

业绩符合预期，ARPU 提升助力增长

华泰研究

2021年3月12日 | 中国内地

年报点评

科技/通信

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

5.24

研究员

SAC No. S0570518120002
SFC No. BQM410

王林, PhD

wanglin014712@htsc.com

研究员

SAC No. S0570519020001

赵悦媛

zhaoyueyuan@htsc.com

研究员

SAC No. S0570520090002
SFC No. BNC535

余熠

yuyi@htsc.com

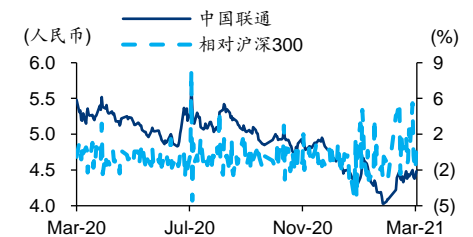
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	5.24
收盘价(人民币 截至3月12日)	4.48
市值(人民币百万)	138,933
6个月平均日成交额(人民币百万)	509.57
52周价格范围(人民币)	4.03-5.69
BVPS(人民币)	4.76

股价走势图



资料来源: Wind

2020 年业绩基本符合预期，移动业务 ARPU 有望持续提升

公司于3月11日公布2020年年报，全年实现营业收入3038亿元，同比增长4.3%，实现归母净利润55.21亿元，同比增长10.82%，基本符合我们此前预期（56.20亿元）。我们认为在5G渗透率提升以及我国产业数字化转型的推动下，有望拉动公司营收和盈利持续增长。我们预计公司21-23年EPS分别为0.21/0.25/0.29元（前值21-22年为0.20/0.24元），维持“增持”评级。

5G 渗透率提升带来移动业务营收增长潜力

2020年下半年公司移动服务营收同比增长恢复至3.2%，对比上半年同比下降2.8%来看，主要原因是20H2 ARPU的大幅增长。综合来看，20年移动ARPU提升至42.1元，同比增长4.1%。另外，公司首次披露5G套餐用户数，截至2020年底达到7080万户，5G用户渗透率为23.3%，高于行业平均水平20.2%，我们认为5G用户持续转化和应用丰富带来流量需求增加，将为公司移动业务营收带来持续提升。

产业互联网业务维持稳健增长

2020年产业互联网业务实现收入427亿元，同比增长30%，占总营收比重提升15.5%（2019年为12.4%），其中，IDC/IT服务/IoT/云计算收入分别同比增长20.7%/33.4%/39.0%/62.7%。我们认为在5G时代下To B业务为运营商带来发展机遇，加速公司数字化转型，打开营收增长空间。

资本开支规划基本平稳，深化5G共建共享

公司20年资本开支为676亿元人民币，低于年初700亿元的预算。公司21年资本支出目标为700亿元人民币，同比增长3.5%，其中350亿元用于5G网络建设（20年为340亿元），计划实现与中国电信共建约32万个5G基站，我们认为公司深化共建共享，充分实现降本增效，盈利能力有望提升。

营收提升+成本优化，带来盈利弹性，维持“增持”评级

我们认为5G渗透率提升带来移动业务ARPU和营收双升，同时To B业务为公司带来新的增长引擎，伴随着共建共享和购机补贴大幅下降带来的成本优化，有望迎来盈利弹性。我们考虑当前5G流量单价下降的情况，下调公司21-22年EBITDA分别为954和982亿元（前值为987和1018亿元），并预测23年EBITDA为1010亿元，对应21年EV/EBITDA为3.39倍。根据全球主流运营商21年平均EV/EBITDA估值为3.80倍，给予公司21年EV/EBITDA估值水平3.80倍，对应目标价为5.24元/股（前值为5.60元/股），维持“增持”评级。

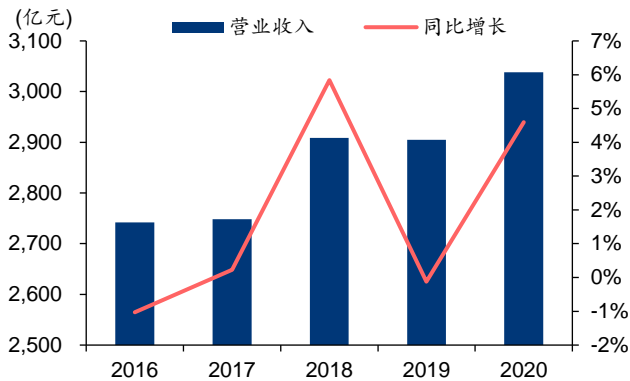
风险提示：5G 共建共享进度不及预期，资本开支仍较大，经营管理风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	290,515	303,838	319,715	336,200	353,356
+/-%	(0.12)	4.59	5.23	5.16	5.10
归属母公司净利润(人民币百万)	4,982	5,521	6,374	7,644	8,932
+/-%	22.09	10.82	15.45	19.93	16.84
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.16	0.18	0.21	0.25	0.29
ROE(%)	3.48	3.78	2.74	3.16	3.54
PE(倍)	27.51	24.83	21.80	18.17	15.56
PB(倍)	0.43	0.42	0.41	0.40	0.39
EV/EBITDA(倍)	3.69	3.43	3.39	3.09	3.01

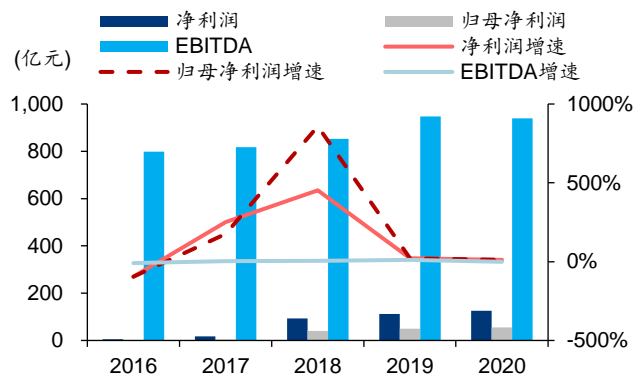
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国联通 2016-2020 年营业收入及同比增速



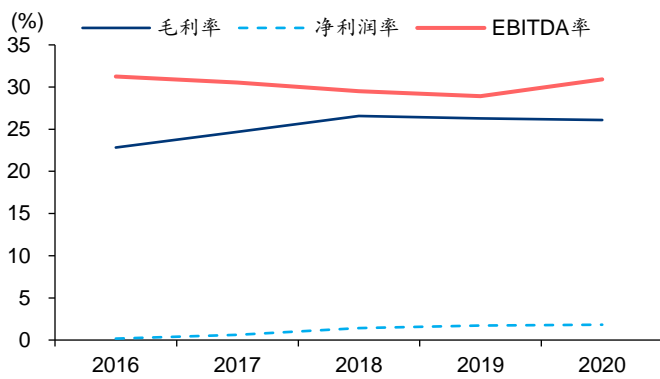
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表2: 中国联通 2016-2020 年净利润、归母净利润及 EBITDA 情况



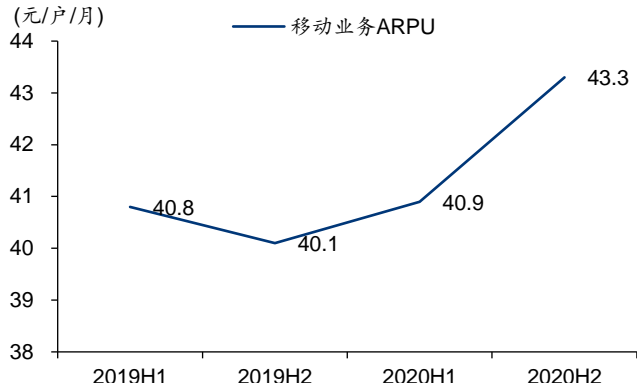
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表3: 中国联通 2016-2020 年毛利率、净利率及 EBITDA 率情况



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表4: 中国联通 2019-2020 年移动业务 ARPU 情况



资料来源: 公司财报, 华泰研究

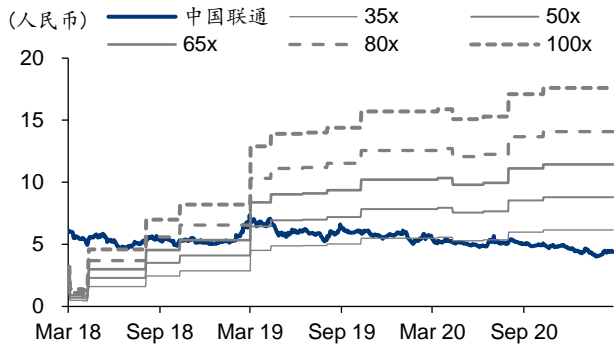
我们认为 5G 应用加速发展带来移动业务 ARPU 和营收双升, 同时 To B 领域的拓展为公司带来新的增长引擎, 另外, 伴随着共建共享和购机补贴大幅下降带来的成本优化, 有望迎来盈利弹性。我们考虑当前 5G 流量单价下降的情况, 调整公司移动业务营收的增速, 下调公司 21-22 年 EBITDA 分别为 954 和 982 亿元 (前值为 987 和 1018 亿元), 并预测 23 年 EBITDA 为 1010 亿元, 2021 年 EV/EBITDA 为 3.39 倍。根据全球主流运营商 2021 年平均 EV/EBITDA 估值为 3.80 倍, 给予公司 2021 年 EV/EBITDA 估值水平 3.80 倍, 对应目标价为 5.24 元/股 (前值为 5.60 元/股), 维持“增持”评级。

图表5: 全球主要运营商 2021 年 EV/EBITDA 估值水平 (截至 3 月 12 日)

证券代码	公司名称	2021 年 EV/EBITDA
BT/A LN	英国电信	4.17
VZ US	威瑞森电信(VERIZON)	6.87
T US	美国电话电报(AT&T)	6.64
TIAY US	意大利电信	5.43
032640 KS	LGU+	3.00
030200 KS	KT	2.51
728 HK	中国电信	1.89
941 HK	中国移动	1.69
762 HK	中国联通	1.22
	平均值	3.80
60050 CH	中国联通	3.39

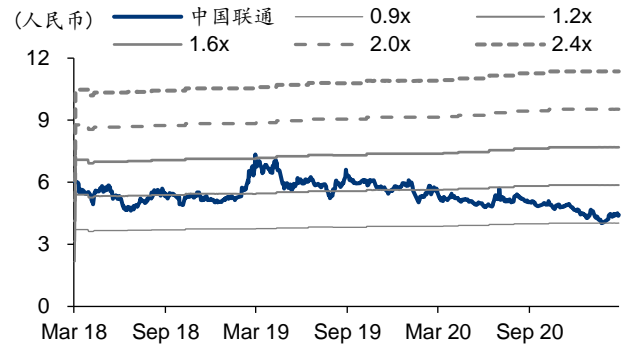
注: H 股中国移动、中国电信、中国联通的预测基于华泰研究预测, 其他基于彭博一致预期
资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表6: 中国联通 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 中国联通 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	83,604	108,654	117,668	152,948	165,377
现金	38,665	35,215	31,066	60,633	72,730
应收账款	20,457	19,461	17,491	18,928	19,269
其他应收账款	2,801	3,403	3,857	4,055	4,262
预付账款	4,196	6,759	13,937	17,419	15,537
存货	2,359	1,951	2,584	2,185	2,828
其他流动资产	15,126	41,864	48,733	49,727	50,751
非流动资产	480,627	473,822	470,539	468,414	468,175
长期投资	41,216	44,458	3,528	3,563	3,599
固定投资	312,534	315,332	363,895	364,156	364,430
无形资产	26,424	25,924	2,771	2,771	2,771
其他非流动资产	100,452	88,108	100,345	97,924	97,375
资产总计	564,231	582,475	588,206	621,362	633,551
流动负债	206,813	222,242	220,741	242,923	242,291
短期借款	5,614	740.00	4,282	4,327	4,389
应付账款	102,767	114,883	135,228	154,106	149,992
其他流动负债	98,432	106,619	81,231	84,490	87,910
非流动负债	33,922	28,759	31,255	31,806	32,450
长期借款	6,865	5,480	4,227	4,270	4,323
其他非流动负债	27,057	23,280	27,028	27,536	28,127
负债合计	240,735	251,001	251,996	274,729	274,741
少数股东权益	180,169	183,765	191,851	201,548	212,877
股本	31,034	31,016	31,012	31,012	31,012
资本公积	80,108	80,391	94,928	105,235	117,277
留存公积	37,625	41,202	45,551	54,475	65,122
归属母公司股东权益	143,327	147,709	336,211	346,633	358,810
负债和股东权益	564,231	582,475	588,206	621,362	633,551

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	96,208	107,334	94,247	116,229	101,785
净利润	11,264	12,525	14,460	17,341	20,261
折旧摊销	70,343	68,995	82,270	82,341	82,449
财务费用	717.43	226.72	241.75	(403.31)	(1,120)
投资损失	(2,175)	(2,847)	(1,691)	(1,746)	(1,806)
营运资金变动	(3,702)	7,826	(1,199)	18,067	(498.98)
其他经营现金	19,760	20,608	165.26	629.75	2,500
投资活动现金	(58,877)	(92,017)	(59,053)	(74,244)	(75,546)
资本支出	60,367	58,656	70,000	70,496	70,560
长期投资	(67.83)	(26,222)	(388.02)	(391.90)	(395.82)
其他投资现金	1,422	(59,583)	10,559	(4,139)	(5,382)
筹资活动现金	(32,469)	(26,982)	(11,508)	(13,398)	(15,124)
短期借款	(9,519)	(4,874)	3,542	44.45	62.43
长期借款	2,693	(1,385)	(1,252)	43.11	52.58
普通股增加	5.89	(18.11)	(3.75)	0.00	0.00
资本公积增加	563.97	283.25	14,537	10,306	12,042
其他筹资现金	(26,213)	(20,988)	(28,331)	(23,792)	(27,281)
现金净增加额	4,887	(11,847)	(4,149)	29,566	12,097

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	290,515	303,838	319,715	336,200	353,356
营业成本	214,133	224,539	229,028	237,055	245,746
营业税金及附加	1,236	1,354	1,393	1,481	1,548
营业费用	33,545	30,461	31,091	31,386	31,669
管理费用	22,977	25,759	43,095	48,286	53,550
财务费用	717.43	226.72	241.75	(403.31)	(1,120)
资产减值损失	(374.92)	(287.74)	(331.33)	(309.53)	(320.43)
公允价值变动收益	96.07	154.22	125.15	139.69	132.42
投资净收益	2,175	2,847	2,499	2,628	2,762
营业利润	13,443	15,590	17,822	21,472	25,178
营业外收入	818.55	863.22	893.96	916.47	933.23
营业外支出	226.52	494.01	289.70	290.70	291.70
利润总额	14,035	15,960	18,426	22,098	25,819
所得税	2,771	3,435	3,966	4,757	5,558
净利润	11,264	12,525	14,460	17,341	20,261
少数股东损益	6,282	7,004	8,086	9,697	11,330
归属母公司净利润	4,982	5,521	6,374	7,644	8,932
EBITDA	94,675	93,935	95,376	98,187	101,001
EPS (人民币, 基本)	0.16	0.18	0.21	0.25	0.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	(0.12)	4.59	5.23	5.16	5.10
营业利润	12.77	15.97	14.32	20.48	17.26
归属母公司净利润	22.09	10.82	15.45	19.93	16.84
获利能力 (%)					
毛利率	26.29	26.10	28.37	29.49	30.45
净利率	1.71	1.82	1.99	2.27	2.53
ROE	3.48	3.78	2.74	3.16	3.54
ROIC	15.77	16.96	2.46	2.79	3.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.67	43.09	42.84	44.21	43.37
净负债比率 (%)	1.80	(4.30)	(4.65)	(9.86)	(11.56)
流动比率	0.40	0.49	0.47	0.52	0.61
流动比率	0.39	0.48	0.46	0.51	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.53	0.55	0.56	0.56
应收账款周转率	14.96	14.98	19.02	19.50	19.46
应付账款周转率	1.99	1.98	3.27	3.51	3.19
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.18	0.21	0.25	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	2.35	3.04	3.75	3.28
每股净资产(最新摊薄)	10.42	10.69	10.84	11.18	11.57
估值比率					
PE (倍)	27.51	24.83	21.80	18.17	15.56
PB (倍)	0.43	0.42	0.41	0.40	0.39
EV EBITDA (倍)	3.69	3.43	3.39	3.09	3.01

免责声明

分析师声明

本人, 王林、赵悦媛、余熠, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王林、赵悦媛、余熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司