

# 中国联通 (600050)

证券研究报告

2019年10月11日

## 5G 商用套餐预约数据靓丽，ARPU 有望提升

**事件：**三大运营商 5G 套餐近日开放预约。截止 10 日下午，根据三大运营商官网数据，中国移动、联通和电信的 5G 套餐预约人数分别为 632.03、224.03 和 222.06 万，总预约数达到 1078.12 万。

**点评：**

一、5G 套餐预约数据靓丽，随着后续资费降低、5G 网络逐渐完善、5G 手机终端价格下降，5G 用户数将持续增长

此次预约享有限定期限内的套餐优惠和购机优惠，预约数和最终实际用户数会有所差别。联通给予的预约优惠主要是：1、套餐优惠。可享受自订购中国联通全国统一 5G 套餐次月起连续 6 个月内 5G 套餐折扣优惠，网龄 3 年及以上用户享 7 折优惠，网龄 3 年以内及新入网用户享 8 折优惠。2、购机优惠。用户预约 5G 套餐后，可以享受 5G 手机优惠购买特权。手机机型包括华为 M20X、三星 NOTE10、小米 9、vivo 等。

目前三大运营商中，移动、联通和电信的预约数比例接近 3:1:1，和目前三家各自的 4G 用户比例相对一致，5G 预约数占 4G 用户渗透率不到 1%，明年 5G 用户数预计将大幅提升。

二、5G 资费预计短期最低档 200 元/月左右，高于目前 4G 主流套餐，运营商用户整体 ARPU 值有望提升

5G 资费标准尚未正式公布，联通最低一档 190 元，预计与移动通信相差不多，整体 5G 资费将显著高于 4G 目前主流套餐，有助于提升运营商的用户 ARPU 值。王晓初在联通 2019 年度中期业绩发布会上表示，5G 推广分两个阶段来进行。第一阶段是过渡期，主要以增加功能包的方式进行，最低套餐每月 190 元；长远计划谋求根据用户的质量、速度的不同，差异化定价。根据中国经济网新闻，中国电信的 5G 套餐资费预计将在 199-599 元不等，价格区间高于现有 4G 套餐。

海外运营商 5G 资费相对较高。美国两大运营商 AT&T 和 Verizon 已推出“5G E”和“5G Home”，新用户每月套餐费用达到 70 美元。韩国有约 300 元 10G 的 5G 套餐，芬兰与德国则有约 395 元和 658 元的无限流量 5G 套餐。

三、联通电信 5G 共建共享，加速 5G 网络建设，

公司此前公告，与中国电信签署《5G 网络共建共享框架合作协议书》。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。

此时推出共建共享，一方面为了建设一张覆盖更好的 5G 网络，一方面也是为了应对接下来面临的携号转网的用户流失压力。共享共建短期减少资本开支，同时可以加速 5G 建设，有助于公司在 5G 时代减小与移动的差距。

四、盈利预测及估值

公司在混改推动下效率提升；短期行业竞争激烈，但 5G 时代已来，5G 用户持续增长+ARPU 值提升，推动公司业绩持续增长；与电信进行 5G 共建共享，将推动公司加速 5G 网络建设，同时 5G 网络缩小与移动差距；预计公司 2019-2021 年净利润 61.2、85.4 和 100.7 亿元，重申增持评级。

风险提示：携号转网全国推行导致竞争加剧；5G 拓展不及预期；

### 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	6.09 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	31,033.71
流通 A 股股本(百万股)	21,196.60
A 股总市值(百万元)	188,995.27
流通 A 股市值(百万元)	129,087.27
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-半年报点评:符合预期,持续推进混改及互联网化运营转型》 2019-08-19
- 2 《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
- 3 《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

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	62,149.67	68,092.41	69,696.56
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)	443.81	46.31	30.88	22.14	18.77
市净率(P/B)	1.40	1.35	1.28	1.27	1.23
市销率(P/S)	0.69	0.65	0.66	0.62	0.57
EV/EBITDA	4.63	3.53	3.62	3.28	2.11

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 1. 运营商 5G 套餐开启预约，数据靓丽

### 1.1. 5G 套餐预约数据靓丽，随着后续资费降低、5G 网络逐渐完善、5G 手机终端价格下降，5G 用户数将持续增长

三大运营商 5G 套餐近日开放预约。截止 10 日下午，根据三大运营商官网数据，中国移动、联通和电信的 5G 套餐预约人数分别为 632.03、224.03 和 222.06 万，总预约数达到 1078.12 万。

图 1：三大运营商 5G 套餐预约情况



资料来源：运营商官网，天风证券研究所

此次预约享有限定期限内的套餐优惠和购机优惠，预约数和最终实际用户数会有所差别。

中国联通给予的预约优惠主要是：

- 1、套餐优惠。可享受自订购中国联通全国统一 5G 套餐次月起连续 6 个月内 5G 套餐折扣优惠，网龄 3 年及以上用户享 7 折优惠，网龄 3 年以内及新入网用户享 8 折优惠。
- 2、购机优惠。用户预约 5G 套餐后，可以享受 5G 手机优惠购买特权。手机机型包括华为 M20X、三星 NOTE10、小米 9、vivo 等多款机型。

**中国移动：参与预约后可获得三方面的权利，一是购机优惠，二是套餐折扣，三是新业务体验。**  
**1、购机优惠：**中国移动提供了三款机型，分别是小米 9 Pro，中国移动的自有品牌先行者 X1 以及三星 Note10+，分别降 300 元或 500 元；  
**2、套餐折扣：**网龄 5 年及以上 7 折，5 年以下 8 折；  
**3、新业务体验：**超高清快游戏、超高清视频、高清有声读物等。

**中国电信：1、套餐优惠。**网龄 3 年及以上用户享 7 折优惠，网龄 3 年以内及新入网用户享 8 折优惠；  
**2、预约后享有 5G 号码专属购买权。**

目前三大运营商中，移动、联通和电信的预约数比例接近 3:1:1，和目前三家各自的 4G 用户比例相对一致，5G 预约数占 4G 用户渗透率不到 1%，明年 5G 用户数预计将大幅提升。

表 1：15-19 上半年三大运营商 4G 用户情况（单位：亿）

	15	16	17	18	1H19
中国移动	3.12	5.35	6.50	7.13	7.34
中国电信	0.58	1.22	1.82	2.42	2.66
中国联通	0.44	1.05	1.75	2.20	2.39
整体	4.15	7.61	10.07	11.75	12.39

资料来源：运营商推介资料、天风证券研究所

### 1.2. 5G 资费预计短期最低档 200 元/月左右，高于目前 4G 主流套餐，运营

## 商用户 ARPU 值有望提升

5G 资费标准尚未正式公布，联通最低一档 190 元，预计移动通信相差不大，整体 5G 资费将显著高于 4G 目前主流套餐，有助于提升运营商的用户 ARPU 值。

王晓初在联通 2019 年度中期业绩发布会上表示，5G 推广分两个阶段来进行。第一阶段是过渡期，现在至 11 月 22 日，主要以增加功能包的方式进行，最低套餐每月 190 元；长远计划谋求根据用户的质量、速度的不同，差异化定价。根据中国经济网新闻，中国电信的 5G 套餐资费预计将在 199-599 元不等，这一价格区间显著高于现有 4G 套餐。

海外运营商 5G 资费相对较高。美国两大运营商 AT&T 和 Verizon 已推出所谓的“5G E”和“5G Home”，新用户每月套餐费用达到 70 美元。韩国约有 300 元 10G 的 5G 套餐，芬兰与德国则有约 395 元和 658 元的无限流量 5G 套餐。

## 2. 与电信 5G 共建共享，加速 5G 网络建设

公司此前与中国电信签署《5G 网络共建共享框架合作协议书》：

(1) 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；

(2) 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；

(3) 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。

具体分区合作内容：

(1) 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）。

(2) 联通运营公司将独立承建北方 8 省（河北、河南、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山东、山西）及广东省的 9 个地市、浙江省的 5 个地市；(3) 中国电信将独立承建前述地区之外的南方 17 省，及广东省的 10 个地市、浙江省的 5 个地市。

我们认为：

1、联通电信此时推出共建共享，一方面为了建设一张覆盖更好的 5G 网络，一方面也是为了应对接下来面临的携号转网的用户流失压力。同时接入网共建共享，核心网各自独立建设，确保经营独立。

2、利好联通。共建共享可以加速 5G 建设，减小与移动的差距。4G 时期截止 2018 年，移动 4G 基站数量 241 万，电信 4G 基站数量 138 万，联通 4G 基站数量 99 万，联通电信加起来小于移动规模，覆盖范围相差较多。而共建共享将使得联通&电信网络规模等于移动，同时覆盖范围有望接近移动，联通电信相比移动的网络劣势将缩小。

## 3. 盈利预测及估值

公司在混改推动下效率提升；短期行业竞争激烈，但 5G 时代已来，5G 用户持续增长+ARPU 值提升，推动公司业绩持续增长；与电信进行 5G 共建共享，将推动公司加速 5G 网络建设，同时 5G 网络缩小与移动差距；预计公司 2019-2021 年净利润 61.2、85.4 和 100.7 亿元，重申增持评级。

**风险提示：携号转网全国推行导致竞争加剧；5G 拓展不及预期；**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	38,402.17	33,783.35	178,743.80	189,884.26	280,985.29
应收票据及应收账款	18,612.63	18,206.03	18,475.61	3,849.06	20,380.13
预付账款	3,773.93	4,030.65	3,632.27	4,385.27	4,315.60
存货	2,238.57	2,388.33	2,746.07	2,236.46	3,532.02
其他	13,744.17	17,516.19	34,357.36	11,084.77	34,591.83
<b>流动资产合计</b>	<b>76,771.47</b>	<b>75,924.55</b>	<b>237,955.11</b>	<b>211,439.83</b>	<b>343,804.88</b>
长期股权投资	35,601.71	39,723.88	39,723.88	39,723.88	39,723.88
固定资产	363,499.43	341,452.64	320,869.57	296,054.57	268,297.21
在建工程	51,835.48	41,729.16	29,210.41	20,447.29	14,313.10
无形资产	26,212.23	26,346.64	21,200.55	16,054.45	10,908.36
其他	19,697.02	16,585.42	11,063.65	10,444.67	10,163.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>496,845.87</b>	<b>465,837.74</b>	<b>422,068.06</b>	<b>382,724.85</b>	<b>343,405.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>573,617.34</b>	<b>541,762.28</b>	<b>660,023.17</b>	<b>594,164.68</b>	<b>687,210.85</b>
短期借款	24,318.71	15,132.62	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	118,909.89	108,702.53	150,392.48	107,282.90	168,668.10
其他	98,385.60	89,958.86	150,733.92	115,863.18	128,460.05
<b>流动负债合计</b>	<b>241,614.20</b>	<b>213,794.01</b>	<b>301,126.40</b>	<b>223,146.08</b>	<b>297,128.15</b>
长期借款	3,473.12	3,173.17	0.00	0.00	0.00
应付债券	17,981.33	998.99	18,285.25	12,421.86	10,568.70
其他	3,530.32	6,855.82	4,615.44	5,000.53	5,490.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,984.78</b>	<b>11,027.98</b>	<b>22,900.69</b>	<b>17,422.38</b>	<b>16,059.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>266,598.97</b>	<b>224,821.99</b>	<b>324,027.09</b>	<b>240,568.46</b>	<b>313,187.45</b>
少数股东权益	171,625.03	176,795.93	188,204.93	204,280.12	220,822.91
股本	30,233.95	31,027.81	31,033.71	31,033.71	31,033.71
资本公积	76,346.33	79,543.57	79,543.57	79,543.57	79,543.57
留存收益	107,458.19	114,407.66	116,757.44	118,282.39	122,166.79
其他	(78,645.14)	(84,834.68)	(79,543.57)	(79,543.57)	(79,543.57)
<b>股东权益合计</b>	<b>307,018.36</b>	<b>316,940.29</b>	<b>335,996.08</b>	<b>353,596.22</b>	<b>374,023.41</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>573,617.34</b>	<b>541,762.28</b>	<b>660,023.17</b>	<b>594,164.68</b>	<b>687,210.85</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,683.96	9,300.66	6,119.75	8,537.23	10,070.55
折旧摊销	79,844.88	73,575.02	43,247.91	44,724.22	46,037.64
财务费用	4,595.88	1,639.71	(4,625.69)	(8,861.33)	(11,319.08)
投资损失	(1,700.16)	(2,475.57)	(2,124.36)	(1,315.87)	(1,600.00)
营运资金变动	(21,829.18)	31,083.85	86,572.04	(38,476.75)	33,628.26
其它	28,740.00	(18,293.95)	11,590.50	16,423.50	17,007.85
<b>经营活动现金流</b>	<b>91,335.37</b>	<b>94,829.73</b>	<b>140,780.15</b>	<b>21,031.01</b>	<b>93,825.23</b>
资本支出	38,275.29	40,216.57	7,240.38	5,614.91	6,509.93
长期投资	2,178.40	4,122.16	0.00	0.00	0.00
其他	(87,787.49)	(105,505.75)	(9,278.08)	(10,450.74)	(12,088.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(47,333.80)</b>	<b>(61,167.02)</b>	<b>(2,037.70)</b>	<b>(4,835.83)</b>	<b>(5,578.18)</b>
债权融资	64,603.73	37,068.52	37,734.25	31,102.96	29,199.98
股权融资	53,473.47	1,138.84	9,924.96	8,863.60	11,321.35
其他	(152,742.64)	(74,757.13)	(41,441.22)	(45,021.27)	(37,667.34)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(34,665.45)</b>	<b>(36,549.77)</b>	<b>6,217.99</b>	<b>(5,054.71)</b>	<b>2,853.98</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>9,336.13</b>	<b>(2,887.06)</b>	<b>144,960.44</b>	<b>11,140.47</b>	<b>91,101.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>274,828.95</b>	<b>290,876.78</b>	<b>287,259.20</b>	<b>305,970.38</b>	<b>332,072.70</b>
营业成本	206,976.72	213,585.64	207,129.69	216,589.94	236,107.93
营业税金及附加	1,282.03	1,389.47	1,275.66	1,415.87	1,532.53
营业费用	34,085.46	35,169.72	34,729.64	36,991.82	40,147.59
管理费用	21,333.65	22,925.12	25,566.07	27,231.36	29,554.47
研发费用	46.00	872.23	861.78	764.93	1,660.36
财务费用	4,079.01	(137.78)	(4,625.69)	(8,861.33)	(11,319.08)
资产减值损失	3,960.13	255.17	500.00	1,000.00	1,100.00
公允价值变动收益	(6.41)	24.70	(418.97)	75.85	89.09
投资净收益	1,700.16	2,475.57	2,124.36	1,315.87	1,600.00
其他	(141.01)	2,395.60	(3,410.78)	(2,783.44)	(3,378.18)
<b>营业利润</b>	<b>1,513.21</b>	<b>11,921.35</b>	<b>23,527.45</b>	<b>32,229.51</b>	<b>34,978.00</b>
营业外收入	1,047.05	746.11	499.87	499.75	612.15
营业外支出	182.39	592.09	328.99	200.00	310.00
<b>利润总额</b>	<b>2,377.87</b>	<b>12,075.36</b>	<b>23,698.33</b>	<b>32,529.26</b>	<b>35,280.15</b>
所得税	693.91	2,774.70	5,569.11	7,644.38	8,290.83
<b>净利润</b>	<b>1,683.96</b>	<b>9,300.66</b>	<b>18,129.22</b>	<b>24,884.89</b>	<b>26,989.31</b>
少数股东损益	1,258.11	5,219.89	12,009.47	16,347.65	16,918.76
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>425.84</b>	<b>4,080.77</b>	<b>6,119.75</b>	<b>8,537.23</b>	<b>10,070.55</b>
每股收益(元)	0.01	0.13	0.20	0.28	0.32

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.23%	5.84%	-1.24%	6.51%	8.53%
营业利润	-650.73%	687.82%	97.36%	36.99%	8.53%
归属于母公司净利润	176.39%	858.28%	49.97%	39.50%	17.96%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.69%	26.57%	27.89%	29.21%	28.90%
净利率	0.15%	1.40%	2.13%	2.79%	3.03%
ROE	0.31%	2.91%	4.14%	5.72%	6.57%
ROIC	1.24%	2.90%	4.77%	9.74%	9.84%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.48%	41.50%	49.09%	40.49%	45.57%
净负债率	8.53%	1.04%	-41.97%	-44.90%	-67.32%
流动比率	0.32	0.36	0.79	0.95	1.16
速动比率	0.31	0.34	0.78	0.94	1.15
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	15.23	15.80	15.66	27.41	27.41
存货周转率	117.70	125.73	111.90	122.82	115.13
总资产周转率	0.46	0.52	0.48	0.49	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	0.13	0.20	0.28	0.32
每股经营现金流	2.94	3.06	4.54	0.68	3.02
每股净资产	4.36	4.52	4.76	4.81	4.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	443.81	46.31	30.88	22.14	18.77
市净率	1.40	1.35	1.28	1.27	1.23
EV/EBITDA	4.63	3.53	3.62	3.28	2.11
EV/EBIT	41.57	16.12	11.89	9.57	6.23



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