

创新业务势头强劲，H1 收入优化利润提升，
共享共建将加快 5G 产业生态构建
买入（维持）

2019 年 08 月 14 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

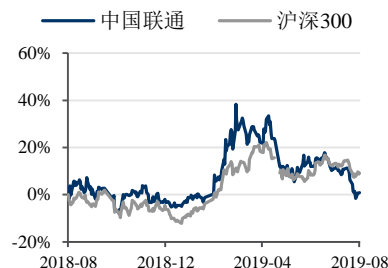
houb@dwzq.com.cn

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）	41.21	28.68	20.62	15.32

投资要点

- **事件：**2019H1 公司实现收入 144953.72 百万元，同比下降 2.78%，其中 2019Q2 公司实现收入 71806.92 百万元，同比下降 3.19%。2019H1 归母公司净利润达到人民币 3015.91 百万元，同比增长 16.75%，其中 2019Q2 公司实现归母净利润 1390.54 百万元，同比增长 8.57%。
- **利润持续显著提升，主营业务收入结构不断优化：**受提速降费、市场饱和、激烈市场竞争以及 4G 流量红利逐步消退的影响，中国联通 2019H1 移动主营业务收入 786.91 亿元，同比减少 6.6%。受创新业务快速增长拉动，固网主营业务收入达到人民币 531 亿元，同比增长 8.2%，主营业务收入结构不断优化。
- **创新业务势头强劲，产业互联网收入持续快速增长：**2019 年上半年，创新业务成为稳定公司收入的主要驱动力。产业互联网业务收入同比增长 43%，达到人民币 167 亿元，占整体主营业务收入比例提高至 13%。其中 ICT 业务收入人民币 54 亿元，同比增长 74%；IDC 及云计算业务收入达到人民币 93 亿元，同比增长 27%；物联网业务及大数据业务收入分别达到人民币 14 亿元和人民币 5 亿元，同比分别增长 43% 和 128%
- **纵深推进混改，实现网络竞争力再进阶：**2019 年上半年，公司继续坚持以效益和市场为导向的精准高效建设，优先满足“5G+4G”精品网、创新业务等需求，不断提升网络竞争力。移动网络方面，截至 2019 年 6 月底，公司 4G 基站总数达到 135 万个；宽带网络方面，截至 2019 年 6 月底，公司固网宽带端口中 FTTH 端口渗透率达到 83%，我们认为，公司积极应对宽带领域竞争，通过借力混改战略投资者优势资源，丰富填充优质视频内容，加大融合产品在全渠道的推广力度。我们认为，随着国企混改加速推进，联通作为混改先行者，改革红利将会率先释放。
- **构建 5G 产业生态，谋求 5G 网络共建共享：**2019H1 中国联通资本开支为 220 亿元，其中用于移动网络的比重为 58%，共建共享可以加快 5G 网络建设步伐，节省资本开支、铁塔使用费、网络维护费和电费。但是从整个 5G 产业投资的角度来讲，不会影响 5G 总体的投资，而且投资额仍将高于 4G 投资。
- **盈利预测与投资评级：**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 29/21/15 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)	5.42
一年最低/最高价	4.87/7.50
市净率(倍)	1.19
流通 A 股市值(百万元)	114885.55

基础数据

每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	43.61
总股本(百万股)	31040.97
流通 A 股(百万股)	21196.60

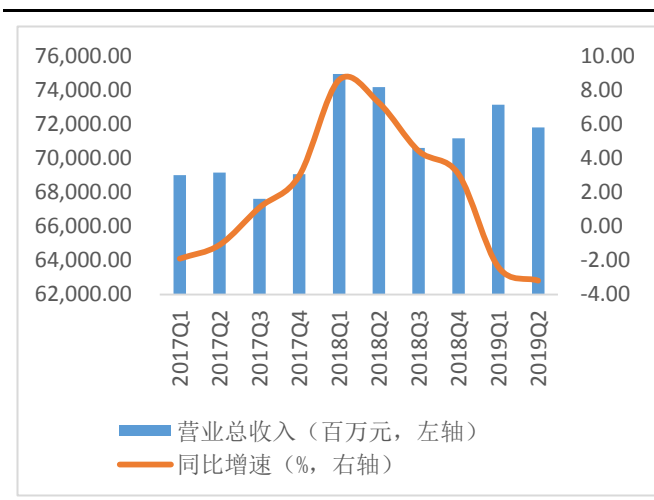
相关研究

- 1、《中国联通 (600050)：5 月运营数据 4G 用户数持续增长，助力未来 5G 业务发展》2019-06-20
- 2、《中国联通 (600050)：4 月运营数据不断向好，“双百行动”再推混改步伐》2019-05-21
- 3、《中国联通 (600050)：一季度业务发展继续向好，看好全年积极增长》2019-04-24

1. 利润持续显著提升，主营业务收入结构不断优化

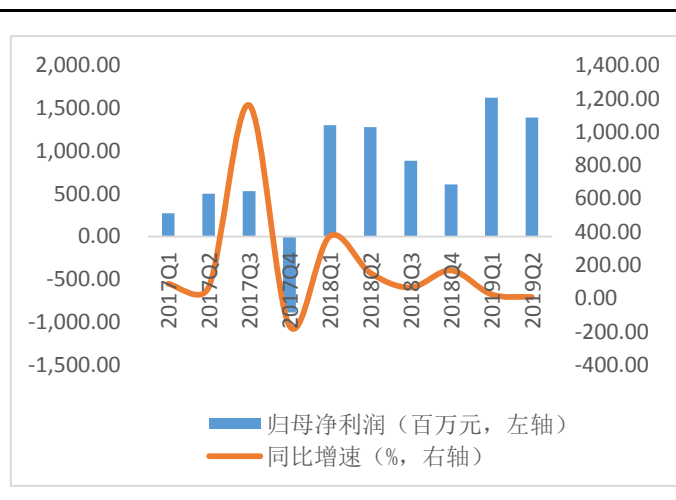
2019 年上半年，伴随国内通信行业步入发展的阵痛期，公司收入增长面临压力，2019H1 公司实现收入 144953.72 百万元，同比下降 2.78%，其中 2019Q2 公司实现收入 71806.92 百万元，同比下降 3.19%。公司坚持新发展理念，转换创新发展新动能，控成本、提效益，盈利持续快速提升。2019H1 归母公司净利润达到人民币 3015.91 百万元，同比增长 16.75%，其中 2019Q2 公司实现归母净利润 1390.54 百万元，同比增长 8.57%。

图 1：中国联通单季营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

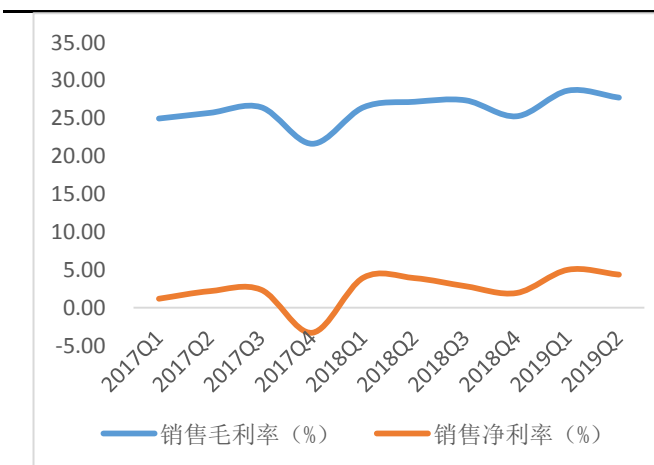
图 2：中国联通单季归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

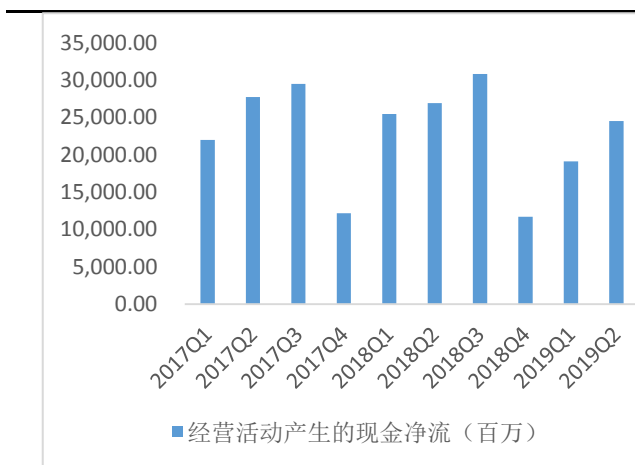
2019Q2 中国联通销售毛利率为 27.73%，较上一季度下降 0.92 个 PC。销售净利率为 4.38%，较一季度下降 0.64 个 PC。2019Q2 中国联通经营活动产生的现金净流量为 24503.57 百万元，较上一季度增长 28.40%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

图 3：中国联通单季度销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中国联通单季度现金净流



数据来源：Wind，东吴证券研究所

受提速降费、市场饱和、激烈市场竞争以及 4G 流量红利逐步消退的影响，中国联

通 2019H1 移动主营业务收入 786.91 亿元，同比减少 6.6%。受创新业务快速增长拉动，固网主营业务收入达到人民币 531 亿元，同比增长 8.2%，主营业务收入结构不断优化。

表 1：中国联通主营业务收入构成

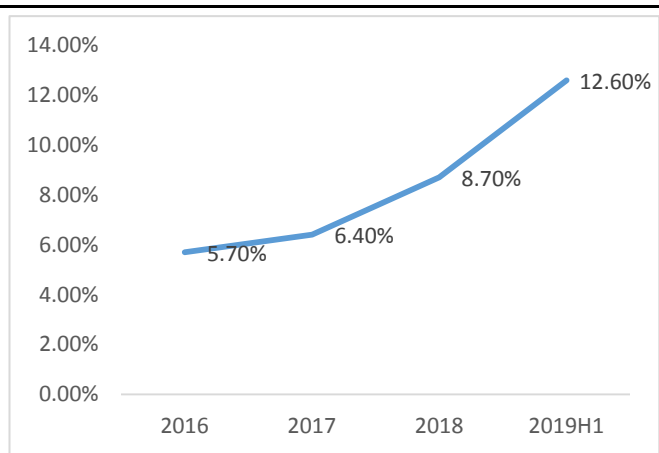
(亿元)	2018H1	2019H1	同比变化
移动主营业务收入	842.78	786.91	-6.6%
固网主营业务收入	491.17	531.34	8.2%
其他主营业务收入	10.28	11.32	10.1%
销售通信产品收入	146.82	119.97	-18.3%
合计	1491.05	1449.54	-2.8%

数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

2. 创新业务势头强劲，产业互联网收入持续快速增长

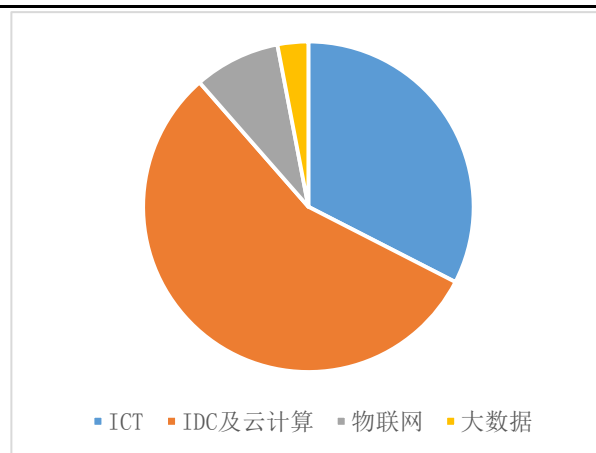
2019 年上半年，创新业务成为稳定公司收入的主要驱动力。产业互联网业务收入同比增长 43%，达到人民币 167 亿元，占整体主营业务收入比例提高至 13%。其中 ICT 业务收入人民币 54 亿元，同比增长 74%；IDC 及云计算业务收入达到人民币 93 亿元，同比增长 27%；物联网业务及大数据业务收入分别达到人民币 14 亿元和人民币 5 亿元，同比分别增长 43% 和 128%。

图 5：产业互联网收入占主营业务收入比



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

图 6：中国联通 2019H1 产业互联网收入构成



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

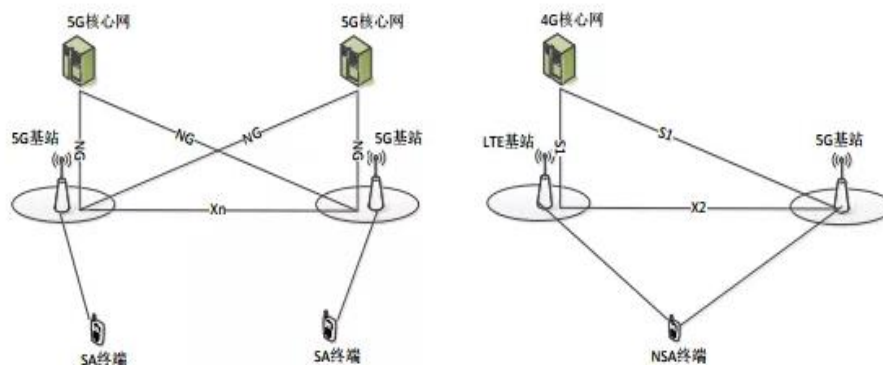
3. 混改红利持续释放，网络竞争力再进阶

2019 年上半年，公司继续坚持以效益和市场为导向的精准高效建设，优先满足“5G+4G”精品网、创新业务等需求，不断提升网络竞争力。移动网络方面，截至 2019 年 6 月底，公司 4G 基站总数达到 135 万个（含 4G 室外站及室分信源），其中 LTE 900MHz 基站 18 万个，4G 网络深度覆盖和农村广度覆盖显著提升；累计开通 NB-IOT 基站 20 万个，物联网业务承载能力显著增强；VoLTE 网络全网具备业务开通能力。宽带网络方面，截至 2019 年 6 月底，公司固网宽带端口中 FTTH 端口渗透率达到 83%，

宽带用户中 FTTH 用户占比达到 82%。

公司积极应对宽带领域竞争，通过借力混改战略投资者优势资源，丰富填充优质视频内容，加大融合产品在全渠道的推广力度。我们认为，随着国企混改加速推进，联通作为混改先行者，改革红利将会率先释放。

图 7：中国联通 4G、5G 基站架构



数据来源：中国联通 5G 基站设备技术白皮书，东吴证券研究所

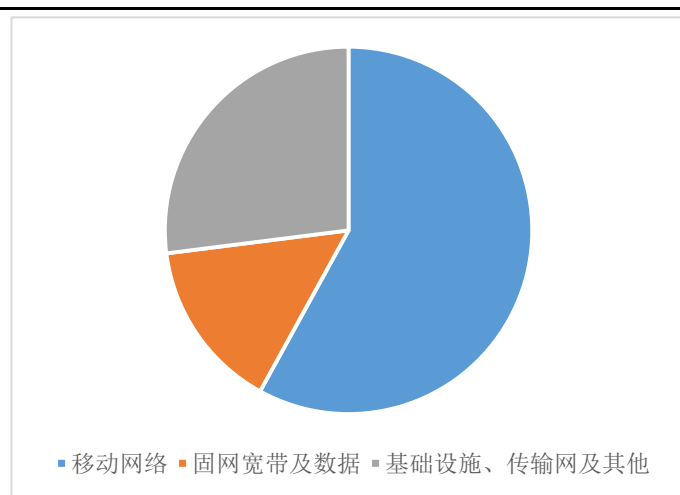
4. 构建 5G 产业生态，谋求 5G 网络共建共享

2019H1 中国联通资本开支为 220 亿元，其中用于移动网络的比重为 58%，预计 2019 全年将下降 10 个百分点，为 48%；2019H1 公司资本开支用于固网宽带及数据的比重为 15%，预计 2019 全年将提高 3 个百分点，为 18%；2019H1 公司资本开支用于基础设施、传输网及其他的比重为 27%，预计 2019 全年将提高 7 个百分点，为 34%。预计 2019 年中国联通总资本开支为 580 亿元。

共建共享可以加快 5G 网络建设步伐，节省资本开支、铁塔使用费、网络维护费和电费。但是从整个 5G 产业投资的角度来讲，不会影响 5G 总体的投资，而且投资额仍将高于 4G 投资。

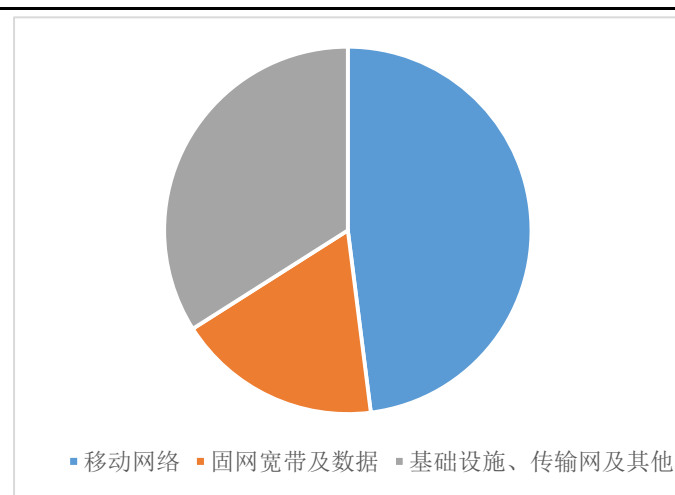
下半年公司将继续坚持高质量的网络建设发展之路，坚持聚焦战略，积极谋求 5G 网络共建共享，与众多重点行业客户签署 5G 行业合作协议，共同探索 5G 行业应用运营新模式，为业务发展提供坚实保障。

图 8：2019H1 资本开支结构



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

图 9：2019E 资本开支结构



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

5. 盈利预测

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 29/21/15 X，维持“买入”评级。

6. 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、5G 标准化和产品研发进度不及预期

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
流动资产	75924.5	191119.9	224212.9	253675.4	营业收入	290876.8	312105.2	332919.3	356945.5
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
非流动资产	465837.7	451159.6	447367.8	452675.4	财务费用	-137.8	1683.3	1786.2	1843.6
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
无形资产	25884.2	24295.7	22866.2	21579.6	其他收益	-8498.8	-4118.0	-3600.0	-3300.0
其他非流动资产	17047.9	17047.9	17047.9	17047.9	营业利润	11921.4	17197.4	23874.5	32247.7
资产总计	541762.3	642279.5	671580.7	706350.8	加:营业外净收支	154.0	400.0	600.0	700.0
流动负债	213794.0	307087.7	325339.4	345303.7	利润总额	12075.4	17597.4	24474.5	32947.7
短期借款	32896.4	70000.0	75000.0	80000.0	减:所得税费用	2774.7	3959.4	5506.8	7413.2
应付账款	108702.5	136376.6	144441.9	153772.9	少数股东损益	5219.9	7773.7	10811.6	14554.6
其他流动负债	72195.1	100711.1	105897.4	111530.8	归属母公司净利润	4080.8	5864.35	8156.12	10979.82
非流动负债	11028.0	11228.0	11428.0	11628.0	EBIT	17806.8	22798.8	28690.7	36501.3
长期借款	3173.2	3173.2	3173.2	3173.2	EBITDA	89245.4	93399.2	96441.2	105108.9
其他非流动负债	7854.8	8054.8	8254.8	8454.8					
负债合计	224822.0	318315.7	336767.3	356931.7	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
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)	4.52	4.67	4.88	5.16
负债和股东权益	541762.3	642279.5	671580.7	706350.8	发行在外股份(百万股)	31027.8	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>

