

**证券研究报告—动态报告**

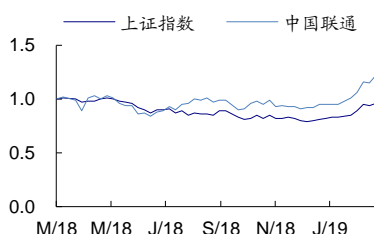
信息技术

通信

**中国联通(600050)**
**买入**
**2018 年年报点评**

(维持评级)

2019 年 04 月 01 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)	31,041/19,297
总市值/流通(百万元)	232,807/144,726
上证综指/深圳成指	3,027/9,592
12 个月最高/最低(元)	7.57/4.61

**相关研究报告:**

《中国联通-600050-2018 年三季报点评: 业绩符合预期, 4G 用户数持续增长》——2018-10-23

《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

**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**

电话: 0755-81981520

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, 长期坚定看好

2018 年, 公司实现主营业务收入人民币 2627 亿元, 同比增长 5.9%。利润总额达到人民币 121 亿元, 归属于母公司净利润达到人民币 41 亿元, 同比增长 858%, 每股派发现金股利 0.0533 元 (含税)。

**● 业绩同比高增长, 移动业务和固网业务保持稳定增长态势**

2018 年全年, 公司通过持续推进经营的互联网化转型, 借助与互联网公司深化 2I2C 业务合作, 基于细分市场需求, 优化推出差异化产品, 解决大流量用户的需求, 移动主营业务收入达到人民币 1651 亿元, 比去年同期上升 5.5%。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 423 亿元, 比去年同期基本持平。

**● 4G 用户和宽带用户市场份额稳步提高**

2018 年, 公司 4G 用户净增 4505 万户, 总数达到 2.2 亿户, 4G 用户市场份额同比提高 1.3%。4G 用户占移动出账用户比例达到 70%, 同比提升超过 8%。移动出账用户 ARPU 为人民币 45.7 元, 比去年同期有所下降。宽带用户净增 434 万户, 同比提升 234%, 达到 8088 万户, 宽带用户接入 ARPU 为人民币 44.6 元, FTTH 用户占比达到 82%, 同比提高 4.5%。

**● 混合所有制改革逐步落地, 积极开展 5G 规模试验**

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 用户全年净增 4400 万户, 总数约 9400 万户; 公司积极开展重点城市的 5G 外场测试与行业应用探索, 携手产业链共享 5G 带来的新红利。

**● 看好公司变革, 维持“买入”评级**

混改完成之后, 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。从财报来看, 公司边际改善明显, 业绩同比大幅改善, 自由现金流创历史新高, 我们看好公司变革以及边际改善带来的业绩和估值双升, 预计 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.18/0.25/0.30 元, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	274,197	274,829	315,185	355,150	391,406
(+/-%)		0.2%	8.4%	12.7%	10.2%
净利润(百万元)	154	426	5479	7609	9197
(+/-%)		176.4%	34.3%	38.9%	20.9%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.01	0.18	0.25	0.30
EBIT Margin	1.58%	4.1%	6.9%	8.5%	8.3%
净资产收益率(ROE)	0.2%	0.3%	3.8%	5.1%	5.9%
市盈率(PE)	122	360	40.4	29.1	24.1
EV/EBITDA	3.5	5.1	7.6	5.7	5.0
市净率(PB)	2	1.13	1.54	1.48	1.42

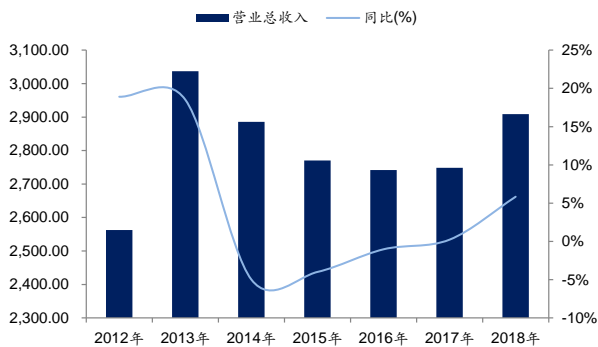
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 业绩同比高增长，移动业务和固网业务保持稳定增长态势

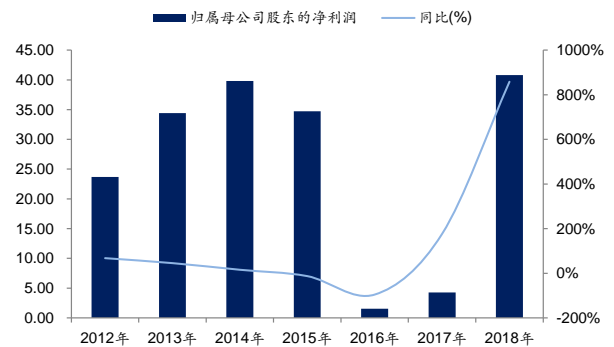
2018 年全年，公司通过持续推进经营的互联网化转型，借助与互联网公司深化 2I2C 业务合作，基于细分市场需求，优化推出差异化产品，解决大流量用户的需求，移动主营业务收入达到人民币 1651 亿元，比去年同期上升 5.5%。公司持续优化融合产品体系，主推高带宽产品，突出内容拉动，不断丰富填充优质视频，固网宽带业务发展持续改善，固网主营业务收入为人民币 423 亿元，比去年同期基本持平。

图 1: 公司近年营收增长情况



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

## 4G 用户和宽带用户市场份额稳步提高

2018 年，公司 4G 用户净增 4505 万户，总数达到 2.2 亿户，4G 用户市场份额同比提高 1.3%。4G 用户占移动出账用户比例达到 70%，同比提升超过 8%。移动出账用户 ARPU 为人民币 45.7 元，比去年同期有所下降。宽带用户净增 434 万户，同比提升 234%，达到 8088 万户，宽带用户接入 ARPU 为人民币 44.6 元，FTTH 用户占比达到 82%，同比提高 4.5%。

## 混合所有制改革逐步落地，积极开展 5G 规模试验

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 用户全年净增 4400 万户，总数约 9400 万户；公司积极开展重点城市的 5G 外场测试与行业应用探索，携手产业链共享 5G 带来的新红利。

## 看好公司变革，维持“买入”评级

混改完成之后，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，但公司边际改善明显，业绩同比大幅改善，自由现金流创历史新高，我们看好公司变革以及边际改善带来的业绩和估值双升，预计 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.18/0.20/0.23 元，维持“买入”评级。

## 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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	33783	35000	33000	32000	<b>营业收入</b>	<b>290877</b>	<b>315185</b>	<b>355150</b>	<b>391406</b>
应收款项	21084	30049	25743	37316	营业成本	213586	231605	258279	284542
存货净额	2388	47093	53122	59333	营业税金及附加	1389	1418	1598	1761
其他流动资产	17899	1867	2104	2319	销售费用	35170	38768	42618	48143
<b>流动资产合计</b>	<b>75925</b>	<b>114779</b>	<b>114739</b>	<b>131738</b>	管理费用	22925	21743	22593	24559
固定资产	383182	346034	307774	269228	财务费用	(138)	4710	6787	4238
无形资产及其他	25884	24849	23843	22838	投资收益	2476	573	485	283
投资性房地产	17048	17048	17048	17048	资产减值及公允价值变动	(230)	(2146)	(2024)	(2198)
长期股权投资	39724	39718	39713	39707	其他收入	(8268)	200	500	800
<b>资产总计</b>	<b>541762</b>	<b>542428</b>	<b>503118</b>	<b>480559</b>	营业利润	11921	15568	22236	27048
短期借款及交易性金融负债	32896	162474	108301	68424	营业外净收支	154	1677	1712	1898
应付款项	108703	14575	16441	18363	<b>利润总额</b>	<b>12075</b>	<b>17245</b>	<b>23948</b>	<b>28946</b>
其他流动负债	72195	30891	34495	38527	所得税费用	2775	4311	5987	7236
<b>流动负债合计</b>	<b>213794</b>	<b>207940</b>	<b>159237</b>	<b>125315</b>	少数股东损益	5220	7454	10352	12513
长期借款及应付债券	4172	3942	3942	3942	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4081</b>	<b>5479</b>	<b>7609</b>	<b>9197</b>
其他长期负债	6856	6805	6754	6703					
<b>长期负债合计</b>	<b>11028</b>	<b>10747</b>	<b>10696</b>	<b>10645</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>224822</b>	<b>218687</b>	<b>169934</b>	<b>135960</b>	<b>净利润</b>	<b>4081</b>	<b>5479</b>	<b>7609</b>	<b>9197</b>
少数股东权益	176796	179761	183879	188856	资产减值准备	(3705)	1	(23)	(28)
股东权益	140144	143980	149306	155743	折旧摊销	71439	36487	38044	38411
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>541762</b>	<b>542428</b>	<b>503118</b>	<b>480559</b>	公允价值变动损失	230	2146	2024	2198
					财务费用	(138)	4710	6787	4238
关键财务与估值指标					营运资本变动	(18179)	(173120)	3436	(12123)
每股收益	0.13	0.18	0.25	0.30	其它	3887	2964	4141	5004
每股红利	0.13	0.05	0.07	0.09	<b>经营活动现金流</b>	<b>57753</b>	<b>(126043)</b>	<b>55230</b>	<b>42660</b>
每股净资产	4.52	4.64	4.81	5.02	资本开支	(30317)	(450)	(780)	(1030)
ROIC	5%	4%	5%	6%	其它投资现金流	(610)	0	0	0
ROE	3%	4%	5%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(35050)</b>	<b>(444)</b>	<b>(774)</b>	<b>(1024)</b>
毛利率	27%	27%	27%	27%	权益性融资	3016	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%	负债净变化	(300)	(230)	0	0
EBITDA Margin	31%	18%	19%	18%	支付股利、利息	(3939)	(1644)	(2283)	(2759)
收入增长	6%	8%	13%	10%	其它融资现金流	(21861)	129578	(54173)	(39877)
净利润增长率	858%	34%	39%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(27322)</b>	<b>127704</b>	<b>(56456)</b>	<b>(42636)</b>
资产负债率	74%	73%	70%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>(4619)</b>	<b>1217</b>	<b>(2000)</b>	<b>(1000)</b>
息率	1.8%	0.7%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	38402	33783	35000	33000
P/E	54.2	40.4	29.1	24.1	货币资金的期末余额	33783	35000	33000	32000
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	36658	(120845)	63247	49559
EV/EBITDA	5.0	7.6	5.7	5.0	权益自由现金流	14497	4970	3983	6504

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