

## 业绩符合预期，下半年多重因素改善

### 投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入1449.5亿元，同比下降2.8%；实现归母净利润30.2亿元，同比增长16.8%。
- **业绩符合预期，创新业务成主要驱动力。**公司2019上半年业绩略有下滑，主要是受提速降费、市场饱和等因素影响导致移动主营业务收入同比下降6.6%。同时，公司4G用户净增1901万户，4G用户市场份额同比提高0.8个百分点，近日三大运营商纷纷取消“不限量套餐”，下半年移动业务业绩有望企稳回暖，从7月份看，公司移动主营业务收入环比6月提升1.6%。除此之外，公司产业互联网业务收入同比增长43%（IDC及云计算业务收入达到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14亿元和5亿元，同比分别增长43%和128%），占整体主营业务收入比例提高至13%，而5G时代将是产业互联网的战场，公司目前机构设置、业务策略等逐步优化，为未来创新业务夯实基础。
- **补强4G网络能力，5G建设快速推进。**公司2019年H1资本开支继续得到有效控制，共计220亿元，其中4G基站达到了135万个，实现了4G深度覆盖和农村广覆盖显著提升。同时，公司预计全年资本开支维持580亿不变，用于5G的开支为80亿，计划2019年建设4万个5G基站，并于9月在重点城市推动5G商用，实现14个城市的连续覆盖。未来，公司将寻求和其它运营商5G网络的共建共享，这样有效控制资本开支的同时，实现5G网络快速覆盖，网络利用效率大幅提升，对于运营商业务发展较为有利。
- **混改促进内部显著变化，创新正在路上。**2017年后，中国联通作为国企混改标杆，无论从战略、商业模式、内生业绩情况来看，都表现出较深刻变化，且在5G赋能下，公司有望成为应用的孵化者和创造者，在价值链上更进一步，实现价值重估。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年净利润分别为60.88亿元、78.14亿元、93.45亿元，对应2019-2021年PE分别为28、22和18倍，PB分别为1.16、1.11和1.06倍，考虑到公司历史估值和预期向好情况，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电信运营市场竞争加剧、创新业务或不及预期、移动及固网宽带用户发展或不及预期。

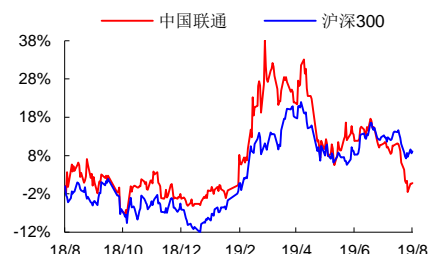
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	290876.78	302472.56	324482.65	349088.10
增长率	5.84%	3.99%	7.28%	7.58%
归属母公司净利润（百万元）	4080.77	6088.48	7814.84	9344.94
增长率	858.28%	49.20%	28.35%	19.58%
每股收益EPS（元）	0.13	0.20	0.25	0.30
净资产收益率ROE	2.93%	4.21%	5.15%	5.83%
PE	41	28	22	18
PB	1.20	1.16	1.11	1.06

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王彦龙  
 执业证号：S1250519050001  
 电话：010-58251904  
 邮箱：wangyanl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	310.41
流通A股(亿股)	211.97
52周内股价区间(元)	5.01-7.5
总市值(亿元)	1,682.42
总资产(亿元)	5,665.47
每股净资产(元)	4.56

### 相关研究

1. 中国联通(600050):内生改善成效显著，代际更替迎接质变 (2019-05-28)
2. 中国联通(600050):盈利能力持续改善，5G周期有望价值重估 (2019-04-24)
3. 中国联通(600050):以4G为基，5G未来可期 (2019-03-14)
4. 中国联通(600050):“五新”联通持续释放混改红利 (2018-10-23)
5. 中国联通(600050):混改凸显成效，夯实业绩迎接5G周期 (2018-08-16)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	290876.78	302472.56	324482.65	349088.10	净利润	9300.66	13876.52	17811.15	21298.46
营业成本	213585.64	223938.60	238540.92	255893.62	折旧与摊销	73575.02	73372.52	77822.06	83634.33
营业税金及附加	1389.47	1433.57	1541.92	1657.40	财务费用	-137.78	90.74	97.34	104.73
销售费用	35169.72	36599.18	38937.92	40494.22	资产减值损失	255.17	200.00	200.00	200.00
管理费用	22925.12	23592.86	23362.75	24436.17	经营营运资本变动	-15349.49	-2840.67	2092.55	6950.33
财务费用	-137.78	90.74	97.34	104.73	其他	27186.13	-1209.65	-1211.93	-1211.54
资产减值损失	255.17	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>94829.73</b>	<b>83489.47</b>	<b>96811.17</b>	<b>110976.30</b>
投资收益	2475.57	1000.00	1000.00	1000.00	资本支出	29366.07	-65000.00	-95000.00	-110000.00
公允价值变动损益	24.70	7.84	11.08	12.27	其他	-90533.09	207.84	211.08	212.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-61167.02</b>	<b>-64792.16</b>	<b>-94788.92</b>	<b>-109787.73</b>
<b>营业利润</b>	<b>11921.35</b>	<b>17625.45</b>	<b>22812.88</b>	<b>27314.25</b>	短期借款	-9186.09	7234.38	11887.00	2498.00
其他非经营损益	154.01	390.89	311.93	338.25	长期借款	-299.95	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>12075.36</b>	<b>18016.35</b>	<b>23124.81</b>	<b>27652.50</b>	股权融资	3991.10	0.00	0.00	0.00
所得税	2774.70	4139.83	5313.66	6354.04	支付股利	-614.35	-3181.12	-5300.98	-7311.72
净利润	9300.66	13876.52	17811.15	21298.46	其他	-30440.48	-15466.39	-7.34	-14.73
少数股东损益	5219.89	7788.04	9996.31	11953.52	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-36549.77</b>	<b>-11413.13</b>	<b>6578.67</b>	<b>-4828.45</b>
归属母公司股东净利润	4080.77	6088.48	7814.84	9344.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-2812.92</b>	<b>7284.18</b>	<b>8600.93</b>	<b>-3639.88</b>
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	33783.35	41067.53	49668.46	46028.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	25115.07	28604.68	29974.05	32350.25	销售收入增长率	5.84%	3.99%	7.28%	7.58%
存货	2388.33	2510.89	2682.05	2883.72	营业利润增长率	687.82%	47.85%	29.43%	19.73%
其他流动资产	14637.80	13886.21	14840.64	15907.62	净利润增长率	452.31%	49.20%	28.35%	19.58%
长期股权投资	39723.88	39723.88	39723.88	39723.88	EBITDA 增长率	-0.09%	6.71%	10.59%	10.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	382625.57	379687.17	402299.22	434099.01	毛利率	26.57%	25.96%	26.49%	26.70%
无形资产和开发支出	26346.64	21305.43	16264.23	11223.02	三费率	19.92%	19.93%	19.23%	18.63%
其他非流动资产	17141.65	17548.74	17955.83	18362.92	净利率	3.20%	4.59%	5.49%	6.10%
<b>资产总计</b>	<b>541762.28</b>	<b>544334.52</b>	<b>573408.36</b>	<b>600578.99</b>	ROE	2.93%	4.21%	5.15%	5.83%
短期借款	15132.62	22367.00	34254.00	36752.00	ROA	1.72%	2.55%	3.11%	3.55%
应付和预收款项	118205.50	160235.75	163473.94	172467.38	ROIC	3.12%	4.90%	6.20%	6.96%
长期借款	3173.17	3173.17	3173.17	3173.17	EBITDA/销售收入	29.35%	30.11%	31.04%	31.81%
其他负债	88310.70	28624.81	30063.29	31755.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>224821.99</b>	<b>214400.74</b>	<b>230964.41</b>	<b>244148.30</b>	总资产周转率	0.52	0.56	0.58	0.59
股本	31027.81	31040.97	31040.97	31040.97	固定资产周转率	0.83	0.91	0.99	1.04
资本公积	79543.57	79530.41	79530.41	79530.41	应收账款周转率	16.00	16.30	16.27	16.36
留存收益	34864.09	37771.44	40285.31	42318.53	存货周转率	88.59	87.77	88.44	88.75
归属母公司股东权益	140144.36	145349.81	151056.44	158900.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.68%	—	—	—
少数股东权益	176795.93	184583.97	194580.28	206533.80	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>316940.29</b>	<b>329933.78</b>	<b>345636.72</b>	<b>365434.36</b>	资产负债率	41.50%	39.39%	40.28%	40.65%
负债和股东权益合计	541762.28	544334.52	576601.12	609582.66	带息债务/总负债	8.59%	12.38%	16.64%	16.76%
					流动比率	0.36	0.42	0.44	0.42
					速动比率	0.34	0.41	0.43	0.40
					股利支付率	15.05%	52.25%	67.83%	78.24%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.13	0.20	0.25	0.30
					每股净资产	4.51	4.68	4.87	5.12
					每股经营现金	3.05	2.69	3.12	3.58
					每股股利	0.02	0.10	0.17	0.24
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	85358.59	91088.72	100732.29	111053.30					
PE	41.23	27.63	21.53	18.00					
PB	1.20	1.16	1.11	1.06					
PS	0.58	0.56	0.52	0.48					
EV/EBITDA	1.84	1.53	1.40	1.32					
股息率	0.37%	1.89%	3.15%	4.35%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn