

# 中国联通 (600050.SH)

## 中报业绩符合预期，盈利能力持续提升

**事件:** 公司发布 2020 年中报, 20H1 实现营业收入 1504 亿元, YoY +3.8%; 主营业务收入 1383 亿元, YoY +4.0%; EBITDA 493.5 亿元, YoY -0.6%; 归母净利润 33.44 亿元, YoY +10.9%。从单 Q2 看, 实现营业收入 766 亿元, YoY +6.6%; 归母净利润 19.5 亿元, YoY +40.1%; 扣非归母净利润 19.1 亿元, YoY +52.4%。

**中报业绩符合预期, 发展质量和盈利能力持续提升。** 改善的主要原因有三: (1) 费用端持续压降: 发展战略调整, 从重点关注用户增长数量, 改为重点关注用户发展质量和价值; 严控用户发展成本、低效无效产品和渠道, 20H1 销售费用同比下降 25.8 亿。(2) 5G 商用拉动移动 ARPU 值企稳回升: 2020 年 6 月、7 月份移动主营业务收入同比增速止跌回升, 分别为 1.6%、1.0%。(3) 主营业务收入结构不断优化: 产业互联网收入占比达 16.4%, 同比提升 3.8pct, 增长势头强劲。

**移动主业 ARPU 值触底回升, 20H2 向上势头有望延续。** 正如我们此前深度报告中预测, 随着 5G 渗透率提升, 公司 ARPU 值有望于 20Q1-Q2 企稳回升。从中报来看, 20Q2 移动 ARPU 值为 41.8 元, QoQ +4%; 20Q2 移动主业收入 388 亿, QoQ +3%, 验证我们此前判断。未来随着 5G 网络的建设加快, 加上 5G 终端价格持续下降和普及, 创新应用不断推出, 预计 5G 用户将于下半年快速发展, 带动 ARPU 和主营业务收入持续提升。

**5G 网络共建共享落实成功, 降本增效成效愈加突显。** 20H1 公司 5G 资本开支 126 亿元, 与中国电信完成新增共建共享 5G 基站约 15 万站。公司当前可用 5G 基站约 21 万站, 在超过 50 个重点城市实现连续覆盖, 其中公司建设超过 10 万站。公司预计全年 5G 资本开支为 350 亿元, 与年初指引一致, 与中国电信力争三季度末提前完成全年新增共建共享 5G 基站 25 万站, 公司可用 5G 基站超过 30 万站, 覆盖全国所有地市。

**通过共建共享, 电信、联通累计共节省投资成本超过 400 亿元, 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。** 预计电联共建共享范围将持续扩大, 效益优先、网业协同推动 4G 共享上规模, 快速低成本弥补网络短板, 推进杆路、管道等传输资源共建共享共维。

**中长期来看, 5G 政企应用收入增长空间巨大, 期待新商业模式孵化。** 公司已在工业互联网、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, 成功实现了 5G 商业化落地; 加快孵化行业产品: “集成+运营”类产品、“智能连接+流量”类产品、“开放平台+应用”类产品, 创造新的利润增长点。同时, 公司还可以与混改合作伙伴、行业龙头等公司深化业务层面合作, 通过成立合资公司, 强强联合, 优势互补, 融合创新发展。

**投资建议:** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 68/88/107 亿元, 对应 2020 年 PE 23.3X, PB 1.1X。目前港股联通 PB 0.4X, 股息率 TTM 3.54%, 横向比较港股电信、移动及全球其他运营商, 公司的股息率为全球中值水平。考虑到公司 ROE 反转有望, PB 和 PE 均处历史低位, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 5G 用户拓展不达预期, 市场竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,877	290,515	311,432	336,657	366,957
增长率 yoy (%)	5.8	-0.1	7.2	8.1	9.0
归母净利润(百万元)	4,081	4,982	6,804	8,839	10,747
增长率 yoy (%)	858.3	22.1	36.6	29.9	21.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.13	0.16	0.22	0.28	0.35
净资产收益率(%)	2.9	3.5	4.6	5.6	6.5
P/E(倍)	38.8	31.8	23.3	17.9	14.7
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

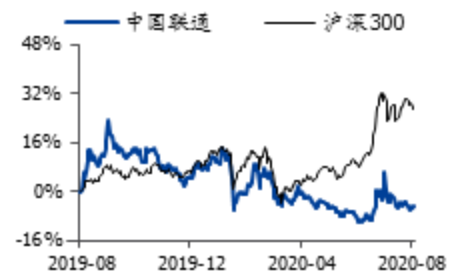
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	通信运营
前次评级	买入
最新收盘价	5.10
总市值(百万元)	158,230.09
总股本(百万股)	31,025.51
其中自由流通股(%)	69.30
30 日日均成交量(百万股)	144.98

### 股价走势



### 作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiaji@gszq.com

分析师 丁劲

执业证书编号: S0680520080006

邮箱: dingjing@gszq.com

### 相关研究

- 1、《中国联通(600050.SH): 移动主业企稳回升有望, 政企业务实现规模突破》2020-03-25
- 2、《中国联通(600050.SH): 5G 商用落地, 运营商价值提升几何?》2019-11-03



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	75,925	83,604	85,737	93,466	126,117
现金	33,783	38,665	39,688	43,080	73,382
应收票据及应收账款	17,843	20,457	21,067	25,368	27,054
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	4,031	4,196	4,221	4,524	4,650
存货	2,388	2,359	2,597	2,523	2,813
其他流动资产	17,880	17,926	18,164	17,972	18,219
<b>非流动资产</b>	465,838	480,627	500,320	516,328	523,167
长期投资	39,724	41,216	45,614	50,352	54,727
固定资产	341,453	312,534	303,646	296,864	285,046
无形资产	26,347	26,424	26,146	25,027	23,068
其他非流动资产	58,315	100,452	124,914	144,086	160,325
<b>资产总计</b>	541,762	564,231	586,057	609,795	649,284
<b>流动负债</b>	213,794	206,813	211,704	216,590	234,679
短期借款	15,133	5,614	5,614	5,614	5,614
应付票据及应付账款	108,603	102,767	119,899	119,867	140,404
其他流动负债	90,059	98,432	86,190	91,109	88,661
<b>非流动负债</b>	11,028	33,922	37,349	38,776	39,203
长期借款	4,172	6,865	10,292	11,719	12,146
其他非流动负债	6,856	27,057	27,057	27,057	27,057
<b>负债合计</b>	224,822	240,735	249,053	255,366	273,882
少数股东权益	176,796	180,169	188,748	199,893	213,444
股本	31,028	31,034	31,034	31,034	31,034
资本公积	79,544	80,108	80,108	80,108	80,108
留存收益	34,864	37,625	47,220	59,685	74,842
归属母公司股东权益	140,144	143,327	148,257	154,536	161,957
<b>负债和股东权益</b>	541,762	564,231	586,057	609,795	649,284

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	94,830	96,208	86,839	87,471	115,701
净利润	9,301	11,264	15,383	19,984	24,299
折旧摊销	73,575	70,343	60,205	69,229	78,037
财务费用	-138	717	848	962	987
投资损失	-2,476	-2,175	-2,017	-2,217	-2,317
营运资金变动	2,677	-3,702	12,446	-452	14,741
其他经营现金流	11,890	19,760	-25	-35	-45
<b>投资活动现金流</b>	-61,167	-58,877	-77,855	-82,985	-82,513
资本支出	56,823	60,367	75,000	80,000	80,000
长期投资	-1,556	-68	-4,398	-2,537	-4,376
其他投资现金流	-5,900	1,422	-7,253	-5,522	-6,889
<b>筹资活动现金流</b>	-36,550	-32,469	-7,961	-1,095	-2,886
短期借款	-9,186	-9,519	0	0	0
长期借款	-17,282	2,693	3,427	1,427	427
普通股增加	794	6	0	0	0
资本公积增加	3,197	564	0	0	0
其他筹资现金流	-14,072	-26,213	-11,388	-2,522	-3,313
<b>现金净增加额</b>	-2,813	4,887	1,023	3,391	30,302

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	290,877	290,515	311,432	336,657	366,957
营业成本	213,586	214,133	230,459	245,760	266,778
营业税金及附加	1,389	1,236	1,325	1,433	1,562
营业费用	35,170	33,545	35,970	38,379	40,365
管理费用	22,925	22,977	22,903	23,423	24,522
研发费用	872	1,709	1,700	2,500	3,000
财务费用	-138	717	848	962	987
资产减值损失	255	-375	350	400	300
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	25	96	25	35	45
投资净收益	2,476	2,175	2,017	2,217	2,317
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	11,921	13,443	19,918	26,054	31,806
营业外收入	746	819	819	819	819
营业外支出	592	227	227	227	227
<b>利润总额</b>	12,075	14,035	20,510	26,646	32,398
所得税	2,775	2,771	5,128	6,661	8,100
<b>净利润</b>	9,301	11,264	15,383	19,984	24,299
少数股东损益	5,220	6,282	8,579	11,145	13,551
<b>归属母公司净利润</b>	4,081	4,982	6,804	8,839	10,747
EBITDA	85,829	84,011	80,163	95,337	109,423
EPS (元)	0.13	0.16	0.22	0.28	0.35

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.8	-0.1	7.2	8.1	9.0
营业利润(%)	687.8	12.8	48.2	30.8	22.1
归属于母公司净利润(%)	858.3	22.1	36.6	29.9	21.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.6	26.3	26.0	27.0	27.3
净利率(%)	1.4	1.7	2.2	2.6	2.9
ROE(%)	2.9	3.5	4.6	5.6	6.5
ROIC(%)	5.1	5.7	7.7	9.7	11.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.5	42.7	42.5	41.9	42.2
净负债比率(%)	1.0	-4.6	-6.3	-6.3	-13.6
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.52	0.53	0.54	0.56	0.58
应收账款周转率	16.0	15.2	15.0	14.5	14.0
应付账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.16	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.00	2.83	2.80	2.82	3.73
每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.62	4.78	4.98	5.22
<b>估值比率</b>					
P/E	38.8	31.8	23.3	17.9	14.7
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.0	4.2	4.4	3.8	3.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com