

0762.HK 中国联通

港股通（沪、深）

未评级

利润率有所改善，共建 5G 网络成为议题

2019 年 08 月 15 日

市场数据

| 日期 | 2019-08-14 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 7.05 |
| 总股本(亿股) | 306 |
| 流通股本(亿股) | 306 |
| 总市值(亿港元) | 2,157 |
| 流通市值(亿港元) | 2,157 |
| 净资产(亿元) | 3,167 |
| 总资产(亿元) | 5,651 |
| 每股净资产(元) | 10.34 |

数据来源: Wind

相关报告

《混改红利初现，盈利能力逐步提升》——2019.3.14

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S1010519030001

刘洁

liujie91@xyzq.com.cn

SAC: S0190119030006

主要财务指标

| 会计年度 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 277,049 | 274,197 | 274,829 | 290,877 |
| 同比增长 | -2.7% | -1.0% | 0.2% | 5.8% |
| 归母净利润(百万元) | 10,562 | 625 | 1,828 | 10,197 |
| 同比增长 | -12.4% | -94.1% | 192.5% | 457.8% |
| 经营利润率 | 3.9% | 1.0% | 1.4% | 3.1% |
| 净利润率 | 3.8% | 0.2% | 0.7% | 3.5% |
| 净资产收益率 | 4.6% | 0.3% | 0.6% | 3.2% |
| 基本每股收益(元) | 0.44 | 0.03 | 0.07 | 0.33 |
| 每股经营现金流(元) | 3.52 | 3.11 | 2.78 | 3.02 |

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **2019H1 业绩情况:** 中国联通 19H1 营业收入 1450 亿元(人民币, 下同) (-2.8%); 得益于良好的成本管控能力, 公司网络运营成本降低, EBITDA 达 495 亿元(+8.4%); EBITDA 占服务收入比率 37.2% (+3.2pcts); 净利润达到 69 亿元(+16.3%)。
- **4G 进入成熟期, 用户增长放缓; 提速降费导致 ARPU 持续下降。** 2019 年 6 月底, 公司移动用户增长至 3.24 亿户, 其中 4G 用户增长至 2.39 亿户, 净增 1901 万户, 增速放缓。此外, 由于“提速降费”政策的推行, 公司移动用户 ARPU 达到 40.8 元(-15%), 4G 用户 ARPU 达到 45.9 元(-19%); 每月户均移动互联网数据(DOU)达到 7.4GB(+62%)。对于固网侧, 公司宽带用户达到 8341 万户, ARPU 为 41.8 元(-9.3%); 本地电话用户为 5432 万户, ARPU 为 13.1 元(-12.1%)。积极拓展 5G 带来的新增长动能。公司拟在 2020 年开始 5G 全国商用, 拓展垂直行业应用。
- **管理层表示将积极推进 5G 网络的共建共享, 节省资本开支。** 公司管理层表示将与其他公司一起进行 5G 网络的共建共享。如果与电信合作, 希望在全国范围内进行网络共建, 共用 200MHz 频谱, 分区域进行建设和管理, 公司预计 5 年将会为每家公司节省 2000 亿资本开支。如果与移动合作, 在前期将会使用移动的 5G 基站实现部分地区的覆盖, 后期仍需建设一张独立的 5G 网络, 总资本开支不变, 但是时间将延后。公司预计 2019 年全年资本开支 580 亿元, 其中 5G 资本开支 80 亿元, 将建设超 4 万座 5G 基站。
- **投资建议:** 公司或将与电信合作进行 5G 网络建设, 将大幅降低公司资本开支, 有望加快 5G 建设进程, 从而提前享受 5G 网络带来业务驱动, 我们建议投资者持续关注。

风险提示: 行业竞争加剧, 导致用户 ARPU 下降; 国家继续推行“提速降费”, 导致产品价格下降; 5G 产品发展不及预期。

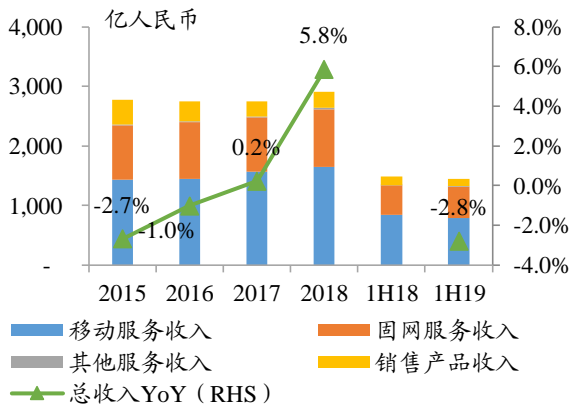
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

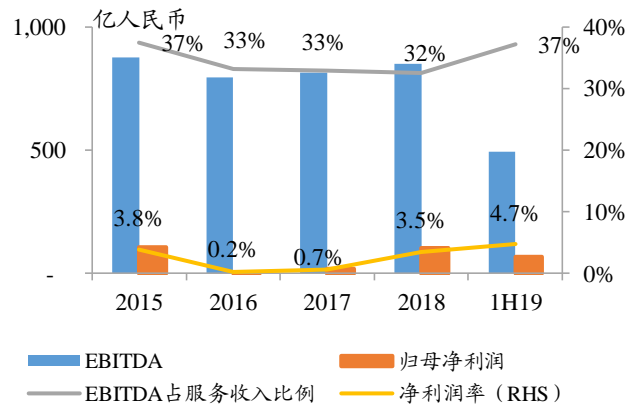
2019H1 业绩情况: 中国联通 19H1 营业收入 1450 亿元(人民币,下同)(-2.8%); 得益于良好的成本管控能力,公司网络运营成本降低,EBITDA 达 495 亿元(+8.4%); EBITDA 占服务收入比率 37.2% (+3.2pcts); 净利润达到 69 亿元(+16.3%)。其中移动服务收入 786.9 亿元(-6.6%); 固网服务收入 531.3 亿元(+8.2%); 销售通信产品 120.0 亿元(-18.3%); 其他服务 11.3 亿元(+10.1%)。

图1、公司近年分业务收入及整体增长率



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

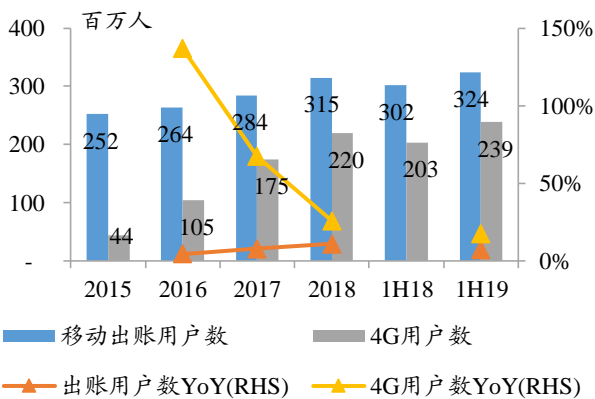
图2、公司近年 EBITDA、净利润及其利润率



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

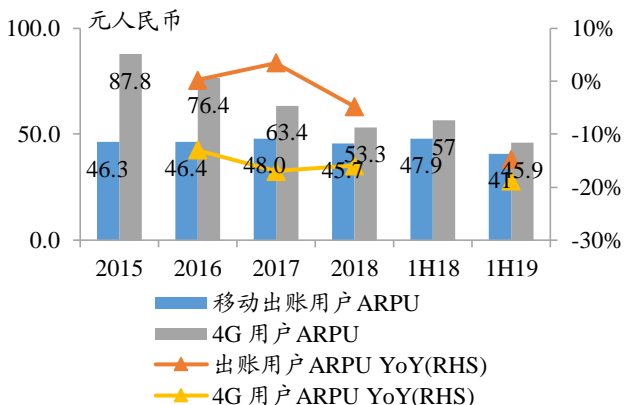
4G 进入成熟期,用户增长放缓;提速降费导致 ARPU 持续下降。2019 年 6 月底,公司移动用户增长至 3.24 亿户,其中 4G 用户增长至 2.39 亿户,净增 1901 万户,4G 用户市场份额提升 0.8pcts,人口红利逐步消失。此外,由于“提速降费”政策的推行,以及行业竞争加剧,公司移动用户 ARPU 达到 40.8 元(-15%),4G 用户 ARPU 达到 45.9 元(-19%);每月户均移动互联网数据(DOU)达到 7.4GB(+62%)。对于固网侧,公司宽带用户达到 8341 万户,ARPU 为 41.8 元(-9.3%);本地电话用户为 5432 万户,ARPU 为 13.1 元(-12.1%)。

图3、公司近年移动用户/4G 用户数及其增速



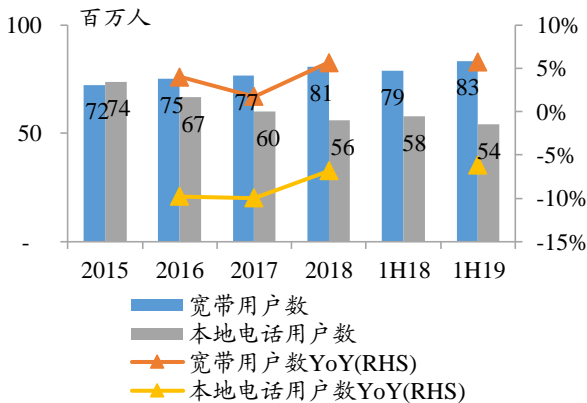
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司近年移动用户/4G 用户 ARPU 及其增速



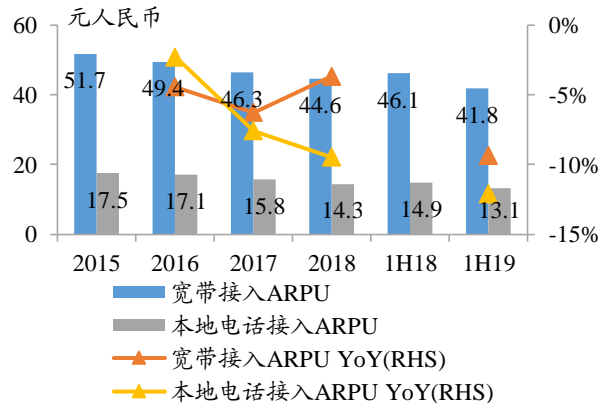
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司近年宽带/本地电话用户数及其增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司近年宽带/本地电话接入ARPU及其增速

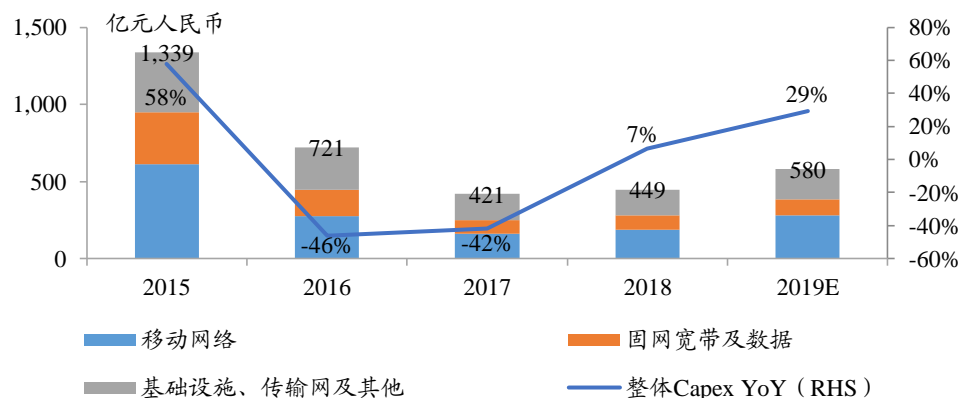


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

积极发展联通 5Gⁿ，重点开拓垂直行业 5G 新应用，获取新增长动能。公司拟在 2020 年及以后开展 5G 全国商用，网络建设向 SA 组网模式演进。目前公司已与 180 个重点行业客户签署了 5G 行业合作协议。同时借力混改以及划小承包改革，进一步提升公司的内生活力与动力。

管理层表示将积极推进 5G 网络的共建共享，节省资本开支。公司管理层表示将与其他公司一起进行 5G 网络的共建共享。如果与电信合作，希望在全国范围内进行网络共建，共用 200MHz 频谱，分区域进行建设和管理，公司预计 5 年将会为每家公司节省 2000 亿资本开支。如果与移动合作，在前期将会使用移动的 5G 基站实现部分地区的覆盖，后期仍需建设一张独立的 5G 网络，总资本开支不变，但是时间将延后。公司预计 2019 年全年资本开支 580 亿元，其中 5G 资本开支 80 亿元，将建设超 4 万座 5G 基站。

图7、2015-19 年公司分业务资本开支及整体增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司预计全年资本开支 580 亿元，其中 5G 资本开支 80 亿元，将建设超 4 万座 5G 基站。截至 2019 年 6 月底，公司 4G 基站数量达到 135 万站（包括室外基站和室分信源），其中 LTE 900MHz 基站 18 万站。公司预计 2019 年资本开支将达到

580 亿元 (+29.2%)，其中移动网络资本开支达到 278 亿元 (+47.6%)；预计全年 5G 资本开支 80 亿元，将在 40-50 个城市建设超 4 万座 5G 基站。

投资建议：公司或将与电信合作进行 5G 网络建设，将大幅降低公司资本开支，有望加快 5G 建设进程，从而提前享受 5G 网络带来业务驱动，我们建议投资者持续关注。

风险提示：1) 行业竞争加剧，导致用户 ARPU 下降；2) 国家继续推行“提速降费”，导致产品价格下降；3) 5G 产品发展不及预期。

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.xyjq.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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。