

公司研究

ARPU 持续提升，业绩表现亮眼

——中国联通（600050.SH）2021年一季报点评

要点

事件：公司发布2021年一季报，实现营业收入739亿元，同比增长8.2%；EBITDA 235亿元，基本稳定；归属于母公司净利润16.92亿元，同比增长21.2%，由于20Q1受疫情影响基数较低，符合预期。

移动业务 ARPU 持续提升。一季度公司移动出账用户净增348万户，达到3.1亿户，5G套餐用户净增2102万户至9185万户，5G套餐用户占移动出账用户比例达29.7%，5G套餐有效拉动公司移动ARPU同比增长11.5%至44.6元，较20H2的43.3元进一步提升。公司一季度移动主营业务收入达到410亿元，同比增长8.8%。

固网宽带稳定增长。公司聚焦家庭市场，通过智慧家庭、视频、权益等组合强化家庭用户价值经营，通过大数据分析赋能精准营销和存量经营。一季度固网宽带用户净增203万户，达到8813万户。固网宽带接入收入109亿元，同比增长1.1%。

创新业务继续保持较快增长。公司自混改以来，积极推进产业互联网业务的快速发展，聚焦智能城市、数字政府、工业互联网等重点领域，推进“云+智能网络+智能应用”融合营销模式，整合云、大、物、智、安、链能力，做深做透重点行业应用类产品。第一季度产业互联网业务收入144亿元，同比增长25.9%，继续保持较快增速。

积极回购 A 股用于股权激励。公司拟以12.5~25亿元自有资金，回购A股股份，用于后续股权激励。截至一季度末，已购买总金额2.1亿元，购买价格4.21~4.57元/股。

21年5G将继续快速渗透。根据中国信通院数据，2021年3月中国5G手机出货量2749.8万部，占比提升至76.2%。我们认为21年5G手机的快速普及将进一步带动5G套餐用户数上升。公司积极发挥5G网络共建共享优势，通过5G创新应用引领消费升级，将持续受益于5G套餐的快速渗透。

维持“买入”评级：我们维持公司21-23年EPS 0.22/0.27/0.33元，对应PE 19X/15X/13X。公司移动ARPU持续回升，宽带接入保持稳定，产业互联网保持快速增长，5G的持续普及有望进一步提升业绩，我们看好其在5G商用背景下的反转趋势，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，降费政策影响超预期，5G普及低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	290,515	303,838	320,070	337,329	354,964
营业收入增长率	-0.12%	4.59%	5.34%	5.39%	5.23%
净利润（百万元）	4,982	5,521	6,896	8,455	10,327
净利润增长率	22.09%	10.82%	24.90%	22.61%	22.14%
EPS（元）	0.16	0.18	0.22	0.27	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.48%	3.74%	4.53%	5.45%	6.54%
P/E	26	23	19	15	13
P/B	0.90	0.88	0.85	0.83	0.82

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-21

买入（维持）

当前价：4.17元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	310.12
总市值(亿元):	1293.19
一年最低/最高(元):	4.01/5.72
近3月换手率:	19.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.84	4.46	-54.11
绝对	-5.01	-3.91	-20.22

资料来源：Wind

相关研报

5G驱动ARPU增长，移动业务继续回升——中国联通（600050.SH）2020年报点评（2021-03-12）

市场预期处于低位，5G边际影响已逐步显现——中国联通（600050.SH）2020年中报点评（2020-08-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	290,51	303,838	320,070	337,329	354,964
营业成本	214,133	224,539	232,436	244,468	254,693
折旧和摊销	69,227	67,557	71,378	78,662	85,424
税金及附加	1,236	1,354	1,529	1,611	1,696
销售费用	33,545	30,461	32,007	33,733	33,722
管理费用	22,977	25,759	25,606	26,986	28,397
研发费用	1,709	2,964	3,408	3,919	4,507
财务费用	717	227	101	77	72
投资收益	2,175	2,847	2,000	2,000	2,000
营业利润	13,443	15,590	19,376	23,850	29,228
利润总额	14,035	15,960	19,920	24,423	29,831
所得税	2,771	3,435	4,283	5,251	6,414
净利润	11,264	12,525	15,637	19,172	23,418
少数股东损益	6,282	7,00	8,741	10,717	13,090
归属母公司净利润	4,982	5,521	6,896	8,455	10,327
EPS(按最新股本计)	0.16	0.18	0.22	0.27	0.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	96,208	107,334	88,193	85,835	98,390
净利润	4,982	5,521	6,896	8,455	10,327
折旧摊销	69,227	67,557	71,378	78,662	85,424
净营运资金增加	-5,807	11,131	-1,946	20,435	30,798
其他	27,806	23,124	11,865	-21,717	-28,160
投资活动产生现金流	-58,877	-92,017	-71,588	-69,112	-65,798
净资本支出	-58,855	-57,008	-74,776	-71,382	-67,774
长期投资变化	41,216	44,458	0	0	0
其他资产变化	-41,239	-79,467	3,188	2,269	1,976
融资活动现金流	-32,469	-26,982	-2,529	-6,565	-7,513
股本变化	6	-18	-4	0	0
债务净变化	-13,352	-4,504	-77	-1,042	143
无息负债变化	29,264	14,770	5,649	-9,225	-6,888
净现金流	4,887	-11,847	14,075	10,158	25,079

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.3%	26.1%	27.4%	27.5%	28.2%
EBITDA 率	30.4%	29.6%	30.3%	31.4%	33.2%
EBIT 率	6.2%	6.9%	8.0%	8.1%	9.2%
税前净利润率	4.8%	5.3%	6.2%	7.2%	8.4%
归母净利润率	1.7%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%
ROA	2.0%	2.2%	2.6%	3.2%	3.8%
ROE (摊薄)	3.5%	3.7%	4.5%	5.4%	6.5%
经营性 ROIC	4.7%	5.3%	6.4%	6.5%	7.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43%	43%	43%	41%	39%
流动比率	0.40	0.49	0.54	0.62	0.77
速动比率	0.39	0.48	0.53	0.61	0.76
归母权益/有息债务	6.04	7.69	7.96	8.58	8.66
有形资产/有息债务	22.56	28.81	29.90	31.87	32.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	564,231	582,475	601,334	604,793	613,882
货币资金	38,665	35,215	49,291	59,449	84,528
交易性金融资产	202	1,560	844	869	1,091
应收帐款	20,457	19,461	20,587	21,697	22,831
应收票据	164	473	499	525	553
其他应收款 (合计)	2,801	3,403	3,585	3,779	3,976
存货	2,359	1,951	1,890	1,881	1,867
其他流动资产	13,452	39,008	39,008	39,008	39,008
流动资产合计	83,604	108,654	123,828	135,652	162,533
其他权益工具	3,323	1,838	3,021	2,728	2,529
长期股权投资	41,216	44,458	44,453	44,448	44,444
固定资产	312,534	315,332	321,683	315,041	296,675
在建工程	52,911	46,703	40,554	32,998	27,207
无形资产	25,746	24,942	24,488	24,043	23,607
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	40,023	33,853	33,853	33,853	33,853
非流动资产合计	480,627	473,822	477,506	469,141	451,349
总负债	240,735	251,001	256,574	246,306	239,562
短期借款	5,614	740	192	0	0
应付账款	102,767	114,883	120,867	110,011	101,877
应付票据	4,03	5,482	5,675	5,968	6,218
预收账款	330	359	378	398	419
其他流动负债	12,047	9,796	9,796	9,796	9,796
流动负债合计	206,813	222,242	228,654	217,860	211,453
长期借款	2,869	2,482	2,282	2,132	2,032
应付债券	3,995	2,997	2,664	3,219	2,960
其他非流动负债	26,508	22,484	22,484	22,484	22,484
非流动负债合计	33,922	28,759	27,920	28,446	28,109
股东权益	323,496	331,474	344,760	358,486	374,320
股本	31,034	31,016	31,012	31,012	31,012
公积金	81,709	82,201	82,894	83,740	84,773
未分配利润	36,023	39,392	43,557	45,694	47,319
归属母公司权益	143,327	147,709	152,254	155,263	158,006
少数股东权益	180,169	183,765	192,506	203,224	216,314

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.55%	10.03%	10.00%	10.00%	9.50%
管理费用率	7.91%	8.48%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.25%	0.07%	0.03%	0.02%	0.02%
研发费用率	0.59%	0.98%	1.06%	1.16%	1.27%
所得税率	20%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.07	0.18	0.25	0.30
每股经营现金流	3.10	3.46	2.84	2.77	3.17
每股净资产	4.62	4.76	4.91	5.01	5.10
每股销售收入	9.36	9.80	10.32	10.88	11.45

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	23	19	15	13
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.5	5.4	5.0	4.8	4.5
股息率	1.4%	1.6%	4.2%	5.9%	7.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE