

传统业务企稳，新兴业务引领增长

——中国联通（600050）季报点评报告

事件：公司一季报披露

2020年一季度，公司总收入 738.24 亿，同比增长 0.93%，其中，服务性收入 683.07 亿元，同比增长 2.3%，优于行业增速 1.8%，在三家运营商中增速领先，符合市场预期。归母净利润 13.95 亿元，同比下滑 14.1%。今年以来，新型冠状病毒疫情对公司的经营造成一定的挑战，特别是在业务拓展、新用户发展、5G 网络建设和坏账风险等方面。疫情也加速了经济社会数字化、网络化、智能化转型需求，为公司带来新商机。公司充分利用大数据、AI 和 5G 等新技术，为疫情精准防控、智慧政务和企业复工复产提供有力支撑，同时加快互联网化运营转型，创新通信供给，积极推广新型信息化应用产品，努力转危为机。

投资要点：

- **传统业务逐渐企稳：**受疫情影响和发展战略调整，公司一季度移动出账用户数略降746万，但ARPU值逐渐企稳，近3个季度ARPU分别为40.1、40.1和40.0元，较2019年全年用户ARPU值40.4元相对持平。固网宽带用户一季度净增135万户，达8483万户，固网宽带收入108亿元，实现止跌回升。
- **产业互联网带动崛起：**公司一季度产业互联网业务保持较高增长水平，增速达 32.2%，明显快于 18.9%的行业平均水平，占主营业务收入比重 16.77%，达到 2020 年占比 15%的目标。产业互联网可以为商家和政府提供 IDC、IT 服务、物联网、云计算和大数据等 IT 解决方案，帮助其业务发展实现数字化升级，尤其在车联网、工业互联网等赛道近来发展成果显著。
- **合理管控运营成本：**公司一季度网间结算成本同比下降 15.6%，主要受网间话务量下滑影响；折旧摊销同比下降 1.4%，主要得益于资本开支的良好管控；网络运行及支撑成本同比上升 1.6%，主要由于网络规模扩大导致期内铁塔使用费增加；公司强化激励与绩效挂钩，同时加大引入创新人才，人工成本同比上升 15.2%；销售通信产品成本同比下降 19.5%，主要由于期内通信产品销售下降。期内

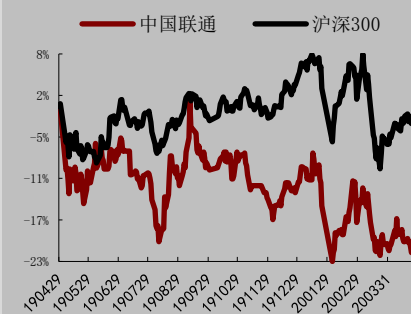
增持（维持）

日期：2020 年 04 月 28 日

基础数据

行业	通信
公司网址	http://www.chinaunicom.com.cn/
大股东/持股	中国联合网络通信集团有限公司/62.74%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	31,025.51
流通A股(百万股)	21,499.91
收盘价(元)	5.18
总市值(亿元)	1,607.12
流通A股市值(亿元)	1,113.70

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 04 月 27 日

相关研究

万联证券研究所 20200214_首次覆盖
_AAA_中国联通（600050）首次覆盖

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

研究助理：贺潇翔宇

电话：13305506080

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	2,880.09	3,137.75	3,565.90	4,165.59
增长比率(%)	-0.99	8.95	13.65	16.82
归母净利润(亿元)	49.82	63.23	85.33	86.22
增长比率(%)	22.09	26.92	34.95	1.04
每股收益(元)	0.16	0.20	0.23	0.28
市盈率(倍)	36.68	25.42	22.15	18.64

数据来源：Wind，万联证券研究所

公司严控用户发展成本，销售费用同比下降15.0%至人民币76.89亿元，其他营业成本及管理费用同比上升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，处置固定资产损失和坏账损失的增加。公司一季度EBITDA达236.30亿元，同比下降5.8%，环比上升10.1%；归母净利润达13.96亿元，同比下降14.1%，环比上升109.6%。

- **5G红利充分受益：**5G对通信运营商，尤其联通的意义包含ARPU值的企稳回升、产业互联网的多维布局、营收与利润的新一轮增长、估值水平的修复、新竞争优势的锻造、竞争格局的改变以及助力中国经济社会向智能化转型。公司2019年已建成5G宏基站5万个，与中国电信共节省资本开支约100亿元，计划2020年5G投资350亿元，与电信共建超过25万个宏基站，基本覆盖全国所有地市。5G网络基础设施的高速建设预计将带动用户期待值与渗透率的攀升、行业与公司估值的修复以及公司业绩的持续增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润63.23亿元、85.33亿元、86.22亿元，对应EPS分别为0.20元、0.23元、0.28元，对应当前股价的PE分别为25.42倍、22.15倍、18.64倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**5G应用落地缓慢；5G渗透速度不及预期；5G发展成本超过预期；市场竞争加剧；测算和实际存在误差。

图表1：分业务预测

主营业务	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
语音通话业务					网间结算服务				
营业收入	26440	27503	28878	30899	营业收入	12893	12633	12090	11570
增速	-18.61%	2.00%	5.00%	7.00%	增速	-5.95%	-4.10%	-4.30%	-4.30%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	10.71%	-3.58%	-13.65%	-27.07%
增值业务					电路及网元服务				
营业收入	21251	23598	24707	26362	营业收入	15595	19078	22416	26563
增速	-13.63%	1.70%	4.70%	6.70%	增速	9.99%	16.50%	17.50%	18.50%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	-	-	-	-
宽带及移动数据服务					通信产品销售业务				
营业收入	146534	148906	162605	181305	营业收入	26128	27607	31196	36188
增速	-1.28%	4.50%	9.20%	11.50%	增速	-3.92%	8.00%	13.00%	16.00%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	-1.08%	6.08%	11.90%	16.46%
数据及其他互联网应用服务					其他主营业务				
营业收入	37218	50591	70676	99441	营业收入	4457	3859	4021	4230
增速	40.50%	38.70%	39.70%	40.70%	增速	17.79%	2.60%	4.20%	5.20%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	-	-	-	-
					合计				
					营业收入	290515	313775	356590	416559
					增速	-0.12%	8.95%	13.65%	16.82%
					毛利率	26.29%	27.86%	29.03%	28.11%

资料来源：公司年报，Wind，万联证券研究所

资产负债表
单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	83604	102312	113701	134431
货币资金	38665	45003	52211	68094
应收及预付	24817	30308	28741	26831
存货	2359	4341	5963	8368
其他流动资产	17560	22458	26584	30935
非流动资产	446726	458207	477943	499039
长期股权投资	41216	41636	42061	42489
固定资产	312534	315618	325038	334336
在建工程	53465	61265	70045	79805
无形资产	25746	25948	26110	26219
其他长期资产	66860	74885	84765	96125
资产总计	542695	572885	604010	645834
流动负债	206813	240401	264880	306662
短期借款	5614	6000	7000	8000
应付及预收	116630	135297	151106	178624
其他流动负债	84569	88105	95775	109038
非流动负债	12387	15779	17779	19379
长期借款	2869	5369	6369	6869
应付债券	3995	4495	5095	5795
其他非流动负债	5522	5915	6315	6715
负债合计	219199	233556	250693	276036
股本	31034	31034	31034	31034
资本公积	80108	80679	81250	81821
未分配利润	36023	39128	43597	47611
归属母公司股东权益	143327	151349	157724	163671
少数股东权益	180169	188594	199939	211502
负债和股东权益	542695	572885	604010	645834

现金流量表
单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动净现金流	97219	112534	152993	195600
净利润	11264	14405	19409	19610
折旧摊销	81240	102434	127998	159353
营运资金变动	(1771)	1144	13322	21184
其它	571	(3437)	(3366)	(3286)
投资活动现金流	(58877)	(111640)	(145600)	(178454)
资本支出	(58855)	(112795)	(146250)	(178600)
长期投资	(68)	(1020)	(1524)	(2028)
其他	45	2175	2175	2175
筹资活动现金流	(32469)	5444	(186)	(1262)
银行借款	(304)	2500	1000	500
债券融资	0	500	600	700
股权融资	557	571	571	571
其他	(32722)	1873	(2357)	(3033)
现金净增加额	5872	6338	7208	15884
期初现金余额	29707	38665	45003	52211
期末现金余额	34825	45003	52211	68095

利润表
单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	290515	313775	356590	416559
营业成本	214133	226362	253077	299450
营业税金及附加	1236	1381	1605	1916
销售费用	33545	38751	43968	51278
管理费用	22977	28114	31872	37157
研发费用	1709	1820	1997	2208
财务费用	717	843	937	1013
资产减值损失	375	400	440	480
公允价值变动收益	96	0	0	0
投资净收益	2175	2175	2175	2175
营业利润	13443	18279	24869	25231
营业外收入	819	900	1000	1100
营业外支出	227	400	600	800
利润总额	14035	18779	25269	25531
所得税	2771	4303	5790	5850
净利润	11264	14405	19409	19610
少数股东损益	6282	8082	10876	10989
归属母公司净利润	4982	6323	8533	8622
EBITDA	98154	119780	148319	183903
EPS (元)	0.16	0.20	0.23	0.28

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-0.99%	8.95%	13.65%	16.82%
营业利润	12.77%	35.97%	36.05%	1.46%
归属于母公司净利润	22.09%	26.92%	34.95%	1.04%
获利能力				
毛利率	26.29%	27.86%	29.03%	28.11%
净利率	3.88%	4.61%	4.65%	4.72%
ROE	3.48%	4.19%	4.66%	5.35%
ROIC	4.40%	4.16%	4.73%	5.67%
偿债能力				
资产负债率	40.4%	40.8%	41.5%	42.7%
EBIT利息保障倍数	9	37	37	39
流动比率	0.40	0.47	0.49	0.52
速动比率	0.37	0.43	0.44	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.58	0.62	0.68
应收账款周转率	14.96	12.50	15.39	20.28
存货周转率	90.21	52.14	42.44	35.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.20	0.23	0.28
每股经营现金流	3.13	3.63	4.93	6.30
每股净资产	4.62	4.87	5.02	5.20
估值比率				
P/E	36.68	25.42	22.15	18.64
P/B	1.27	1.06	1.03	1.00
EV/EBITDA	1.71	1.20	0.94	0.68

数据来源：Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场