

中国联通 (600050.SH) 中报业绩持续良性发展态势，盈利能力活力显现

2020 年 08 月 15 日

——公司信息更新报告

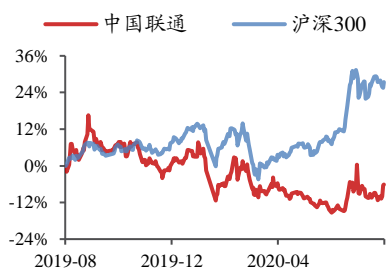
投资评级：增持（维持）
赵良毕（分析师）

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

日期	2020/8/14
当前股价(元)	5.32
一年最高最低(元)	6.96/4.82
总市值(亿元)	1,650.56
流通市值(亿元)	1,143.80
总股本(亿股)	310.26
流通股本(亿股)	215.00
近 3 个月换手率(%)	46.9

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-5G 重塑产业价值分配，中国联通华丽蜕变》-2020.5.4

● 半年度业绩保持良性发展态势，ARPU 值企稳回升超预期，维持“增持”评级

2020 年 8 月 12 日公司公告 2020 年半年度业绩报告，2020 年 H1 实现归母净利润为 33.44 亿元，同增 10.89%；扣非后实现归母净利润为 35.41 亿元，同增 25.50%。2020 年 Q2 实现归母净利润为 19.48 亿元，同比增长 40.08%；扣非后实现归母净利润为 19.06 亿元，同比增长 52.40%。我们看好公司持续混改以推动微观主体活力提升、与互联网龙头公司深化业务层面合作以实现产品互联网化的长期健康发展态势。在 5G 共建共享快速推进背景下，公司 Q2 移动 ARPU 值企稳回升超预期，公司 2020H1 移动业务 ARPU 值 40.9 元，同比提升 0.1 元，随着下半年 5G 用户的加速发展，公司全年业绩有望延续 2020 年半年度业绩的良好发展态势，我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 59.88/72.98/91.23 亿元，同比增长为 20.2%/21.9%/25.0%，EPS 为 0.19/0.24/0.29 元，当前股价对应 PE 分别为 27.6/22.6/18.1，存在一定市场低估，维持“增持”评级。

● 携手电信推进 5G 建设，5G 政企应用收入增长潜力无限，公司全年业绩可期

公司上半年与中国电信新增共建共享 5G 基站约 15 万站，完成公司全年计划的 60%，公司可用 5G 基站达 21 万站，在超过 50 个重点城市实现连续覆盖，其中公司自建约 10 万站，5G 基站建设进度超预期。同时 5G 网络向 SA 演进升级，确保四季度达到商用水平。通过共建共享，5G 建设步伐、覆盖、速率翻倍，实现可用 5G 网络规模、覆盖、质量与主导运营商基本相当，联通和电信共节省投资资本超过 400 亿元。随着 5G 建设进程的加快，工业物联网、智慧城市、医疗健康、交通物流、新媒体、能源、矿山等领域打造多个 5G 灯塔项目，为 5G 应用实现了落地，政企应用市场前景可观。公司目前已经和垂直行业签署 92 项 5G 相关商业合同，总体来说，随着 5G 应用及与互联网公司的深度融合发展，公司受益业务互联网化的先发优势，未来经营业绩有望超预期。

● 催化剂：5G 共建共享加速推进；5G 应用普及带来 2B 业绩增长

● 风险提示：中美贸易摩擦致 5G 建设不及预期；竞争加剧致盈利不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,877	290,515	309,689	333,225	359,883
YOY(%)	5.8	-0.1	6.6	7.6	8.0
归母净利润(百万元)	4,081	4,982	5,988	7,298	9,123
YOY(%)	858.3	22.1	20.2	21.9	25.0
毛利率(%)	26.6	26.3	26.3	26.3	26.3
净利率(%)	1.4	1.7	1.9	2.2	2.5
ROE(%)	2.9	3.5	4.0	4.7	5.6
EPS(摊薄/元)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.29
P/E(倍)	40.4	33.1	27.6	22.6	18.1
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 业绩保持良性发展，全年业绩可期	3
2、 公司与电信共建共享合作，成果显现	4
3、 抓住机遇调整策略，为新一轮高增长赋能	4
4、 风险提示	5
附：财务预测摘要	7

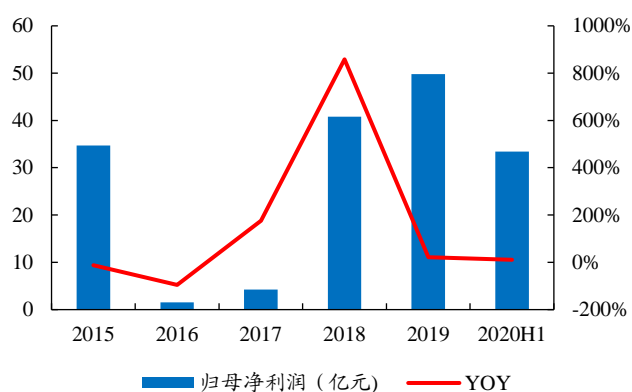
图表目录

图 1： 公司归母净利润同比增速达 10.89%	3
图 2： 公司扣费后归母净利润保持较高速度增长	3
图 3： 公司业务 ARPU 企稳，移动业务 ARPU 回升	3
图 4： 固网主营业务营收加速增长，占比逐渐提高	3
图 5： 公司 IT 服务成本及技术支撑支出增幅较大	4
图 6： 中国电信、中国联通 2020 年 5G SA 新建工程无线主设备联合集采结果	4
图 7： 5G 时代运营商的三重角色及商业模式	5
图 8： 公司持续深化合作，试行 5G 行业应用	5

1、业绩保持良性发展，全年业绩可期

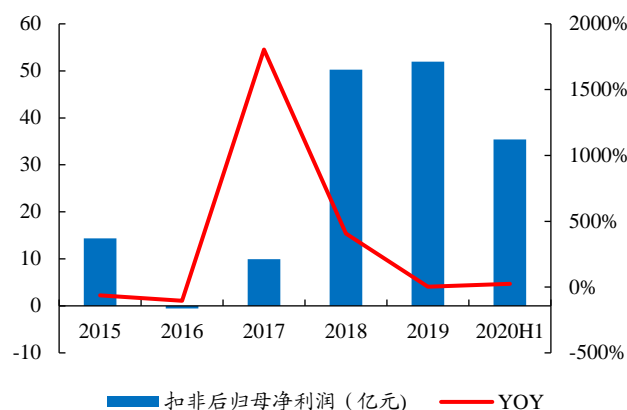
公司业绩实现增长。根据公司近期发布的财务报告，2020 年 H1 实现归母净利润 33.44 亿元，同比增长 10.89%；扣非后实现归母净利润为 35.41 亿元，同比增长 25.50%。2020 年 Q2 实现归母净利润为 19.48 亿元，同比增长 40.08%；扣非后实现归母净利润为 19.06 亿元，同比增长 52.40%。

图1：公司归母净利润同比增速达 10.89%



数据来源：Wind、开源证券研究所

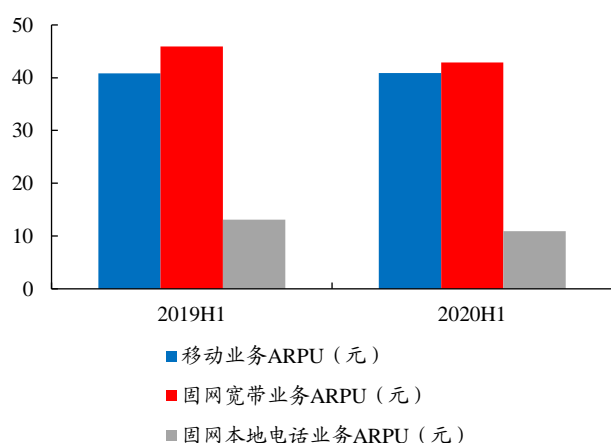
图2：公司扣费后归母净利润保持较高速度增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

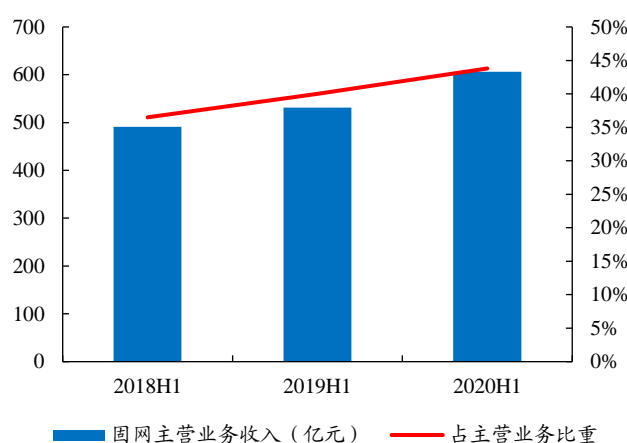
在 5G 共建共享快速推进背景下，公司 Q2 移动 ARPU 值企稳回升。公司 2020H1 移动业务 ARPU 值 40.9 元，同比提升 0.1 元，随着下半年 5G 用户的加速发展，公司全年业绩有望延续 2020 年半年度业绩的超预期。固网业务 ARPU 虽有所下降，但总体营业收入呈上涨趋势，2020H1 达 606 亿元，同比增长 14%。

图3：公司业务 ARPU 企稳，移动业务 ARPU 回升



数据来源：公司半年报、开源证券研究所

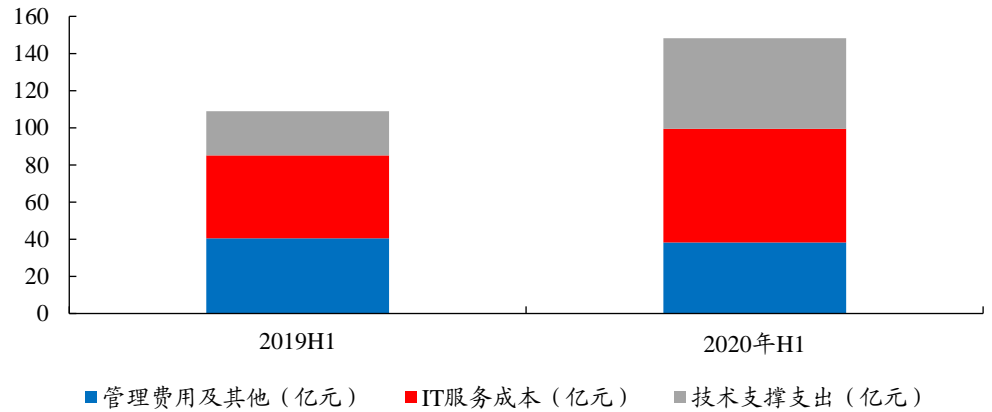
图4：固网主营业务营收加速增长，占比逐渐提高



数据来源：公司半年报、开源证券研究所

公司紧抓数字化转型机遇，将实现规模化发展。2020 年 H1 公司整体其他营业成本及管理费用上涨 36%，主要系技术支撑支出和 IT 服务成本大幅上升，分别达到 48.9 亿元和 61.2 亿元，管理费用及其他从 40.5 亿元下降至 38.2 亿元，产业互联网收入增加 60 亿元、IT 服务收入同比上涨 39%，均超越对应成本涨幅。

图5: 公司 IT 服务成本及技术支撑支出增幅较大



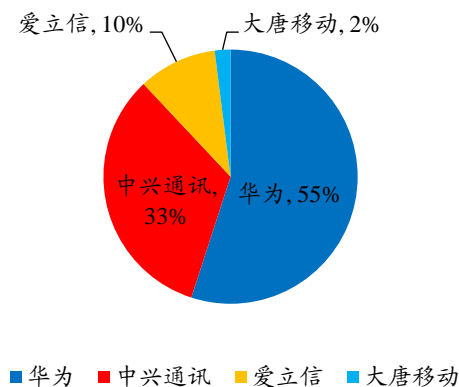
数据来源: 公司半年报、开源证券研究所

2、公司与电信共建共享合作，成果显现

2020 年中国联通与中国电信将实现 5G 覆盖全国所有地级市目标，网络规模倍增、容量倍增。2019 年，中国联通与中国电信达成共建共享 5G 网络的合作协议，在全国范围内共建 5G 接入网络，共享优势互补与站点共享带来的红利，实现网络速率与供给侧效率的提升。

中国电信、中国联通已有多项 5G 相关项目展开招标或进入实施。中国电信、中国联通已发布“2020 年 5G SA 新建工程无线主设备联合集采结果”，在供应商的选择上向国内龙头中兴通讯、华为倾斜，两大通信设备龙头公司技术水平居行业领先地位，产品性价比高于同行业水平。大量集采、建设等项目顺利开展招标或进入实施阶段，中国电信与中国联通 5G 建设步入正轨，有望实现年度目标。

图6: 中国电信、中国联通 2020 年 5G SA 新建工程无线主设备联合集采结果



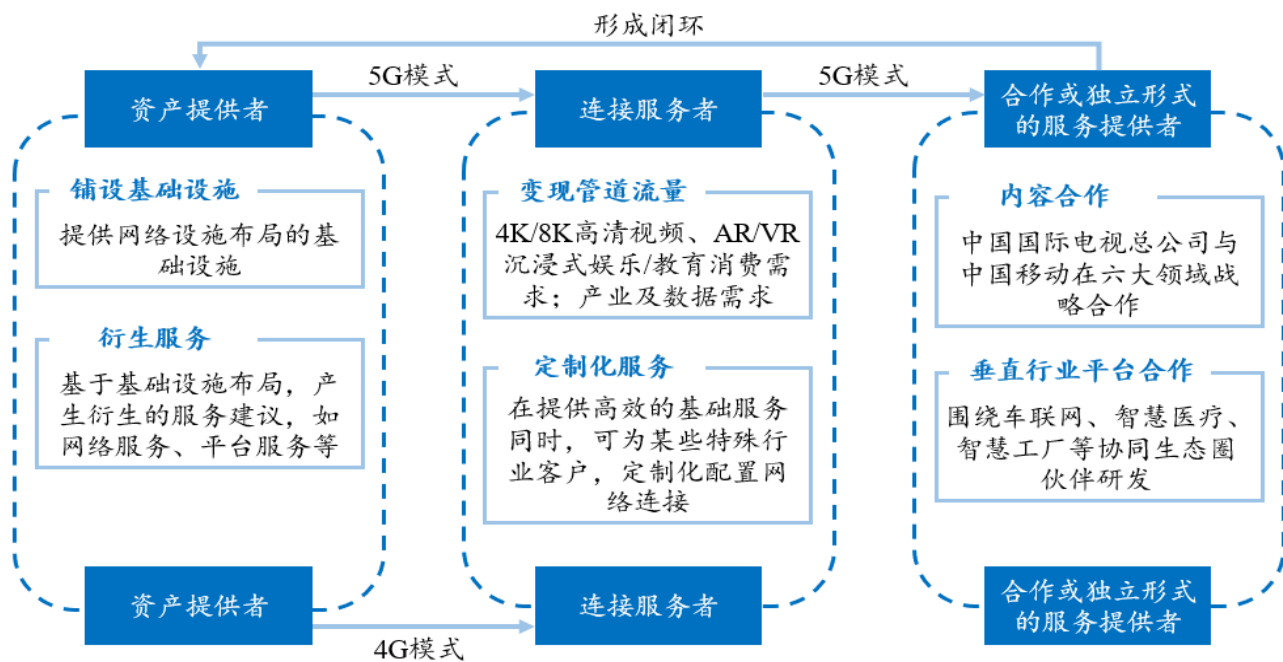
数据来源: 通信世界网、开源证券研究所

3、抓住机遇调整策略，为新一轮高增长赋能

中国联通抓住机会调整移动业务发展策略，保证提升质量与差异化营销。公司全面赋能 5G 应用，发布 5G 品牌标识“5Gⁿ”及主题口号“让未来生长”，部署“7+33+n”5G 网络计划，在北上广深、南京、杭州、雄安 7 个城市实现连续覆盖。公司通过互联网进行线上精准营销传播，线下重点宣传 2I 互联网业务与行业应用，提升公司口

碑；有望为公司实现新一轮高速增长带来新机遇。

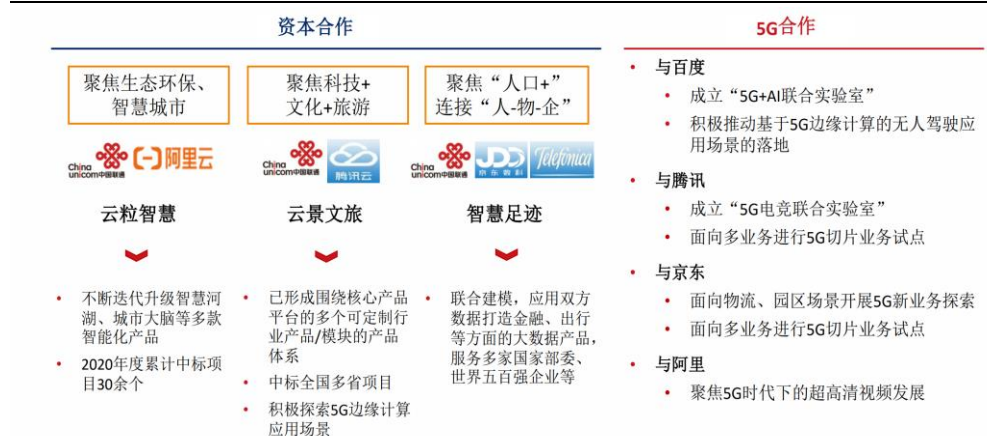
图7：5G时代运营商的三重角色及商业模式



资料来源：德勤咨询、开源证券研究所

公司持续深化与战略投资者合作。公司通过与大型企业强强联合、优势互补，进行合作模式创新，当前已与阿里云、腾讯云、京东、百度等在5G方面开展深入合作，共同推进5G业务发展。同时借助基础通信服务、物联网和云计算外力，增强发展新力量，通过打造多边协同发展，为企业长期可持续发展注入动能。

图8：公司持续深化合作，试行5G行业应用



资料来源：公司公告

4、风险提示

中美贸易摩擦致5G建设不及预期：中美之间的贸易摩擦存在较大的不确定性，贸易摩擦的加剧一方面影响下游厂商，另一方面上游原材料也可能受到限制，对公司相关产品的制造和销售产生较大的影响。

竞争加剧导致盈利不及预期：目前属于5G大力铺设期及应用普及初期，2020年5

月中国移动联手中国广电共建 700M 基站建设，加大了基站覆盖密度，降低建设成本，对公司产生较大冲击，可能导致公司盈利不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	75925	83604	89225	86240	103415
现金	33783	38665	38968	34465	46063
应收票据及应收账款	18206	20621	21229	22907	24760
其他应收款	3221	2801	3591	3311	4140
预付账款	4031	4196	4552	4835	5162
存货	2388	2359	2697	2731	3099
其他流动资产	14295	14962	18188	17992	20192
非流动资产	465838	480627	544372	600214	647839
长期投资	39724	41216	42816	44315	45607
固定资产	341453	312534	327343	347384	376045
无形资产	26347	26424	47078	63030	74639
其他非流动资产	58315	100452	127134	145485	151548
资产总计	541762	564231	633597	686455	751254
流动负债	213794	206813	224260	249449	279405
短期借款	15133	5614	10445	15307	20164
应付票据及应付账款	108703	106806	121465	130419	141616
其他流动负债	89959	94392	92350	103723	117625
非流动负债	11028	33922	44086	57128	73214
长期借款	4172	6865	14932	23770	31317
其他非流动负债	6856	27057	29154	33358	41897
负债合计	224822	240735	268346	306577	352619
少数股东权益	176796	180169	187719	196921	208424
股本	31028	31034	31026	30926	30926
资本公积	79544	80108	80208	80308	80308
留存收益	34864	37625	46069	56362	69227
归属母公司股东权益	140144	143327	177533	182957	190211
负债和股东权益	541762	564231	633597	686455	751254

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	94830	96208	94962	102897	110995
净利润	9301	11264	13538	16500	20625
折旧摊销	73575	70343	68635	74245	80719
财务费用	-138	717	1084	1075	1220
投资损失	-2476	-2175	-1824	-1788	-1634
营运资金变动	2677	-3702	11067	10630	7910
其他经营现金流	11890	19760	2462	2234	2155
投资活动现金流	-61167	-58877	-102589	-130306	-128711
资本支出	56823	60367	61623	54021	46058
长期投资	-1556	-68	-1600	0	-1292
其他投资现金流	-5900	1422	-42566	-76286	-83945
筹资活动现金流	-36550	-32469	7931	22906	29314
短期借款	-9186	-9519	4831	4862	4857
长期借款	-17282	2693	8067	8838	7547
普通股增加	794	6	-8	-100	0
资本公积增加	3197	564	100	100	0
其他筹资现金流	-14072	-26213	-5059	9206	16910
现金净增加额	-2813	4887	303	-4504	11598

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	290877	290515	309689	333225	359883
营业成本	213586	214133	228271	245587	265234
营业税金及附加	1389	1236	1332	1433	1512
营业费用	35170	33545	35645	37988	37428
管理费用	22925	22977	24527	24659	26451
研发费用	872	1709	2447	2433	2699
财务费用	-138	717	1084	1075	1220
资产减值损失	255	-375	619	666	720
其他收益	185	776	779	821	877
公允价值变动收益	25	96	100	104	106
投资净收益	2476	2175	1824	1788	1634
资产处置收益	-3972	-2127	-2127	-2127	-2127
营业利润	11921	13443	16340	19971	25109
营业外收入	746	819	798	830	840
营业外支出	592	227	236	227	232
利润总额	12075	14035	16902	20574	25717
所得税	2775	2771	3363	4074	5092
净利润	9301	11264	13538	16500	20625
少数股东损益	5220	6282	7550	9202	11503
归母净利润	4081	4982	5988	7298	9123
EBITDA	85533	83945	85165	94761	106577
EPS(元)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.29

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	-0.1	6.6	7.6	8.0
营业利润(%)	687.8	12.8	21.5	22.2	25.7
归属于母公司净利润(%)	858.3	22.1	20.2	21.9	25.0
获利能力					
毛利率(%)	26.6	26.3	26.3	26.3	26.3
净利率(%)	1.4	1.7	1.9	2.2	2.5
ROE(%)	2.9	3.5	4.0	4.7	5.6
ROIC(%)	5.0	5.6	6.4	6.9	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	42.7	42.4	44.7	46.9
净负债比率(%)	3.2	3.6	6.6	15.0	19.9
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	15.8	15.0	14.8	15.1	15.1
应付账款周转率	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	3.06	3.10	3.06	3.32	3.58
每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.62	4.75	4.93	5.16
估值比率					
P/E	40.4	33.1	27.6	22.6	18.1
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.1	4.2	4.4	4.4	4.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835