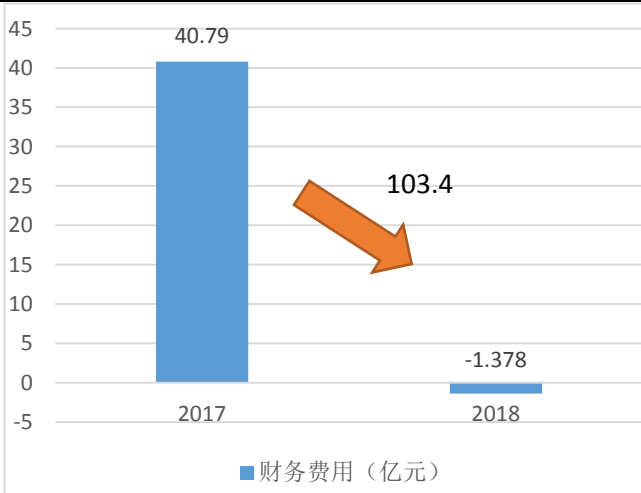
图 2：近五年净利润(亿元)对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

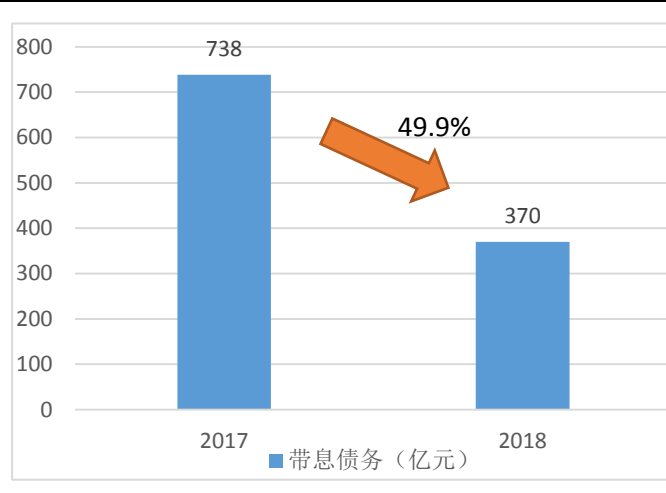
公司资本结构进一步优化，2018 年财务费用-1.38 亿元，同比减少 103.4%，得益于公司带息债务持续下降，带息负债从 738 亿下降到 370 亿，利息支出大幅减少。

图 3：2017-2018 财务费用(亿元)对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

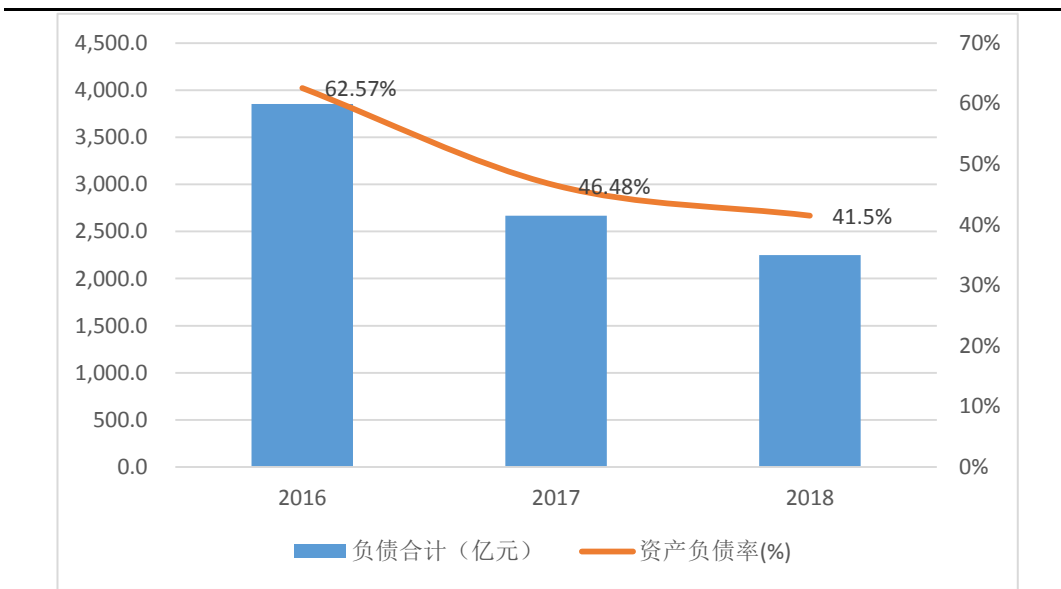
图 4：2017-2018 带息债务(亿元)对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

自由现金流再创新高, 达到 499.6 亿元, 负债总额持续减少, 资产负债率逐年下降, 2018 年负债合计 2248.2 亿元, 资产负债率下降至 41.5%, 财务能力上升, 风险抵御能力大幅增强。

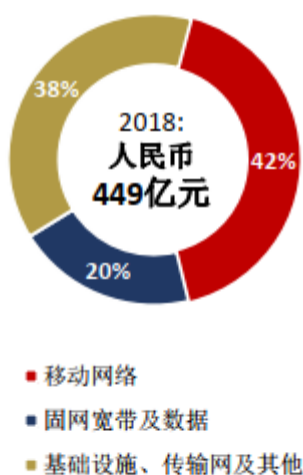
图 5: 近三年负债合计(亿元)和资产负债率(%)对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

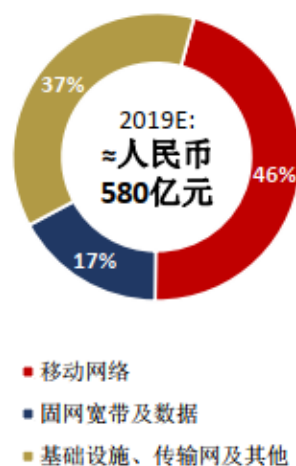
公司坚持以效益为导向的精准投资, 从市场驱动、竞争驱动、技术驱动和经济性驱动四方面因素出发, 提升网络竞争力, 保持差异化领先。2018 年实际资本开支 449 亿元, 比计划节约 10%, 在即将到来的 5G 元年, 计划资本开支上升, 移动网络的投入比例将增大。联通计划充分利用新增加的 2x5MHz 的 900MHz 频率, 加快 LTE900 网建, 我们认为这将有效提高用户体验, 并布局 5G 商用。

图 6: 2018 年实际资本开支



数据来源: 2018 中国联通推介材料, 东吴证券研究所

图 7: 2019 年计划资本开支



数据来源: 2018 中国联通推介材料, 东吴证券研究所

## 2. 商业模式创新成效显著，用户成长空间大

2018 年全年移动出账用户增长 3087 万户，其中 4G 用户净增 4505 万户，4G 份额上升 1.33pp。移动主营业务收入同比增长 5.5%，高于行业平均的 0.6pp。

面对激烈的市场竞争，中国联通没有盲目跟随竞争对手低价不限量产品，持续推进市场经营的互联网化转型，借力互联网公司合作方线上触点，低成本、高效率地进行营销，有效触达新用户，特别是高用量的青年市场，其中 2I2C 用户达到 9,400 万户，2I2C 的收入占整个移动收入的比例超过 20%。

相对其他年龄段客户，青年客户价值成长空间大，同时具有较高的用户粘性，2I2C 续费率达到 95% 以上，通过推出差异化产品，解决大流量用户的需求，线上线下全触点统一运营，相互引流。同时重点聚焦线上、异业联盟、自然人等轻触点，联通在实现用户数提升的同时，提高了收入能力和收入的稳定性以及增长预期。

## 3. 混改红利初步显现，打造“五新”联通：

在体制改革中，总部部门数量减少 1/3，省分公司机构数减少 1/4，中层管理人员平均退出率约 15%，鼓励人员从基础领域向创新领域流动，持续优化人员结构，并向约 8,000 位管理骨干及核心人才授予公司的限制性股票 8.07 亿股，进行市场化激励，提高员工劳动生产率，增加人力资本灵活性，构建良好的增长基础。

改革最优代表性的云南省分公司通过引入社会化资本加快 4G 网络建设，激发员工积极性，拉动业务发展，精细化成本管理，实现经营效益的提升，2018 年云南联通引入资金 12 亿元新建 7,400 个 4G 基站，单位建设成本明显下降，年收入上升 17.7%，高于行业平均 13.2pp。

图 8：云南联通混改成绩



数据来源：2018 中国联通推介材料，东吴证券研究所

在发展战略上，公司已经组建 12 个产业互联网公司，打造区别于传统业务的创新体系，实行增量收益分享机制，员工与企业“利益共享、风险共担”的长期激励模式加



强人才建设，产业互联网领域技术人才增加 4,500 人，与龙头公司合作实现股权多元化和轻资产运营。

混改释放红利，有助于建设新基因、新治理、新运营、新动能、新生态的“五新”联通。

#### 4. 战略合作推进高质量发展，云网一体化等新业务发展迅速

在战略合作领域，中国联通与阿里成立合资公司云粒智慧科技有限公司，为政企客户打造定制化的应用软件服务；与腾讯成立合资公司云景文旅科技有限公司，打造智慧文旅系列产品；与网宿成立合资公司云际智慧科技有限公司，协同发展 CDN 市场。同时与 BATJ、以及滴滴、中国人寿等公司在互联网金融、物联网、云计算、AI 等领域有深度合作。

引入战略投资者在缓解资金压力的同时，有效帮助中国联通深入垂直行业，寻找用户触点，探索 5G 应用场景，实现创新业务的增长。

图 9：重点行业 5G 应用试验取得新突破

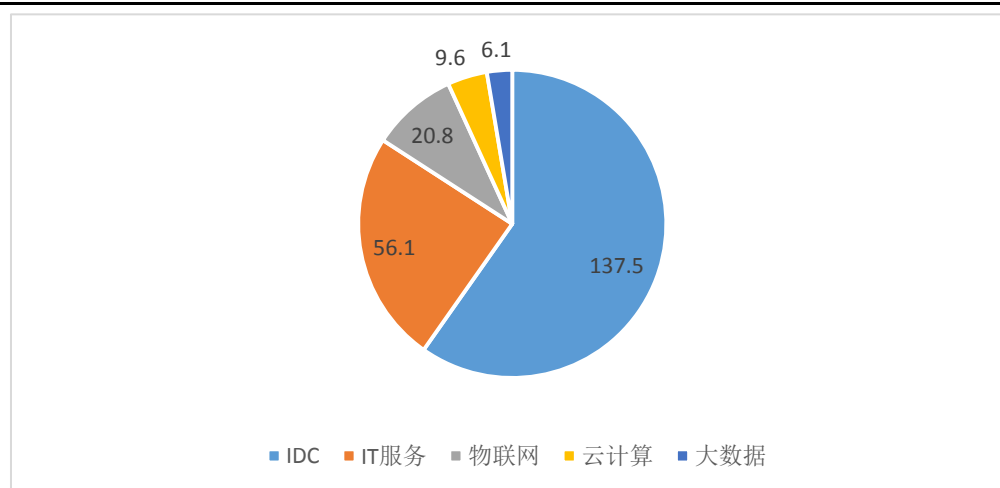


数据来源：2018 中国联通推介材料，东吴证券研究所

公司通过云+智慧网络+智慧应用的云网一体化的新业务模式，有效拓展了政企业务。其中产业互联网业务收入同比增长 45%，云计算收入同比增长 99%，云网协同效果显著。同时，公司与合作伙伴成立 5G 联合创新实验室，在 10 大重点行业开展业务应用示范和探索，助力创造新需求和新收入。

与阿里、腾讯战略合作伙伴开展云业务合作，打造以“沃云”为品牌的公有云产品，与阿里成立合资公司打造定制化的应用软件服务，带动云、网收入快速增长；首年推出已签约项目逾 300 个。

图 10：产业互联网收入(亿元)构成



数据来源：2018 年中国联通推介材料，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

我们持续看好中国联通未来发展，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，财务费用大幅降低，负债大幅降低，资本结构进一步优化；传统业务通过差异化经营，精准触达高潜力用户，保证经营业绩稳健增长，同时新兴产业布局领先，为公司中长期发展注入新动力。

我们预计公司 2019-2021 年营收为 3121.05 亿元、3329.19 亿元、3569.45 亿元，增速为 7.3%、6.7%、7.2%；归母净利润为 58.64 亿元、81.56 亿元、109.80 亿元，增速为 43.7%、39.1%、34.6%；对应 EPS 为 0.19 元、0.26 元、0.35 元。当前股价对应 PE 分别为 38/27/20X，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。

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>75924.5</b>	<b>191119.9</b>	<b>224212.9</b>	<b>253675.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>290876.8</b>	<b>312105.2</b>	<b>332919.3</b>	<b>356945.5</b>
现金	33783.4	144446.0	174450.3	200346.9	减:营业成本	213585.6	226261.2	239642.3	255123.2
应收账款	21084.4	34203.3	36484.3	39117.3	营业税金及附加	1389.5	1560.5	1664.6	1784.7
存货	2388.3	3099.5	3282.8	3494.8	营业费用	35169.7	38076.8	38618.6	39264.0
其他流动资产	18668.5	9371.2	9995.6	10716.4	管理费用	22925.1	23407.9	24303.1	24272.3
<b>非流动资产</b>	<b>465837.7</b>	<b>451159.6</b>	<b>447367.8</b>	<b>452675.4</b>	财务费用	-137.8	1683.3	1786.2	1843.6
长期股权投资	39723.9	39723.9	39723.9	39723.9	资产减值损失				
固定资产	383181.8	370092.1	367729.9	374324.0	加:投资净收益	2475.6	200.0	570.0	890.0
在建工程					其他收益	-8498.8	-4118.0	-3600.0	-3300.0
无形资产	25884.2	24295.7	22866.2	21579.6	<b>营业利润</b>	<b>11921.4</b>	<b>17197.4</b>	<b>23874.5</b>	<b>32247.7</b>
其他非流动资产	17047.9	17047.9	17047.9	17047.9	加:营业外净收支	154.0	400.0	600.0	700.0
<b>资产总计</b>	<b>541762.3</b>	<b>642279.5</b>	<b>671580.7</b>	<b>706350.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>12075.4</b>	<b>17597.4</b>	<b>24474.5</b>	<b>32947.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>213794.0</b>	<b>307087.7</b>	<b>325339.4</b>	<b>345303.7</b>	减:所得税费用	2774.7	3959.4	5506.8	7413.2
短期借款	32896.4	70000.0	75000.0	80000.0	少数股东损益	5219.9	7773.7	10811.6	14554.6
应付账款	108702.5	136376.6	144441.9	153772.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4080.8</b>	<b>5864.35</b>	<b>8156.12</b>	<b>10979.82</b>
其他流动负债	72195.1	100711.1	105897.4	111530.8	EBIT	17806.8	22798.8	28690.7	36501.3
<b>非流动负债</b>	<b>11028.0</b>	<b>11228.0</b>	<b>11428.0</b>	<b>11628.0</b>	EBITDA	89245.4	93399.2	96441.2	105108.9
长期借款	3173.2	3173.2	3173.2	3173.2					
其他非流动负债	7854.8	8054.8	8254.8	8454.8					
<b>负债合计</b>	<b>224822.0</b>	<b>318315.7</b>	<b>336767.3</b>	<b>356931.7</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	176795.9	179128.0	183452.7	189274.5	每股收益(元)	0.13	0.19	0.26	0.35
归属母公司股东权益	140144.4	144835.8	151360.7	160144.6	每股净资产(元)	4.51	4.67	4.88	5.16
<b>负债和股东权益</b>	<b>541762.3</b>	<b>642279.5</b>	<b>671580.7</b>	<b>706350.8</b>	发行在外股份(百万股)	31041.0	31041.0	31041.0	31041.0
					ROIC(%)	4.2%	6.0%	8.4%	11.4%
					ROE(%)	2.9%	4.0%	5.4%	6.9%
					毛利率(%)	26.6%	27.5%	28.0%	28.5%
					销售净利率(%)	1.4%	1.9%	2.4%	3.1%
					资产负债率(%)	41.5%	49.6%	50.1%	50.5%
					收入增长率(%)	5.8%	7.3%	6.7%	7.2%
					净利润增长率(%)	858.3%	43.7%	39.1%	34.6%

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>

