

公司研究

移动业务收入增速回升，开启派发中期股息

——中国联通（600050.SH）2021年中报点评

要点

事件：公司发布2021年中报，上半年实现营业收入1642亿元，同比增长9.2%；其中主营业务收入1487亿元，同比增长7.5%；EBITDA 494亿元，同比增长0.1%；归属于上市公司股东的净利润40.33亿元，同比增长20.6%，符合预期。

5G套餐用户继续提升，移动业务收入保持较好增长。公司上半年移动出账用户数净增465万户达3.1亿户，其中5G套餐用户数达1.13亿户，较Q1末提升0.21亿户，7月末继续上升至1.21亿户。上半年ARPU值44.4元，较去年同比增长8.5%，但较Q1的44.6元略有回落。手机上网总流量增长27.5%，DOU约12.2GB。移动主营业务收入821亿元，同比提升7.3%，增幅创2018年以来新高。下半年，随着5G技术、网络、终端和应用的逐步成熟，公司将积极发挥竞争优势，以5G引领移动业务持续转型创新发展。

固网宽带保持稳定，创新业务继续保持较快增长。上半年公司固网宽带接入收入220亿元，同比增0.7%，固网宽带用户数净增403万户，达9012万户。上半年公司产业互联网业务收入同比增长23.6%，达到280.3亿元，占整体主营业务收入比例同比提升2.5pct至18.9%。联通云收入同比提升54.1%，达到76.9亿元。受创新业务良好增长的拉动，公司固网主营业务收入653亿元，同比增长7.9%。

累计回购22亿元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7月末，已购买总金额22亿元，购买价格4.17~4.57元/股。

重视股东回报，首次派发中期股息。公司计划开启派发中期股息（含税每股人民币0.0488元），同时计划提高红筹公司全年派息率。我们认为，未来随着5G应用带来的盈利持续增长，资本开支长期下行带来的远期折旧费用节省，公司有望进入业绩收获期，提高股息率将进一步提振市场信心。

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/16X/13X。我们认为，在5G产业周期从5G建设走向5G应用的背景下，运营商具备长期向好逻辑，公司移动收入保持稳定增长，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 | 6,941 | 8,507 | 10,384 |
| 净利润增长率 | 22.09% | 10.82% | 25.71% | 22.56% | 22.07% |
| EPS(元) | 0.16 | 0.18 | 0.22 | 0.27 | 0.33 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 3.48% | 3.74% | 4.56% | 5.48% | 6.57% |
| P/E | 27 | 24 | 19 | 16 | 13 |
| P/B | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-19

买入（维持）

当前价：4.33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

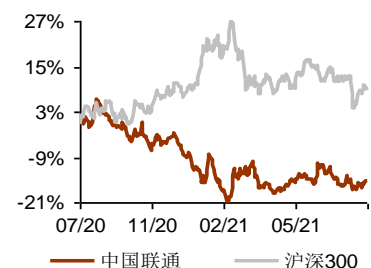
021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

| | |
|------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 310.12 |
| 总市值(亿元) | 1342.81 |
| 一年最低/最高(元) | 4.01/5.59 |
| 近3月换手率 | 16.25% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|------|------|------|
| 相对 | 7.52 | 8.60 | 0.04 |
| 绝对 | 2.61 | 2.61 | 2.61 |

资料来源：Wind

相关研报

ARPU持续提升，业绩表现亮眼——中国联通（600050.SH）2021年一季报点评（2021-04-21）

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）

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 290,515 | 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 | 96,643 | 103,927 | 110,689 |
| 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 | 84 | 35 | 9 |
| 投资收益 | 2,175 | 2,847 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 营业利润 | 13,443 | 15,590 | 19,506 | 24,000 | 29,393 |
| 利润总额 | 14,035 | 15,960 | 20,050 | 24,573 | 29,996 |
| 所得税 | 2,771 | 3,435 | 4,311 | 5,283 | 6,449 |
| 净利润 | 11,264 | 12,525 | 15,739 | 19,290 | 23,547 |
| 少数股东损益 | 6,282 | 7,004 | 8,798 | 10,783 | 13,163 |
| 归属母公司净利润 | 4,982 | 5,521 | 6,941 | 8,507 | 10,384 |
| EPS(元) | 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 | 113,465 | 111,106 | 123,658 |
| 净利润 | 4,982 | 5,521 | 6,941 | 8,507 | 10,384 |
| 折旧摊销 | 69,227 | 67,557 | 96,643 | 103,927 | 110,689 |
| 净营运资金增加 | -5,807 | 11,131 | -1,946 | 20,435 | 30,798 |
| 其他 | 27,806 | 23,124 | 11,828 | -21,763 | -28,213 |
| 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 | -2,738 | -6,367 | -7,496 |
| 股本变化 | 6 | -18 | -4 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -13,352 | -4,504 | -269 | -850 | 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 | 39,138 | 35,627 | 50,364 |

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% | 38.2% | 38.9% | 40.3% |
| EBIT 率 | 6.2% | 6.9% | 8.0% | 8.1% | 9.2% |
| 税前净利润率 | 4.8% | 5.3% | 6.3% | 7.3% | 8.5% |
| 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% | 4.6% | 5.5% | 6.6% |
| 经营性 ROIC | 4.7% | 5.3% | 7.0% | 7.7% | 9.7% |

| 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 | 0.65 | 0.85 | 1.13 |
| 速动比率 | 0.39 | 0.48 | 0.64 | 0.85 | 1.12 |
| 归母权益/有息债务 | 6.04 | 7.69 | 8.04 | 8.58 | 8.67 |
| 有形资产/有息债务 | 22.56 | 28.81 | 30.20 | 31.88 | 32.14 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产 | 564,231 | 582,475 | 601,210 | 604,943 | 614,115 |
| 货币资金 | 38,665 | 35,215 | 74,354 | 109,980 | 160,344 |
| 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 | 148,891 | 186,183 | 238,349 |
| 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 | 296,491 | 264,649 | 221,077 |
| 在建工程 | 52,911 | 46,703 | 40,554 | 32,998 | 27,207 |
| 无形资产 | 25,746 | 24,942 | 24,493 | 24,053 | 23,621 |
| 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 | 452,319 | 418,759 | 375,766 |
| 总负债 | 240,735 | 251,001 | 256,382 | 246,306 | 239,562 |
| 短期借款 | 5,614 | 740 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 102,767 | 114,883 | 120,867 | 110,011 | 101,877 |
| 应付票据 | 4,039 | 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 | 228,462 | 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 | 344,828 | 358,636 | 374,553 |
| 股本 | 31,034 | 31,016 | 31,012 | 31,012 | 31,012 |
| 公积金 | 81,709 | 82,201 | 82,899 | 83,750 | 84,788 |
| 未分配利润 | 36,023 | 39,392 | 43,564 | 45,711 | 47,341 |
| 归属母公司权益 | 143,327 | 147,709 | 152,264 | 155,290 | 158,043 |
| 少数股东权益 | 180,169 | 183,765 | 192,564 | 203,347 | 216,510 |

| 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% | 0.01% | 0.00% |
| 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 | 3.66 | 3.58 | 3.99 |
| 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 | 27 | 24 | 19 | 16 | 13 |
| PB | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 5.5 | 5.5 | 3.8 | 3.5 | 3.2 |
| 股息率 | 1.4% | 1.5% | 4.1% | 5.7% | 7.0% |

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的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