

# 共建共享节约资本开支，混改驱动经营业绩持续改善

## ——中国联通 (600050.SH) 重大事项点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：10.30 元

### 分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebscn.com](mailto:kailiu@ebscn.com)

### 市场数据

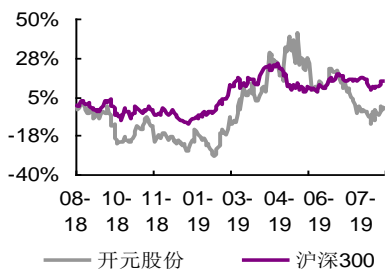
总股本(亿股)：3.45

总市值(亿元)：35.55

一年最低/最高(元)：6.46/13.77

近3月换手率：69.02%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.75	-29.12	-20.30
绝对	-4.17	-25.41	-8.11

资料来源：Wind

### 事件：

公司于2019年9月9日公告：2019年9月9日，中国联合网络通信股份有限公司的控股子公司中国联合网络通信（香港）股份有限公司之全资附属子公司中国联合网络通信有限公司（简称“联通运营公司”）与中国电信股份有限公司签署《5G网络共建共享框架合作协议书》。

## 1、共享共建长期有望节约资本开支2000亿元

**联通电信，共建共享。**根据合作协议，联通运营公司将与中国电信在全国范围内合作共建一张5G接入网络，双方划定区域，分区建设，各自负责在划定区域内的5G网络建设相关工作，谁建设、谁投资、谁维护、谁承担网络运营成本。5G网络共建共享采用接入网共享方式，核心网各自建设，5G频率资源共享。双方联合确保5G网络共建共享区域的网络规划、建设、维护及服务标准统一，保证同等服务水平。双方各自与第三方的网络共建共享合作不能不当损害另一方的利益。双方用户归属不变，品牌和业务运营保持独立。

网络建设区域上，双方将在15个城市分区承建5G网络（以双方4G基站（含室分）总规模为主要参考，北京、天津、郑州、青岛、石家庄北方5个城市，联通运营公司与中国电信的建设区域比例为6:4；上海、重庆、广州、深圳、杭州、南京、苏州、长沙、武汉、成都南方10个城市，联通运营公司与中国电信建设区域的比例为4:6）。联通运营公司将独立承建广东省的9个地市、浙江省的5个地市以及前述地区之外的北方8省（河北、河南、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山东、山西）；中国电信将独立承建广东省的10个地市、浙江省的5个地市以及前述地区之外的南方17省。双方将秉持共建共享效益最大化、有利于可持续合作、不以结算作为盈利手段的原则，坚持公允、公平市场化结算，制订合理、精简的结算办法。

与中国电信进行5G网络共建共享合作，特别是双方连续的5G频率共享，有助于降低5G网络建设和运维成本，高效实现5G网络覆盖，快速形成5G服务能力，增强5G网络和服务的市场竞争力，提升网络效益和资产运营效率，达成双方的互利共赢。

**积极构建5G产业生态，共享共建节省长期资本开支。**公司携手产业链积极布局5G网络建设和发展，率先发布5G品牌5Gn，聚焦“7+33+N”城市开展5G网络规模试验，并率先在北京、上海、广东、深圳启动用户友好体验，成立“中国联通5G应用创新联盟”，成员已超500家，与180个重点行业客户签署了5G合作协议。公司积极谋求5G共建共享，以减少大量资本开支、铁塔费、维护费等，同时提升用户5G感知。预计未来5年的5G建设期，共建共享可为联通电信各节省资本开支约2000亿元。

## 2、短期经营：提速降费影响移动业务增长，5G 共建节省长期资本开支

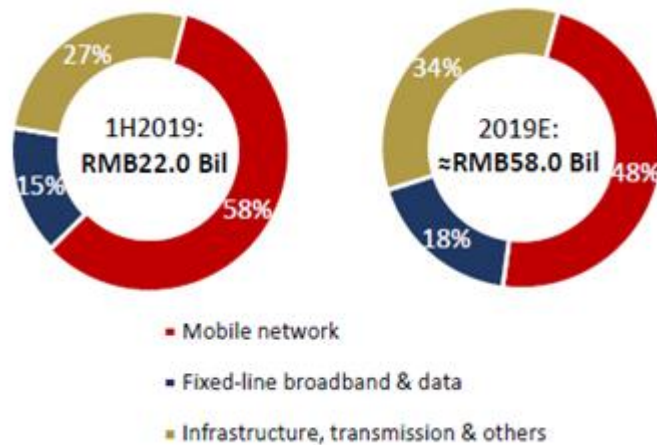
公司 2019 年上半年实现主营业务收入 1330 亿元，同比下降 1.1%；EBITDA 达到 496 亿元，同比增长 8.3%；利润总额 87 亿元，同比增长 12%；归属于母公司净利润 30 亿元，同比增长 17%。

**提速降费影响移动业务收入，下半年有望企稳。**受提速降费、市场饱和、竞争激烈和 4G 流量红利逐步消退等影响，18 年下半年以来公司移动业务收入持续小幅下降。19H1 公司实现移动主营业务收入 787 亿元，同比下降 6.6%。公司坚持差异化发展，4G 用户总数接近 2.4 亿户，4G 市场份额同比提高 0.8 个百分点。2019 年 7 月移动收入环比 6 月提升 1.6%，已呈现企稳趋势。此外，随着未来 5G 商用推进，移动业务 ARPU 值也有望提升。

**宽带业务收入略降，创新业务增长势头强劲。**受激烈竞争影响，19H1 固网宽带接入收入 206 亿元，同比下降 4.1%。固网宽带用户净增 253 万户，总数达到 8341 万户。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 167 亿元，同比增长 43%，占整体主营业务收入比例提高至 13%。

**2019 年资本开支约 580 亿元。**2019 上半年资本开支为 220 亿元，移动网占 58%；基础设施、传输网和其它占 27%；固网宽带和数据业务占 15%。2019 年全年资本开支为 580 亿元，移动网占 48%；基础设施、传输网和其它占 34%；固网宽带和数据业务占 18%。

图 1：中国联通 2019 年资本开支



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 3、长期趋势：混改先锋，经营改善

### 3.1、公司治理改善之一：2017 年混改引入战略投资者

中国联通完成混合所有制改革，联通集团、战略投资者、员工三方利益共绑。2017 年中国联通启动混合所有制改革，公司混改前总股本为约 211.97 亿股，公司向战略投资者非公开发行 90.37 亿股股份，募资约 615.46 亿元，战略投资者包括中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟、兴全基金、结构调整基金等；由联通集团向

结构调整基金协议转让约 19.00 亿股股份，转让价款约 129.75 亿元；向核心员工首期授予约 8.25 亿股限制性股票，授予价 3.79 元/股。根据股权激励计划，联通 A 股公司 2018-2020 年收入目标为 2600、2782 和 3011 亿元，2017-2020 年 CAGR 超过 6.5%。；2018-2020 年利润总额目标分别超过 87.7、172.2 和 253.5 亿元，2017-2020 年 CAGR 超过 69%。

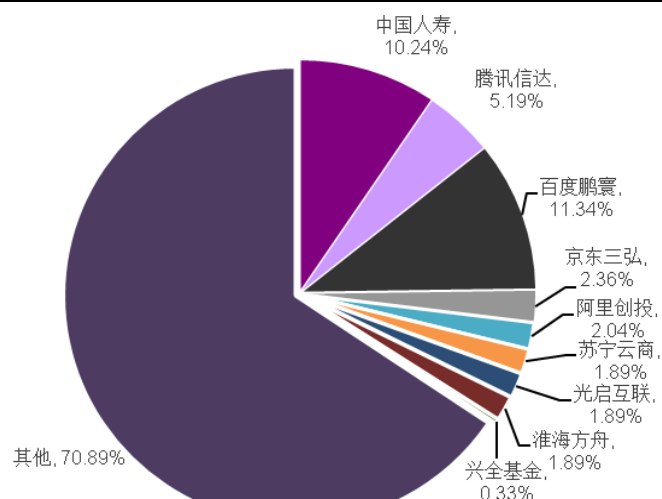
战略投资者来自于金融、互联网、垂直行业等，为联通带来了优质的外部资源，有望实现资源互补。联通的战略投资者包括阿里、腾讯、百度、京东四家国内最具实力的互联网企业；也包括苏宁、滴滴、网宿科技、用友软件、宜通世纪等垂直行业领军企业；还包括中国人寿、中国中车等实力雄厚的金融企业及产业集团。联通将利用自身的网络设施资源及渠道体系，与战略投资者在零售、渠道、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网等领域进行合作，实现优势互补，形成利益共同体。

表 1：中国联通引入多家战略投资者

序号	发行对象	认购股份数量（股）
1	中国人寿	3,177,159,590
2	腾讯信达	1,610,541,728
3	百度鹏寰	1,024,890,190
4	京东三弘	732,064,421
5	阿里创投	633,254,734
6	苏宁云商	585,651,537
7	光启互联	585,651,537
8	淮海方舟	585,651,537
9	兴全基金	102,489,018
合计		9,037,354,292

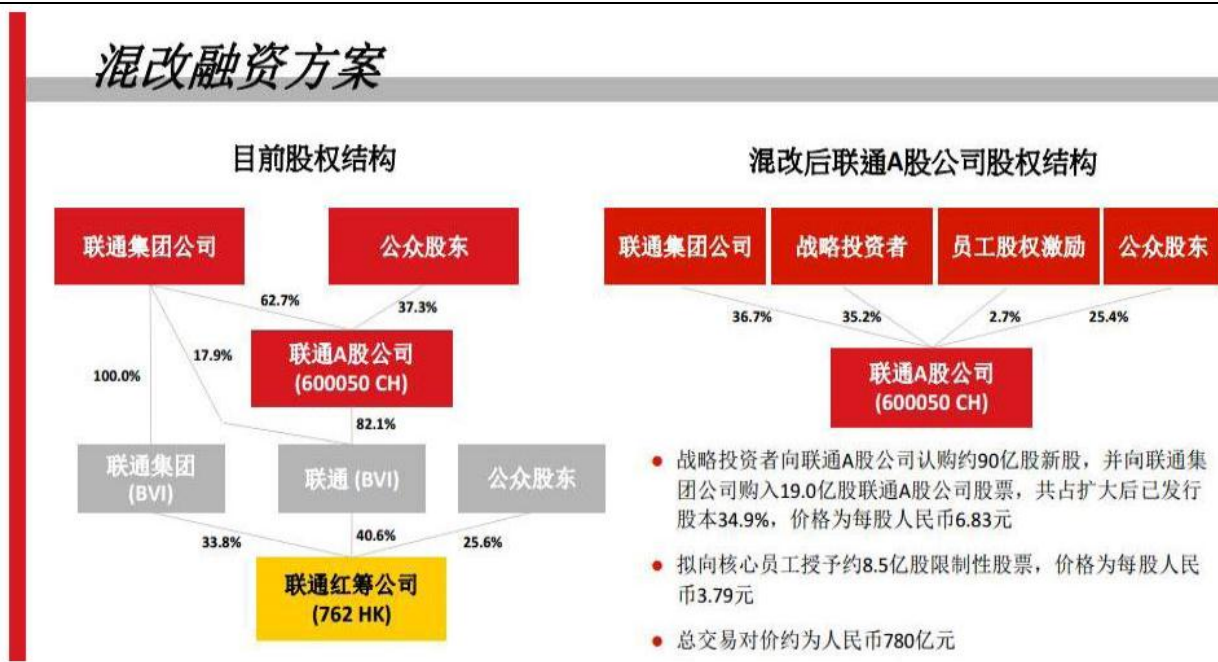
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：中国联通股权结构（截至 2019 年 3 月 7 日）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：中国联通非公开发行方案



资料来源：联通推介材料

图 4：战略投资者情况



资料来源：联通推介材料

图 5：战略投资者未来合作方向



资料来源：联通推介材料

### 3.2、公司治理改善之二：2018 年股权激励绑定核心高管

中国联通于 2018 年实施激励计划首次授予方案，是截止目前参与股权激励人数最多的限制性股权激励，且行权指标较为全面。根据公司公告，限制性股权激励计划向激励对象授予的股票数量不超过公司总股本占比的 4%，授予价格为 3.79 元/股，参与对象已多达 7849 人，为参与人数最多的限制性股权激励计划，参与股权激励的人员包括公司管理层以及其他骨干人员。从行权条件上来看，联通的限制性股票激励计划将分三期进行解锁，解锁指标包括收入增速、利润总额增速、净资产收益率三个主要方面，考核指标较为全面。根据中国联通最新发布的年报，公司第一个解锁期的解锁条件已经达成。

表 1：中国联通限制性股权激励方案

授予时间	激励对象	拟授予股票数量	授予股票数量占比	价格	有效期
20180411	首次授予对象为公司管理层及骨干员工共 7,849 人	不超过 84,788.00 万股 限制性股票	不超过 4%	3.79 元/股	60 个月

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 2：中国联通限制性股权激励解锁方案

	第一个解锁期	第二个解锁期	第三个解锁期
收入	2018 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 4.4%，较 2017 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2019 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 11.7%，较 2018 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2020 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 20.9%，较 2019 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平
利润总额	2018 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 65.4%，较 2017 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2019 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 224.8%，较 2018 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平	2020 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 378.2%，较 2019 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平
净资产收益率	2018 年度净资产收益率不低于 2.0%。	2019 年度净资产收益率不低于 3.9%。	2020 年度净资产收益率不低于 5.4%。
解锁比例	40%	30%	30%
公司业绩是否达成解锁目标	是	/	/

资料来源：Wind、光大证券研究所

### 3.3、公司治理改善驱动经营效率提升

**混改驱动公司经营业绩逐步好转。**中国联通 2014-2018 年净利润为 119.7、104.3、4.8、16.8 和 93.0 亿元。2010-2014 年，中国联通依靠 WCDMA 制式优势业绩保持增长；2015-2017 年，中国联通错失 4G 黄金布局时点，在政策提速降费的大背景下，2016-2017 年业绩惨淡；2017 年中国联通启动混改，公司在触点合作、支付金融、内容聚合、智慧家庭、云计算大数据、物联网、AI 基础通信等领域与战略投资者积极开拓合作，经营业绩逐步反转。

## 4、投资建议：估值低估，核心推荐

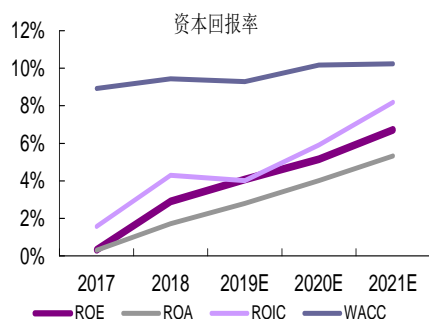
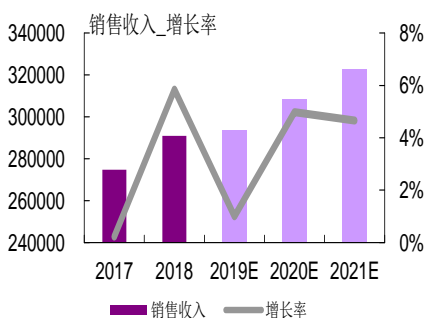
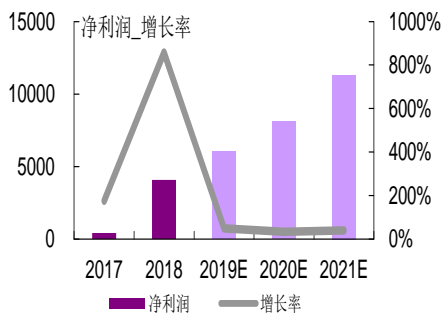
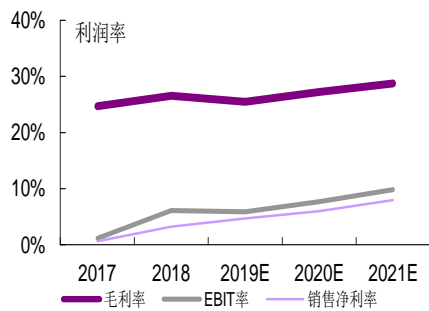
**投资建议：维持通信行业核心推荐。**5G 共建带来长期资本开支节省，我们维持中国联通 2019-2021 年 EPS 分别 0.20、0.26 和 0.36 元。在估值方面，部分优质海外运营商 PB 水平高于 2.0x，中国联通历史 3G 和 4G 高点 PB 均超过 2.0x，目前联通 PB 约 1.1x，显著低估。长期看好公司通过业务转型+公司治理结构优化推动业绩持续成长，维持“买入”评级。

**风险因素。**移动业务竞争加剧的风险，降费政策影响超预期的风险。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	274,829	290,877	293,785	308,428	322,797
营业收入增长率	0.23%	5.84%	1.00%	4.98%	4.66%
净利润（百万元）	426	4,081	6,053	8,102	11,317
净利润增长率	176.39%	858.28%	48.34%	33.84%	39.69%
EPS（元）	0.01	0.13	0.20	0.26	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.31%	2.91%	4.06%	5.16%	6.72%
P/E	395	41	28	21	15
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 11 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>274,829</b>	<b>290,877</b>	<b>293,785</b>	<b>308,428</b>	<b>322,797</b>
营业成本	206,977	213,586	218,925	224,398	230,008
折旧和摊销	79,845	73,575	96,587	102,242	109,721
营业税费	1,282	1,389	1,403	1,473	1,542
销售费用	34,085	35,170	33,785	33,647	33,307
管理费用	21,334	22,925	22,034	23,132	24,210
财务费用	4,079	-138	-441	-222	-1,683
公允价值变动损益	-6	25	0	0	0
投资收益	1,700	2,476	1,683	1,362	1,300
<b>营业利润</b>	<b>1,513</b>	<b>11,921</b>	<b>17,268</b>	<b>23,154</b>	<b>32,397</b>
<b>利润总额</b>	<b>2,378</b>	<b>12,075</b>	<b>17,415</b>	<b>23,308</b>	<b>32,558</b>
少数股东损益	1,258	5,220	7,704	10,311	14,404
<b>归属母公司净利润</b>	<b>426</b>	<b>4,081</b>	<b>6,053</b>	<b>8,102</b>	<b>11,317</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>573,617</b>	<b>541,762</b>	<b>493,100</b>	<b>458,753</b>	<b>483,496</b>
流动资产	76,771	75,925	76,484	71,380	107,843
货币资金	38,402	33,783	35,254	27,758	61,868
交易型金融资产	160	770	0	0	0
应收帐款	18,509	17,843	17,661	18,541	19,405
应收票据	103	363	367	385	403
其他应收款	7,589	2,878	2,907	3,052	3,194
存货	2,239	2,388	2,403	2,467	2,533
可供出售投资	4,286	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	35,602	39,724	39,724	39,724	39,724
固定资产	363,499	341,453	306,453	286,160	283,397
无形资产	25,932	25,884	24,590	23,360	20,192
<b>总负债</b>	<b>266,599</b>	<b>224,822</b>	<b>159,601</b>	<b>106,841</b>	<b>105,862</b>
无息负债	201,995	187,753	114,605	100,978	101,889
有息负债	64,604	37,069	44,996	5,863	3,973
<b>股东权益</b>	<b>307,018</b>	<b>316,940</b>	<b>333,499</b>	<b>351,912</b>	<b>377,633</b>
股本	30,234	31,028	31,041	31,041	31,041
公积金	77,685	80,956	81,561	82,371	83,503
未分配利润	29,773	33,452	38,900	46,192	56,377
少数股东权益	171,625	176,796	184,500	194,812	209,216

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>91,335</b>	<b>94,830</b>	<b>37,447</b>	<b>105,986</b>	<b>133,931</b>
净利润	426	4,081	6,053	8,102	11,317
折旧摊销	79,845	73,575	96,587	102,242	109,721
净营运资金增加	25,928	22,655	73,045	7,590	-1,406
其他	-14,863	-5,481	-138,238	-11,949	14,298
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-47,334</b>	<b>-61,167</b>	<b>-46,961</b>	<b>-73,638</b>	<b>-98,700</b>
净资本支出	-43,509	-55,733	-49,538	-75,000	-100,000
长期投资变化	35,602	39,724	0	0	0
其他资产变化	-39,427	-45,157	2,577	1,362	1,300
<b>融资活动现金流</b>	<b>-34,665</b>	<b>-36,550</b>	<b>10,984</b>	<b>-39,843</b>	<b>-1,122</b>
股本变化	9,037	794	13	0	0
债务净变化	-74,514	-27,535	7,927	-39,133	-1,890
无息负债变化	-44,288	-14,242	-73,148	-13,627	911
<b>净现金流</b>	<b>9,235</b>	<b>-2,813</b>	<b>1,471</b>	<b>-7,496</b>	<b>34,109</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	0.23%	5.84%	1.00%	4.98%	4.66%
净利润增长率	176.39%	858.28%	48.34%	33.84%	39.69%
EBITDA 增长率	6.98%	10.01%	24.90%	10.71%	12.25%
EBIT 增长率	-410.09%	468.44%	-1.84%	37.90%	33.48%
<b>估值指标</b>					
PE	395	41	28	21	15
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	2	2	2	1	1
EV/EBIT	25	9	10	6	3
EV/NOPLAT	36	12	13	7	4
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	1	1	1	0	0
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	24.69%	26.57%	25.48%	27.24%	28.75%
EBITDA 率	30.18%	31.38%	38.74%	40.85%	43.82%
EBIT 率	1.13%	6.08%	5.86%	7.70%	9.82%
税前净利润率	0.87%	4.15%	5.93%	7.56%	10.09%
税后净利润率 (归属母公司)	0.15%	1.40%	2.06%	2.63%	3.51%
ROA	0.29%	1.72%	2.79%	4.01%	5.32%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.31%	2.91%	4.06%	5.16%	6.72%
经营性 ROIC	1.56%	4.30%	4.02%	5.90%	8.19%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.32	0.36	0.51	0.73	1.11
速动比率	0.31	0.34	0.49	0.70	1.08
归属母公司权益/有息债务	2.10	3.78	3.31	26.80	42.39
有形资产/有息债务	8.26	13.74	10.32	73.59	115.62
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.01	0.13	0.20	0.26	0.36
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.94	3.05	1.21	3.41	4.31
每股自由现金流(FCFF)	0.63	0.29	-0.39	1.30	1.23
每股净资产	4.36	4.51	4.80	5.06	5.43
每股销售收入	8.85	9.37	9.46	9.94	10.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼