

证券研究报告—动态报告

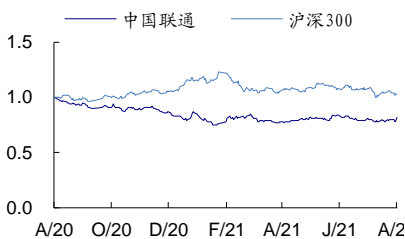
信息技术

通信

中国联通(600050)
买入
2021 年半年度报告点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 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) | 31,012/30,756 |
| 总市值/流通(百万元) | 134,281/133,172 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,466/14,487 |
| 12 个月最高/最低(元) | 5.59/4.01 |

相关研究报告:

《中国联通-600050-2021 年一季报业绩点评: Q1 业绩超预期, 业务全面改善》——2021-04-22

《中国联通-600050-2020 年年报点评: ARPU 值稳步提升, 创新业务表现亮眼》——2021-03-15

《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

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
转型稳步推进, 加大创新业务投入

公司发布 2021 年半年度报告, 上半年实现 1641.74 亿元, 同比增长 9.2%; 实现归母净利润 40.33 亿元, 同比增长 20.6%。联通 A 股计划开启派发中期股息 (含税每股派发现金股利 0.0488 元)。

● 上半年收入和利润提速增长, 转型稳步推进

公司上半年的收入取得良好增长主要受益于移动主营业务和固网主营业务收入的稳步增长以及销售通信产品收入的高速增长, 尤其是创新业务的高速增长。移动主营业务收入达到 821 亿元, 同比提升 7.3%, 得益于用户数的增长和 5G 用户渗透率提升带来的移动 ARPU 值提升; 固网主营业务收入达到 653 亿元, 同比增长 7.9%, 得益于宽移融合的持续推进以及智慧家庭、IDC、IT 服务、云计算等业务的高速发展。其中, 产业互联网业务收入 280.3 亿元, 同比增长 23.6%, 受益于联通加速推动 5G+垂直行业应用落地, 以及创业业务的竞争力加强。

● 成本费用结构持续优化, 加大创新业务投入促进长期成长

中国联通上半年的成本费用同比增长 10%, 增速略高于营收增速, 主要由于加大对 5G 及创新业务的资源和人才投入, 为未来的长期持续增长奠定基础。其中, 值得一提的是折旧及摊销费用同比基本持平, 主要得益于今年资本开支的良好管控及网络共建共享; 网络运行及支撑成本同比增长 13%, 主要是随着网络建设规模的扩大, 房屋设备租赁成本、能耗成本持续增加; 人力成本同比增长 12.7%, 主要与加大创新人才的引进和激励有关。盈利能力来看, EBITDA 基本保持平稳, 净利率提升 0.55pp。全年资本开支计划维持不变, 主要集中于下半年。

此外, 公司公告拟分拆智网科技 A 股上市, 利于加快提升和释放价值。

● 投资建议: 看好后续业绩弹性, 维持“买入”评级。

我们看好公司的业绩弹性, 上调盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润为 63/70/80 亿元, 调整为 67/76/85 亿元, 对应 20/18/16 倍 PE, 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 | 6701 | 7588 | 8452 |
| (+/-%) | 22.1% | 10.8% | 21.4% | 13.2% | 11.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.16 | 0.18 | 0.22 | 0.24 | 0.27 |
| EBIT Margin | 6.4% | 7.2% | 9.0% | 9.1% | 9.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 3.5% | 3.7% | 4.6% | 5.2% | 5.8% |
| 市盈率(PE) | 31.8 | 24.3 | 20.0 | 17.7 | 15.9 |
| EV/EBITDA | 4.5 | 4.3 | 6.6 | 6.1 | 5.8 |
| 市净率(PB) | 1.10 | 0.91 | 0.91 | 0.92 | 0.92 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

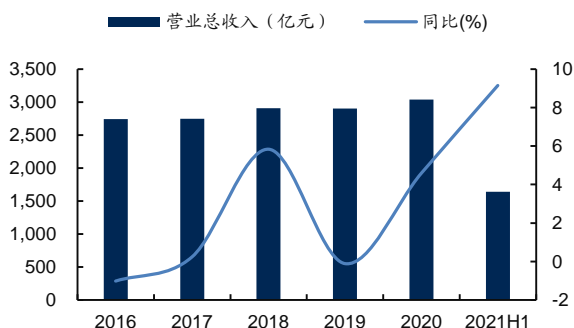
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年收入和利润提速增长，转型稳步推进

中国联通 2021 年上半年实现营业收入 1641.74 亿元，同比增长 9.2%；主营业务收入达到 1487 亿元，同比增长 7.5%；实现归母净利润 40.33 亿元，同比增长 20.6%；实现扣非后归母净利润为 41.74 亿元，同比增长 17.9%。上半年公司经营活动现金流量净额为 514.2 亿元，同比增长 5.7%，自由现金流 314 亿元，高于 2020 年全年的 268 亿元，现金流表现优异。基于良好的现金流和业绩表现，联通 A 股计划开启派发中期股息（含税每股派发现金股利 0.0488 元）。

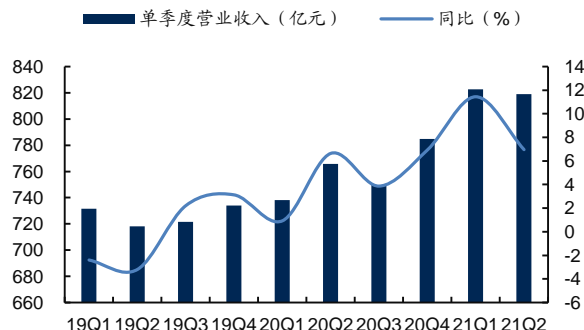
2021Q2 中国联通实现营业收入 819 亿元，同比增长 7.0%；实现归母净利润 23.4 亿元，同比增长 20.2%，突破近十二年来单季度新高。

图 1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



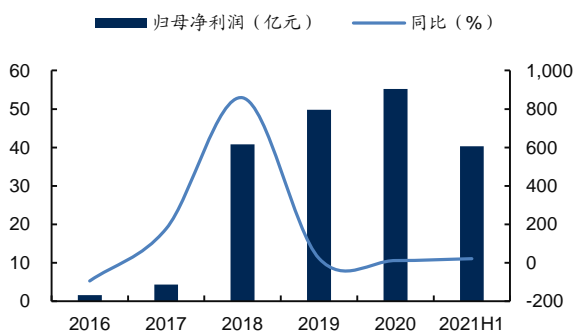
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



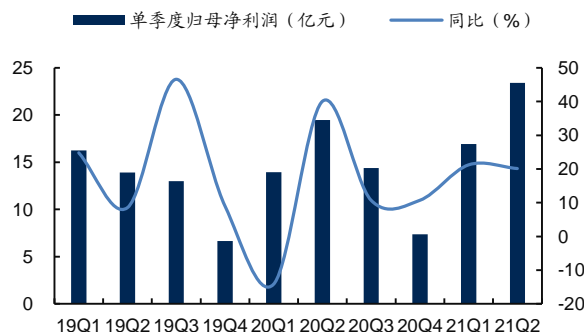
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中国联通归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、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

公司上半年的收入取得良好增长主要受益于移动主营业务和固网主营业务收入的稳步增长以及销售通信产品收入的高速增长，尤其是创新业务的高速增长。

表 1: 中国联通收入构成

| 亿元人民币 | 1H2020 | 1H2021 | 同比变化 |
|--------------------------------|---------|---------|-------|
| 移动主营业务收入 | 765.16 | 820.92 | 7.3% |
| 语音 | 128.39 | 129.52 | 0.9% |
| 数据流量 | 520.57 | 546.54 | 5.0% |
| 其他 | 116.20 | 144.86 | 24.7% |
| 固网主营业务收入 | 605.66 | 653.30 | 7.9% |
| 语音 | 44.10 | 45.61 | 3.4% |
| 宽带接入 | 218.74 | 220.25 | 0.7% |
| 其他 (IDC、IT 服务、云计算及 电路出租收入等) | 342.82 | 387.44 | 13.0% |
| 其他主营业务收入 | 12.53 | 12.52 | -0.1% |
| 销售通信产品收入 | 120.62 | 155.00 | 28.5% |
| 合计 | 1503.97 | 1641.74 | 9.2% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2021 年上半年, 移动主营业务收入达到 821 亿元, 同比提升 7.3%; 其中移动出账用户止跌回升, 随着 4G 用户向 5G 用户迁移, 移动用户综合 ARPU 值提升 8.5%, 达到 44.4 元。截至 2021 年 6 月底, 5G 套餐用户达到 1.13 亿户, 5G 套餐用户渗透率达到 36.5%。我们预计下半年 5G ARPU 稳中有升, 移动用户综合 ARPU 随着内容、权益和金融工具的丰富仍保持上升趋势。

固网主营业务收入达到 653 亿元, 同比增长 7.9%。其中宽带接入收入为 220 亿元, 同比增长 0.7%; 其中固网宽带用户净增数量提升, 总数达到 9012 万户, 宽带接入 ARPU 达到 41.8 元 (相比去年同期的 43 元有所下降)。智慧家庭业务增速明显高于宽带接入收入增速, 公司持续夯实智慧社区和智慧沃家平台核心能力, 全力推动三千兆宽移融合发展, 2021H1 宽移融合业务在固网宽带用户中的渗透率达到 67%, 同比提升 6 个百分点。

图 5: 中国联通 2021H1 固网主营业务收入结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 中国联通智慧家庭产品和宽带接入收入情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

产业互联网业务收入 280.3 亿元, 同比增长 23.6%, 占主营业务收入的比例同比提升 2.5 个百分点至 18.9%。一方面, 联通积极推动 5G+垂直行业应用融合创新发展, 上半年 5G 行业应用累计签约合同金额超过 13 亿元; 另一方面, 联通加大投入打造创新业务的竞争力, 其中 IDC 收入规模最大, 增速稳健, 截至

2021年6月底，中国联通的机架数达到29万架，预计今年底达到31万架。

表 2: 产业互联网收入分析

| 业务 | 收入(亿元) | 收入增速 |
|-------|--------|-------|
| IT 服务 | 100 | 33% |
| 物联网 | 30 | 38% |
| 大数据 | 13 | 43% |
| 云计算 | 28 | 38.9% |
| IDC | 110 | 9.0% |
| 合计 | 280 | 23.6% |

资料来源：中国联通 A 股 2021 年中期业绩推介材料，国信证券经济研究所整理

中国联通 2021 年的资本开支计划维持不变，预计 2020-2022 年是 5G 投资高峰期。上半年联通的资本开支为 142.8 亿元，占全年资本开支计划（700 亿）的 20%。上半年资本开支中基础设施、传输网及其他占比最多，下半年公司会加大移动网络的投资占比。2021 年 5G 资本开支计划约 350 亿元，上半年新增可用 5G 基站约 8 万站，全年预计新增 32 万站。联通和电信持续推进共建共享，预计到年底可用 5G 基站可达到 70 万站。

图 7: 中国联通 2021H1 资本开支结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 中国联通 2021E 资本开支结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本费用端与收入端保持同步，加大创新业务投入促进长期成长

中国联通上半年的 EBITDA 整体持平，占主营业务收入比例 33.2%，同比下降 2.5pp。上半年公司的成本费用合计 1512.69 亿元，同步增长 10%，增速略高于营收增速，主要由于加大对 5G 及创新业务的资源和人才投入，为未来的长期持续增长奠定基础。

其中，值得一提的是折旧及摊销费用在成本费用中占比 27.4%，同比基本持平，主要得益于今年资本开支的良好管控及网络共建共享；网络运行及支撑成本占总成本费用比例为 16.6%，同比增长 13%，主要是随着网络建设规模的扩大，房屋设备租赁成本、能耗成本持续增加，去年目标是占收入比基本稳定；人力成本占总成本费用比例为 20.5%，同比增长 12.7%，主要与加大创新人才的引进和激励有关；其他经营及管理费用占总成本费用比例为 11.9%，同比增长 21.6%，主要包括技术支撑支出、IT 服务成本和管理费用及其他，这部分投入

的增加有助于推动产业互联网收入和 IT 主营业务收入的增长，为公司长期持续发展助力。

拟分拆下属公司智网科技 A 股上市，加快提升和释放价值

联通智网科技股份有限公司主要从事车联网专业化经营，提供车联网全生命周期智能连接产品及智能运营专业化服务，以及基于 5G、MEC、C-V2X 等新一代信息技术的智慧交通车路协同、车队管理及智能座舱等智能应用。联通智网科技 2020 年全年营收约 4.2 亿元人民币，净利润约 6700 万元人民币，其分拆独立上市后有利于强化融资能力和运营灵活性，利于吸引人才和提高竞争力，同时有助于公司拟加快提升和释放价值。

可比公司估值

我们看好公司的业绩弹性，上调盈利预测，预计 2021-2023 年净利润为 63/70/80 亿元，调整为 67/76/85 亿元，对应 20/18/16 倍 PE，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

| 代码 | 简称 | 股价(港股为港币, A 股为人民币) | | EPS (元) | | | PE | | | PB | 总市值(港股为亿港元, A 股为亿人民币) |
|-----------|------|--------------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|------|--------|-----------------------|
| | | (8 月 19 日) | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E | | | |
| 600050.SH | 中国联通 | 4.33 | 0.18 | 0.22 | 0.24 | 25.05 | 20.04 | 17.70 | 0.94 | 1,343 | |
| 同类公司: | | | | | | | | | | | |
| 0762.HK | 中国联通 | 4.45 | 0.41 | 0.46 | 0.51 | 9.04 | 8.06 | 7.27 | 0.33 | 1,362 | |
| 0941.HK | 中国移动 | 51.45 | 5.27 | 5.73 | 6.37 | 8.13 | 7.48 | 6.73 | 0.74 | 10,535 | |
| 0728.HK | 中国电信 | 2.93 | 0.26 | 0.32 | 0.36 | 9.48 | 7.63 | 6.85 | 0.52 | 2,371 | |
| 均值 | | | | | | 8.88 | 7.72 | 6.95 | 0.53 | | |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

用户数不达预期；5G ARPU 值大幅下降；费用率上升。

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 | 73743 | 59420 | 51521 | 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 | 122946 | 111742 | 106283 | 管理费用 | 25759 | 21960 | 23349 | 24434 |
| 固定资产 | 362488 | 388157 | 408841 | 420759 | 财务费用 | 227 | (592) | (978) | (700) |
| 无形资产及其他 | 24942 | 24045 | 23147 | 22249 | 投资收益 | 2847 | 4000 | 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 | 624539 | 636122 | 644683 | 营业利润 | 15590 | 34618 | 36034 | 37341 |
| 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 | 34978 | 36394 | 37701 |
| 其他流动负债 | 88144 | 107514 | 113521 | 118276 | 所得税费用 | 3435 | 7695 | 8007 | 8294 |
| 流动负债合计 | 222242 | 266510 | 280449 | 291510 | 少数股东损益 | 7004 | 15350 | 15971 | 16545 |
| 长期借款及应付债券 | 5480 | 5480 | 5480 | 5480 | 归属于母公司净利润 | 5521 | 6701 | 7588 | 8452 |
| 其他长期负债 | 23280 | 23280 | 23280 | 23280 | | | | | |
| 长期负债合计 | 28759 | 28759 | 28759 | 28759 | | | | | |
| 负债合计 | 251001 | 295270 | 309209 | 320269 | | | | | |
| 少数股东权益 | 183765 | 182230 | 180633 | 178979 | | | | | |
| 股东权益 | 147709 | 147038 | 146280 | 145434 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 582475 | 624539 | 636122 | 644683 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 5521 | 6701 | 7588 | 8452 |
| 资产减值准备 | (87) | 54 | 16 | 12 |
| 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 | (592) | (978) | (700) |
| 营运资本变动 | (6726) | 72292 | 10836 | 8633 |
| 其它 | (638) | (1589) | (1613) | (1666) |
| 经营活动现金流 | 65185 | 112733 | 57124 | 59499 |
| 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) | (7371) | (8347) | (9298) |
| 其它融资现金流 | 8033 | (3734) | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (4861) | (11105) | (8347) | (9298) |
| 现金净变动 | (3450) | 38527 | (14323) | (7898) |
| 货币资金的期初余额 | 38665 | 35215 | 73743 | 59420 |
| 货币资金的期末余额 | 35215 | 73743 | 59420 | 51521 |
| 企业自由现金流 | 18706 | 70975 | 16124 | 23929 |
| 权益自由现金流 | 26352 | 67702 | 16887 | 24476 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 每股收益 | 0.18 | 0.22 | 0.24 | 0.27 |
| 每股红利 | 0.20 | 0.24 | 0.27 | 0.30 |
| 每股净资产 | 4.76 | 4.74 | 4.72 | 4.69 |
| ROIC | 7% | 9% | 10% | 10% |
| ROE | 4% | 5% | 5% | 6% |
| 毛利率 | 26% | 26% | 26% | 26% |
| EBIT Margin | 7% | 9% | 9% | 9% |
| EBITDA Margin | 29% | 20% | 21% | 21% |
| 收入增长 | 5% | 8% | 7% | 5% |
| 净利润增长率 | 11% | 21% | 13% | 11% |
| 资产负债率 | 75% | 76% | 77% | 77% |
| 息率 | 4.5% | 5.5% | 6.2% | 6.9% |
| P/E | 24.3 | 20.0 | 17.7 | 15.9 |
| P/B | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 4.3 | 6.6 | 6.1 | 5.8 |

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。

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