

2019年10月21日

# 创新业务快速突破，整体收入加速向上，共享共建增强5G竞争力

买入（维持）

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	290,876.8	312,105.2	332,919.3	356,945.5
同比（%）	5.8%	7.3%	6.7%	7.2%
归母净利润（百万元）	4080.77	5864.35	8156.12	10979.82
同比（%）	858.3%	43.7%	39.1%	34.6%
每股收益（元/股）	0.13	0.19	0.26	0.35
P/E（倍）	46.84	32.60	23.44	17.41

## 投资要点

- **事件：**2019年前三季度，公司实现收入2171.21亿元，其中2019Q3公司实现收入721.67亿元，环比上升0.50%，实现归母净利润43.61亿元。其中2019Q3公司实现归母净利润13亿元，环比下降6.54%。
- **整体收入加速向上，净利润降幅收窄：**2019Q3实现收入721.67亿元，环比上升0.50%。面对行业发展的新挑战，持续深化实施聚焦创新合作战略，加快互联网化运营转型，纵深推进混改，创新业务持续快速增长，支撑公司整体业务收入基本保持稳定。成本管控效果显著，2019前三季度实现归母净利润43.61亿元，其中2019Q3公司实现归母净利润13亿元，环比下降6.54%，降幅收窄。
- **创新业务快速突破，产业互联网收入占比不断提升：**2019年前三季度，公司产业互联网业务收入为人民币242.91亿元。整体主营业务收入为1985.32亿元，前三季度公司产业互联网业务收入占当期主营业务收入的比重为12.23%。目前公司加快云计算、大数据、物联网等重点创新业务的能力培养和规模拓展，以“云+智能网络+智能应用”融合经营模式，拉动创新业务实现持续快速突破。
- **共建共享增强5G竞争力，降成本促进规模商用：**2019年9月，与中国电信签署合作协议，在全国范围内合作共建一张5G接入网络。我们认为，中国联通与中国电信进行5G网络共建共享合作，特别是双方连续的5G频率共享，有助于降低未来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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年的EPS为0.19元、0.26元、0.35元，当前股价对应PE分别为33/23/17X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，ARPU值持续下滑风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	6.16
一年最低/最高价	5.02/7.50
市净率(倍)	1.34
流通A股市值(百万元)	130571.03

## 基础数据

每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	43.48
总股本(百万股)	31033.71
流通A股(百万股)	21196.60

## 相关研究

- 1、《中国联通(600050)：创新业务势头强劲，H1收入优化利润提升，共享共建将加快5G产业生态构建》2019-08-15
- 2、《中国联通(600050)：5月运营数据4G用户数持续增长，助力未来5G业务发展》2019-06-20
- 3、《中国联通(600050)：4月运营数据不断向好，“双百行动”再推混改步伐》2019-05-21

## 1. 整体收入保持稳定，净利润显著提升

2019 年首三季度，公司实现收入 2171.21 亿元，其中 2019Q3 公司实现收入 721.67 亿元，环比上升 0.50%。面对行业发展的新挑战，公司深化实施聚焦创新合作战略，加快互联网化运营转型，纵深推进混改，创新业务持续快速增长，支撑公司整体业务收入基本保持稳定。2019 首三季度公司归母净利润达到人民币 43.61 亿元，得益于良好的成本管控，2019 年首三季度公司的净利润持续显著提升。其中 2019Q3 公司实现归母净利润 13 亿元，环比下降 6.54%。

图 1：中国联通单季营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

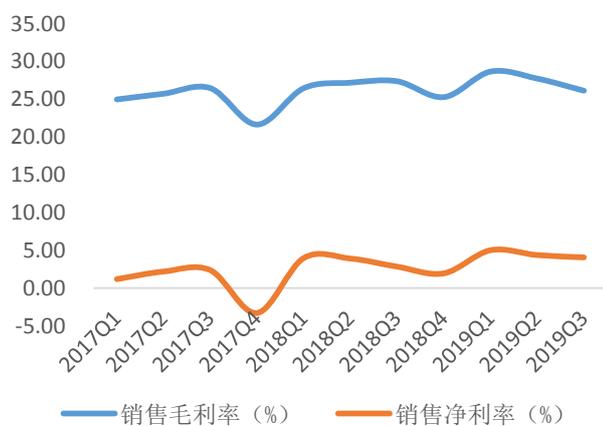
图 2：中国联通单季归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019Q3 中国联通销售毛利率为 26.12%，较上一季度下降 1.61 个 PC。销售净利率为 4.07%，较上一季度下降 0.31 个 PC。2019Q3 中国联通经营活动产生的现金净流量为 331.83 亿元，环比上升 35.42%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

图 3：中国联通单季度销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中国联通单季度现金净流



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司逐步发挥 LTE 900MHz 4G 网络的深度覆盖和农村区域广覆盖优势，聚焦产品、

渠道和营销加大力度推动互联网化运营转型，严控用户发展成本及超低资费套餐，坚持差异化经营，努力避免简单价格战。2019年前三季度，移动出账用户净增969万户，达到3.25亿户。公司以“大视频、大融合、大带宽”积极应对宽带市场的激烈竞争挑战，打造宽带212H、2B2H营销新模式，提升营销能力。2019年前三季度，固网宽带用户净增357万户，达到8445万户。

表 1：中国联通主要业务用户数

(万户)	2019.1.1-2019.9.30	2018.1.1-2018.9.30	同比变化
移动出账用户数	32472.9	30982.6	4.81%
固网宽带用户数	8444.5	8034.7	5.10%

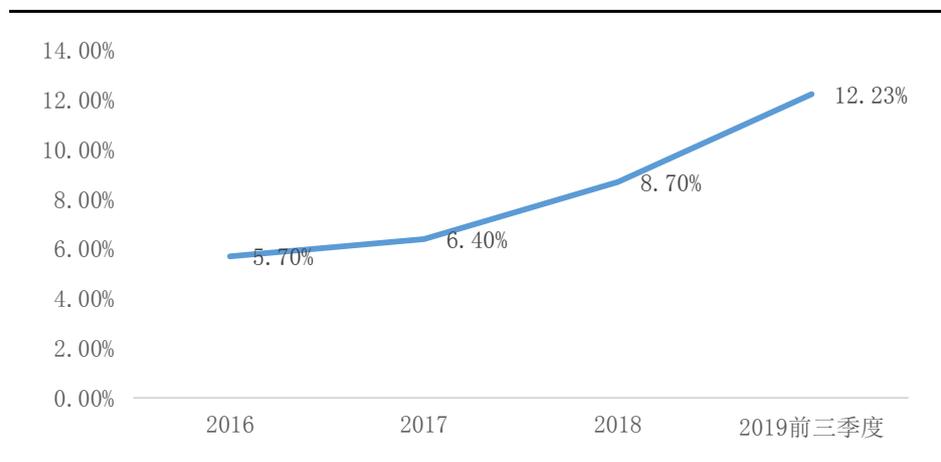
数据来源：公司第三年度报告，东吴证券研究所

## 2. 创新业务快速突破，产业互联网收入占比不断提升

在创新业务领域，公司加快云计算、大数据、物联网等重点创新业务的能力培养和规模拓展，不断强化机制创新，加快创新人才队伍建设和激励分配改革，以“云+智能网络+智能应用”融合经营模式，拉动创新业务实现持续快速突破。

2019年前三季度，产业互联网业务收入为人民币242.91亿元。公司整体主营业务收入为人民币1985.32亿元，2019前三季度公司产业互联网业务收入占当期主营业务收入的比重为12.23%。

图 5：产业互联网收入占主营业务收入比



数据来源：公司第三年度报告，东吴证券研究所

## 3. 共建共享增强 5G 竞争力，降成本促进规模商用

2019年9月，公司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通与中国电信签署合作协议，在全国范围内合作共建一张5G接入网络。

我们认为，中国联通与中国电信进行5G网络共建共享合作，特别是双方连续的5G频率共享，有助于降低未来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。

我们认为，联通未来能够直面挑战，奋力开创“五新”联通建设和高质量发展的新局面。公司通过深化互联网化运营，持续提升客户感知、运营效率和差异化竞争力，有利于应对携号转网挑战，努力稳定基础业务，规模提升创新业务，扎实推进 5G 业务创新，驱动整体业务企稳回升。公司通过持续深化与战略投资者的业务和资本合作，纵深推进各领域的创新变革，能够不断提升企业内生活力和运营效益，为股东创造更大价值。

图 6：联通、电信共建共享



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.19 元、0.26 元、0.35 元，当前股价对应 PE 分别为 33/23/17 X，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

- 1、流量价格竞争激烈，4G 业务增长不及预期。
- 2、混改效果不及预期。
- 3、通信资费下降超出预期；
- 4、5G 标准化和产品研发进度不及预期

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>75924.5</b>	<b>191119.9</b>	<b>224212.9</b>	<b>253675.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>290876.8</b>	<b>312105.2</b>	<b>332919.3</b>	<b>356945.5</b>
现金	33783.4	144446.0	174450.3	200346.9	减:营业成本	213585.6	226261.2	239642.3	255123.2
应收账款	21084.4	34203.3	36484.3	39117.3	营业税金及附加	1389.5	1560.5	1664.6	1784.7
存货	2388.3	3099.5	3282.8	3494.8	营业费用	35169.7	38076.8	38618.6	39264.0
其他流动资产	18668.5	9371.2	9995.6	10716.4	管理费用	22925.1	23407.9	24303.1	24272.3
<b>非流动资产</b>	<b>465837.7</b>	<b>451159.6</b>	<b>447367.8</b>	<b>452675.4</b>	财务费用	-137.8	1683.3	1786.2	1843.6
固定资产	383181.8	370092.1	367729.9	374324.0	加:投资净收益	2475.6	200.0	570.0	890.0
无形资产	25884.2	24295.7	22866.2	21579.6	其他收益	-8498.8	-4118.0	-3600.0	-3300.0
其他非流动资产	17047.9	17047.9	17047.9	17047.9	<b>营业利润</b>	<b>11921.4</b>	<b>17197.4</b>	<b>23874.5</b>	<b>32247.7</b>
<b>资产总计</b>	<b>541762.3</b>	<b>642279.5</b>	<b>671580.7</b>	<b>706350.8</b>	加:营业外净收支	154.0	400.0	600.0	700.0
<b>流动负债</b>	<b>213794.0</b>	<b>307087.7</b>	<b>325339.4</b>	<b>345303.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>12075.4</b>	<b>17597.4</b>	<b>24474.5</b>	<b>32947.7</b>
短期借款	32896.4	70000.0	75000.0	80000.0	减:所得税费用	2774.7	3959.4	5506.8	7413.2
应付账款	108702.5	136376.6	144441.9	153772.9	少数股东损益	5219.9	7773.7	10811.6	14554.6
其他流动负债	72195.1	100711.1	105897.4	111530.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4080.77</b>	<b>5864.35</b>	<b>8156.12</b>	<b>10979.82</b>
<b>非流动负债</b>	<b>11028.0</b>	<b>11228.0</b>	<b>11428.0</b>	<b>11628.0</b>	EBIT	17806.8	22798.8	28690.7	36501.3
长期借款	3173.2	3173.2	3173.2	3173.2	EBITDA	89245.4	93399.2	96441.2	105108.9
其他非流动负债	7854.8	8054.8	8254.8	8454.8					
<b>负债合计</b>	<b>224822.0</b>	<b>318315.7</b>	<b>336767.3</b>	<b>356931.7</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	176795.9	179128.0	183452.7	189274.5	每股收益(元)	0.13	0.19	0.26	0.35
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>140144.4</b>	<b>144835.8</b>	<b>151360.7</b>	<b>160144.6</b>	每股净资产(元)	4.52	4.67	4.88	5.16
					发行在外股份(百万股)	31027.8	31033.7	31033.7	31033.7
<b>负债和股东权益</b>	<b>541762.3</b>	<b>642279.5</b>	<b>671580.7</b>	<b>706350.8</b>	ROIC(%)	4.2%	6.0%	8.4%	11.4%
					ROE(%)	2.9%	4.0%	5.4%	6.9%
					毛利率(%)	26.6%	27.5%	28.0%	28.5%
					销售净利率(%)	1.4%	1.9%	2.4%	3.1%
					资产负债率(%)	41.5%	49.6%	50.1%	50.5%
					收入增长率(%)	5.8%	7.3%	6.7%	7.2%
					净利润增长率(%)	858.3%	43.7%	39.1%	34.6%

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

