

中国联通 (600050)

证券研究报告

2019年08月19日

符合预期，持续推进混改及互联网化运营转型

事件：公司公告 2019 年中报，上半年实现营业收入 1449.5 亿元，同比下降 2.8%，主营业务收入 1329.6 亿元，同比下降 1.1%。归属于母公司净利润实现 30.2 亿元，同比增长 16.8%。

点评：

1、整体业绩符合我们预期。行业竞争加剧，导致收入下降。得益于混改带来的效率提升和费用控制，归属母公司净利润维持增长趋势。

2、分项收入来看，移动端用户数增长，4G 用户份额提升，但竞争加剧导致收入下降：

1) 移动主营业务收入 787 亿元，同比下降 6.6%，主要是竞争加剧导致 ARPU 值下降。其中移动出账用户净增 932 万户，其中 4G 用户净增 1901 万户，总数接近 2.4 亿户，4G 用户市场份额同比提高 0.8 个百分点。

2) 固网宽带接入收入同比下降 4.1%，达到 206 亿元，主要由于竞争加剧导致 ARPU 值下降。固网宽带用户净增 253 万户，总数达到 8341 万户。

3) 产业互联网业务收入同比增长 43%，达到 167 亿元，占整体主营业务收入比例提高至 13%，增长靓丽。其中 ICT 业务收入 54 亿元，同比增长 74%；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%。

3、成本费用整体控制良好，毛利、净利实现双升

上半年毛利率为 28.19%，同比提升 1.38 个百分点；净利率为 4.7%，同比提升 0.75 个百分点。成本费用方面，上半年合计为 1350.2 亿元，同比下降 1.8%。

其中成本方面，网间结算支出发生 57.8 亿元，同比下降 13.6%；折旧及摊销 420.3 亿元，同比增长 8.1%；网络运行及支撑成本 208 亿元，同比下降 25%。

费用方面，销售、管理费用、及财务费用率分别为 12.04%、8.98%、0.32%，同比分别提升 0.98、1.11 和 0.19 个百分点。

4、深化 4G 覆盖，多方合作共建 5G 生态

公司上半年资本开支 220.5 亿元。

1) 截止半年报，公司 4G 基站总数达到 135 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；

2) 公司聚焦“7+33+N”城市开展 5G 网络规模试验，在北京、上海、广东、深圳启动用户友好体验。未来谋求 5G 网络共建共享，探索多种合作模式，提升网络能力和行业价值。

5、盈利预测及估值

公司在混改推动下效率提升，业绩重回高增长。短期行业竞争激烈，未来 5G 时代 ARPU 值提升，物联网带来差异化竞争，提升网络价值。由于竞争加剧，上半年移动业务收入下滑，略调整 2019-2021 年净利润由 62.2、86.5 和 101.9 至 61.2、85.4 和 100.7 亿元，重申增持评级。

风险提示：海外市场发展放缓；汇兑风险；国内市场竞争加剧；

投资评级

行业	通信/通信运营
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.63 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	31,040.97
流通 A 股股本(百万股)	21,196.60
A 股总市值(百万元)	174,760.65
流通 A 股市值(百万元)	119,336.84
每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	43.61
一年内最高/最低(元)	7.57/4.91

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国联通-年报点评报告:营收净利润维持向上趋势,2019 资本开支开始投向 5G》 2019-03-14
- 2 《中国联通-首次覆盖报告:混改促进效率提升,边缘计算有望提升网络价值,低频重耕完善网络》 2019-03-11
- 3 《中国联通-季报点评:利润同比大幅提升 移动业务发展提速》 2017-10-30



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	274,828.95	290,876.78	287,259.20	305,970.38	332,072.70
增长率(%)	0.23	5.84	(1.24)	6.51	8.53
EBITDA(百万元)	79,781.42	91,490.53	74,931.00	93,994.87	111,439.05
净利润(百万元)	425.84	4,080.77	6,119.75	8,537.23	10,070.55
增长率(%)	176.39	858.28	49.97	39.50	17.96
EPS(元/股)	0.01	0.13	0.20	0.28	0.32
市盈率(P/E)	410.39	42.83	28.56	20.47	17.35
市净率(P/B)	1.29	1.25	1.18	1.17	1.14
市销率(P/S)	0.64	0.60	0.61	0.57	0.53
EV/EBITDA	4.63	3.53	4.67	3.95	3.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com