

2020年03月24日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

业务结构优化、盈利能力提升，乘风 5Gⁿ起航，未来业绩稳步提升

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	290,515	304,432	321,479	348,484
同比 (%)	-0.1%	4.8%	5.6%	8.4%
归母净利润 (百万元)	4,982	6,064	7,024	9,201
同比 (%)	22.1%	21.7%	15.8%	31.0%
每股收益 (元/股)	0.16	0.20	0.23	0.30
P/E (倍)	32.07	26.35	22.75	17.37

投资要点

- 事件：**3月23日中国联通公布2019年度报告：2019年全年实现营业总收入2905.15亿元，较去年下滑0.12%；实现归母净利润49.82亿元，较去年同比增长22.09%。
- 收入结构不断优化，发展质量及盈利能力稳步提升：**近三年主营业务收入结构不断优化，创新业务增长势头强劲，19年营收占比较17年提升6pp，政企业务实现规模突破，以“云+智慧网络+智慧应用”融合经营模式，拉动创新业务和基础业务相互促进发展。ARPU值企稳回升，带来业绩稳步提升，同时得益于良好的成本管控，盈利能力保持快速提升，EBITDA达到947亿元，同比增长11.1%；近三年中国联通自由现金流累计超千亿元，现金流充沛；资产负债率逐步下降，财务实力显著增强。
- 加码5G建设，推动5G建设节奏提速：**预计2020年5G资本开支约为350亿元，较去年同比增长约343%，力争在今年三季度完成新增共建共享基站25万站，覆盖全国所有城市。2020年全年总体的资本开支约为700亿元，较去年同比增长约24%，其中移动网络支出占比提升4pp。随着5G网络建设的加快，加上5G终端价格持续下降和普及、创新应用不断推出，预计5G登网用户将于下半年快速发展，截至2020年年底，5G用户有望达到5000万人。同时三大运营商作为5G建设的主力军，随着经营状况的逐步向好，有望持续加码5G建设，推动国内5G部署加速。
- 5G共建共享，高效提升竞争优势：**目前中国联通与电信在全国范围内合作共建一张5G网络，已经开通5G基站5万站，双方共节省投资成本约100亿元。除5G网络外，中国联通计划未来与中国电信在4G室分、光纤、机房以及管线等各方面加强共建共享。5G业务呈现出“先培育、后规模”，即收入贡献先低后高的趋势，因此需要关注短期与长期市场的不同的侧重点，同时在5G行业解决方案中融入5G+ABC元素，是形成核心竞争力的关键。
- 盈利预测与投资评级：**我们持续看好中国联通未来业绩稳健增长，预计2020-2022年的营业收入分别为3044亿元、3215亿元以及3485亿元，归母净利润分别为60.64亿元、70.24亿元以及92.01亿元，EPS分别为0.2元、0.23元以及0.3元，对应的PE分别为26X/23X/17X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**5G产业季度不及预期；运营商营收承压；5G网建进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.15
一年最低/最高价	5.00/7.42
市净率(倍)	1.11
流通A股市值(百万元)	109162.47

基础数据

每股净资产(元)	4.62
资产负债率(%)	42.67
总股本(百万股)	31025.51
流通A股(百万股)	21196.60

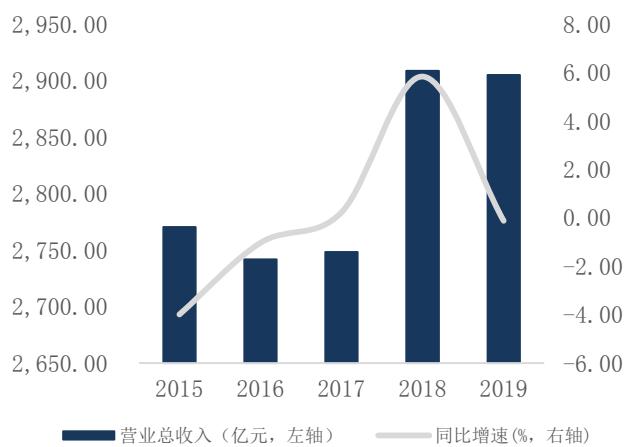
相关研究

- 《中国联通 (600050)：全年业绩有望企稳回升，业绩拐点将至，“传统+创新”同步受益 5G 红利》** 2020-01-24
- 《中国联通 (600050)：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》** 2019-10-22
- 《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 产业链生态构建》** 2019-08-15

1. 发展质量及盈利能力显著提升

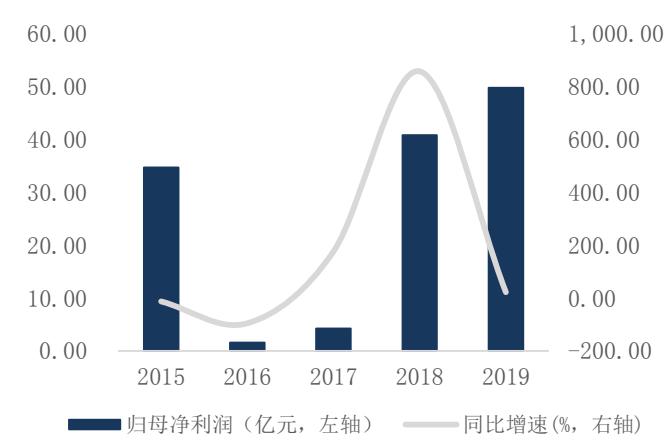
2019年全年实现营业总收入2905.15亿元，较去年同比下滑0.12%，其中主营业务收入2644亿元，较去年同比上涨0.3%。得益于良好的成本管控，尽管受到提速降费的持续影响，盈利能力仍保持快速提升，EBITDA达到947亿元，同比增长11.1%；归属于母公司净利润达到49.82亿元，同比增长22.09%。

图1：中国联通营业收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：中国联通归母净利润情况

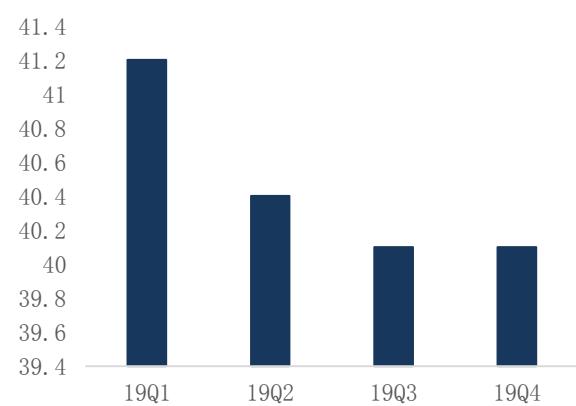


数据来源：wind，东吴证券研究所

ARPU值企稳回升，带来业绩稳步提升：19年Q4移动用户ARPU值已经企稳，随着5G网络建设的加快，加上5G终端价格持续下降和普及、创新应用不断推出，预计5G登网用户将于下半年快速发展，截至2020年年底，5G用户有望达到5000万人。

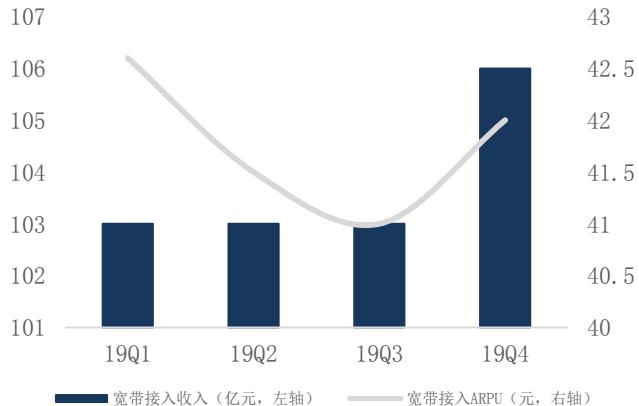
宽带业务按季企稳回升：突出高速带宽与智慧家庭产品优势，打造带宽2I2H、2B2H营销新模式，加大智慧家庭系列产品推广，快速扩大沃家固话、沃家神眼、沃家电视以及沃家组网四项核心产品规模。

图3：移动出账用户ARPU值（元）



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

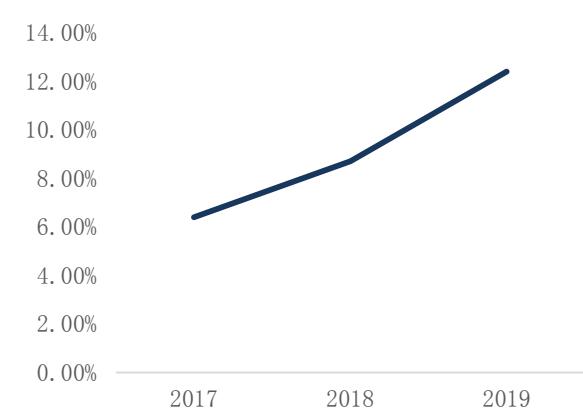
图4：固网宽带接入收入



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

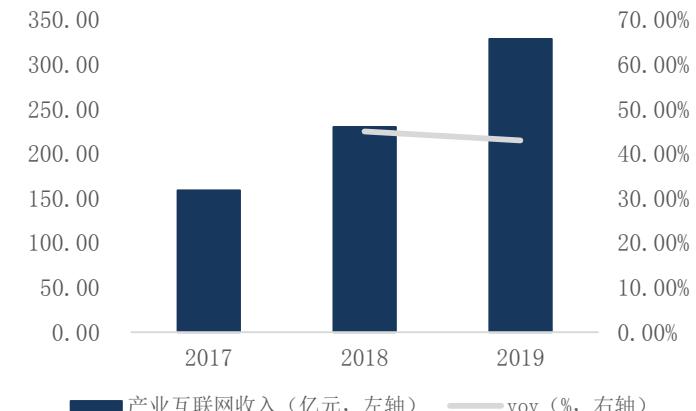
近三年主营业务收入结构不断优化，创新业务增长势头强劲，加快推进“云+智慧网络+智慧应用”，新融合销售模式，同时加强创新人才队伍建设，未来将积极培育5G+垂直行业应用融合创新发展。近三年产业互联网收入占比不断提升，2019年较2017年提升6pp；

图5：中国联通产业互联网收入占比



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

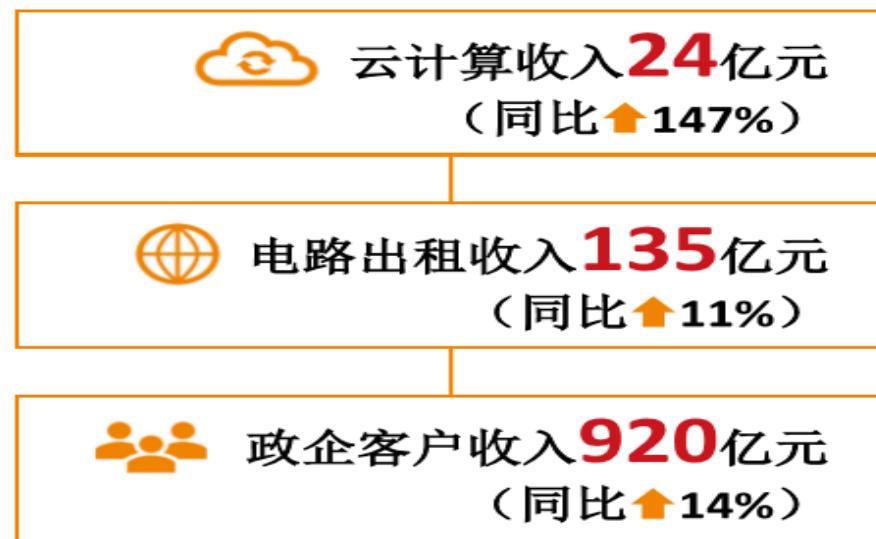
图6：中国联通产业互联网收入稳步提升



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

政企业务实现规模突破：2019年政企客户收入920亿元，较去年同比上升14%，电路出租收入135亿元，较去年同比上升11%。同时强化运营集约及“云网边端业”高度协同，以“云+智慧网络+智慧应用”融合经营模式，拉动创新业务和基础业务相互促进发展。

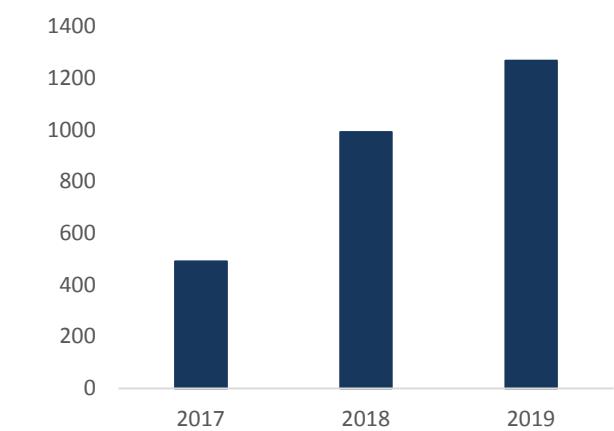
图7：2019年政企业务实现规模突破



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

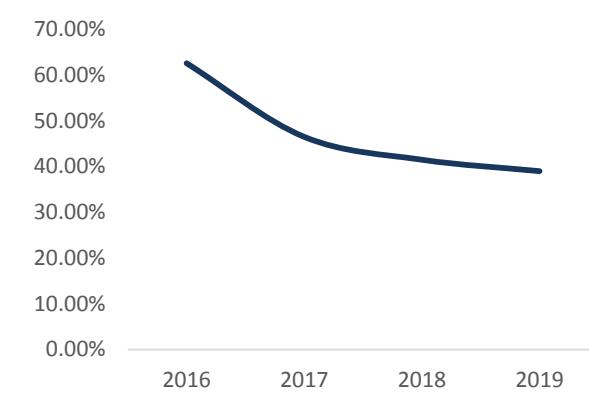
近三年中国联通自由现金流累计超千亿元，现金流充沛；资产负债率逐步下降，财务实力显著增强。

图 8：中国联通累计自由现金流(亿元)



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

图 9：中国联通资产负债率



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

2. 加码 5G 投资建设，加速国内 5G 部署

据中国联通 2019 年业绩报告披露，预计 2020 年 5G 资本开支约为 350 亿元，较去年同比增长约 343%，力争在今年三季度完成新增共建共享基站 25 万站，覆盖全国所有城市。

图 10：2020 年中国联通资本开支约为 350 亿元

坚持聚焦，突出重点，积极发挥共建共享优势

按技术进展、产业链成熟度、市场和业务需求等动态投入

实现5G网络质量与主导运营商基本相当

2019 ≈79亿元
5G资本开支

- 可用5G基站>6万站，覆盖50个城市，其中公司建设>4万站
- 自2019年11月底起公司和中国电信新建5G基站均实现共享

2020 ≈350亿元
5G资本开支

- 与中国电信力争三季度完成新增共建共享5G基站25万站，覆盖全国所有地市
- 启动5G网络向SA演进升级，年中商用

2018.6
R15基本标准制定
(5G技术第一阶段)

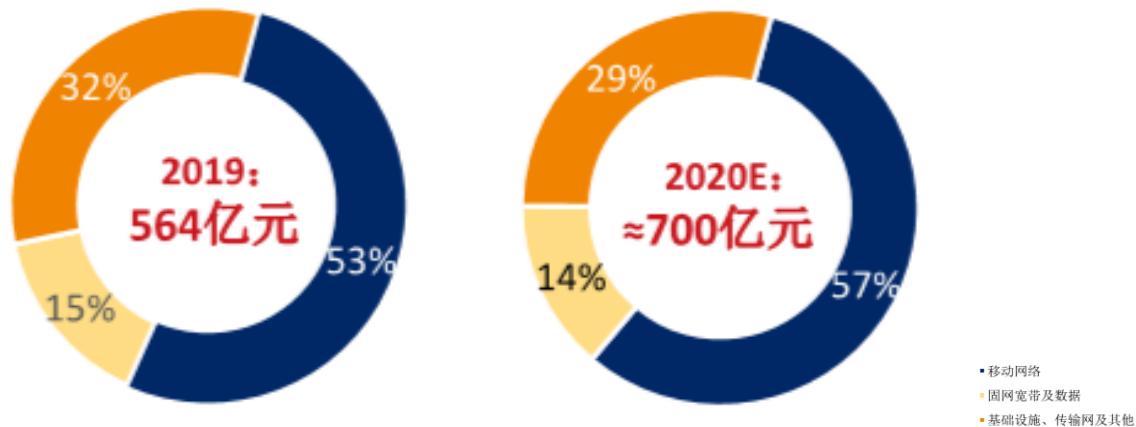
2020.6
预计R16基本标准制定
(5G技术第二阶段)

2021.12
预计R17基本标准制定
(5G技术第三阶段)

数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

2020 年全年的资本开支约为 700 亿元，较去年同比增长约 24%，其中移动网络支出占比提升 4pp。未来中国联通将加快强化网业协同，持续提升自身网络竞争力。

图 11：2020 年中国联通全年资本开支约为 700 亿元



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

我们认为，政策方面，国内政策红利频频，产业催化剂不断释放；其次主设备商作为5G部署的重要抓手，当前处于世界领先水平；三大运营商作为5G建设的主力军，随着经营状况的逐步向好，有望持续加码5G建设，推动国内5G部署加速。

3. 多方位加强5G核心竞争力培育

当前国内处于5G建设的关键时期，联通5Gⁿ独特的竞争优势，能有效促进未来收入和价值提升。

图12：中国联通5Gⁿ的核心竞争优势



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

中国联通与电信在全国范围内合作共建一张5G网络，目前已经开通5G基站5万站，双方共节省投资成本约100亿元。

除5G网络外，中国联通计划未来与中国电信在4G室分、光纤、机房以及管线等

各方位加强共建共享。

图 13：5G 共建共享，高效提升竞争优势



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

未来中国联通的 5G 业务呈现出“先培育、后规模”，即收入贡献先低后高的趋势。因为需要关注短期与长期市场的重点所在。

eMBB 和公众市场将是短期收入重点：打造 5G 能力聚合和开放平台，创新合作模式，引入 4K/8K 等高清视频、AR/VR 以及云游戏等应用。

eMBB、mMTC、URLLC 以及消费应用收入将是长期收入重点：聚焦新媒体、工业互联网、交通、医疗等重点行业。与行业头部企业，打造 5G 用场景，形成示范效应。同时在 5G 行业解决方案中融入 5G+ABC 元素，是形成核心竞争力的关键。

4. 盈利预测与评级

我们持续看好中国联通未来业绩稳健增长，预计 2020-2022 年的营业收入分别为 3044 亿元、3215 亿元以及 3485 亿元，归母净利润分别为 60.64 亿元、70.24 亿元以及 92.01 亿元，EPS 分别为 0.2 元、0.23 元以及 0.3 元，对应的 PE 分别为 26X/23X/17X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

5G 产业季度不及预期；运营商营收承压；5G 网建进度不及预期。

中国联通三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	83,604	129,469	175,516	234,944	营业收入	290,515	304,432	321,479	348,484
现金	38,665	84,580	127,530	185,339	减: 营业成本	214,133	225,280	238,216	253,697
应收账款	20,457	19,678	22,704	23,238	营业税金及附加	1,236	1,357	1,441	1,554
存货	2,359	2,635	2,646	2,979	营业费用	33,545	36,555	38,564	41,640
其他流动资产	22,122	22,576	22,636	23,389	管理费用	22,977	23,762	25,228	27,358
非流动资产	480,627	449,595	417,564	392,940	财务费用	717	35	-573	-1,014
长期股权投资	41,216	44,213	47,497	50,861	资产减值损失	-375	624	238	292
固定资产	312,534	290,891	266,872	248,001	加: 投资净收益	2,175	1,732	2,017	2,097
在建工程	53,465	45,508	39,355	35,697	其他收益	96	0	0	0
无形资产	26,424	22,103	17,557	13,112	营业利润	13,443	18,552	20,383	27,055
其他非流动资产	46,987	46,879	46,283	45,270	加: 营业外净收支	592	149	379	339
资产总计	564,231	579,064	593,080	627,885	利润总额	14,035	18,700	20,762	27,394
流动负债	206,813	210,095	210,006	225,722	减: 所得税费用	2,771	3,894	4,248	5,638
短期借款	5,614	5,614	5,614	5,614	少数股东损益	6,282	8,743	9,490	12,555
应付账款	102,767	119,606	115,536	134,887	归属母公司净利润	4,982	6,064	7,024	9,201
其他流动负债	98,432	84,874	88,856	85,221	EBIT	14,442	18,628	20,200	26,283
非流动负债	33,922	32,549	31,176	29,803	EBITDA	84,785	71,266	77,419	89,081
长期借款	6,865	5,492	4,119	2,746					
其他非流动负债	27,057	27,057	27,057	27,057					
负债合计	240,735	242,644	241,182	255,525					
少数股东权益	180,169	188,911	198,401	210,956					
归属母公司股东权益	143,327	147,509	153,497	161,403					
负债和股东权益	564,231	579,064	593,080	627,885					
<hr/>									
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	96,208	78,945	67,956	95,539	每股收益(元)	0.16	0.20	0.23	0.30
投资活动现金流	-58,877	-19,874	-23,171	-36,076	每股净资产(元)	4.62	4.75	4.95	5.20
筹资活动现金流	-32,469	-13,156	-1,835	-1,653	发行在外股份(百万股)	31034	31026	31026	31026
现金净增加额	4,887	45,915	42,949	57,809	ROIC(%)	6.0%	7.9%	8.4%	10.6%
折旧和摊销	70,343	52,638	57,219	62,798	ROE(%)	3.5%	4.4%	4.7%	5.8%
资本开支	60,367	-34,029	-35,314	-27,989	毛利率(%)	26.3%	26.0%	25.9%	27.2%
营运资本变动	-3,702	13,197	-3,186	14,096	销售净利率(%)	1.7%	2.0%	2.2%	2.6%
					资产负债率(%)	42.7%	41.9%	40.7%	40.7%
					收入增长率(%)	-0.1%	4.8%	5.6%	8.4%
					净利润增长率(%)	22.1%	21.7%	15.8%	31.0%
					P/E	32.07	26.35	22.75	17.37
					P/B	1.11	1.08	1.04	0.99
					EV/EBITDA	4.14	4.25	3.46	2.49

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>