

中国联通 (600050)

经营质量显著改善，受益 5G 红利，持续看好未来业绩稳健增长
买入（维持）

2020 年 04 月 22 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

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）	32.94	27.07	23.37	17.84

投资要点

■ **事件：**4 月 22 日，中国联通公布一季度业绩，20 年 Q1 实现营业收入 738.24 亿元，同比增长 0.93%，实现归母净利润 13.96 亿元，同比下滑 14.11%；同时公布 3 月业务数据，移动出账用户 3 月净增 32.1 万户，年初至现在减少 746.6 万户。

■ **移动业务经营质量改善，固网宽带业务优势显著，创新业务增长动力十足：**2020 年 Q1 中国联通移动出账用户减少 747 万户，1 月和 2 月分别减少 118.6 万户和 660.1 万户，下滑的主要原因为双卡以及多卡用户受疫情的影响，转变为单卡用户，3 月实现净增 32.1 万户，成功实现正向提升，Q1 实现营业收入 377.49 亿元，同比下滑 4.1%，但是对比 19 年全年下滑 5.3%，有所好转。Q1 固网宽带用户净增 135 万户，实现营业收入 107.85 亿元，同比增加 4.4%，受益于创新业务的拉动，固网业务实现营业收入 298.94 亿元，同比增加 11.1%。Q1 创新业务实现营业收入 114.48 亿元，同比增长 32.2%。

■ **降本提效效果逐步显现，业绩降幅逐步收窄：**资本开支管控效果显著，折旧及摊销较同比下滑 1.4%，借力 AI，精准营销，严控用户发展成本，发生销售费用 76.89 亿元，同比下滑 15%，由于网间话务量的下滑，网间结算成本同比下滑 15.6%。由于 ICT 业务的快速增长，其他成本及管理费用同比增加 28%，2020 年 Q1 实现 EBITDA 236.3 亿元，同比下滑 5.8%，但是较 2019 年 Q4 提升 10.1%，实现归母净利润 13.96 亿元，同比下滑 14.1%，较 2019 年 Q4 提升 109.6%。

■ **受益 5G 红利，持续看好未来业绩稳步提升：**移动业务方面，19 年 Q4 到 20 年 Q1 ARPU 值已经企稳，随着 5G 用户渗透率的逐步提升，ARPU 值有望进一步提升，持续带动移动业务稳步提升，预计 20 年底，5G 用户数有望达到 5000 万人。宽带业务优势继续保持，突出高速带宽与智慧家庭产品优势，打造带宽 212H、2B2H 营销新模式。创新业务方面，积极培育 5G+垂直行业应用创新发展，营收占比有望进一步提升。政企业务方面，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。

■ **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 27X/23X/18X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**5G 产业进度不及预期；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)	5.29
一年最低/最高价	5.00/7.42
市净率(倍)	1.14
流通 A 股市值(百万元)	113519.53

基础数据

每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	42.35%
总股本(百万股)	31025.51
流通 A 股(百万股)	21499.91

相关研究

- 1、《中国联通 (600050)：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》2020-03-24
- 2、《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
- 3、《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

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		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	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	240,735	242,644	241,182	255,525	每股收益(元)	0.16	0.20	0.23	0.30
少数股东权益	180,169	188,911	198,401	210,956	每股净资产(元)	4.62	4.75	4.95	5.20
归属母公司股东权益	143,327	147,509	153,497	161,403	发行在外股份(百万 股)	31034	31026	31026	31026
负债和股东权益	564,231	579,064	593,080	627,885	ROIC(%)	6.0%	7.9%	8.4%	10.6%
					ROE(%)	3.5%	4.4%	4.7%	5.8%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	26.3%	26.0%	25.9%	27.2%
经营活动现金流	96,208	78,945	67,956	95,539	销售净利率(%)	1.7%	2.0%	2.2%	2.6%
投资活动现金流	-58,877	-19,874	-23,171	-36,076	资产负债率(%)	42.7%	41.9%	40.7%	40.7%
筹资活动现金流	-32,469	-13,156	-1,835	-1,653	收入增长率(%)	-0.1%	4.8%	5.6%	8.4%
现金净增加额	4,887	45,915	42,949	57,809	净利润增长率(%)	22.1%	21.7%	15.8%	31.0%
折旧和摊销	70,343	52,638	57,219	62,798	P/E	32.94	27.07	23.37	17.84
资本开支	60,367	-34,029	-35,314	-27,989	P/B	1.15	1.11	1.07	1.02
营运资本变动	-3,702	13,197	-3,186	14,096	EV/EBITDA	4.19	4.31	3.52	2.53

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>