

公司研究/中报点评

2020年08月13日

通信/通信运营 II

投资评级: 增持 (维持评级)

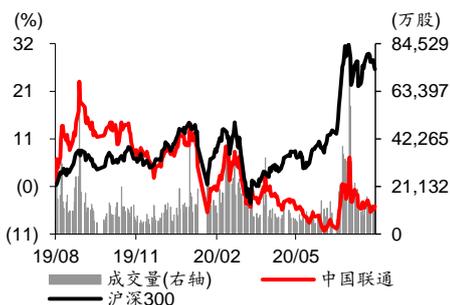
当前价格(元): 5.10
目标价格(元): 5.77

王林 SAC No. S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com
赵悦媛 SAC No. S0570519020001
研究员 zhaoyueyuan@htsc.com
余熠 SAC No. S0570118070159
联系人 SFC No. BNC535
0755-82776409
yuyi@htsc.com

相关研究

- 1《中国联通(600050 SH,增持): 规模发展 5G 有望助 ARPU 值回升》2020.03
- 2《中国联通(600050 SH,增持): 为有源头活水来》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

ARPU 回升, 创收和盈利活力展现

中国联通(600050)

20H1 创收和盈利活力展现

公司于8月12日发布2020年中期业绩,上半年实现营业收入1503.97亿元(yoy+3.76%),实现归母净利润33.44亿元(yoy+10.89%)。移动业务营收和ARPU值环比止跌回升,降本效果显著。同时,体制改革+混改红利逐步释放,伴随产业互联网业务持续高增长,盈利能力和现金流持续向好。预计公司2020~2022年EPS分别为0.24、0.30和0.38元,维持“增持”评级。

移动业务营收和 ARPU 值环比止跌回升, 降本效果显著

20Q2 公司移动业务营收同比止跌回升,其中5-6月份同比增速分别达到1.6%和1.0%,得益于公司发展战略调整为重点关注用户发展质量和价值。同时,我们看到ARPU值明显提升至40.9元,较2019年年报的40.4元进一步提升,环比来看,20Q2移动出账用户ARPU达到41.8元,较20Q1的40.0元增长明显。另外,在成本端终端补贴费用同比下降99%,财务费用和销售费用均有明显改善,降本效果显著。我们认为随着竞合效应的逐步扩散,以及共建共享带来投资成本、铁塔和电费等方面的节约,公司创收和盈利活力有望进一步提升。

共建共享积极推进, 5G 应用商业化落地

上半年公司与中国电信新增共建共享5G基站约15万站,完成全年计划60%,公司可用5G基站达21万站,完成全年计划的70%,5G基站建设进度超预期。同时,5G网络向SA演进升级,预计确保四季度商用。随着5G网络建设进程的加速,工业互联网、智慧城市、医疗健康等领域的162个5G灯塔客户的拓展,为5G应用实现了商业或落地,为政企类业务增长打开空间。

To B 业务加速发展, 加速数字化转型, 开启混改“深潜”

20H1 公司产业互联网业务实现营收227亿元,同比增长36%,在云计算、大数据、物联网、人工智能、网络安全等领域,持续与腾讯、京东、百度、阿里等战投伙伴深度合作。另外,公司开启混改“深潜”,加快数字化转型,人才结构向IT/DT转型,并在“外包”云南的基础上,在广西省7个市分公司迈出改革新步伐。

ARPU 值环比回升, 创收和盈利活力展现, 维持“增持”评级

我们预计公司2020年ARPU和收入的边际改善,结合共建共享的合作模式,有望实现在5G建设高峰期的高效运营。预计公司2020~2022年EPS分别为0.24、0.30和0.38元,2020年EV/EBITDA估值约为3.64倍。根据全球主流运营商2020年平均EV/EBITDA估值为3.85倍,给予公司2020年EV/EBITDA估值水平3.85倍,对应目标价为5.77元/股(此前预测值为6.81-7.41元/股),维持“增持”评级。

风险提示: 5G 共建共享进度不及预期, 资本开支仍较大, 经营管理风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	31,026
流通A股(百万股)	21,500
52周内股价区间(元)	4.83-6.69
总市值(百万元)	158,230
总资产(百万元)	570,129
每股净资产(元)	4.70

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,877	290,515	311,174	335,295	359,884
+/-%	5.84	(0.12)	7.11	7.75	7.33
归属母公司净利润(百万元)	4,081	4,982	7,368	9,334	11,759
+/-%	858.28	22.09	47.90	26.68	25.98
EPS(元, 最新摊薄)	0.13	0.16	0.24	0.30	0.38
PE(倍)	38.77	31.76	21.47	16.95	13.46

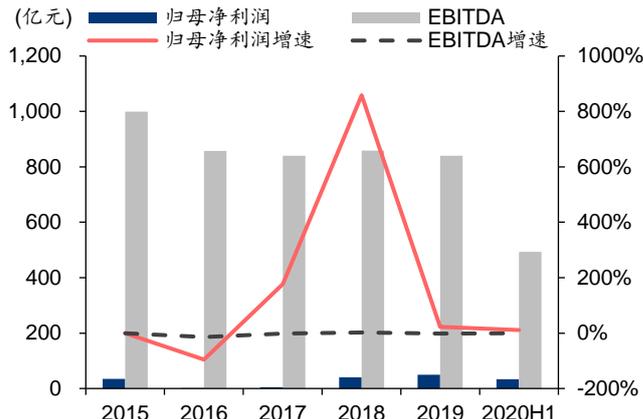
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营业收入及增速



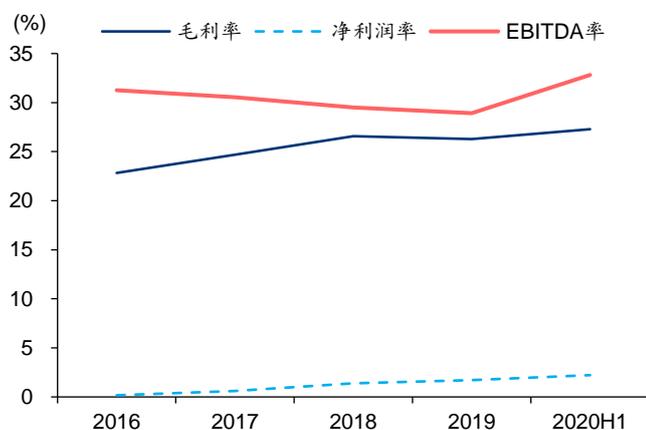
资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及 EBITDA 情况



资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率、净利润率和 EBITDA 率情况



资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所

图表4: 公司自由现金流



资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所

我们看好三大运营商资费下降和竞争趋缓,带来 ARPU 和收入的边际改善,结合共建共享的合作模式,公司有望实现在 5G 建设高峰期的高效运营。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.24、0.30 和 0.38 元,2020 年公司 PB 和 EV/EBITDA 分别为 1.06 和 3.64 倍,对比海外运营商 2020 年平均 PB 和 EV/EBITDA 估值分别为 1.70 和 3.85 倍,给予公司 2020 年 EV/EBITDA 估值水平 3.85 倍,对应目标价为 5.77 元/股(此前预测值为 6.81-7.41 元/股),维持“增持”评级。

图表5: 全球主要运营商 2020 年 EV/EBITDA 估值水平 (2020 年 8 月 12 日更新)

证券代码	公司名称	EV/EBITDA
BT/A LN	英国电信	3.84
VZ Corp	威瑞森电信(VERIZON)	7.35
T US	美国电话电报(AT&T)	5.46
TIAY US	意大利电信	1.21
728 HK	中国电信	2.34
941 HK	中国移动	2.89
	平均值	3.85
600050 CH	中国联通	3.64

注: 相关信息英国电信 (BT/A LN, 无评级), VERIZON (VZ Corp, 无评级), AT&T (T US, 无评级), 意大利电信 (TIAY US, 无评级), 中国电信 (728 HK, 无评级), 中国移动 (941 HK, 无评级), 中国联通 (600050 CH, 增持, 目标价 5.77 元/股)

资料来源: 彭博, Wind, 公司年报, 华泰证券研究所

风险提示

1、5G 共建共享进度不及预期

公司已与中国电信就 5G 共建共享达成一致，但考虑到设备成熟度、核心网建设、以及用户拓展可能受限等因素，存在共建共享进度不及预期的可能。

2、5G 资本开支仍较大

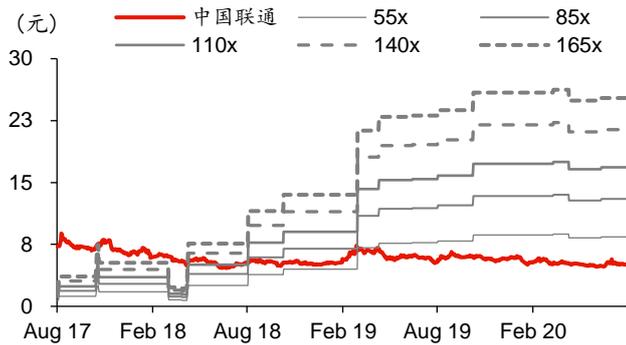
5G 网络建设仍需较大的资本开支的投入，会对公司造成杠杆率提升、盈利不及预期等。

3、管理经营风险

当前仍处于公司混改结束后的恢复期，很多措施效果还未体现。

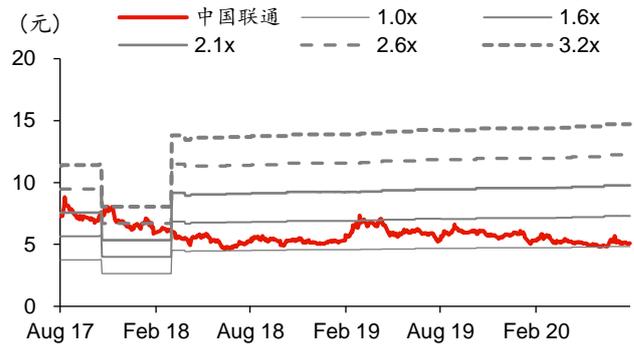
PE/PB - Bands

图表6：中国联通历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：中国联通历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	75,925	83,604	121,352	137,162	164,363
现金	33,783	38,665	75,553	87,633	113,422
应收账款	17,843	20,457	19,716	23,394	23,327
其他应收账款	3,221	2,801	3,649	3,301	4,159
预付账款	4,031	4,196	4,616	4,879	5,312
存货	2,388	2,359	2,701	2,680	3,013
其他流动资产	14,659	15,126	15,117	15,274	15,131
非流动资产	465,838	480,627	479,038	483,073	485,889
长期投资	39,724	41,216	44,213	47,497	50,861
固定投资	341,453	312,534	355,614	366,573	373,221
无形资产	26,347	26,424	22,103	17,557	13,112
其他非流动资产	58,315	100,452	57,107	51,447	48,695
资产总计	541,762	564,231	600,390	620,235	650,252
流动负债	213,794	206,813	229,560	230,659	236,687
短期借款	15,133	5,614	30,515	18,895	17,539
应付账款	108,603	102,767	114,615	124,534	132,264
其他流动负债	90,059	98,432	84,430	87,230	86,883
非流动负债	11,028	33,922	32,491	31,126	29,744
长期借款	4,172	6,865	5,433	4,069	2,686
其他非流动负债	6,856	27,057	27,057	27,057	27,057
负债合计	224,822	240,735	262,050	261,785	266,431
少数股东权益	176,796	180,169	189,526	201,338	216,245
股本	31,028	31,034	31,026	31,026	31,026
资本公积	79,544	80,108	80,108	80,108	80,108
留存公积	34,864	37,625	48,058	61,248	77,881
归属母公司股东权益	140,144	143,327	148,813	157,112	167,576
负债和股东权益	541,762	564,231	600,390	620,235	650,252

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	94,830	96,208	94,772	110,435	113,504
净利润	9,301	11,264	16,726	21,146	26,666
折旧摊销	73,575	70,343	71,089	80,097	81,152
财务费用	(137.78)	717.43	(492.72)	(725.58)	(1,000)
投资损失	(2,476)	(2,175)	(1,773)	(2,031)	(2,114)
营运资金变动	2,677	(3,702)	6,851	8,988	5,972
其他经营现金	11,890	19,760	2,372	2,961	2,828
投资活动现金	(61,167)	(58,877)	(70,098)	(85,063)	(84,682)
资本支出	56,823	60,367	66,503	80,849	80,603
长期投资	(1,556)	(67.83)	(2,997)	(3,283)	(3,365)
其他投资现金	(5,900)	1,422	(6,592)	(7,497)	(7,443)
筹资活动现金	(36,550)	(32,469)	12,214	(13,292)	(3,033)
短期借款	(9,186)	(9,519)	24,901	(11,620)	(1,356)
长期借款	(17,282)	2,693	(1,431)	(1,364)	(1,382)
普通股增加	793.86	5.89	(8.20)	0.00	0.00
资本公积增加	3,197	563.97	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(14,072)	(26,213)	(11,247)	(307.76)	(294.20)
现金净增加额	(2,813)	4,887	36,888	12,080	25,789

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	290,877	290,515	311,174	335,295	359,884
营业成本	213,586	214,133	228,251	242,736	256,798
营业税金及附加	1,389	1,236	1,367	1,517	1,615
营业费用	35,170	33,545	34,375	35,385	36,483
管理费用	22,925	22,977	23,945	25,114	26,307
财务费用	(137.78)	717.43	(492.72)	(725.58)	(1,000)
资产减值损失	255.17	(374.92)	(64.30)	(251.00)	(171.88)
公允价值变动收益	24.70	96.07	25.03	34.85	45.16
投资净收益	2,476	2,175	1,773	2,031	2,114
营业利润	11,921	13,443	20,920	27,106	33,775
营业外收入	746.11	818.55	1,330	985.32	969.88
营业外支出	592.09	226.52	712.87	428.47	489.99
利润总额	12,075	14,035	21,536	27,663	34,255
所得税	2,775	2,771	4,810	6,517	7,589
净利润	9,301	11,264	16,726	21,146	26,666
少数股东损益	5,220	6,282	9,358	11,812	14,907
归属母公司净利润	4,081	4,982	7,368	9,334	11,759
EBITDA	85,829	84,011	92,210	106,966	113,606
EPS (元, 基本)	0.13	0.16	0.24	0.30	0.38

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.84	(0.12)	7.11	7.75	7.33
营业利润	687.82	12.77	55.62	29.57	24.60
归属母公司净利润	858.28	22.09	47.90	26.68	25.98
获利能力 (%)					
毛利率	26.57	26.29	26.65	27.61	28.64
净利率	1.40	1.71	2.37	2.78	3.27
ROE	2.93	3.48	4.94	5.90	6.95
ROIC	9.52	15.77	33.64	71.51	346.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.50	42.67	43.65	42.21	40.97
净负债比率 (%)	3.16	3.57	(3.46)	(10.26)	(17.02)
流动比率	0.36	0.40	0.53	0.59	0.69
速动比率	0.26	0.30	0.43	0.50	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.55	0.57
应收账款周转率	15.80	14.96	15.37	15.39	15.25
应付账款周转率	1.88	1.99	2.06	2.03	2.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.16	0.24	0.30	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	2.90	3.05	3.56	3.66
每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.62	4.80	5.06	5.40
估值比率					
PE (倍)	38.77	31.76	21.47	16.95	13.46
PB (倍)	1.13	1.10	1.06	1.01	0.94
EV_EBITDA (倍)	4.01	4.16	3.64	3.02	2.72

免责声明

分析师声明

本人，王林、赵悦媛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王林、赵悦媛本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com