

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

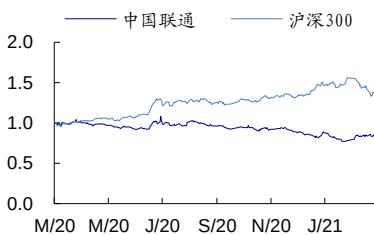
中国联通(600050)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 14 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	31,012/30,537
总市值/流通(百万元)	138,933/136,807
上证综指/深圳成指	3,453/13,897
12 个月最高/最低(元)	5.72/4.01

相关研究报告:

《中国联通-600050-20 年半年报点评: 疫情阴霾已过, 弹性逐步显现》——2020-08-13
 《中国联通-600050-系列分析报告: 系列分析之四: 费用端提质增效》——2020-04-27
 《中国联通-600050-20 年一季报点评: 整体表现优于行业, 期待 5G 用户数提升》——2020-04-23
 《中国联通-600050-系列分析报告: 系列分析之三: 成本可控》——2020-04-16
 《中国联通-600050-重大事件快评: 系列分析之二: 收入侧改善》——2020-04-10

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518100002

证券分析师: 陈彤

电话: 0755-81981372
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

ARPU 值稳步提升, 创新业务表现亮眼

公司发布 2020 年年报, 总收入 3038 亿元, 同比增长 4.6%; A 股实现归属于母公司净利润为 55 亿元, 同比增长 10.8%, 每股股息 0.0658 元。

● 收入端: ARPU 值稳步提升, 创新业务表现亮眼

移动主营业务收入和 ARPU 连续三个季度双双环比上升, 移动用户 ARPU 值达到 42.1 元, 同比提升 4.1%, 表现亮眼。5G 是公司进行移动业务升级的重要抓手, 公司从重点关注用户增长数量, 转向重点关注用户发展质量和价值。随着 5G 用户渗透率的提升, 5G 带来的积极拉动将更为明显。固网主营业务收入 1169 亿元, 同比增长 10.6%, 主要受创新业务及固网宽带业务的增长拉动。其中固网宽带收入 426 亿元, 同比增长 2.4%。创新业务即产业互联网业务收入 427 亿元, 同比增长 30%, 在疫情背景下依旧保持了高增长。

● 成本费用端: 优化费用结构, 加大创新业务投入

公司在网络规模持续扩大的同时保持良好的成本管控, 同时不断进行结构优化, 20 年公司销售费用同比下降 9.2%, 主要因为公司减少实体营销渠道投入, 放弃维护成本高且用户价值低的用户, 亦是行业竞争趋缓的体现。公司加大研发及相应的管理投入, 加大创新人才引入, 相关费用增长 28%, 表明了公司全力转型升级的决心。

● 持续推进共建共享和深化混改, 着力拓展 5G 应用

联通与电信共建共享持续推进, 成效明显, 截至 20 年累计共建共享 5G 基站规模达到 38 万, 新增 4G 共享基站 17 万个。5G 垂直行业应用上, 中国联通整合组建联通数科, 专注于打造 5G+ABCDE 融合创新的差异化竞争优势。公司持续深化混改, 与百度、阿里、京东加强生态合作。

● 投资建议: 看好后续弹性, 维持“买入”评级。

我们原预计公司 2020-2022 年净利润为 66/88/95 亿元, 考虑到疫情对 20 年业绩的影响, 下调盈利预测后 2021-2023 年净利润为 63/70/80 亿元, 对应 22/20/17 倍 PE, 看好联通后续业绩弹性, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 用户数不达预期; 5G ARPU 值大幅下降; 费用率上升。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	290,828	303,838	327,529	349,232	366,187
(+/-%)	-0.1%	4.6%	7.8%	6.6%	4.9%
净利润(百万元)	4982	5521	6281	6993	8032
(+/-%)	22.1%	10.8%	13.8%	11.3%	14.9%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.18	0.20	0.23	0.26
EBIT Margin	6.4%	7.2%	9.0%	9.1%	9.1%
净资产收益率(ROE)	3.5%	3.7%	4.3%	4.8%	5.5%
市盈率(PE)	31.8	25.2	22.1	19.9	17.3
EV/EBITDA	4.5	4.4	6.6	6.2	5.9
市净率(PB)	1.10	0.94	0.94	0.95	0.95

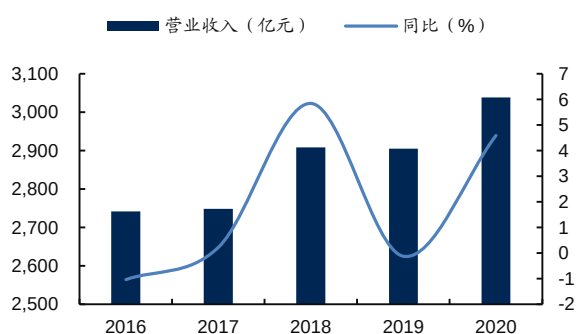
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

收入端：业务结构不断优化，转型创新发展成效显著

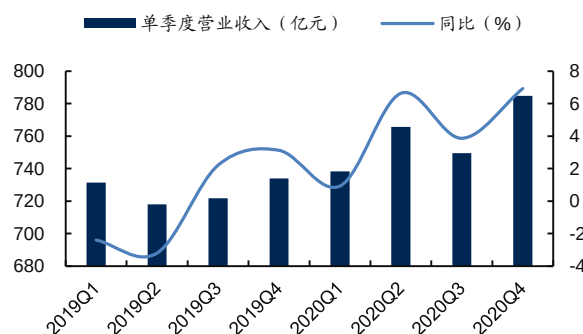
全年收入稳中有升，业绩较快增长。2020 年全年实现营业收入 3038.4 亿元，同比增长 4.6%；实现主营业务收入 2758.1 亿元，同比增长 4.3%；实现归母净利润 55.2 亿元，同比增长 10.8%；实现扣非后归母净利润 54.5 亿元，同比增长 4.8%。公司 EBITDA 为 939.3 亿元，同比降低 0.8%，占总收入比重为 34.1%，同比减少 1.8 个百分点。Q4 单季度营业收入为近六年来新高，同比和环比均有明显增长。

图 1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



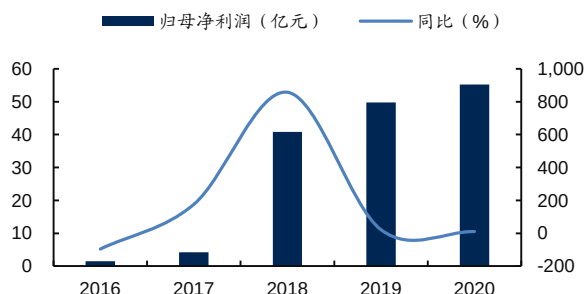
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



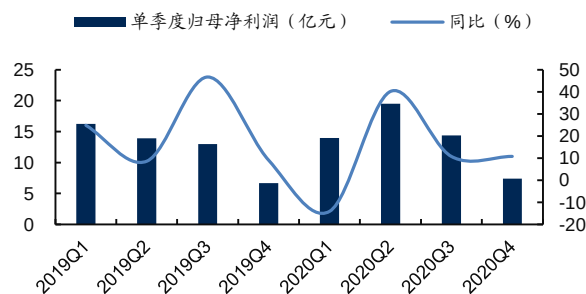
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中国联通归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：三大运营商公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：中国联通收入结构

（亿元人民币）	2019	2020	同比变化
移动主营业务收入	1,563.81	1,566.71	0.2%
语音	301.64	263.98	-12.5%
数据流量	1,034.32	1,058.95	2.4%
其他	227.85	243.78	7.0%
固网主营业务收入	1,056.59	1,168.99	10.6%
语音	93.14	90.92	-2.4%
宽带接入	415.74	425.62	2.4%
其他 ¹	547.71	652.45	19.1%
其他主营业务收入	23.46	22.44	-4.3%
销售通信产品收入	261.28	280.24	7.3%
合计	2,905.15	3,038.38	4.6%

资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

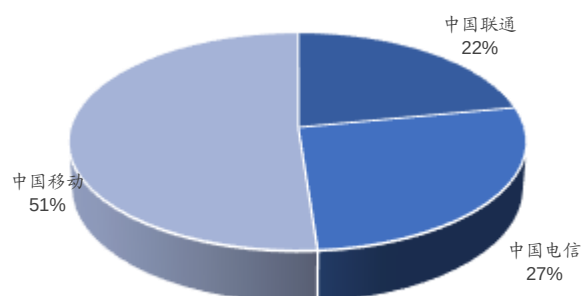
图 6：中国联通 2020 年主要经营指标

	单位	2019	2020
移动出网用户数	万	31,847.5	30,581.1
移动出网用户 ARPU	元人民币	40.4	42.1
移动手机数据流量	亿 MB	316,207	348,526
移动手机用户 DOU	GB	8.0	9.7
移动手机用户 MOU	分钟	193	157
其中：4G ¹	万	25,376.6	27,018.1
ARPU	元人民币	44.5	44.0
DOU	GB	10.7	12.2
固网宽带业务	万	8,347.8	8,609.5
接入 ARPU	元人民币	41.6	41.5
固网本地电话业务	万	5,421.5	4,733.9
ARPU	元人民币	12.0	10.6

资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

移动主营业务收入和 ARPU 连续三个季度双双环比上升。2020 年移动主营业务收入为 1567 亿元，同比止跌回升；移动用户 ARPU 为 42.1 元，同比提升 4.1%；移动出账用户达到 3.06 亿户，并首次披露 5G 套餐用户数，为 7083 万户，市占率为 22%，5G 套餐用户渗透率为 23.2%，高于行业平均水平。5G 是公司进行移动业务升级的重要抓手，公司从重点关注用户增长数量，转向重点关注用户发展质量和价值，随着 5G 用户渗透率的提升，5G 业务对移动主营业务收入和 ARPU 的拉动作用将持续增强。

图 7：三大运营商 5G 套餐用户数份额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年移动业务经营情况



资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

固网主营业务收入快速增长，达到 1169 亿元，同比增长 10.6%。其中，固网宽带接入收入为 425.6 亿元，同比增长 2.4%，止跌回升。全年宽带用户净增 261.7 万户，达到 8609.5 万户，宽带用户接入 ARPU 为 41.5 元；FTTH 用户占比达到 86%。公司加强宽移融合，并通过智慧家庭、视频、权益等组合强化家庭用户价值经营。北方发挥资源优势，主推宽带智家三“千兆”、5G 冰融套餐，提升高速宽带用户占比；南方适当补足接入和营销资源，提高市场份额、资源利用率和 ARPU。

图 9：固网主营业务收入（单位：亿元，%）



资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

图 10：2020 固网主营业务收入结构



资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

创新业务收入占比持续提升，高速发展。公司 2020 年产业互联网业务收入同比增长 30%，达到 427 亿元，占整体主营业务收入比例提高至 15.5%。其中增速最快的是云计算、大数据和物联网业务，占比最高的是 IDC 和 IT 服务业务。中国联通在全国 IDC 机房有 561 处局所，2020 平均使用量>60%，主要客户包

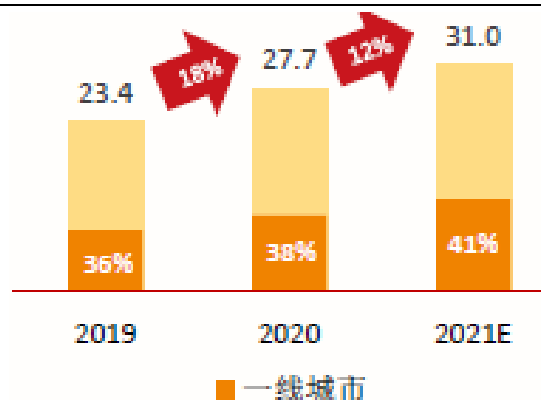
括腾讯、阿里巴巴、百度、京东等互联网客户以及金融客户、政府客户等。

图 11: 产业互联网收入构成

(亿元人民币)	2020	同比变化
IDC	195.8	20.7%
IT服务	133.6	33.4%
物联网	42.2	39.0%
云计算	38.4	62.7%
大数据	17.2	39.8%
合计	427.2	30.0%

资料来源: 中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

图 12: 中国联通 IDC 机架数



资料来源: 中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

成本费用端: 优化费用结构, 加大创新业务投入

在成本费用端保持平稳情况下, 公司不断优化投入结构。2020 年公司的销售费用同比下降了 9.2%, 主要因为公司减少实体营销渠道投入, 放弃维护成本高且用户价值低的用户, 提升整体销售效率。其他营业成本及管理费用同比增长 30.8%, 主要由于 ICT 业务快速增长导致相关服务成本增加, 以及加大对创新业务技术支撑的投入。财务费用同比下降主要是带息债务下降的影响。

图 13: 公司成本费用项目及占比变化情况

(单位: 人民币亿元)	2020 年		2019 年	
	累计发生	所占营业收入百分比	累计发生	所占营业收入百分比
成本费用合计	2,839.5	93.45%	2,730.8	94.00%
其中: 网络运营成本	105.7	3.48%	115.1	3.96%
折旧及摊销 (注 1)	830.3	27.33%	836.1	28.78%
网络运行及支撑成本	462.9	15.23%	432.4	14.88%
人工成本 (注 1)	557.4	18.35%	505.2	17.39%
销售通信产品成本	268.6	8.84%	264.1	9.09%
销售费用	304.6	10.03%	335.4	11.55%
其他营业成本及管理费用 (注 2)	307.7	10.12%	235.3	8.10%
财务费用	2.3	0.07%	7.2	0.25%

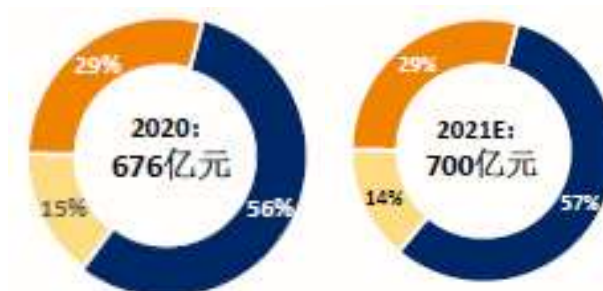
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

持续推进共建共享和深化混改, 着力拓展 5G 应用

联通与电信共建共享持续推进, 成效明显。总体共建共享 5G 基站规模累计达到 38 万 (共享率从 2020 年初的 50% 提升至 100%), 为全球首个、规模最大的 5G 共建共享网络, 共建共享已累计为双方公司节省网络建设成本超 760 亿元。2020 年联通和电信新增 4G 共享基站 17 万个, 双方共节省网络投资 90 亿元。基础资源上, 包括骨干光缆、杆路、管道等方面, 双方共节省投资 22 亿元。2020 年中国联通全年资本开支为 676.5 亿元, 主要用于移动网络、宽带及数据、基础设施及传送网建设等方面。公司整体投资节奏得到有效控制, 自由现金流

保持强劲，达到 397 亿元，财务状况保持稳健。

图 14: 公司 2020 年资本开支结构和 2021 年资本开支计划



资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

运营商在 5G 时代将服务重心从个人转向企业，5G 在垂直行业的应用创新尤为重要。中国联通整合组建联通数字科技有限公司，专注于打造 5G+ABCDE（人工智能、区块链、云计算、大数据、边缘计算）融合创新的差异化竞争优势。目前，公司拟已经开拓了 253 个 5G 灯塔客户，成功打造多个 5G 灯塔项目。公司发布 5G 独立专网、5G 混合专网、5G 虚拟专网三款 5G 专网产品，构建集约化 5G 专网/MEC 自服务平台。

混改持续深化，增强创新发展新动能。2020 年公司生态合作稳步推进，云粒、云景、云镜、云盾、智慧足迹等合资公司持续推进产品研发迭代。公司积极布局新赛道，与百度、阿里、京东成立数个战略合作中心及联合实验室，探索人工智能、边缘计算、网络切片等 5G 业务应用场景，借力混改股东资源打造差异化竞争优势。

图 15: 公司与互联网厂商创新业务合作情况

	腾讯云	百度	京东	阿里巴巴
云计算	沃云T			沃云A、钉钉产品、合建、合营云资源池
物联网	移动支付、出行服务、智能可穿戴	车联网、出行服务	数字供应链、移动支付	移动支付、出行服务、智能可穿戴
5G	5G电竞联合实验室、5G切片	5G+AI联合实验室、无人驾驶	5G物流、5G切片	5G超高清视频
触点合作	212C、云联网	212C、云联网	212C	212C、云联网
支付金融			京联信用分、沃钱包	信用分期、沃钱包
内容聚合	iPTV、手机视频	iPTV、手机视频		iPTV、手机视频
智慧家庭	智慧硬件、家庭应用融合	智慧硬件、家庭应用融合		智慧硬件、家庭应用融合
基础通信	加强合作	加强合作	加强合作	加强合作
合资公司	云景文旅 (智慧文旅)		智慧足迹 (大数据)	云粒智慧 (行业解决方案)

资料来源：中国联通业绩推介 PPT、国信证券经济研究所整理

可比公司估值

公司 PE 相对于港股的移动和电信较高，PB 也相对较高，我们认为主要是公司的业绩弹性较高所致。

表 1: 可比公司估值

代码	简称	股价		EPS (元)			PE			总市值 (亿元)
		(3月12日)	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	PB	
600050.SH	中国联通	4.48	0.18	0.20	0.23	25.2	22.1	19.9	0.94	1,389
同类公司:										
0941.HK	中国移动	52.00	5.26	5.42	5.61	10.9	10.8	10.4	0.79	10,647
0728.HK	中国电信	2.64	0.26	0.27	0.29	9.4	9	8.4	0.49	2,137
均值						10.2	9.9	9.4	0.64	

资料来源: Wind, 中国移动、中国电信采用 Wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	35215	73829	59565	51709	营业收入	303838	327529	349232	366187
应收款项	23338	25126	26790	28091	营业成本	224539	242372	258431	270978
存货净额	1951	2865	3018	3139	营业税金及附加	1354	1474	1572	1648
其他流动资产	46589	19652	20954	21971	销售费用	30461	32098	34225	35886
流动资产合计	108654	123031	111887	106470	管理费用	25759	21960	23349	24434
固定资产	362488	388157	408841	420759	财务费用	227	(593)	(981)	(704)
无形资产及其他	24942	24045	23147	22249	投资收益	2847	3000	3000	3000
投资性房地产	41934	41934	41934	41934	资产减值及公允价值变动	442	400	400	400
长期股权投资	44458	47458	50458	53458	其他收入	(9196)	0	0	0
资产总计	582475	624625	636267	644870	营业利润	15590	33619	36036	37345
短期借款及交易性金融负债	13734	10000	10000	10000	营业外净收支	369	360	360	360
应付款项	120364	148997	156929	163234	利润总额	15960	33979	36396	37705
其他流动负债	88144	107514	113521	118276	所得税费用	3435	7475	8007	8295
流动负债合计	222242	266510	280449	291510	少数股东损益	7004	14911	15972	16546
长期借款及应付债券	5480	5480	5480	5480	归属于母公司净利润	5521	6281	6993	8032
其他长期负债	23280	23280	23280	23280					
长期负债合计	28759	28759	28759	28759	现金流量表（百万元）				
负债合计	251001	295270	309209	320269		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	183765	182274	180677	179022	净利润	5521	6281	6993	8032
股东权益	147709	147080	146381	145578	资产减值准备	(87)	54	16	12
负债和股东权益总计	582475	624625	636267	644870	折旧摊销	67557	35675	40697	44469
					公允价值变动损失	(442)	(400)	(400)	(400)
					财务费用	227	(593)	(981)	(704)
					营运资本变动	(6726)	72292	10836	8633
					其它	(638)	(1545)	(1614)	(1666)
					经营活动现金流	65185	112356	56528	59079
					资本开支	(59174)	(60100)	(60100)	(55100)
					其它投资现金流	(1358)	0	0	0
					投资活动现金流	(63774)	(63100)	(63100)	(58100)
					权益性融资	66	0	0	0
					负债净变化	(387)	0	0	0
					支付股利、利息	(6093)	(6909)	(7692)	(8835)
					其它融资现金流	8033	(3734)	0	0
					融资活动现金流	(4861)	(10643)	(7692)	(8835)
					现金净变动	(3450)	38613	(14264)	(7856)
					货币资金的期初余额	38665	35215	73829	59565
					货币资金的期末余额	35215	73829	59565	51709
					企业自由现金流	18706	70975	16124	23929
					权益自由现金流	26352	67703	16889	24479

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032