

中国联通

600050

审慎增持 (维持)

共建共享+竞争缓和，
驱动中国联通业绩长期成长

2019年09月11日

市场数据

市场数据日期	2019-09-10
收盘价(元)	6.69
总股本(百万股)	31033.71
流通股本(百万股)	21196.60
总市值(百万元)	207615.49
流通市值(百万元)	141805.23
净资产(百万元)	141411.07
总资产(百万元)	566546.63
每股净资产	4.56

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	290877	301502	328456	377097
同比增长	5.8%	3.7%	8.9%	14.8%
净利润(百万元)	4081	5966	8327	14570
同比增长	858.3%	46.2%	39.6%	75.0%
毛利率	26.6%	26.5%	28.0%	32.0%
净利润率	1.4%	2.0%	2.5%	3.9%
净资产收益率(%)	2.9%	4.0%	5.3%	8.6%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.27	0.47
每股经营现金流(元)	3.06	2.16	3.44	4.70

相关报告

《中国联通(600050)深度报告: 5G 多场景特征, 将驱动运营商价值重估》2019-04-15

《20180316【兴证通信】中国联通(600050): 混改驱动, 2017年移动通信业务超预期》2018-03-18

《20180121 兴证通信: 中国联通(600050)混改落地, “补+盘+转”带巨象转型》2018-01-21

分析师:

王胜

wangshengyjs@xyzq.com.cn

S0190517120001

研究助理:

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

投资要点

● 事件 1: 联通与电信共建共享, 将显著提升联通盈利能力

我们认为, 4G 时代联通与移动盈利能力巨大差异的关键在于: 联通 4G 网络的覆盖完善性不如中国移动, 导致 4G 用户的发展上远落后于中移动。5G 时代, 联通与电信共建共享, 有望建设一张与中国移动媲美的 5G 网络。我们判断, 共建共享将促使联通与移动盈利能力的鸿沟趋于缩小。5G 时代, 中国联通的销售净利率有提升到 10% 甚至更高的潜力。

● 事件 2: 三大运营商 KPI 调整: 禁止考核市场份额。4G 尾声, 包括 5G 时代, 运营商市场竞争烈度将下降

我们认为, 当前 4G 用户争夺已经尘埃落地, 打价格战已经没有意义。现在的当务之急是建设 5G, 抢夺 5G 用户。2019 年下半年开始, 运营商市场竞争烈度有望下降, 运营商每况愈下的盈利能力也有望得到缓解和喘息。我们还认为, 整个 5G 时代运营商市场竞争烈度将下降。5G 时代的最大特征是多场景应用: 将推动运营商培育各自的优势场景, 进行差异化竞争。

● 盈利预测与估值。考虑到 2019-2020 年资本开支压力较大, 小幅下调盈利预测; 而 2021 年 5G 用户占比提升, 共建共享效果显现, 上调盈利预测。预计中国联通(A 股) 2019-2021 年净利润分别为 59.7/83.3/145.7 亿, 对应联通 9 月 10 日市值, PE 为 35/25/14 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 携号转网导致中国联通 4G 用户流失; 共建共享进展缓慢, 导致 5G 网络建设落后于中国移动; 提速降费导致运营商盈利能力长期受压制。

报告正文

事件 1、联通与电信将共享共建 5G 网络

9月9日,中国联通公告,联通运营公司将与中国电信在全国范围内合作共建一张 5G 接入网络,双方划定区域,分区建设,各自负责在划定区域内的 5G 网络建设相关工作,谁建设、谁投资、谁维护、谁承担网络运营成本。5G 网络共建共享采用接入网共享方式,核心网各自建设,5G 频率资源共享。

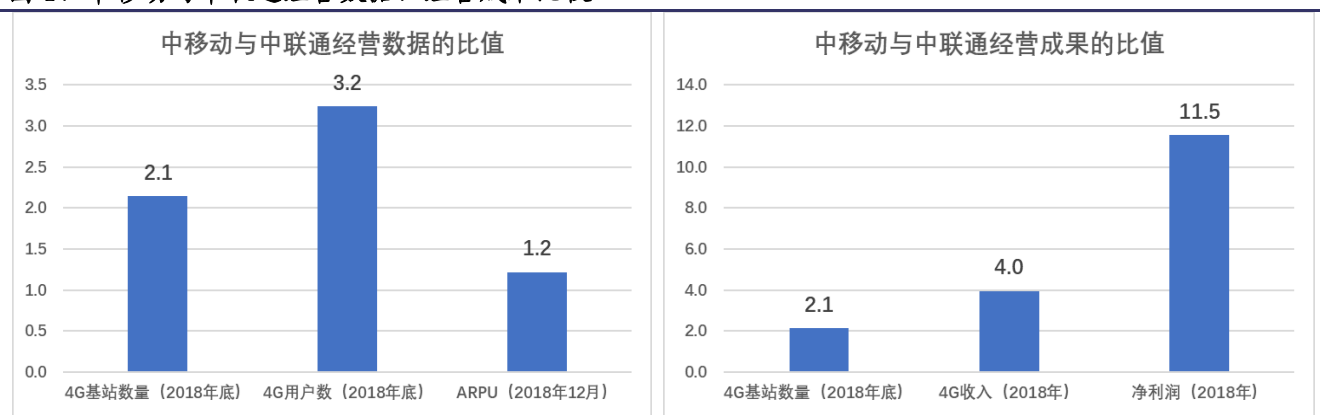
点评: 5G 时代,联通与移动盈利能力的鸿沟有望消弭

电信运营商商业模式决定:收入边际成本为零、网络建设成本相对固定。这意味着,建设同样一张网络,成本已经相对锁定,而用户数成为盈利能力的核心决定因素。

4G 时代,中国移动的 4G 网络建设成本是中国联通的 2.1 倍;而 4G 用户数是中国联通的 3.2 倍;同时由于中移动的网络覆盖更广,网络更加稳定连续,拥有更多的高端用户,ARPU 也有一定溢价,是中国联通的 1.2 倍。

造成的结果就是:中国移动在 4G 基站数只有中国联通 2.1 倍的情况下,创造了 4 倍于中国联通的收入。而净利润的差别更为显著:最终导致中国移动的净利润高达中国联通的 11.5 倍(2018 年)。

图 1、中移动与中联通经营数据、经营成果比较



资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

5G 时代,中国联通与中国电信共建共享,有望建设一张与中国移动媲美的 5G 网络。我们预计,未来中国联通与中国电信的合计 5G 用户数将有望与中国移动持平,意味着中国联通的 5G 用户数有望达到中国移动的 1/2。这将有利于中国联通销售净利率的提升。

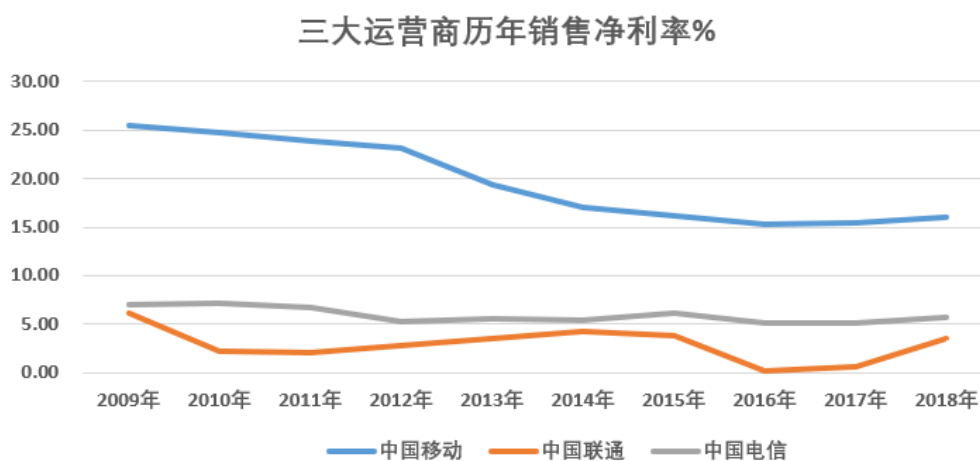
我们在 2019 年 4 月发布的深度报告《中国联通: 5G 多场景特征,将驱动运营商价值重估》中,研究中国大陆、美国、日本、台湾四个地区的运营商销售净利率后发现,人口密度越高的地区,运营商整体盈利水平越高。这是由

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

通信网络建设的固定不变特征决定的，人口密度越高的地区，网络利用越充分。

参考日本、美国、台湾地区运营商销售净利润率和人口密度的关系，中国大陆运营商合理的销售净利润率水平因为 11.6%。但是 2018 年中国移动、中国联通、中国电信的销售净利润率分别为 16.01%、3.52%、5.66%，表现出盈利能力的极大差异。

图 2、三大运营商历年销售净利润率对比



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

我们判断，联通与电信的共建共享，将促使联通与移动盈利能力的鸿沟趋于缩小，甚至消弭。我们判断，5G 时代，中国联通的销售净利润率有提升到 10% 甚至更高的潜力。

事件 2、三大运营商 KPI 现多年来最大调整：禁止考核市场份额

9 月 10 日，财经网报道，国家相关主管部门已向三大运营商下发新的考核要求，将禁止考核市场份额，这是三大运营商近年来最大的调整之一，对运营商行业来说意义深远。市场份额的考核是三大运营商恶性竞争的根源之一。目前，三大运营商所指定的 KPI，是基于目标市场相对成熟的状态下进行有限增长空间的争夺，仍以增量用户的考核为核心。不仅制定不合理，而且也不适应当前市场形势的变化。

点评：4G 尾声，包括 5G 时代，运营商市场竞争烈度将下降

我们认为，过去 3 年时间，运营商价格战激烈，导致盈利能力承压较重。但是，当前 4G 用户争夺已经尘埃落地，打价格战已经没有意义。现在的当务之急是建设 5G，抢夺 5G 第一波客户，而且往往第一波客户也是高消费群体客户。所以 2019 下半年开始，运营商市场竞争烈度有望下降，运营商每况愈下的盈利能力也有望得到缓解和喘息。

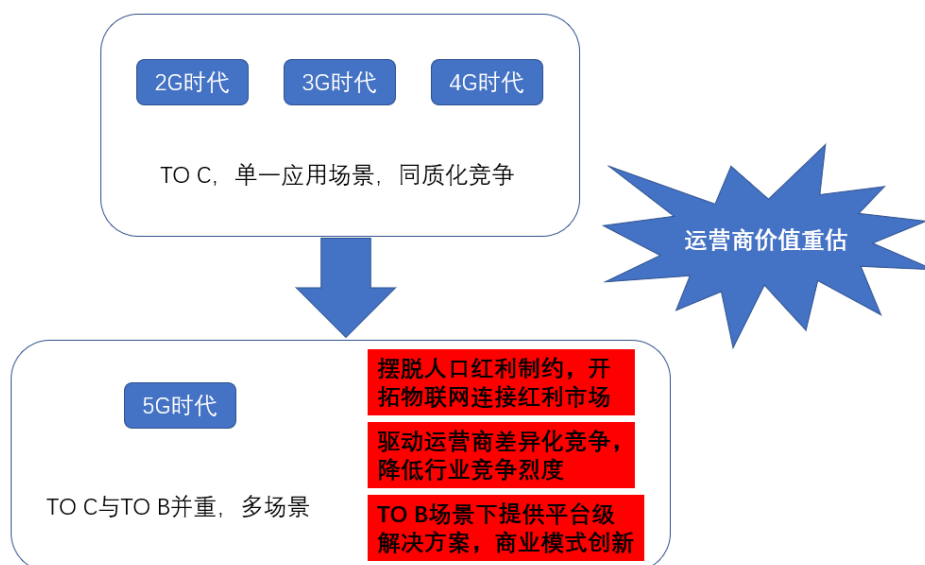
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我们在 2019 年 4 月发布的深度报告《中国联通：5G 多场景特征，将驱动运营商价值重估》中认为，整个 5G 时代运营商市场竞争烈度将下降。

以往 2G/3G/4G 时代，应用场景单一，无差异化的需求，导致运营商之间同质化竞争严重，最终导致行业整体被管道化，盈利能力承压。5G 时代的最大特征是多场景应用：

- ① 帮助运营商摆脱 TO C 的人口红利限制，开拓 TO B 与物联网的连接红利市场；
- ② 不同场景下的网络要求不同，将推动运营商培育各自的优势场景，进行差异化竞争；
- ③ 在进行定制化网络的同时，运营商有望“近水楼台先得月”，为客户提供平台级解决方案或更多的增值服务。

图 3、5G 时代，运营商市场竞争烈度将下降



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利预测、估值与评级。**考虑到 2019 年、2020 年资本开支压力较大，小幅下调盈利预测；而 2021 年 5G 用户占比提升，共建共享效果充分显现，大幅上调盈利预测。

预计中国联通（A 股）2019-2021 年净利润分别为 59.7 亿、83.3 亿、145.7 亿，对应 2019 年 9 月 10 日中国联通（A 股）市值，PE 为 35 倍、25 倍、14 倍，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示。**携号转网导致中国联通 4G 用户流失；共建共享进展缓慢，导致 5G 网络建设落后于中国移动；提速降费导致运营商盈利能力长期受压制。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	75925	80124	117211	171508
货币资金	33783	62770	86457	141288
交易性金融资产	770	800	683	737
应收账款	0	1393	1518	1742
其他应收款	3221	3396	3700	4247
存货	2388	2552	2683	2918
非流动资产	465838	469028	480646	488182
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	39724	37300	37825	37966
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	341453	363245	384766	405975
在建工程	41729	41729	41729	41729
油气资产	0	0	0	0
无形资产	25884	20804	15690	10587
资产总计	541762	549153	597857	659690
流动负债	213794	172111	190983	209252
短期借款	15133	12000	12000	12000
应付票据	0	12	6	8
应付账款	108703	112964	120610	130749
其他	89959	47135	58367	66494
非流动负债	11028	44664	54827	63983
长期借款	3173	3473	3773	4073
其他	7855	41191	51054	59910
负债合计	224822	216774	245810	273235
股本	31028	31034	31034	31034
资本公积	79544	79544	79544	79544
未分配利润	33452	34307	40744	51479
少数股东权益	176796	184915	196245	216071
股东权益合计	316940	332378	352047	386456
负债及权益合计	541762	549153	597857	659690

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	9301	5966	8327	14570
折旧和摊销	66306	59995	73045	88512
资产减值准备	255	-1258	583	970
无形资产摊销	7269	5788	7166	9211
公允价值变动损失	-25	8	11	12
财务费用	1640	1325	871	302
投资损失	-2476	-1750	-1925	-2118
少数股东损益	5220	8119	11331	19826
营运资金的变动	2677	6873	-14161	-24545
经营活动产生现金流量	94830	67186	106781	145856
投资活动产生现金流量	-61167	-72624	-87964	-102740
融资活动产生现金流量	-36550	34425	4870	11715
现金净变动	-2813	28987	23687	54831
现金的期初余额	32876	33783	62770	86457
现金的期末余额	30063	62770	86457	141288

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	290877	301502	328456	377097
营业成本	213586	221498	236490	256371
营业税金及附加	1389	1447	1577	1810
销售费用	35170	36482	39579	45440
管理费用	22925	23668	25620	29414
财务费用	-138	1325	871	302
资产减值损失	255	260	265	271
公允价值变动	25	8	11	12
投资收益	2476	1750	1925	2118
营业利润	11921	18580	25990	45619
营业外收入	746	800	880	968
营业外支出	592	600	660	726
利润总额	12075	18780	26210	45861
所得税	2775	4695	6553	11465
净利润	9301	14085	19658	34396
少数股东损益	5220	8119	11331	19826
归属母公司净利润	4081	5966	8327	14570
BPS(元)	0.13	0.19	0.27	0.47

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	5.8%	3.7%	8.9%	14.8%
营业利润增长率	687.8%	55.9%	39.9%	75.5%
净利润增长率	858.3%	46.2%	39.6%	75.0%
盈利能力				
毛利率	26.6%	26.5%	28.0%	32.0%
净利率	1.4%	2.0%	2.5%	3.9%
ROE	2.9%	4.0%	5.3%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	41.5%	39.5%	41.1%	41.4%
流动比率	0.36	0.47	0.61	0.82
速动比率	0.34	0.45	0.60	0.81
营运能力				
资产周转率	52.2%	55.3%	57.3%	60.0%
应收帐款周转率	4872.2%	4405.9%	4513.5%	4626.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.13	0.19	0.27	0.47
每股经营现金	3.06	2.16	3.44	4.70
每股净资产	4.52	4.75	5.02	5.49
估值比率(倍)				
PE	50.9	34.8	24.9	14.2
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn