

中国联通（600050）

移动业务降幅收窄，产业互联网增长靓丽

事件：公司公布 2020 年一季报，实现营业收入 738.24 亿元，同比增长 0.9%；实现归属上市公司股东净利润 13.96 亿元，同比下降 14.1%；扣非净利润 16.35 亿元，同比增长 4.1%。

点评：

一、移动业务降幅收窄，固网宽带业务止跌回升，产业互联网增长靓丽

主营业务收入 683.07 亿元，同比上涨 2.3%；在竞争加剧的背景下，公司收入实现增长主要来源于新兴业务产业互联网的强劲增长。主营业务中的移动主营业务收入 377.49 亿元，同比下降 4.1%，跌幅较 2019 全年的 -5.3% 有所改善；固网宽带收入 107.85 亿元，止跌回升，同比增长 4.4%；

产业互联网 114.48 亿元，同比增长 32.2%，占主营业务收入比例提升到 16.8%。受益于创新的产业互联网业务拉动，固网主营业务收入 298.94 亿元，同比增长 11.1%。

公司一季度非经常损益项目中非流动资产处置损益为 -11.2 亿元，总的非经常损益为 -2.39 亿元，影响了当期净利润。扣非后净利润仍然保持增长。

二、移动出账用户数略有下降，ARPU 相对持平

移动出账用户数略有下降，ARPU 值开始企稳持平，期待 2020 年 5G 拉动用户及 ARPU 值提升。截至 2020Q1，公司移动用户 3.11 亿户（包含了 5G 用户），其中 4G 用户达到 2.55 亿户。移动出账用户 ARPU 为人民币 40.0 元。较 2019 全年用户 ARPU 值 40.4 元相对持平。从季度环比看，自 2019Q2 下降至 40.4 元后，2019Q3、2019Q4 维持在 40.1 元，基本维持稳定。固网宽带用户 2020Q1 净增 135 万户，达到 8483 万户。

三、持续优化成本费用，控制合理

公司成本费用控制合理。2020Q1 毛利率 27.89%，同比下滑 0.76 个百分点；销售费用占收入 10.41%，同比下降 1.96 个百分点；管理费用占收入 8.3%，同比上升 0.4 个百分点；研发费用占收入 0.41%，同比上升 0.27 个百分点；财务费用占收入 0.12%，同比下降 0.24 个百分点。其他营业成本及管理费用比去年同期上升 28.0%，主要由于 ICT 业务快速增长导致相关服务成本增加，以及对创新业务的技术支撑的投入增加。

四、与电信共建 5G 拓展顺利，20 年 5G 资本开支约 350 亿元

4G 网络持续完善，2020 年总体资本开支计划约 700 亿元，同比增长 24%，其中 5G 投资 350 亿元，与电信共建超过 25 万站。公司截至 2019 年 4G 基站 141 万站，其中新增 LTE 900MHz 基站 24 万站，城市地区深度覆盖和农村地区广覆盖显著提升。5G 方面，截至 2019 年底已开通共享 5G 基站 5 万站，电信联通共节省投资成本约 100 亿元。2020 年计划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。

五、盈利预测及估值

公司在混改推动下效率提升；5G 时代 5G 用户增长+ARPU 值提升，推动公司业绩持续改善；与电信进行 5G 共建共享，缩小 5G 网络与移动差距；由于竞争加剧导致用户数、ARPU 值承压及疫情延缓 5G 换机节奏，调整公司 2020-2021 年净利润预测由 85.4、100.7 至 62.3、82.2 亿元，预计公司 2022 年净利润 105.7 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 30、23 和 18 倍，重申增持评级。

风险提示：携号转网全国推行导致竞争加剧；疫情导致 5G 换机延后；资本开支扩大导致折旧摊销增加；

证券研究报告
2020 年 04 月 23 日

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 5.24 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	31,025.51
流通 A 股股本(百万股)	21,499.91
A 股总市值(百万元)	162,573.66
流通 A 股市值(百万元)	112,659.53
每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	42.35
一年内最高/最低(元)	7.32/5.00

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

- 《中国联通-季报点评:业绩符合预期，5G 时代有望持续改善》 2019-10-23
- 《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
- 《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

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,876.78	290,514.55	299,531.42	319,884.41	348,645.57
增长率(%)	5.84	(0.12)	3.10	6.79	8.99
EBITDA(百万元)	91,490.53	90,495.38	71,581.50	89,896.34	109,636.89
净利润(百万元)	4,080.77	4,982.08	6,227.62	8,218.58	10,574.48
增长率(%)	858.28	22.09	25.00	31.97	28.67
EPS(元/股)	0.13	0.16	0.20	0.26	0.34
市盈率(P/E)	46.31	37.93	30.34	22.99	17.87
市净率(P/B)	1.35	1.32	1.25	1.21	1.15
市销率(P/S)	0.65	0.65	0.63	0.59	0.54
EV/EBITDA	3.53	3.32	4.36	4.06	2.84

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	33,783.35	38,665.31	74,480.06	38,386.13	87,612.58
应收票据及应收账款	18,206.03	20,620.87	18,469.04	17,073.67	21,664.73
预付账款	4,030.65	4,196.29	4,046.32	4,550.76	4,694.01
存货	2,388.33	2,359.15	2,506.57	2,536.55	2,869.45
其他	17,516.19	17,762.23	27,696.35	20,142.30	21,365.21
流动资产合计	75,924.55	83,603.85	127,198.34	82,689.41	138,205.98
长期股权投资	39,723.88	41,216.42	45,338.42	49,460.42	53,582.42
固定资产	341,452.64	312,533.74	328,511.71	361,736.88	390,010.09
在建工程	41,729.16	53,464.96	44,425.47	38,097.83	33,668.48
无形资产	26,346.64	26,424.41	23,121.36	19,818.31	16,515.26
其他	16,585.42	46,987.24	20,509.84	21,431.88	21,061.76
非流动资产合计	465,837.74	480,626.77	461,906.80	490,545.32	514,838.01
资产总计	541,762.28	564,230.62	589,105.14	573,234.72	653,043.99
短期借款	15,132.62	5,614.08	15,000.00	25,790.30	15,000.00
应付票据及应付账款	108,702.53	106,806.37	125,258.55	116,835.83	141,331.79
其他	89,958.86	94,392.26	93,518.04	55,015.76	99,462.23
流动负债合计	213,794.01	206,812.71	233,776.59	197,641.89	255,794.01
长期借款	3,173.17	2,869.27	3,000.00	4,574.75	3,000.00
应付债券	998.99	3,995.43	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	6,855.82	27,057.30	12,481.15	15,464.76	18,334.40
非流动负债合计	11,027.98	33,921.99	16,481.15	21,039.51	22,334.40
负债合计	224,821.99	240,734.70	250,257.74	218,681.40	278,128.42
少数股东权益	176,795.93	180,168.62	187,698.38	197,984.06	211,143.40
股本	31,027.81	31,033.71	31,025.51	31,025.51	31,025.51
资本公积	79,543.57	80,107.54	80,107.54	80,107.54	80,107.54
留存收益	114,407.66	117,732.31	120,123.51	125,543.76	132,746.66
其他	(84,834.68)	(85,546.25)	(80,107.54)	(80,107.54)	(80,107.54)
股东权益合计	316,940.29	323,495.92	338,847.40	354,553.32	374,915.57
负债和股东权益总	541,762.28	564,230.62	589,105.14	573,234.72	653,043.99

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	9,300.66	11,264.12	6,227.62	8,218.58	10,574.48
折旧摊销	73,575.02	70,342.80	54,364.57	66,405.52	79,459.19
财务费用	1,639.71	1,890.67	(499.49)	556.49	326.41
投资损失	(2,475.57)	(2,174.50)	(1,900.00)	(1,800.00)	(1,300.00)
营运资金变动	31,083.85	(8,121.69)	13,046.77	(39,535.77)	62,590.52
其它	(18,293.95)	23,006.84	8,101.30	10,532.53	13,351.66
经营活动现金流	94,829.73	96,208.24	79,340.77	44,377.36	165,002.26
资本支出	40,216.57	33,412.38	72,576.15	87,016.39	97,130.36
长期投资	4,122.16	1,492.54	4,122.00	4,122.00	4,122.00
其他	(105,505.75)	(93,782.18)	(133,148.62)	(179,483.44)	(199,738.83)
投资活动现金流	(61,167.02)	(58,877.26)	(56,450.47)	(88,345.05)	(98,486.47)
债权融资	37,068.52	23,717.02	34,944.18	46,347.11	33,054.83
股权融资	1,138.84	(292.90)	5,932.28	(554.22)	(324.15)
其他	(74,757.13)	(55,893.61)	(27,952.01)	(37,919.11)	(50,020.02)
筹资活动现金流	(36,549.77)	(32,469.50)	12,924.45	7,873.77	(17,289.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,887.06)	4,861.48	35,814.75	(36,093.93)	49,226.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	290,876.78	290,514.55	299,531.42	319,884.41	348,645.57
营业成本	213,585.64	214,133.06	219,850.98	229,352.57	244,579.85
营业税金及附加	1,389.47	1,236.27	1,367.57	1,449.93	1,551.91
营业费用	35,169.72	33,544.99	36,213.35	38,674.03	42,151.25
管理费用	22,925.12	22,977.01	26,358.77	28,149.83	30,680.81
研发费用	872.23	1,708.97	599.06	639.77	697.29
财务费用	(137.78)	717.43	(499.49)	556.49	326.41
资产减值损失	255.17	(374.92)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	24.70	96.07	175.24	72.53	(106.76)
投资净收益	2,475.57	2,174.50	1,900.00	1,800.00	1,300.00
其他	2,395.60	858.02	(4,150.47)	(3,745.05)	(2,386.47)
营业利润	11,921.35	13,443.16	17,716.43	22,934.33	29,851.28
营业外收入	746.11	818.55	484.12	620.75	492.84
营业外支出	592.09	226.52	508.43	206.85	303.00
利润总额	12,075.36	14,035.19	17,692.12	23,348.23	30,041.12
所得税	2,774.70	2,771.06	3,538.42	4,669.65	6,008.22
净利润	9,300.66	11,264.12	14,153.69	18,678.58	24,032.90
少数股东损益	5,219.89	6,282.04	7,926.07	10,460.01	13,458.42
归属于母公司净利润	4,080.77	4,982.08	6,227.62	8,218.58	10,574.48
每股收益(元)	0.13	0.16	0.20	0.26	0.34

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.84%	-0.12%	3.10%	6.79%	8.99%
营业利润	687.82%	12.77%	31.79%	29.45%	30.16%
归属于母公司净利润	858.28%	22.09%	25.00%	31.97%	28.67%
获利能力					
毛利率	26.57%	26.29%	26.60%	28.30%	29.85%
净利率	1.40%	1.71%	2.08%	2.57%	3.03%
ROE	2.91%	3.48%	4.12%	5.25%	6.46%
ROIC	2.90%	3.75%	5.27%	6.85%	7.26%
偿债能力					
资产负债率	41.50%	42.67%	42.48%	38.15%	42.59%
净负债率	1.04%	-4.62%	-11.67%	2.25%	-14.55%
流动比率	0.36	0.40	0.54	0.42	0.54
速动比率	0.34	0.39	0.53	0.41	0.53
营运能力					
应收账款周转率	15.80	14.96	15.33	18.00	18.00
存货周转率	125.73	122.39	123.12	126.86	128.98
总资产周转率	0.52	0.53	0.52	0.55	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.16	0.20	0.26	0.34
每股经营现金流	3.06	3.10	2.56	1.43	5.32
每股净资产	4.52	4.62	4.87	5.05	5.28
估值比率					
市盈率	46.31	37.93	30.34	22.99	17.87
市净率	1.35	1.32	1.25	1.21	1.15
EV/EBITDA	3.53	3.32	4.36	4.06	2.84
EV/EBIT	16.12	14.14	18.13	15.53	10.33

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com