

中国联通 (600050)

公司研究/动态报告

产业互联网创新增长，共建共享改善效率，开启 5G 时代新征程

—中国联通 2019 年年报点评

动态报告/通信行业

2020 年 03 月 25 日

事件：中国联通发布 2019 年年报：全年实现主营业务收入 2643.9 亿元，同比增加 0.3%，其中产业互联网收入 328.6 亿元，同比增长 42.8%；公司 EBITDA 可比口径 828.2 亿元，同比下滑 2.5%，主要由于公司增加对产业互联网业务的投入；公司归母净利润达 49.82 亿元，同比增长 22.1%；2019 资本开支 564 亿，同比增加 25.7%，2020 年预计资本开支 700 亿，其中 350 亿用于 5G 建设。

产业互联网创新增长，收入逐渐优化，战略布局 IT 智能、大数据和云计算

1) 公司主营收入增长放缓，同比增 0.3%，但产业互联网收入表现亮眼，同比增长 42.8%，收入结构逐渐优化，逐步布局 IT 智能、大数据和云计算。公司移动服务收入同比下滑 5.3%拖累整体营收，主要原因：1) 移动用户市场逐渐饱和，公司移动用户数增长缓慢；2) ARPU 值同比下降，从 2018 年的 45.7 元下降至 40.4 元，从 5G 情况来看，联通目前发展的 5G 用户 ARPU 是 81 元，用户 4G 到 5G 的升级促使 ARPU 值约有 10%+ 的上升；3) 数据流量业务稳定，语音业务收入下降 15%。公司固网业务较稳定，同比增长约 10%。

2) 产业互联网：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。19 年该业务营收 328.6 亿元，同比增长 42.8%，营收占比从 18 年的 8.7% 提升至 12.4%，战略布局 IT 智能服务、物联网、大数据和云计算。疫情期间充分发挥全国大数据的独特优势，为政府提供人口流动大数据分析服务；为疫情精准防控、智慧政务和企业复工复产提供有力支撑。

战略调整看重用户价值，费用管控良好，运营效率提升，财务状况逐步改善

公司费用管控良好，运营效率提升，财务状况逐步改善。公司主营收入同比增长 0.3%，但归母净利润同比增长 22.1%，ROE 提升 0.47pct 至 3.48%，净利率提升 0.68pct 至 3.88%，主要原因：1) 资本开支管控良好：折旧及摊销费用可比口径 725 亿元，同比下降 4.3%；2) 费用管控好：销售费用同比下滑 4.6%，财务费用同比下滑 52.4%，终端补贴费用下滑 17%；3) 财务状况改善：19 年资产负债率 39.3%，同比下降 2.5pct；4) 战略方向调整，严控成本：2019 年下半年公司开始把发展重点从用户数增长改成了用户价值的发展；5) FCF 为正，FCF 收益率 12.6%，19 年 FCF 为 263.7 亿元，同比下滑 44.5%，主要由于营运资本变化及资本开支增加（Capex+115 亿元）。

5G 基站建设提速，2020 年资本开支预计增长较快，预计 20 年年中 5G 商用

2020 年预计和电信共建 25 万基站，5G 资本开支预计 350 亿元，公司目标 20 年发展 5000 万个 5G 用户，2020 启动 5G 网络向 SA 演进升级，年中商用。1) 截止 2019 年末，公司总基站数是 258 万，其中 5G 基站约 6 万；4G 基站 141 万（全国约 500 万站，占比 28%-30%），2019 年新增 40 万基站，主要在农村等地区广覆盖；3G 基站 77.9 万。2020 年联通和电信预计共建 25 万基站，于 2019Q3 完成 5G 基站建设，覆盖全国所有地市。2) 5G 用户发展：公司目标 2020 年发展 5000 万 5G 用户，2020 年启动 5G 网络向 SA 演进升级，年中商用，下半年是用户推广重要时点。

3) 5G 建设提速，相关资本开支预计大幅增长：联通 2019 资本开支 564 亿，同比增加 25.7%，其中 5G 投资约 79 亿，占比 14%；2020 年预计资本开支 700 亿，同比增长 24%，其中 350 亿用于 5G 建设资本投入，5G 投资比例大幅提升，同比增长 343%，其中 85% 用于无线侧的投资。

投资建议

5G 商用元年，用户 ARPU 提升叠加产业互联网新机遇，公司开启新征程，我们认为公司主要三点逻辑值得关注：1) ARPU 提升：5G 建设推进商用落地，5G 用户数增长，4G-5G 用户套餐升级，叠加 ARPU 值提升，移动业务发展新机遇；2) 联通电信 5G 共建共享，将加速 5G 建设，节省 5G 网络建设相关成本，快速形成 5G 服务能力，增强 5G 网络和服务的市场竞争力与价值；3) 混改红利逐步释放，体制机制改革及推进市场化激励均有利于提升公司运营效率；深化与战略投资者合作，在大数据、IT 智能、云计算等产业互联网方面持续投入，增强创新发展动能。

我们预计公司 2020-2021 实现归母净利润 66.3/81.7 亿元，同比增长 33.1%/23.2%，对应 20-21 年 PB 为 1.07X 和 1.01X，公司近五年 PB 估值底部为 1.01X，中枢为 1.36X，对比全球主流运营商 PB 估值普遍超 1.8X，公司 2020-EV/EBITDA 为 3.45X（海外主流运营商普遍超过 5.5X），具备估值优势，给予“推荐”评级。

风险提示

5G 建设不及预期，运营商资本开支不及预期，共建共享实施不及预期，产业政策风险。

推荐

维持评级

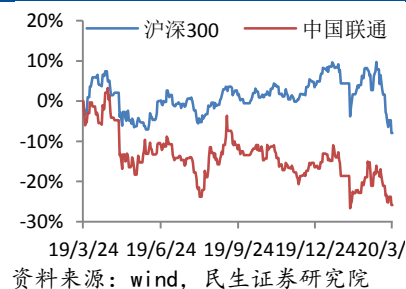
当前价格： 5.31

交易数据

2020-03-24

近 12 个月最高/最低	7.17/5.09
总股本（百万股）	31,025.51
流通股本（百万股）	21,196.60
流通股比例%	68.32
总市值（亿元）	1647
流通市值（亿元）	1126

该股与沪深 300 走势比较



分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127512

邮箱： liuxin@mszq.com

研究助理：包江麟

执业证号： S0100119080002

电话： 021-60876728

邮箱： baojianglin@mszq.com

相关研究

1. 行业深度：瑞典共建共享启示录：从瑞典经验看我国运营商共建共享方案演绎；
2. 中国联通（600050）2019 年三季度点评：创新业务快速增长，整体主营业务保持稳定，成本管控良好盈利能力改善
3. 中国联通（600050）2018 年年报点评：聚焦创新开放战略，积极开展 5G 规模试验

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	290,515	315,620	357,580	397,400
增长率（%）	-0.1%	8.6%	13.3%	11.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,982	6,632	8,170	9,591
增长率（%）	22.1%	33.1%	23.2%	17.4%
每股收益（元）	0.16	0.21	0.26	0.31
PE（现价）	36.68	24.09	19.56	16.66
PB	1.27	1.07	1.01	0.95

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、产业互联网创新增长，共建共享改善效率，开启 5G 时代新征程.....	4
（一）产业互联网和 5G 创新应用或成下一增长动能，战略布局 IT 智能、大数据和云计算.....	4
（二）战略调整看重用户价值，费用管控良好，运营效率提升，财务状况逐步改善	5
（三）5G 基站建设提速，2020 年资本开支预计增长较快，预计 20 年年中 5G 商用.....	6
二、中国联通与中国电信共建共享战略方案及相关资本开支测算.....	8
（一）三大运营商的 5G 基站数预估和测算	8
（二）三大运营商的资本开支预估和测算	10
三、风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

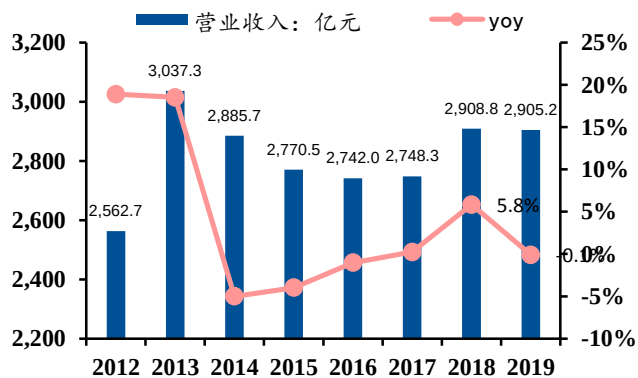
一、产业互联网创新增长，共建共享改善效率，开启 5G 时代新征程

事件：中国联通发布 2019 年年报：1) 全年实现主营业务收入 2643.9 亿元，同比增加 0.3%，其中产业互联网收入 328.6 亿元，同比增长 42.8%；2) 公司 EBITDA 可比口径 828.2 亿元，同比下滑 2.5%，主要由于公司增加对产业互联网业务的投入；3) 公司归母净利润达 49.82 亿元，同比增长 22.1%；4) 2019 资本开支 564 亿，同比增加 25.7%，2020 年预计资本开支 700 亿，其中 350 亿用于 5G 建设。

(一) 产业互联网和 5G 创新应用或成下一增长动能，战略布局 IT 智能、大数据和云计算

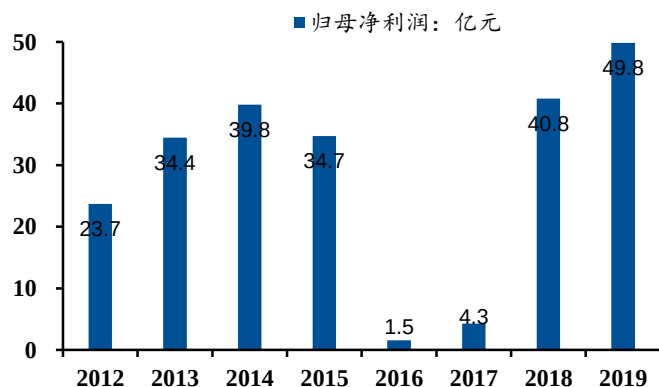
1) 公司主营收入增长放缓，同比增 0.3%，但产业互联网收入表现亮眼，同比增长 42.8%，收入结构逐渐优化，逐步布局 IT 智能、大数据和云计算。公司移动服务收入同比下滑 5.3% 拖累整体营收，主要原因：1) 移动用户市场逐渐饱和，公司移动用户数增长缓慢；2) ARPU 值同比下降，从 2018 年的 45.7 元下降至 40.4 元，从 5G 情况来看，联通目前发展的 5G 用户 ARPU 是 81 元，用户 4G 到 5G 的升级促使 ARPU 值约有 10%+ 的上升；3) 数据流量业务稳定，语音业务收入下降 15%。公司固网业务较稳定，同比增长约 10%。

图1：中国联通营收（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

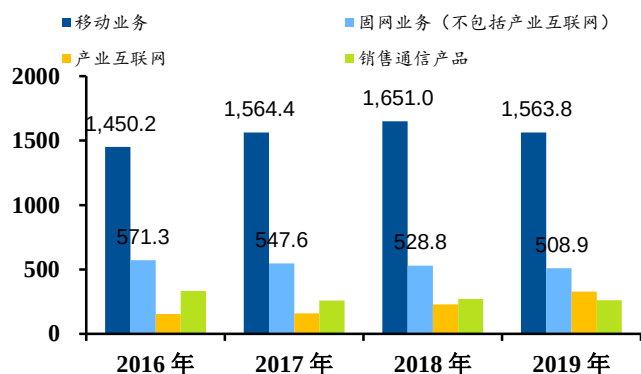
图2：中国联通归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

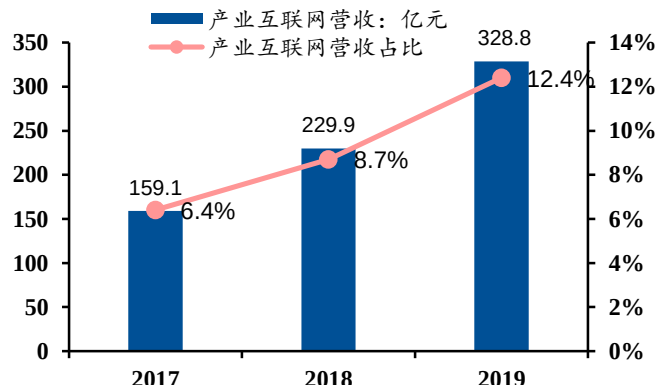
2) 产业互联网：以“云+智慧网络+智慧应用”融合经营模式，拉动创新业务和基础业务相互促进发展。19 年该业务营收 328.6 亿元，同比增长 42.8%，营收占比从 18 年的 8.7% 提升至 12.4%，战略布局 IT 智能服务、物联网、大数据和云计算。疫情期间充分发挥全国大数据的独特优势，为政府提供人口流动大数据分析服务；为疫情精准防控、智慧政务和企业复工复产提供有力支撑。

图3: 中国联通分业务营收概况: 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 中国联通产业互联网营收 (亿元) 及营收占比情况



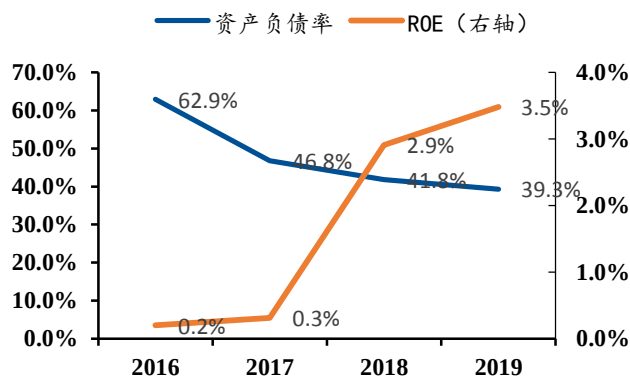
资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 战略调整看重用户价值, 费用管控良好, 运营效率提升, 财务状况逐步改善

公司费用管控良好, 运营效率提升, 财务状况逐步改善。公司主营收入同比增长 0.3%, 但归母净利润同比增长 22.1%, ROE 提升 0.47pct 至 3.48%, 净利率提升 0.68pct 至 3.88%, EBIT Margin 提升 0.8 个 pct 至 5.0%, 主要原因:

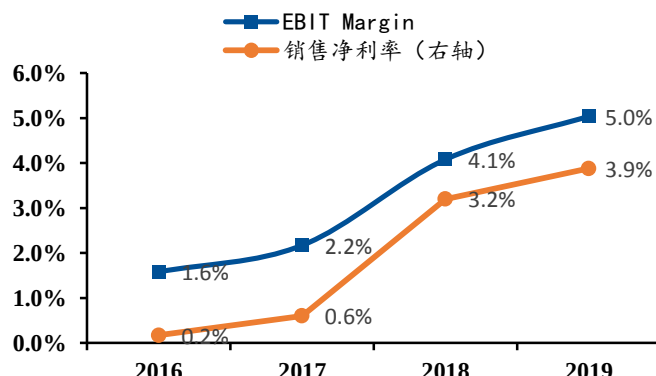
- 1) 资本开支管控良好: 折旧及摊销费用可比口径 725 亿元, 同比下降 4.3%;
- 2) 费用管控好: 销售费用同比下滑 4.6%, 财务费用同比下滑 52.4%, 终端补贴费用下滑 17%;
- 3) 财务状况改善: 19 年资产负债率 39.3%, 同比下降 2.5pct;
- 4) 战略方向调整, 严控成本: 2019 年下半年公司开始把发展重点从用户数增长改成了用户价值的发展;
- 5) FCF 为正, FCF 收益率 12.6%, 19 年 FCF 为 263.7 亿元, 同比下滑 44.5%, 主要由于营运资本变化及资本开支增加 (Capex+115 亿元)。

图5: 中国联通资产负债率和 ROE 情况



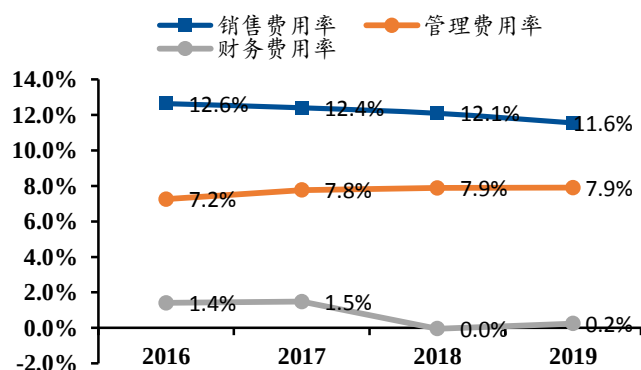
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 中国联通 EBIT Margin 和销售净利率情况



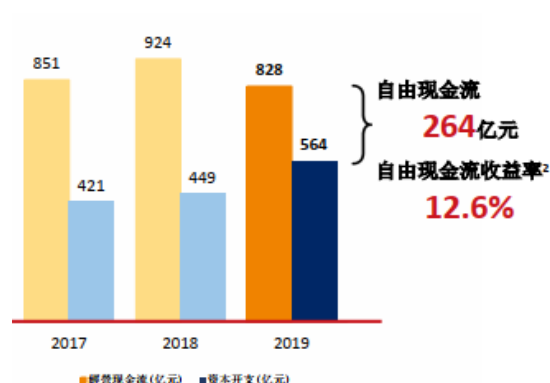
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 中国联通三项费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 中国联通自由现金流情况



资料来源: 中国联通业绩说明会报告, 民生证券研究院

(三) 5G 基站建设提速, 2020 年资本开支预计增长较快, 预计 20 年年中 5G 商用

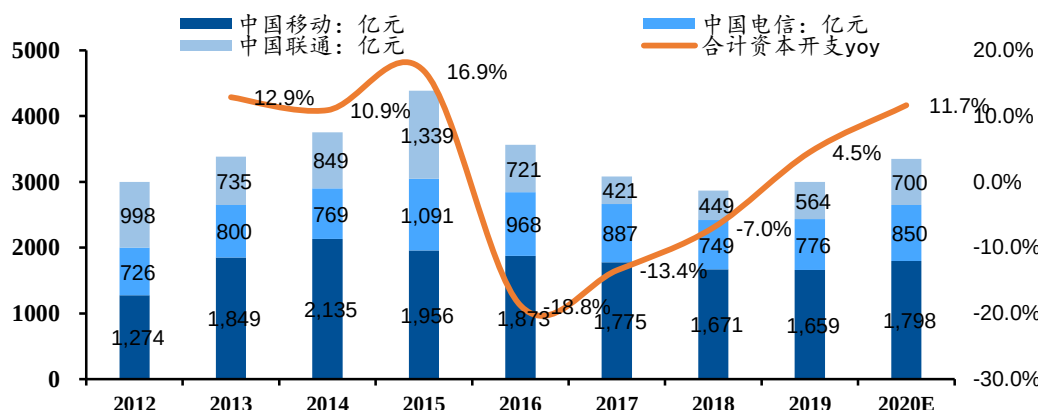
2020 年预计和电信合建 25 万基站, 5G 资本开支预计 350 亿元, 公司目标 20 年发展 5000 万个 5G 用户, 2020 启动 5G 网络向 SA 演进升级, 年中商用。

1) **基站数:** 截止 2019 年末, 公司总基站数是 258 万, 其中 5G 基站约 6 万; 4G 基站 141 万 (全国约 500 万站, 占比 28%-30%), 2019 年新增 40 万基站, 主要在农村等地区广覆盖; 3G 基站 77.9 万。2020 年联通和电信预计合建 25 万基站, 于 2019Q3 完成 5G 基站建设, 覆盖全国所有地市。

2) **5G 用户发展:** 公司目标 2020 年发展 5000 万 5G 用户, 2020 年启动 5G 网络向 SA 演进升级, 年中商用, 下半年是用户推广重要时点。

3) **5G 建设提速, 相关资本开支预计大幅增长:** 联通 2019 资本开支 564 亿, 同比增加 25.7%, 其中 5G 投资约 79 亿, 占比 14%; 2020 年预计资本开支 700 亿, 同比增长 24%, 其中 350 亿用于 5G 建设资本投入, 5G 投资比例大幅提升, 同比增长 343%, 其中 85% 用于无线侧的投资。

图9: 三大运营商资本开支 (亿元) 及增速

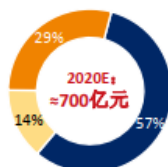
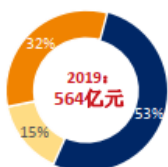


资料来源: wind, 三大运营商财报, 民生证券研究院

图10: 中国联通资本开支结构及 5G 建设规模情况

资本开支结构

强化网业协同, 提升用户感知, 促进业务发展



■ 移动网络
■ 固网宽带及数据
■ 基础设施、传输网及其他

- 2019**
- 4G基站¹达到141万站, 其中新增LTE 900MHz基站24万站, 深度覆盖和农村广覆盖显著提升, 用户口碑明显提高
 - VoLTE业务自动开通, 全国商用
 - 加速网络SDN化、NFV化, 云化和智能化
 - 可用5G基站>6万站, 其中公司建设>4万站

- 2020E**
- 与中国电信新增共建共享5G基站总规模>25万站, 覆盖全国所有地市
 - 完善LTE 900底层网, 原则上停止其他4G及非生产急需的建设
 - 部分省已成功在2.1GHz频段软件升级4G基站为5G基站, 并通过SDR兼备3G/4G/5G功能
 - 分区域推动2/3G减频退网, 降低网运成本, 重耕频谱资源

注:
1. 4G基站包括室外基站及室内分布系统

资料来源: 中国联通业绩说明会报告, 民生证券研究院

公司未来积极突破重点, 发挥共建共享的优势, 加速 5G 建设, 节省 5G 网络建设相关成本, 快速形成 5G 服务能力, 增强 5G 网络和服务的市场竞争力与价值。中国联通 2020 年预计资本开支 700 亿元, 约 350 亿元用于 5G 建设, 其中 303 亿用于无线侧投资, 30 亿用于传输网与基础设施, 数据侧约 13 亿元投资。

图11: 中国联通资本开支及 5G 建设规模情况

2019
5G资本开支 ≈ **79**亿元

- 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
5G资本开支 ≈ **350**亿元

- 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)

资料来源: 中国联通业绩说明会报告, 民生证券研究院

二、中国联通与中国电信共建共享战略方案及相关资本开支测算

(一) 三大运营商的 5G 基站数预估和测算

基本假设:

1) 根据频谱的分布, 2600MHz 频段覆盖能力较好, 覆盖面积较广, 因此在部署时, 我们假设中国移动 5G 基站数是 4G 时期基站数的 1.0-1.2 倍;

2) 3500MHz 的信号波长较短, 频段覆盖能力和面积不及 2600MHz 频段, 单位面积内所需要建设的基站就越多, 因此我们假设联通和电信的基站数是 4G 时期基站数的 1.3-1.5 倍;

3) 我们认为联通电信合作共建一张 5G 接入网, 5G 基站数量将减少 40-50%, 我们假设联通和电信的 5G 基站数是其各自 4G 基站总数的 55%。

4) 假设 5G 建设周期为 10 年, 前六年(2019-2024 年)完成 5G 基础设施建设的 80-84%。

情景分析:

悲观情景: 中国移动 5G 基站数是 4G 时期基站数的 1.0 倍, 为 285 万台, 电信和联通的基站数是 4G 时期基站数的 1.3 倍, 分别为 114 万台和 100 万台。

中性情景: 中国移动 5G 基站数是 4G 时期基站数的 1.1 倍, 为 310 万台, 电信和联通的基站数是 4G 时期基站数的 1.4 倍。分别为 120 万台和 106 万台。

乐观情景: 中国移动 5G 基站数是 4G 时期基站数的 1.2 倍, 为 341 万台, 电信和联通的基站数是 4G 时期基站数的 1.5 倍。分别为 128 万台和 113 万台。

5G 基站数匡算:

我们预测三种情形下三大运营商 5G 基站总数分别为 501/537/583 万台, 中国移动将进行全国范围内的地区深度覆盖和渗透, 建设约 280-340 万台 5G 基站, 联通和电信共建共享, 进行分区建设和管理, 联通建设约 100-120 万台, 电信建设约 115-130 万台, 中国联通 5G 基站建设节省数约为 90-115 万台。

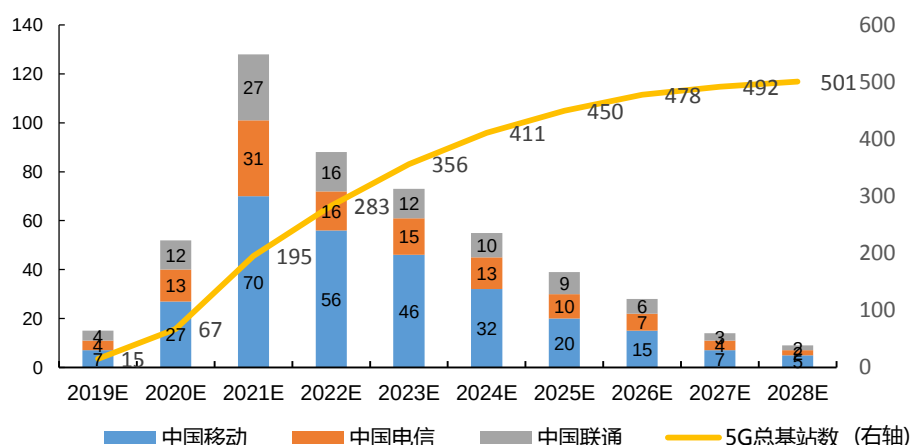
表1: 三种情景假设下三大运营商 5G 基站数 (万)

悲观假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	十年建设累计	前六年建设量合计	前六年建设占比
中国移动	7	27	70	56	46	32	20	15	7	5	285	238	84%
中国电信	4	13	31	16	15	13	10	7	4	2	115	91	80%
中国联通	4	12	27	16	12	10	9	6	3	2	101	81	81%
年度基站增加合计	15	52	128	88	73	55	39	28	14	9	501	410	82%
中性假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	十年建设累计	前六年建设量合计	前六年建设占比
中国移动	7	32	75	63	45	38	25	15	5	5	310	260	84%
中国电信	4	15	33	20	14	12	10	7	3	2	120	98	82%
中国联通	4	14	28	16	12	11	10	7	3	2	107	85	80%
年度基站增加合计	15	61	136	99	71	61	45	29	11	9	537	443	82%

乐观假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	十年建设累计	前六年建设量合计	前六年建设占比
中国移动	7	34	77	64	51	40	34	24	5	5	341	273	80%
中国电信	4	18	35	19	14	13	12	8	3	2	128	103	80%
中国联通	4	17	30	18	12	11	10	7	3	2	114	92	81%
年度基站增加合计	15	69	142	101	77	64	56	39	11	9	583	468	80%

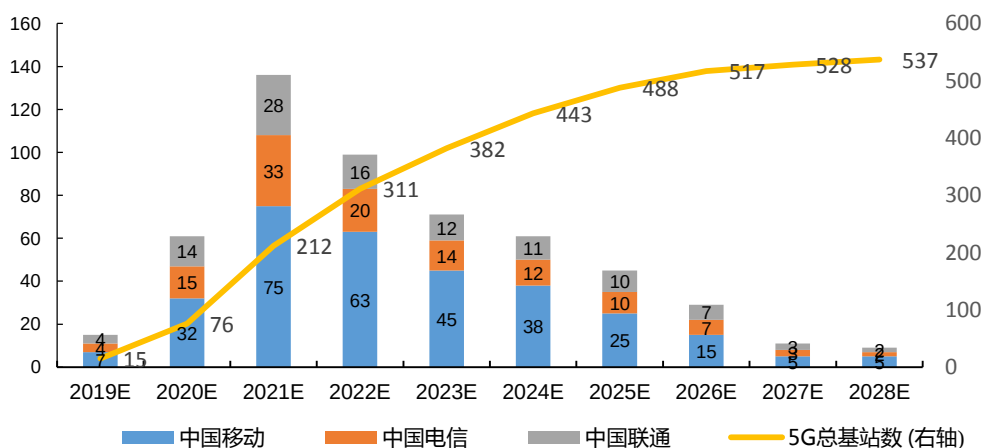
资料来源：三大运营商财报、wind、民生证券研究院

图12: 悲观情形下三大运营商 5G 基站建设数情况 (年度增量: 万台)



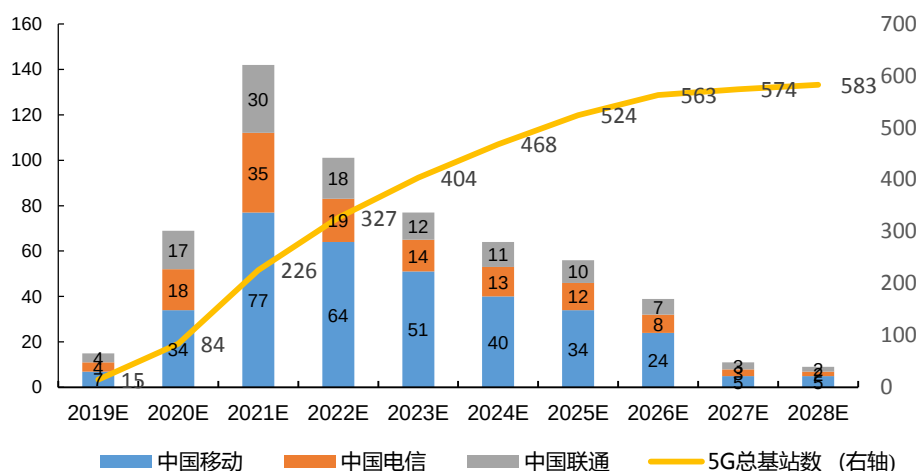
资料来源：wind、民生证券研究院

图13: 中性情形下三大运营商 5G 基站建设数情况 (年度增量: 万台)



资料来源：wind、民生证券研究院

图14: 乐观情形下三大运营商 5G 基站建设数情况 (年度增量: 万台)



资料来源: wind、民生证券研究院

(二) 三大运营商的资本开支预估和测算

在联通电信达成共建共享协议基础上，我们对分三种情形假设对三大运营商 5G 资本开支的情况进行了预估和测算，得出结论：以 10 年为 5G 整体建设周期，联通和电信对于 5G 方面的资本开支各自约节省 2000-2400 亿元，基站建设各自约节省数 90-125 万台。

表2: 三种情景假设下三大运营商 5G 资本开支情况 (亿元)

悲观假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	累计
中国移动	240	648	1330	1008	782	544	340	255	119	85	5,341
中国电信	90	312	589	288	255	221	170	119	68	34	2,156
中国联通	79	294	540	336	216	170	153	102	51	34	1,996
合计	409	1254	2459	1632	1253	935	663	476	238	153	9,438
中性假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	累计
中国移动	240	768	1425	1134	765	646	425	255	85	85	5,828
中国电信	90	360	627	360	238	204	170	119	51	34	2,263
中国联通	79	343	560	336	216	187	170	119	51	34	2,116
合计	409	1471	2612	1830	1219	1037	765	493	187	153	10,142
乐观假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	累计
中国移动	240	816	1463	1152	867	680	578	408	85	85	6,374
中国电信	90	432	665	342	238	221	204	136	51	34	2,423
中国联通	79	408	570	324	204	187	170	119	51	34	2,167
合计	409	1656	2698	1818	1309	1088	952	663	187	153	10,899

资料来源: 运营商财报、wind、民生证券研究院

在中性假设下，我们对中国联通的资本开支进行预测：

中国联通：2019-2024 年的资本开支合计约为 3877 亿元，其中用于 5G 建设的资本开支为 1717 亿元，若以 10 年为建设周期，我们预测中国移动未来十年总资本开支约为 5200-5800 亿元，其中用于 5G 建设的资本开支为 2200-2600 亿元。

表3: 三种情景假设下 2019-2024 年中国联通资本开支情况预估和测算 (亿元)

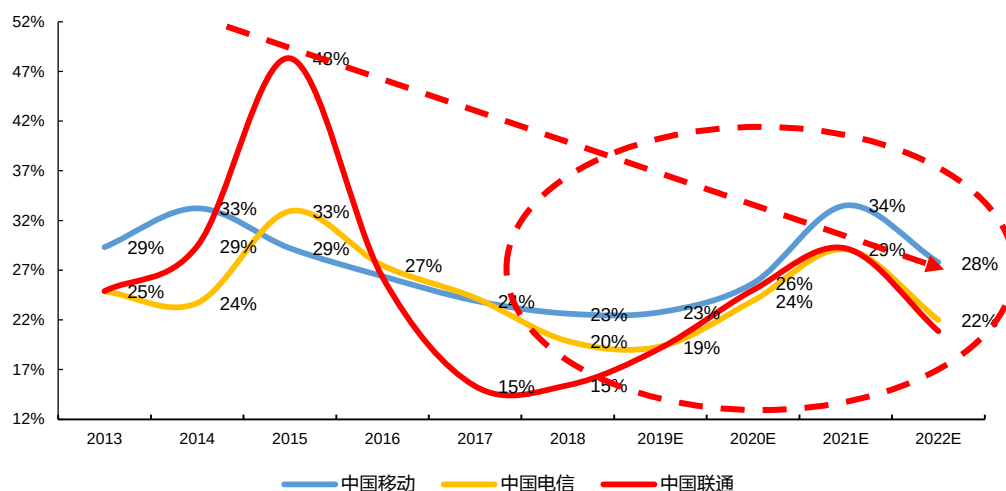
中性假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	合计
总资本开支: 亿元	565	703	880	656	546	517	3877
YoY		24%	25%	-25%	-17%	-5%	
5G 资本开支	79	343	560	336	216	187	1717
无线网络投资 (除 5G)	300	210	160	100	90	80	
有线网建设及其他	190	150	160	220	250	250	
5G 基站数增量: 万个	4	14	28	16	12	11	84
单基站 Capex: 万元	25	23	20	21	18	17	
悲观假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	合计
5G 资本开支	79	294	540	336	216	170	1631
总资本开支: 亿元	565	654	860	656	556	500	3791
乐观假设	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	合计
5G 资本开支	79	408	570	324	204	187	1768
总资本开支: 亿元	565	768	890	644	544	517	3928

数据来源: 运营商财报、wind、民生证券研究院

在共建共享的情况下, 电信和联通总资本开支在 2020 和 2021 年分别增加 12%/30%和 24%/25%, 2019-2021 年三年 5G 资本开支合计电信与联通分别为 1100 和 1000 亿元, 若双方不进行共建共享, 二者的资本开支在 2020 年分别会达到约 800-1000 亿元的水平, 这基本与 2017-2018 年双方的经营性现金流量净额一致, 对公司的健康持续发展势必造成一定影响。

在中性假设情形下, 中国移动的 Capex/营收指标在 5G 建设周期开始后将持续高于共建共享后的联通和电信, 比值约高 3-5 个百分点, 预计 2021 年中国移动该比值达到 33.5%, 中国联通该指标为 29.2%, 中国电信为 29.1%, 在一定程度上体现出共建共享方案对联通和电信资本开支的节省力度较大, 5G 资本开支的持续投入力度和趋势比独自建设的中国移动更为平缓。

图15: 中性假设情形下三大运营商 Capex/营收系数变动情况 (2019-2022 为预测值)



数据来源: 运营商财报、wind、民生证券研究院

综上所述我们认为，中国联通在共建共享的战略方案下，5G 基站建设数约为 100-115 万台，5G 建设总资本开支约为 2000-2300 亿元，资本开支节省数额约为 1800-2200 亿元，相当于 2-3 年的经营性现金流量净额，节省总量较为可观。此外，未来运营过程中的电费、折旧费及设备维护等相关费用均会得到节省，整体 5G 的耗损与投资会趋于稳定，Capex/营业收入指标的下降趋势我们预测将好于中国移动，未来中国联通的业绩持续增长值得期待。

中国联通和中国电信双方共享连续的 5G 频率，有助于降低 5G 网络建设的运维成本，在共建共享战略下高效率地将进一步提升网络覆盖面积和网络性能，增强业务创新与产品服务相关竞争力，提升网络效益和资产运营效率，ARPU 值有望随着 5G 建设周期逐步提升。我们建议关注中国联通与中国电信在共建共享方案下带来的战略性机遇。

三、风险提示

5G 建设不及预期，运营商资本开支不及预期，共建共享实施不及预期，产业政策风险。

插图目录

图 1: 中国联通营收 (亿元) 及增速.....	4
图 2: 中国联通归母净利润情况 (亿元)	4
图 3: 中国联通分业务营收概况: 亿元.....	5
图 4: 中国联通产业互联网营收 (亿元) 及营收占比情况.....	5
图 5: 中国联通资产负债率和 ROE 情况.....	5
图 6: 中国联通 EBIT Margin 和销售净利率情况	5
图 7: 中国联通三项费用率情况	6
图 8: 中国联通自由现金流情况	6
图 9: 三大运营商资本开支 (亿元) 及增速.....	6
图 10: 中国联通资本开支结构及 5G 建设规模情况.....	7
图 11: 中国联通资本开支及 5G 建设规模情况.....	7
图 12: 悲观情形下三大运营商 5G 基站建设数情况 (年度增量: 万台)	9
图 13: 中性情形下三大运营商 5G 基站建设数情况 (年度增量: 万台)	9
图 14: 乐观情形下三大运营商 5G 基站建设数情况 (年度增量: 万台)	10
图 15: 中性假设情形下三大运营商 Capex/营收系数变动情况 (2019-2022 为预测值)	11

表格目录

表 1: 三种情景假设下三大运营商 5G 基站数 (万)	8
表 2: 三种情景假设下三大运营商 5G 资本开支情况 (亿元)	10
表 3: 三种情景假设下 2019-2024 年中国联通资本开支情况预估和测算 (亿元)	11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	290,515	315,620	357,580	397,400
营业成本	214,133	232,450	262,267	290,058
营业税金及附加	1,236	1,398	1,563	1,745
销售费用	33,545	37,016	41,721	46,447
管理费用	22,977	24,933	28,259	31,402
研发费用	1,709	1,402	1,846	1,908
EBIT	16,914	18,421	21,924	25,840
财务费用	717	215	-39	-335
资产减值损失	-375	-436	-379	-398
投资收益	2,175	2,470	2,758	3,080
营业利润	13,443	18,656	22,753	26,850
营业外收支	592	400	400	400
利润总额	14,035	19,056	23,153	27,250
所得税	2,771	3,811	4,631	5,477
净利润	11,264	15,245	18,522	21,773
归属于母公司净利润	4,982	6,632	8,170	9,591
EBITDA	87,257	33,416	38,724	42,038
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	38,665	89,586	148,812	210,815
应收账款及票据	20,621	21,520	24,714	27,343
预付款项	4,196	4,499	5,097	5,630
存货	2,359	2,574	2,899	3,208
其他流动资产	17,762	18,248	18,809	19,402
流动资产合计	83,604	136,427	200,333	266,398
长期股权投资	41,216	41,216	41,216	41,216
固定资产	312,534	285,906	258,514	231,377
无形资产	25,746	25,638	25,520	25,405
非流动资产合计	480,627	458,274	437,670	416,483
资产合计	564,231	594,701	638,003	682,881
短期借款	5,614	5,614	5,614	5,614
应付账款及票据	106,806	116,730	131,407	145,440
其他流动负债	94,392	99,703	109,805	118,877
流动负债合计	206,813	222,046	246,825	269,931
长期借款	2,869	2,869	2,869	2,869
其他长期负债	31,053	31,053	31,053	31,053
非流动负债合计	33,922	33,922	33,922	33,922
负债合计	240,735	255,968	280,747	303,853
股本	31,034	31,026	31,026	31,026
少数股东权益	180,169	188,782	199,134	211,316
股东权益合计	323,496	338,733	357,255	379,028
负债和股东权益合计	564,231	594,701	638,003	682,881

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-0.1%	8.6%	13.3%	11.1%
EBIT 增长率	-0.1%	8.9%	19.0%	17.9%
净利润增长率	22.1%	33.1%	23.2%	17.4%
盈利能力				
毛利率	26.3%	26.4%	26.7%	27.0%
净利润率	3.9%	4.8%	5.2%	5.5%
总资产收益率 ROA	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%
净资产收益率 ROE	3.5%	4.4%	5.2%	5.7%
偿债能力				
流动比率	0.40	0.61	0.81	0.99
速动比率	0.37	0.58	0.77	0.95
现金比率	0.19	0.40	0.60	0.78
资产负债率	42.7%	43.0%	44.0%	44.5%
经营效率				
应收账款周转天数	25.70	24.60	24.97	24.84
存货周转天数	4.02	4.04	4.03	4.04
总资产周转率	0.51	0.53	0.56	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.21	0.26	0.31
每股净资产	4.62	4.83	5.10	5.41
每股经营现金流	2.64	1.41	1.79	1.84
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	36.68	24.09	19.56	16.66
PB	1.27	1.07	1.01	0.95
EV/EBITDA	2.17	3.45	1.45	-0.14
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	11,264	15,245	18,522	21,773
折旧和摊销	70,343	14,995	16,800	16,198
营运资金变动	-4,142	13,331	20,100	19,043
经营活动现金流	82,012	43,651	55,414	57,106
资本开支	-58,855	5,216	1,462	2,225
投资	-68	0	0	0
投资活动现金流	-58,877	7,687	4,220	5,305
股权募资	557	-8	0	0
债务募资	40,581	0	0	0
筹资活动现金流	-32,469	-417	-409	-409
现金净流量	4,887	50,921	59,226	62,003

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&通信首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名等。

包江麟，民生证券通信行业研究助理，南京大学产业经济学硕士，本科数学专业，2019年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。