

证券研究报告—动态报告

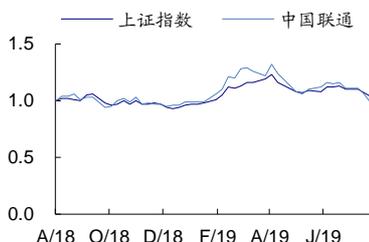
信息技术

通信

中国联通(600050)
增持

2019年半年报点评

2019年08月15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)	168,242/104,589
上证综指/深圳成指	2,809/8,903
12个月最高/最低(元)	7.50/4.87

相关研究报告:

《中国联通-600050-混改提升资产质量, 创新业务驱动成长》——2019-06-06
 《中国联通-600050-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 长期坚定看好》——2019-04-01
 《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

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: 马成龙

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

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
移动主营业务承压, 创新业务表现继续亮眼

公司发布 2019 年半年报: 2019 年上半年实现营业收入 1,329.6 亿元, 同比下滑 1.1%; 净利润 68.2 亿, 同比增长 15.7%, 归属于母公司净利润 30.2 亿元, 同比增长 16.08%; EBITDA 496.4 亿元, 同比增长 8.3%。

● 行业竞争加剧, 移动主营业务承压

在提速降费、市场饱和、激烈的市场竞争和 4G 流量红利逐步消退的大背景下, 公司上半年实现收入 1329.6 亿元, 小幅下滑, 且下滑幅度有所收窄。上半年实现净利润 68.2 亿, 同比增长 15.8%, 增速放缓。其中, 移动主营业务承压明显, 同比下滑 6.6%, 但公司过去三个季度该业务表现出企稳回升的态势, 在下半年行业竞争放缓的预期下, 全年的同比下滑或收窄。固网宽带业务收入也下滑了 4.1%, 盘活固网资源提高利用率迫在眉睫。

● 积极进行业务转型, 产业互联网业务增长强劲

公司积极进行差异化竞争, 调整收入结构, 从 2C 走向 2B, 大力发展以政企客户为目标的创新业务, 即产业互联网业务。公司上半年创新业务增长势头强劲, 同比增速连续两年在 40% 左右, 占公司整体收入比重也提高至 12.6%, 提升幅度超出我们的预期。

● 降本增效, 业务质量不断提升

公司在整体业务增速放缓背景下, 注重发展质量和效益提升, 混改红利得到逐步释放, 整体净利率逐步回升, 而 EBITDA/收入比重来到了历史较高以及同行较高的 37.22% 的水平。上半年公司整体成本费用下降了 1.8%。其中, 网间结算支出和铁塔使用费有了长足的下降。

● 转型阵痛期, 看好后续业务质地的进一步提升, 维持“增持”评级

看好公司产业互联网的增长及占比的提升, 带来公司整体业务质量的提高。预计 2019-2021 年公司归属于 A 股股东净利润为 49.44/56.65/66.92 亿, 对应 PE34/30/25 倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示

移动业务竞争进一步激化、产业互联网业务不达预期、公司改革措施不达预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,877	291,951	298,410	316,260	325,748
(+/-%)	5.8%	0.4%	2.2%	6.0%	3.0%
净利润(百万元)	4081	4944	5665	6692	6920
(+/-%)	858.3%	21.2%	14.6%	18.1%	3.4%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.16	0.18	0.22	0.22
EBIT Margin	6.1%	7.1%	7.8%	7.9%	7.9%
净资产收益率(ROE)	2.9%	3.5%	4.0%	4.7%	4.9%
市盈率(PE)	41.2	34.0	29.7	25.1	24.3
EV/EBITDA	4.4	4.1	3.8	3.6	3.4
市净率(PB)	1.20	1.20	1.20	1.19	1.19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

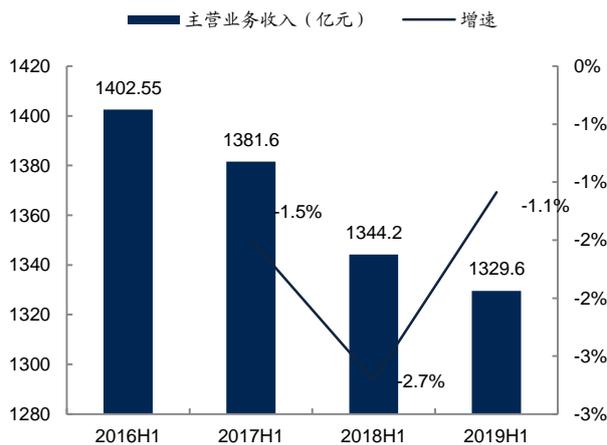
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标分析

收入及利润

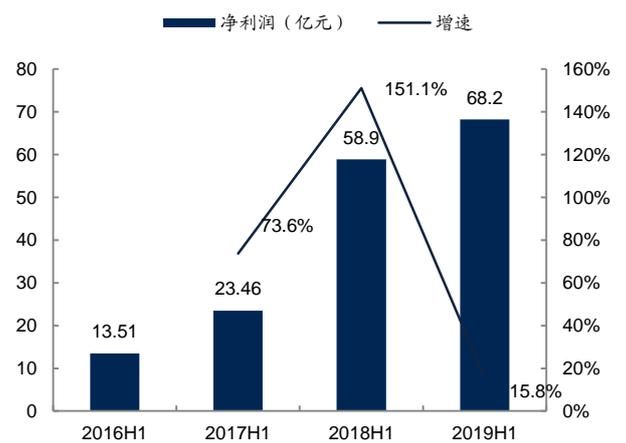
在行业负增长及竞争加剧背景下，公司上半年实现收入 1329.6 亿元，小幅下滑，且下滑幅度有所收窄。上半年实现净利润 68.2 亿，同比增长 15.8%，增速放缓。

图 1: 公司 2016H1~2019H1 收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

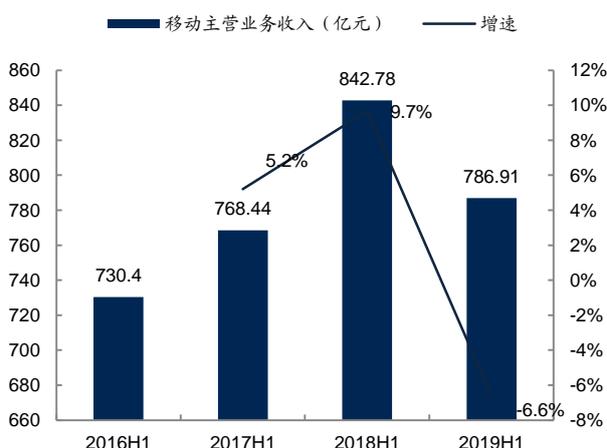
图 2: 公司 2016H1~2019H1 净利润 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

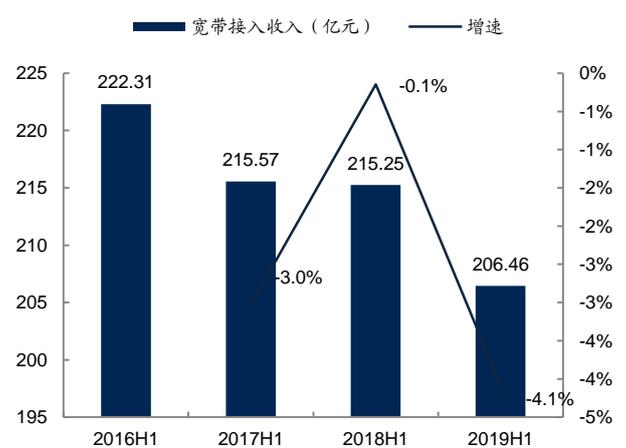
具体来看，移动主营业务收入同比下滑 6.6%，但公司过去三个季度该业务表现出企稳回升的态势，在下半年行业竞争放缓的预期下，全年的同比下滑或收窄。固网业务中主要的宽带业务收入下滑 4.1%，主要是竞争加剧导致宽带资费价格下降所致，实际上，用户数是有所增长的。盘活固网资源提高利用率迫在眉睫。

图 3: 公司 2016H1~2019H1 移动主营业务收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 4: 公司 2016H1~2019H1 宽带接入业务收入 (万元)

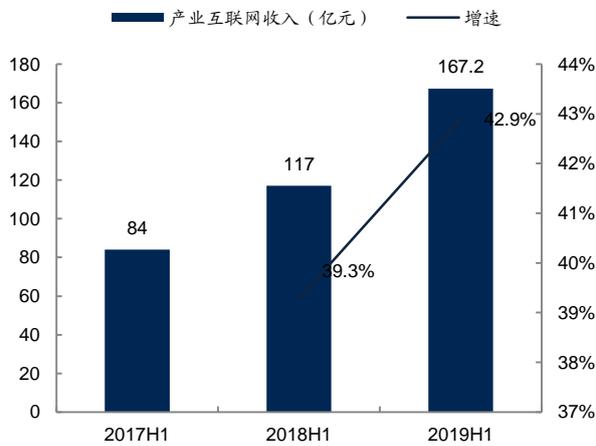


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司的创新业务增长势头强劲，同比增速连续两年在 40% 左右，占公司整体收入比重也提高至 12.6%，距离公司 2020 年 15% 的目标更近了一步。

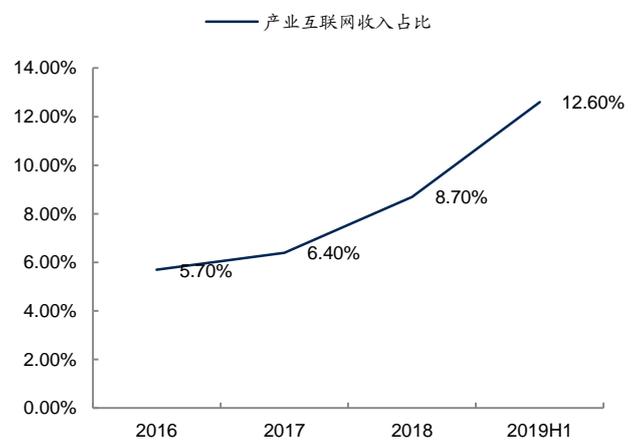
面对提速降费、市场饱和、激烈的市场竞争和 4G 流量红利逐步消退，公司坚持差异化发展，大力发展创新业务，推进战略转型，政企客户业务实现规模突破。上半年政企客户收入 462 亿元，同比增长 14%，其中，云计算收入 11 亿元，同比增长 167%，网元出租收入 68 亿元，同比增长 17%。

图 5: 公司 2016H1~2019H1 产业互联网业务收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 6: 公司 2016~2019H1 产业互联网业务收入占比

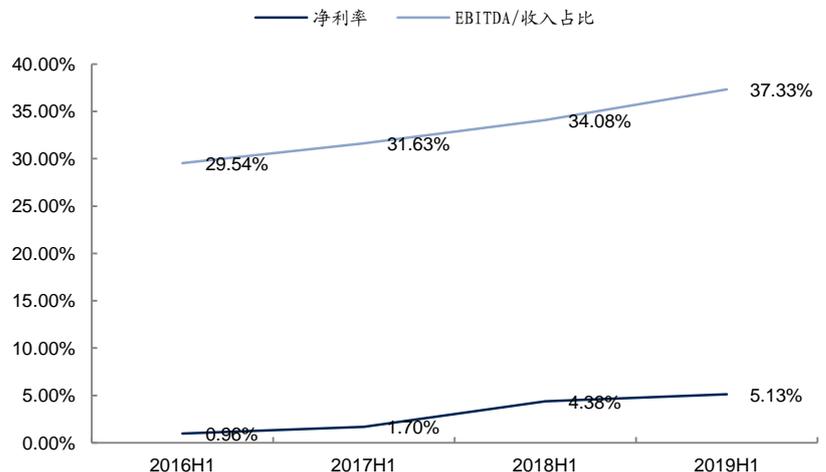


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

净利率

公司在整体业务增速放缓背景下，注重发展质量和效益提升，混改红利得到逐步释放，整体净利率逐步回升至 5.13%，而 EBITDA/收入比例来到了历史较高以及同行较高的 37.22%的水平。

图 7: 公司 2016H1~2019H1 净利率与 EBITDA 率



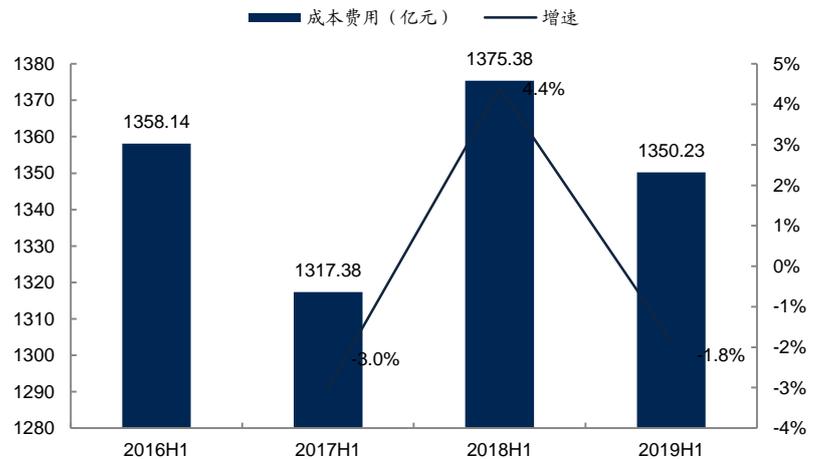
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

费用

良好的成本管控是公司净利率得以提升的重点，整体成本费用下降了 1.8%。其中，网间结算支出和铁塔使用费有了长足的下降。公司并未为了短期利润牺牲长远发展，反而在人员上大力投入，在 ICT 业务方面的费用投入同

比增长了 29.3%，是公司后续增长的重要基础。

图 8: 公司 2016H1~2019H1 成本费用 (万元)

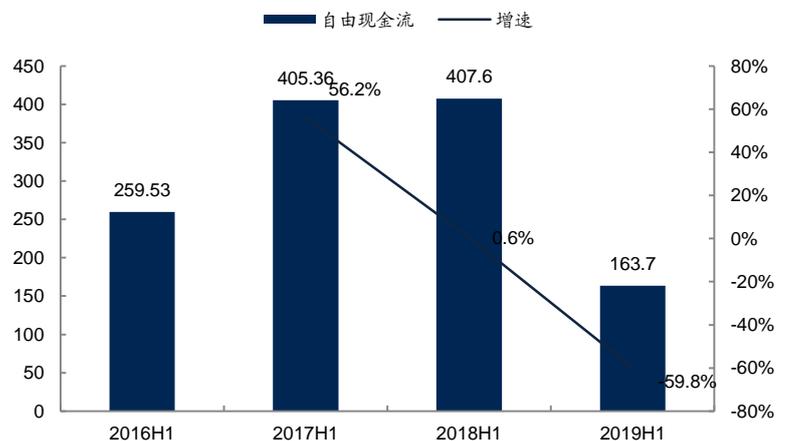


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

自由现金流

公司自有现金流随着混改的落地于 2017 年大幅好转，今年上半年又大幅下滑，我们认为主要和加大资本开支有关。上半年的资本开支相较于 2018 年，几乎增加了一倍，目的在于打造精品“4G+5G”网络，以谋求长期竞争力。2019 年，公司预计在 40~50 个城市部署超过 4 万个 5G 基站，同时对于有良好商业模式的 2B 需求，按需滚动安排。

图 9: 公司 2016H1~2019H1 自由现金流 (万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

选取同行业上市公司中国移动、中国电信作为比较对象，根据 wind 一致预期数据，同行可比对象 2019 年的 PB 平均值为 0.9 倍，公司对应 PB 为 1.19，略高于平均。但可比竞争对手均在港股，估值体系有所不同，联通 A 股的估值略高或出于市场原因。

表 1: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月 14日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
600050.SH	中国联通	5.4	0.13	0.16	0.18	41.7	33.9	30.1	1.19	1.5	168,242
同类公司:											
0941.HK	中国移动	62.7	5.75	5.14	5.30	10.9	12.2	11.8	1.07	-1.2	1,283,813
0728.HK	中国电信	3.4	0.26	0.27	0.29	13.1	12.4	11.7	0.72	2.5	275,170
均值						12.0	12.3	11.8	0.9	0.7	

资料来源：中国移动、中国电信采用 WIND 一致预期数据、国信证券经济研究所整理和预测

● 风险提示

- 1、携号转网政策下，竞争加剧，联通用户不增反降；
- 2、产业互联网业务受各方巨头挤压，拓展不达预期；
- 3、公司改革效果不明显，费用管控失效；

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	71593	90465	104184	营业收入	290877	291951	298410	316260
应收款项	21084	23996	24527	25994	营业成本	213586	210204	214855	227707
存货净额	2388	2287	2248	2346	营业税金及附加	1389	1395	1425	1511
其他流动资产	17899	10218	10444	11069	销售费用	35170	36494	35809	37951
流动资产合计	75925	108864	128454	144363	管理费用	22925	23132	23081	24152
固定资产	383182	361484	348963	352447	财务费用	(138)	0	0	0
无形资产及其他	25884	20807	15730	10654	投资收益	2476	0	1500	1500
投资性房地产	17048	17048	17048	17048	资产减值及公允价值变动	(230)	(4500)	(3000)	0
长期股权投资	39724	43846	47968	52090	其他收入	(8268)	0	0	0
资产总计	541762	552050	558164	576601	营业利润	11921	16226	21739	26438
短期借款及交易性金融负债	32896	38000	43000	49000	营业外净收支	154	154	154	154
应付款项	108703	114367	112405	117289	利润总额	12075	16380	21893	26592
其他流动负债	72195	67758	66666	69870	所得税费用	2775	3764	5031	6111
流动负债合计	213794	220125	222071	236159	少数股东损益	5220	7672	11197	13789
长期借款及应付债券	4172	4172	4172	4172	归属于母公司净利润	4081	4944	5665	6692
其他长期负债	6856	10181	13507	16832					
长期负债合计	11028	14353	17679	21004					
负债合计	224822	234479	239750	257163	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	176796	177180	177739	178429	净利润	4081	4944	5665	6692
股东权益	140144	140392	140675	141009	资产减值准备	(3705)	(255)	0	0
负债和股东权益总计	541762	552050	558164	576601	折旧摊销	71439	77629	84698	91693
					公允价值变动损失	230	4500	3000	0
					财务费用	(138)	0	0	0
					营运资本变动	(18179)	9168	(447)	9224
					其它	3887	639	560	689
					经营活动现金流	57753	96625	93476	108299
					资本开支	(30317)	(55100)	(70100)	(90100)
					其它投资现金流	(610)	0	0	0
					投资活动现金流	(35050)	(59222)	(74222)	(94222)
					权益性融资	3016	0	0	0
					负债净变化	(300)	0	0	0
					支付股利、利息	(3939)	(4697)	(5382)	(6358)
					其它融资现金流	(21861)	5104	5000	6000
					融资活动现金流	(27322)	407	(382)	(358)
					现金净变动	(4619)	37809	18872	13719
					货币资金的期初余额	38402	33783	71593	90465
					货币资金的期末余额	33783	71593	90465	104184
					企业自由现金流	36658	47660	32050	30025
					权益自由现金流	14497	52764	37050	36025

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

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