

业绩稳健增长，5G 共建互利共赢

中国联通(600050.SH)

推荐 评级

核心观点：

1. 投资事件

公司发布 2019 年年报。2019 年公司实现营业收入 2905.15 亿元，同比下降 0.12%，实现归母净利润 49.82 亿元，同比增长 22.09%。实现扣非归母净利润 51.98 亿元，同比增长 3.4%。

2. 分析判断

业绩如期平稳增长。2019 年公司实现营业收入 2905.15 亿元，同比下降 0.12%。其中，语音业务收入为 394.8 亿元，同比下降 14.3%。非语音业务收入为 2,249.1 亿元，同比增长 3.3%。公司实现归母净利润 49.82 亿元，同比增长 22.09%。实现扣非归母净利润 51.98 亿元，同比增长 3.4%。报告期末公司经营现金流量净额为人民币 962.1 亿元，同比增加 13.78 亿元。2019 年公司 EBITDA 为 946.7 亿元，同比增长 11.1%，EBITDA 占主营业务收入的百分比为 35.8%，同比提高 3.5pct，主要是受执行新租赁准则的影响。截至 2019 年底，公司资产负债率为 42.7%，同比提高 1.2pct，主要是受执行新租赁准则的影响。公司研发支出为 25.1 亿元，占营业收入比例为 0.86%，比去年同期增加 10.91 亿元。

净利率有所提升，期间费用率维持稳定。报告期公司毛利率为 26.29%，同比降低 0.28pct。净利率为 3.88%，同比提高 0.66pct。2019 年公司期间费用率为 20.29%，同比提高 0.07pct。其中，销售费用率同比降低 0.54pct 至 11.55%，管理费用率为 8.5%，同比提高 0.32pct，财务费用率为 0.25%，同比提高 0.3pct。2019 年公司适时调整移动业务发展策略，深化互联网化运营转型，严控用户发展成本，销售费用为 335.4 亿元，同比下降 4.6%。公司财务费用为 7.2 亿元，同比增加 8.6 亿元，主要受执行新租赁准则的影响。

5G 建设资本开支预计大幅增长。报告期公司各项资本开支合计 564.2 亿元，主要用于移动网络、宽带及数据、基础设施及传送网建设等方面。扣除本年资本开支后公司自由现金流为 397.9 亿元。其中，移动网络资本开支为 296.5 亿元，占比 52.5%。带宽及数据资本开支为 84.3 亿元，占比为 14.9%。基础设施及传送网资本开支为 114.2 亿元，占比为 20.2%。其他资本开支为 69.3 亿元，占比为 12.3%。其中 5G 完成投资 79 亿元。预计中国联通 23 日公布的总资本开支为 700 亿元，较 2019 年增长 24.07%。其中用于 5G 的投资为 350 亿元，同比大幅增长 343.04%。

分析师

龙天光

☎：021-20252646

✉：longtianguang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519060004

联系人

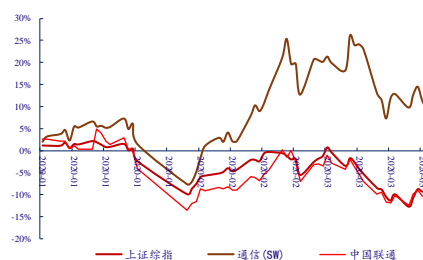
宋宾煌

☎：010-86359272

✉：songbinhuang_yj@chinastock.com.cn

股价表现

2020-3-27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

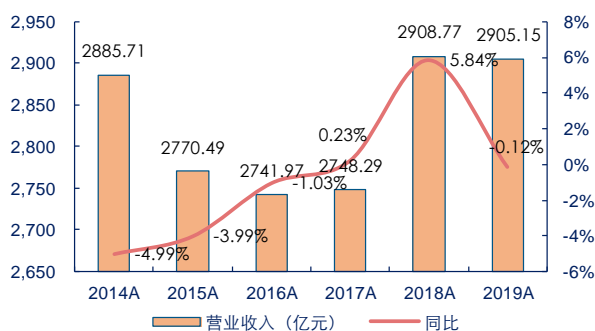
相关研究

网络质量显著提升，合作共建互利共赢。截至 2019 年底，公司 4G 基站总数为 141 万个（含 4G 室外站及室分信源），其中 LTE 900MHz 基站 24 万个，4G 网络深度覆盖和农村覆盖能力显著提升；公司累计 NB-IOT 基站 20 万个，物联网业务承载能力显著增强；VoLTE 业务实现自动开通并全国商用。公司持续推进高速固网带宽网络建设，在百兆打底的基础上，在百余重点城市开展千兆入户示范，深度推进南方宽带合作。截至 2019 年底，公司宽带用户中 FTTH 用户占比达到 85%。中国联通将与中国电信力争在今年三季度完成新增共建共享 5G 基站 25 万站，其中中国电信建设 14 万 5G 基站。2020 年，双方实现在用 5G 基站 30 万站目标，覆盖全国所有地级以上城市，5G SA 实现全球首发商用。与原定双方都各自建一张 5G 网络的方案相比，共建共享可以让双方都节省 40% 以上的投资。

3. 财务简析

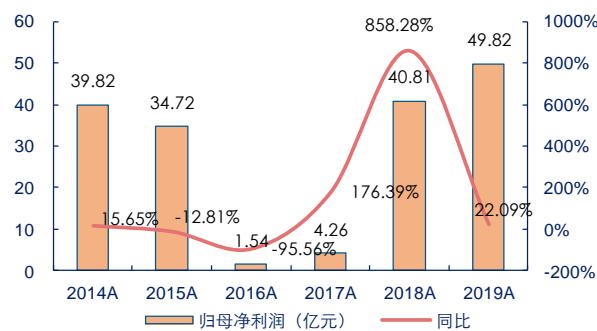
2017 年至今公司营业收入触底回升。2019 年公司营收为 2905.15 亿元，同比下降 0.12%。2016 年至今公司归母净利润触底回升。2019 年归母净利润为 49.82 亿元，同比增长 22.09%。

图 1：公司近年营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

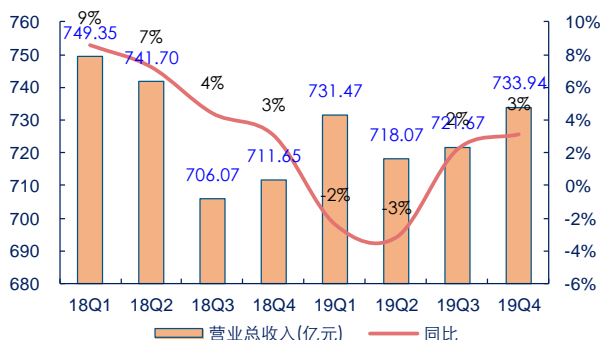
图 2：公司近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

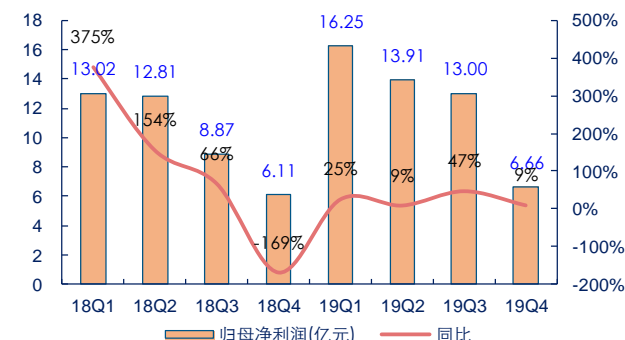
公司单季度营收与归母净利润呈现季节性特征。2019 年公司单季度净利润自一季度开始逐季下降。2019Q4 归母净利同比增长 9%。

图 3：公司近年单季度营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

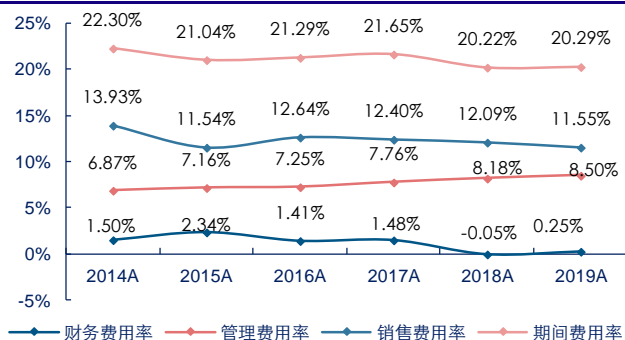
图 4：公司近年单季度净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

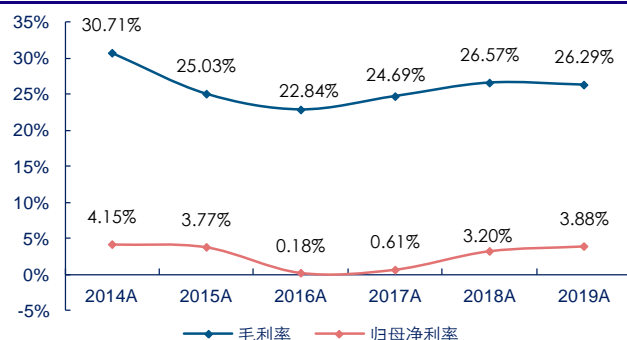
2014 年至今公司期间费用率水平逐渐下降，2019 年公司期间费用率同比提高 0.07pct 至 20.29%。2015 年来公司毛利率水平较为平稳，净利率略有波动，2016 年至今净利率逐渐回升。

图 5：公司近年期间费用



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：公司近年毛利率和净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4. 投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.32 元/股，对应动态市盈率分别为 23.46/18.98/16.30 倍，建议“推荐”评级。

主要财务指标

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 290,514.55 | 311,832.77 | 335,303.60 | 353,917.33 |
| 增长率% | -0.12% | 7.34% | 7.53% | 5.55% |
| 净利润(百万元) | 4,982.08 | 6,956.49 | 8,600.46 | 10,011.17 |
| 增长率% | 22.09% | 39.63% | 23.63% | 16.40% |
| EPS(摊薄)(元/股) | 0.16 | 0.22 | 0.28 | 0.32 |
| ROE(摊薄)% | 3.5% | 4.6% | 5.5% | 6.1% |
| PE | 32.76 | 23.46 | 18.98 | 16.30 |

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示：行业竞争持续加剧的风险；行业监管政策变化风险；技术升级风险；利率和汇率风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

龙天光，中国银河证券通信行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn