

传统业务增长符合预期，新基建带动新兴业务发展向好

### ——中国联通（600050）季报点评报告

#### 事件：公司三季报披露

2020年前三季度，公司总收入2,073.49亿，同比增长4.4%，EBITDA为人民币735.47亿元，比去年同期上升0.5%，EBITDA占主营业务收入比为35.5%，符合市场预期。归母净利润47.84亿元，比去年同期上升10.8%。今年以来，面对市场饱和、激烈市场竞争以及疫情等多重挑战，公司积极应对，转危为机，同时持续深化实施“聚焦、创新、合作”战略，围绕建设“五新”联通，纵深推进混合所有制改革，经营发展持续向好。同时，新基建和疫情也加速了经济社会数字化、网络化、智能化转型需求，为公司带来产业互联网业务新商机。

#### 投资要点：

- 传统业务增长速度符合预期：**受疫情影响和发展战略调整，公司前三季度移动出账用户数略降929万，达到3.092亿户。但ARPU值企稳回增，同比增长2.6%至人民币41.6元。近3个季度ARPU分别40.1、40.0和41.6元，与2019年全年用户ARPU值40.4元相比有一定的增长。移动主营业务收入为人民币1,165.39亿元，比去年同期下降1.0%，降幅较2019年全年显著收窄。固网宽带用户前三季度净增308万户，达8656万户，固网宽带接入收入达到人民币320.96亿元，比去年同期上升3.7%。
- 新基建+疫情助推数字化需求，拉动产业互联网业务增长：**受益于新基建战略和疫情，经济社会数字化、网络化、智能化转型需求进一步提升。公司抓住机遇，积极布局智慧城市、数字政府、智能医疗、工业互联网等关键领域，并成立多家合资公司，强强联合，优势互补。公司三季度，产业互联网业务收入为人民币326.56亿元，并仍然保持较高增长水平，增速达34.4%，明显快于18.9%的行业平均水平，占主营业务收入比重15.75%，达到2020年占比15%的目标。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	2,880.09	3,137.75	3,565.90	4,165.59
增长比率(%)	-0.99	8.95	13.65	16.82
归母净利润(亿元)	49.82	63.23	85.33	86.22
增长比率(%)	22.09	26.92	34.95	1.04
每股收益(元)	0.16	0.20	0.23	0.28
市盈率(倍)	36.68	25.42	22.15	18.64

数据来源：Wind, 万联证券研究所

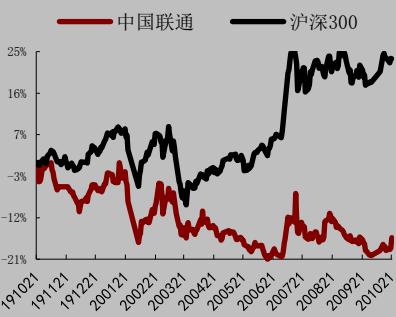
**增持（维持）**

日期：2020年10月22日

#### 基础数据

行业	通信
公司网址	
大股东/持股	中国联合网络通信集团有限公司/62.74%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	31,015.60
流通A股(百万股)	21,499.91
收盘价(元)	5.09
总市值(亿元)	1,578.69
流通A股市值(亿元)	1,094.35

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期：2020年10月21日

#### 相关研究

万联证券研究所 20200813\_公司半年报点评\_AAA\_中国联通（600050）半年报点评报告

万联证券研究所 20200428\_公司季报点评\_AAA\_中国联通（600050）季报点评报告

万联证券研究所 20200214\_首次覆盖\_AAA\_中国联通（600050）首次覆盖

**分析师：夏清莹**

执业证书编号：S0270520050001

号：

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

**研究助理：贺潇翔宇**

电话：02085806067

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

- 5G时代的到来或将为中国联通高速增长带来机遇：**在4G时代，中国联通因为青睐技术成熟度较高的FDD-LTE技术而延迟两年（2013、2014年）才开始大规模建设4G基站，整体4G网络建设及综合实力滞后于中国移动。5G的到来为联通提供了重塑科技商业模式能力的机会，终端用户对5G通信的强烈期待、5G赋能的多种产业物联网机遇以及5G商业收费策略的相对弹性，都给中国联通实现新一轮高速增长打下了坚实底气。
- 盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润63.23亿元、85.33亿元、86.22亿元，对应EPS分别为0.20元、0.23元、0.28元，对应当前股价的PE分别为25.42倍、22.15倍、18.64倍，维持“增持”评级。
- 风险因素：**5G应用落地缓慢；5G渗透速度不及预期；5G发展成本超过预期；市场竞争加剧。

图表1：分业务预测

主营业务	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>语音通话业务</b>									
营业收入	26440	27503	28878	30899	营业收入	12893	12633	12090	11570
增速	-18.61%	2.00%	5.00%	7.00%	增速	-5.95%	-4.10%	-4.30%	-4.30%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	10.71%	-3.58%	-13.65%	-27.07%
<b>增值服务</b>									
营业收入	21251	23598	24707	26362	营业收入	15595	19078	22416	26563
增速	-13.63%	1.70%	4.70%	6.70%	增速	9.99%	16.50%	17.50%	18.50%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	-	-	-	-
<b>宽带及移动数据服务</b>									
营业收入	146534	148906	162605	181305	营业收入	26128	27607	31196	36188
增速	-1.28%	4.50%	9.20%	11.50%	增速	-3.92%	8.00%	13.00%	16.00%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	-1.08%	6.08%	11.90%	16.46%
<b>数据及其他互联网应用服务</b>									
营业收入	37218	50591	70676	99441	营业收入	4457	3859	4021	4230
增速	40.50%	38.70%	39.70%	40.70%	增速	17.79%	2.60%	4.20%	5.20%
毛利率	-	-	-	-	毛利率	-	-	-	-
<b>合计</b>									
					营业收入	290515	313775	356590	416559
					增速	-0.12%	8.95%	13.65%	16.82%
					毛利率	26.29%	27.86%	29.03%	28.11%

资料来源：公司年报，Wind，万联证券研究所

资产负债表		单位：百万元				利润表		单位：百万元			
至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>		83604	102312	113701	134431	<b>营业收入</b>		290515	313775	356590	416559
货币资金		38665	45003	52211	68094	营业成本		214133	226362	253077	299450
应收及预付		24817	30308	28741	26831	营业税金及附加		1236	1381	1605	1916
存货		2359	4341	5963	8368	销售费用		33545	38751	43968	51278
其他流动资产		17560	22458	26584	30935	管理费用		22977	28114	31872	37157
<b>非流动资产</b>		446726	458207	477943	499039	研发费用		1709	1820	1997	2208
长期股权投资		41216	41636	42061	42489	财务费用		717	843	937	1013
固定资产		312534	315618	325038	334336	资产减值损失		375	400	440	480
在建工程		53465	61265	70045	79805	公允价值变动收益		96	0	0	0
无形资产		25746	25948	26110	26219	投资净收益		2175	2175	2175	2175
其他长期资产		66860	74885	84765	96125	<b>营业利润</b>		13443	18279	24869	25231
<b>资产总计</b>		542695	572885	604010	645834	营业外收入		819	900	1000	1100
<b>流动负债</b>		206813	240401	264880	306662	营业外支出		227	400	600	800
短期借款		5614	6000	7000	8000	<b>利润总额</b>		14035	18779	25269	25531
应付及预收		116630	135297	151106	178624	所得税		2771	4303	5790	5850
其他流动负债		84569	88105	95775	109038	<b>净利润</b>		11264	14405	19409	19610
<b>非流动负债</b>		12387	15779	17779	19379	少数股东损益		6282	8082	10876	10989
长期借款		2869	5369	6369	6869	<b>归属母公司净利润</b>		4982	6323	8533	8622
应付债券		3995	4495	5095	5795	EBITDA		98154	119780	148319	183903
其他非流动负债		5522	5915	6315	6715	EPS(元)		0.16	0.20	0.23	0.28
<b>负债合计</b>		219199	233556	250693	276036						
股本		31034	31034	31034	31034						
资本公积		80108	80679	81250	81821						
未分配利润		36023	39128	43597	47611						
归属母公司股东权益		143327	151349	157724	163671						
少数股东权益		180169	188594	199939	211502						
<b>负债和股东权益</b>		542695	572885	604010	645834						
<b>现金流量表</b>											
单位：百万元											
至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动净现金流</b>		97219	112534	152993	195600	<b>成长能力</b>					
净利润		11264	14405	19409	19610	营业收入		-0.99%	8.95%	13.65%	16.82%
折旧摊销		81240	102434	127998	159353	营业利润		12.77%	35.97%	36.05%	1.46%
营运资金变动		(1771)	1144	13322	21184	归属于母公司净利润		22.09%	26.92%	34.95%	1.04%
其它		571	(3437)	(3366)	(3286)	<b>获利能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>		(58877)	(111640)	(145600)	(178454)	毛利率		26.29%	27.86%	29.03%	28.11%
资本支出		(58855)	(112795)	(146250)	(178600)	净利率		3.88%	4.61%	4.65%	4.72%
长期投资		(68)	(1020)	(1524)	(2028)	ROE		3.48%	4.19%	4.66%	5.35%
其他		45	2175	2175	2175	ROIC		4.40%	4.16%	4.73%	5.67%
<b>筹资活动现金流</b>		(32469)	5444	(186)	(1262)	<b>偿债能力</b>					
银行借款		(304)	2500	1000	500	资产负债率		40.4%	40.8%	41.5%	42.7%
债券融资		0	500	600	700	EBIT利息保障倍数		9	37	37	39
股权融资		557	571	571	571	流动比率		0.40	0.47	0.49	0.52
其他		(32722)	1873	(2357)	(3033)	速动比率		0.37	0.43	0.44	0.47
<b>现金净增加额</b>		5872	6338	7208	15884	<b>营运能力</b>					
<b>期初现金余额</b>		29707	38665	45003	52211	总资产周转率		0.54	0.58	0.62	0.68
<b>期末现金余额</b>		34825	45003	52211	68095	应收账款周转率		14.96	12.50	15.39	20.28
						存货周转率		90.21	52.14	42.44	35.78
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益		0.16	0.20	0.23	0.28
						每股经营现金流		3.13	3.63	4.93	6.30
						每股净资产		4.62	4.87	5.02	5.20
						<b>估值比率</b>					
						P/E		36.68	25.42	22.15	18.64
						P/B		1.27	1.06	1.03	1.00
						EV/EBITDA		1.71	1.20	0.94	0.68

数据来源: Wind, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场