

提质转型带动 ARPU 上涨，创新业务盈收持续提升

——中国联通（600050）年报点评报告

买入（上调）

日期：2021年03月11日

事件：

2021年3月11日中国联通发布2020年年报，报告期内中国联通实现营业总收入3038.38亿元，同比上升4.6%；主营业务收入2758亿元，同比上升4.3%，高于行业平均的3.6%；归母净利润55亿元，同比增长10.3%。我们认为公司目前5G业务与创新业务均拓展良好，且目前估值处于低位，有较大上升空间，上调至“买入”评级。

投资要点：

- **提质转型带动ARPU上涨，移动业务收入提升：**2020年，公司移动主营业务收入达到1,567亿元，同比止负转正；移动用户ARPU达到42.1元，同比提升4.1%；手机上网总流量增长16.5%，月户均数据流量达到约9.7GB，这说明公司聚焦高质量用户策略取得显著成效，经营情况企稳向好。公司利用大数据进行用户切片、精准施策，实现线上线下一体化、多维度场景化精准营销，从而提高了5G高价值客户的渗透率。截止至2020年底，公司5G套餐用户达到7,083万户，市场占有率22%，用户渗透率达到23.2%，高于行业平均的20%。
- **成本费用进一步管控，公司盈利能力增强。**2020年公司净利率为6.55%，同比上涨0.55pct，展现出公司成本费用管控的进一步增强。在成本端，得益于资本开支的良好管控及网络共建共享，公司2020年折旧及摊销为786,45亿元，同比下降0.6%；且由于2G、3G基站的逐步退网以及采购更低能耗的新5G基站也让公司在一定程度上控制住了电费成本增长。在费用端，公司进一步强化精准营销理念，削弱传统的价格战地推营销模式，转而增强线上营销力度，营销费用下降至304.6亿元，同比减少9.1%，提质转型步伐稳健，盈利能力持续改善。
- **研发费用大幅度增长，创新业务盈利持续提升。**公司2020年研发费用为29.64亿元，同比增长73.4%。研发力度的加大也带来了公司创新业务的高速增长，2020年公司产业互联网业务收入同比增长30.0%，达到427亿元，占整体服务收入比例提高至15.5%。其中ICT业务收入人民币134亿元，同比增长33.4%；IDC及云计算业务收入达到人民币234亿元，同比增长26.1%；物联网业务及大数据业务收入分别达到42

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)	31,011.85
流通A股(百万股)	30,537.27
收盘价(元)	4.38
总市值(亿元)	1,358.32
流通A股市值(亿元)	1,337.53

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：2021年03月11日

相关研究

万联证券研究所 20201022_公司季报点评报告_AAA_中国联通(600050)季报点评报告
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_公司季报点评报告_AAA_中国联通(600050)季报点评报告

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiqy1@wlzq.com.cn

	2020年	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	3,038	3,214	3,439	3,644
增长比率(%)	4.6%	5.8%	7.0%	6.0%
净利润(亿元)	55.21	65.35	76.23	86.14
增长比率(%)	10.8%	18.4%	16.7%	13.0%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.25	0.28
市盈率(倍)	24.8	21.0	18.0	15.9

资料来源：携宁、万联证券研究所

亿元和 17 亿元，同比分别增长 39.0%和 39.8%。并且受创新业务和固网宽带业务良好增长拉动，中国联通固网服务收入达到人民币 1169 亿元，同比增长 10.6%。创新业务的拓展是运营商从通道供应商转型成服务供应商的一个重要的转型契机。公司紧抓 5G 发展窗口机遇，重点布局智慧区域、智慧城市、交通、教育、工业、环保等领域。同时加深混改所带来的整合效益，推进自主科技创新的同时持续深化与战略投资者的合作，继续加快创新业务的发展。

- **股权回购彰显公司信心。**公司拟以集中竞价交易方式回购公司 A 股股份，后续用于实施股权激励计划。公司拟用不低于人民币 12.5 亿元，不超过人民币 25 亿元的自有资金，以不超过人民币 6.5 元/股的价格回购公司 A 股股份。回购期限为自公司董事会审议通过本次回购方案之日起不超过 12 个月。我们认为此次回购一方面可以让公司骨干持有公司股票，与公司利益绑定，提高工作效率；另一方面也能展现出公司对公司价值的信心，对股价起到一定的积极的作用。
- **建议继续关注运营商板块的估值修复行情。**我们认为三大运营商目前的估值相对于其业绩表现正处于一个较低的估值范围，仍有较大的估值修复区间。近年来三大运营商的工作重心转移，运营商市场的竞争格局从过去对“量”的追求转型为对“质”的追求，随着 5G 在 C 端渗透率的逐步提高，三大运营商的 ARPU 值企稳回升，移动业务营收有望稳步增长。并且在 5G 时代，运营商的 2B 业务也将全面开花，三大运营商均在云计算、工业互联网、专网等领域进行深度布局，有望打开新的盈利空间增长点。而且资本开支增速收敛以及在 2G、3G 基站退网后的运营成本下跌也将带来三大运营商利润的进一步上涨。因此，我们继续推荐关注三大运营商在 A 股和 H 股的估值修复行情。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2021-2023 年营收分别为 3,214 亿元、3,439 亿元以及 3,644 亿元，归母净利润为分别为 65.35 亿元、76.23 亿元以及 86.14 亿元，EPS 分别为 0.21、0.25、0.28，对应 PE 分别为 21.0、18.0、15.9，本次点评上调公司评级至“买入”评级。
- **风险因素：**5G 渗透率进度不及预期，创新业务拓展不及预期、中美贸易摩擦加剧，进一步提速降费风险

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E	至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	108,654	122,520	150,886	183,939	营业收入	303,838	321,356	343,851	364,372
货币资金	35,215	49,001	75,002	106,321	营业成本	224,539	240,053	257,201	271,821
应收票据及应收账款	19,934	21,394	22,704	23,460	营业税金及附加	1,354	1,382	1,479	1,567
其他应收款	3,403	3,170	3,486	3,793	销售费用	30,461	32,136	34,385	36,437
预付账款	6,759	4,801	5,144	5,436	管理费用	25,759	27,315	28,540	29,514
存货	1,951	2,302	2,607	2,904	研发费用	2,964	3,214	3,370	3,462
其他流动资产	41,390	41,853	41,943	42,025	财务费用	227	255	232	220
非流动资产	473,822	478,794	486,733	493,125	资产减值损失	288	330	308	318
长期股权投资	44,458	46,458	47,458	47,458	公允价值变动收益	154	123	62	31
固定资产	315,332	318,518	321,963	325,478	投资净收益	2,847	2,410	2,579	2,733
在建工程	47,156	52,828	57,932	62,527	资产处置收益	-2,258	-2,314	-1,032	-729
无形资产	24,942	20,947	17,531	14,082	营业利润	15,590	18,195	21,284	24,068
其他长期资产	41,934	40,042	41,848	43,580	营业外收入	863	892	932	976
资产总计	582,475	601,314	637,619	677,064	营业外支出	494	498	531	542
流动负债	222,242	224,189	240,936	258,402	利润总额	15,960	18,589	21,685	24,502
短期借款	740	4,350	4,939	3,876	所得税	3,435	3,811	4,445	5,023
应付票据及应付账款	120,364	118,382	127,896	140,751	净利润	12,525	14,778	17,240	19,479
预收账款	359	321	344	364	少数股东损益	7,004	8,243	9,616	10,865
其他流动负债	100,779	101,136	107,758	113,410	归属母公司净利润	5,521	6,535	7,623	8,614
非流动负债	28,759	28,759	28,759	28,759	EBITDA	87,756	72,089	75,812	73,068
长期借款	2,482	2,482	2,482	2,482	EPS (元)	0.18	0.21	0.25	0.28
应付债券	2,997	2,997	2,997	2,997					
其他非流动负债	23,280	23,280	23,280	23,280					
负债合计	251,001	252,949	269,696	287,161	主要财务比率				
股本	31,016	31,016	31,016	31,016	至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	80,391	80,391	80,391	80,391	成长能力				
留存收益	41,573	50,221	60,161	71,276	营业收入	4.6%	5.8%	7.0%	6.0%
归属母公司股东权益	147,709	156,357	166,297	177,412	营业利润	16.0%	16.7%	17.0%	13.1%
少数股东权益	183,765	192,009	201,625	212,491	归属于母公司净利润	10.8%	18.4%	16.7%	13.0%
负债和股东权益	582,475	601,314	637,619	677,064	获利能力				
					毛利率	26.1%	25.3%	25.2%	25.4%
					净利率	4.1%	4.6%	5.0%	5.3%
					ROE	3.7%	4.2%	4.6%	4.9%
					ROIC	4.0%	3.5%	3.7%	4.0%
现金流量表					偿债能力				
至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	43.1%	42.1%	42.3%	42.4%
经营活动现金流	96,423	67,176	85,883	85,203	净负债比率	0.1%	-2.8%	-9.5%	-17.3%
净利润	12,525	14,778	17,240	19,479	流动比率	0.49	0.55	0.63	0.71
折旧摊销	68,995	54,832	56,935	51,497	速动比率	0.45	0.51	0.59	0.67
营运资金变动	8,200	-1,744	13,795	16,793	营运能力				
其它	6,703	-690	-2,086	-2,567	总资产周转率	0.52	0.53	0.54	0.54
投资活动现金流	-92,017	-56,747	-60,238	-52,601	应收账款周转率	15.61	15.21	15.34	15.73
资本支出	-57,008	-58,521	-60,382	-53,952	存货周转率	115.07	104.29	98.65	93.59
投资变动	-26,222	-759	-2,496	-1,413	每股指标 (元)				
其他	-8,787	2,534	2,641	2,764	每股收益	0.18	0.21	0.25	0.28
筹资活动现金流	-26,982	3,356	357	-1,283	每股经营现金流	3.11	2.17	2.77	2.75
银行借款	10,740	3,610	589	-1,063	每股净资产	4.76	5.04	5.36	5.72
债券融资	0	0	0	0	估值比率				
股权融资	66	0	0	0	P/E	24.83	20.98	17.98	15.91
其他	-37,788	-255	-232	-220	P/B	0.93	0.88	0.82	0.77
现金净增加额	-11,847	13,785	26,002	31,318	EV/EBITDA	1.58	1.77	1.34	0.95
期初现金余额	34,825	35,215	49,001	75,002					
期末现金余额	22,937	49,001	75,002	106,321					

资料来源: 携宁、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收到任何形式的补偿。

免责声明

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