

中国联通 (600050)

证券研究报告

2019年10月23日

业绩符合预期，5G时代有望持续改善

事件：公司公布2019年三季报，报告期实现营业收入2171.2亿元，同比减少1.18%；归属上市公司净利润43.16亿元，同比增长24.38%。

点评：

一、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。

移动业务领域，公司前三季度移动主营业务收入1177.33亿元，同比下降6.1%，移动出账用户ARPU为人民币40.6元，竞争加剧导致资费压力增大。移动用户数持续增长，移动出账用户净增969万户，达到3.25亿户；其中4G用户净增3122万户，达到2.51亿户。

固网领域，固网主营业务收入788.63亿元，同比增长7.7%。其中固网宽带接入收入为309.59亿元，固网宽带用户净增357万户，达到8445万户。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，增长靓丽，产业互联网业务收入为242.91亿元，同比增长40.8%。

盈利能力持续提升。公司前三季度毛利率为27.51%，同比提升0.52个百分点；净利率为4.49%，同比提升0.89个百分点。由于新租赁准则，2019年公司前三季度折旧及摊销和财务费用有所增加，但同时网络运行及支撑成本中的租赁费用相应有所下降。根据半年报披露，公司上半年网间结算支出发生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%。

二、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套餐近期开放预约，预约用户超过千万。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；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。

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。

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	5.92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)	183,719.54
流通A股市值(百万元)	125,483.85
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	43.48
一年内最高/最低(元)	7.57/5.06

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-公司点评:5G商用套餐预约数据靓丽，ARPU有望提升》 2019-10-11
- 2 《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
- 3 《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



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	68,073.55	69,646.56
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	3.29	2.12

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	196,843.80	207,734.27	298,745.30
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
流动资产合计	76,771.47	75,924.55	256,055.12	229,289.83	361,564.88
长期股权投资	35,601.71	39,723.88	42,723.88	45,223.88	48,623.88
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	8,063.65	4,944.67	1,263.44
非流动资产合计	496,845.87	465,837.74	422,068.06	382,724.85	343,405.98
资产总计	573,617.34	541,762.28	678,123.18	612,014.68	704,970.86
短期借款	24,318.71	15,132.62	15,000.00	15,000.00	15,000.00
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
流动负债合计	241,614.20	213,794.01	316,126.40	238,146.08	312,128.15
长期借款	3,473.12	3,173.17	3,100.00	2,850.00	2,760.00
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
非流动负债合计	24,984.78	11,027.98	26,000.69	20,272.38	18,819.29
负债合计	266,598.97	224,821.99	342,127.09	258,418.46	330,947.45
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)
股东权益合计	307,018.36	316,940.29	335,996.09	353,596.22	374,023.41
负债和股东权益总	573,617.34	541,762.28	678,123.18	612,014.68	704,970.86

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	(4,583.88)	(8,782.95)	(11,247.82)
投资损失	(1,700.16)	(2,475.57)	(2,124.36)	(1,450.00)	(1,550.00)
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
经营活动现金流	91,335.37	94,829.73	140,821.97	20,975.26	93,946.50
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	3,000.00	2,500.00	3,400.00
其他	(87,787.49)	(105,505.75)	(12,278.08)	(12,816.61)	(15,538.11)
投资活动现金流	(47,333.80)	(61,167.02)	(2,037.70)	(4,701.70)	(5,628.18)
债权融资	64,603.73	37,068.52	55,834.25	48,952.96	46,959.98
股权融资	53,473.47	1,138.84	9,883.15	8,785.21	11,250.08
其他	(152,742.64)	(74,757.13)	(41,441.22)	(63,121.27)	(55,517.35)
筹资活动现金流	(34,665.45)	(36,549.77)	24,276.18	(5,383.09)	2,692.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,336.13	(2,887.06)	163,060.45	10,890.46	91,011.03

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
营业收入	274,828.95	290,876.78	287,259.20	305,970.38	332,072.70
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	917.91	1,660.36
财务费用	4,079.01	(137.78)	(4,583.88)	(8,782.95)	(11,247.82)
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	1,450.00	1,550.00
其他	(141.01)	2,395.60	(3,410.78)	(3,051.70)	(3,278.18)
营业利润	1,513.21	11,921.35	23,485.64	32,132.27	34,856.73
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	287.17	102.77	188.73
利润总额	2,377.87	12,075.36	23,698.34	32,529.25	35,280.15
所得税	693.91	2,774.70	5,569.11	7,644.37	8,290.84
净利润	1,683.96	9,300.66	18,129.23	24,884.88	26,989.31
少数股东损益	1,258.11	5,219.89	12,009.48	16,347.65	16,918.76
归属于母公司净利润	425.84	4,080.77	6,119.75	8,537.23	10,070.55
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
成长能力					
营业收入	0.23%	5.84%	-1.24%	6.51%	8.53%
营业利润	-650.73%	687.82%	97.00%	36.82%	8.48%
归属于母公司净利润	176.39%	858.28%	49.97%	39.50%	17.96%
获利能力					
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%	9.73%	9.82%
偿债能力					
资产负债率	46.48%	41.50%	50.45%	42.22%	46.94%
净负债率	8.53%	1.04%	-41.97%	-44.90%	-67.32%
流动比率	0.32	0.36	0.81	0.96	1.16
速动比率	0.31	0.34	0.80	0.95	1.15
营运能力					
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	0.47	0.47	0.50
每股指标(元)					
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	3.03
每股净资产	4.36	4.52	4.76	4.81	4.94
估值比率					
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	3.29	2.12
EV/EBIT	41.57	16.12	11.89	9.58	6.24

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