

## 2021 年中报点评：坚持创新转型，打造差异化优势，加快实现高质量发展

买入（维持）

2021 年 08 月 23 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	303,838	320,888	342,122	366,125
同比（%）	4.6%	5.6%	6.6%	7.0%
归母净利润（百万元）	5,521	7,976	9,131	10,320
同比（%）	10.8%	44.5%	14.5%	13.0%
每股收益（元/股）	0.18	0.26	0.29	0.33
P/E（倍）	23.48	16.25	14.20	12.56

### 投资要点

- **事件：**中国联通 2021 上半年实现营业收入 1641.71 亿元，同比+9.16%；归母净利润 40.33 亿元，同比+20.61%；实现基本每股收益 0.13 元/股，同比增长 21.30%，业绩符合我们预期。
- **智能化转型升级，带动营收持续提高：**2021 年上半年，公司紧抓经济社会数字化、网络化、智能化转型需求，融合发展创新业务和基础业务，实现营业收入 1641.71 亿元，YoY+9.16%；实现归母净利润 40.33 亿元，YoY+20.61%。公司销售毛利率达到 26.70%，较 2020H2 提高 0.60pp，销售净利率达到 5.59%，较 2020H2 上升 1.47pp。同时，2017H1-2021H1 经营活动产生的现金占营业收入的比例持续保持在 30%以上，回款质量好，经营现金流稳定，2021 年上半年经营活动产生的现金流量净额为 514.15 亿元。由于公司规模不断扩大，销售费用、管理费用和财务费用均有上升，总和达到 299.05 亿元，环比增速为 3.39%。
- **智网科技分拆预案发布，加快提升和释放价值：**2021 年 8 月 19 日中国联通发布分拆预案，拟将间接控股子公司智网科技分拆至 A 股上市。智网科技业务聚焦于车联网领域，包括智能连接，智能运营及智能应用，本次分拆不会对公司其他业务板块的持续经营构成实质性影响，有利于进一步提升和释放公司整体价值，增强公司及智网科技的创新能力和发展潜力。
- **派息比率计划提升，加大股东回报：**得益于良好的经营情况和强劲的现金流水平，联通红筹公司于 2021 年 8 月 19 日决议开启中期股息派发计划，2021 年中期派发每股股利 0.12 元。中国联通预计 2021 年全年市场每股股息 0.195 元。2021 年上半年公司实现每股股息增长大于每股盈利增长，并计划提升 2021 年度全年利润派息率，充分反映公司重视股东权益及回报，共享经营成果。
- **盈利预测与投资评级：**随着政策利好、5G 渗透率稳步向上，中国联通业绩实现稳步提升，因此我们将 2021-2023 年归母净利润预测从 59.10/63.97/69.72 亿元上调至 79.76/91.31/103.20 亿元，对应 EPS 分别从 0.19/0.21/0.22 元上调为 0.26/0.29/0.33 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 16/14/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争持续风险、行业监管政策变化风险、技术升级不及预期风险、5G 建设不及预期风险、涉外境外风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.18
一年最低/最高价	4.01/5.43
市净率(倍)	0.87
流通 A 股市值(百万元)	128558.59

### 基础数据

每股净资产(元)	4.79
资产负债率(%)	41.52
总股本(百万股)	31011.85
流通 A 股(百万股)	30755.64

### 相关研究

- 1、《中国联通（600050）：重回富时指数系列，看好中国联通基本面扎实稳步向上》2021-06-10
- 2、《中国联通（600050）：2021 年 1 季报点评：业绩持续向好，产业互联网业务快速增长》2021-04-22
- 3、《中国联通（600050）：2020 年年报点评：投资结构优化，核心业务稳步向好》2021-03-12

## 1. 经营状况逐季提升，H1 业绩稳步提升

中国联通公布 2021 年中报，上半年实现营业收入 1641.74 亿元，同比增长 9.16%，实现归母净利润 40.33 亿元，同比增长 20.61%，实现基本每股收益 0.13 元/股，同比增长 21.30%。

2021 年上半年，公司紧抓经济社会数字化、网络化、智能化转型需求，融合发展创新业务和基础业务，移动 ARPU 和服务收入持续提升，利润率显著提升。2021H1 实现营业收入 1641.74 亿元，YoY +9.16%，较 2020H2（1534.41 亿元）环比增长 6.99%；实现归母净利润 40.33 亿元，YoY +20.61%，较 2020H2（21.77 亿元）环比增长 85.25%。

图 1：中国联通营业总收入及同比增速（亿元，%）

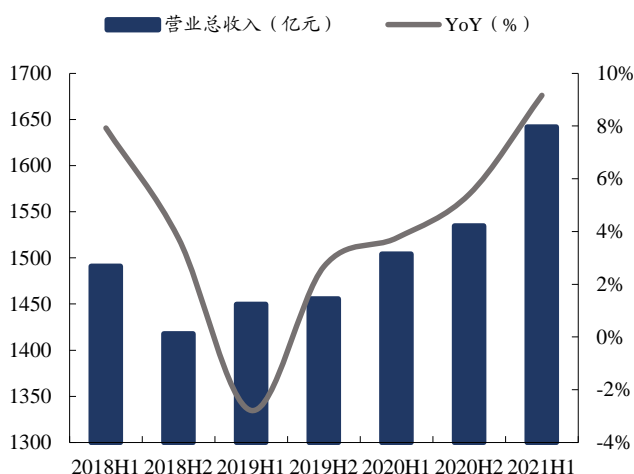
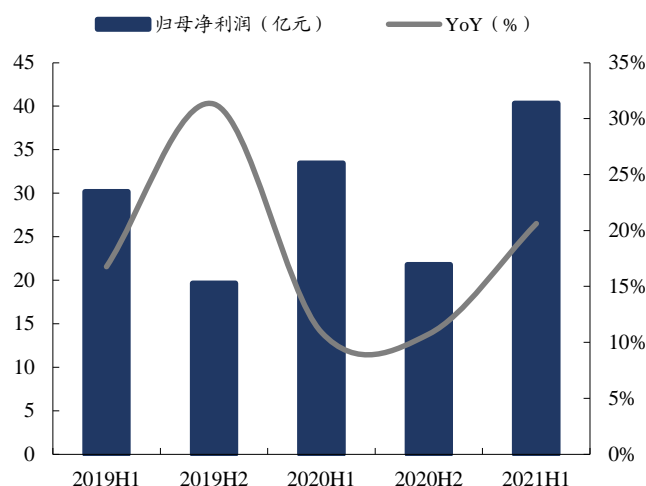


图 2：中国联通归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

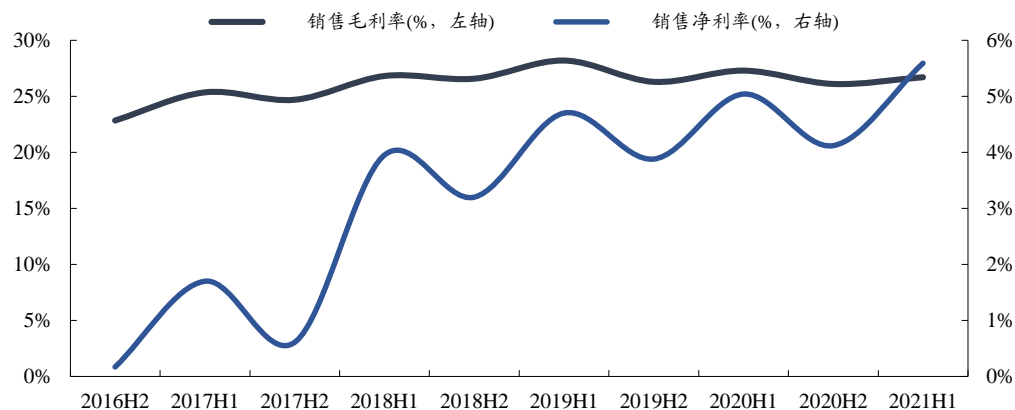
数据来源：wind，东吴证券研究所

### 1.1. 经营质量稳步提升，现金流显著改善

2021 年上半年销售毛利率为 26.70%，较去年同期下降 0.59pp，较 2020H2 上升 0.60pp；销售净利率为 5.59%，较去年同期上升 0.55pp，较 2020H2 上升 1.47pp，经营质量稳步提升。

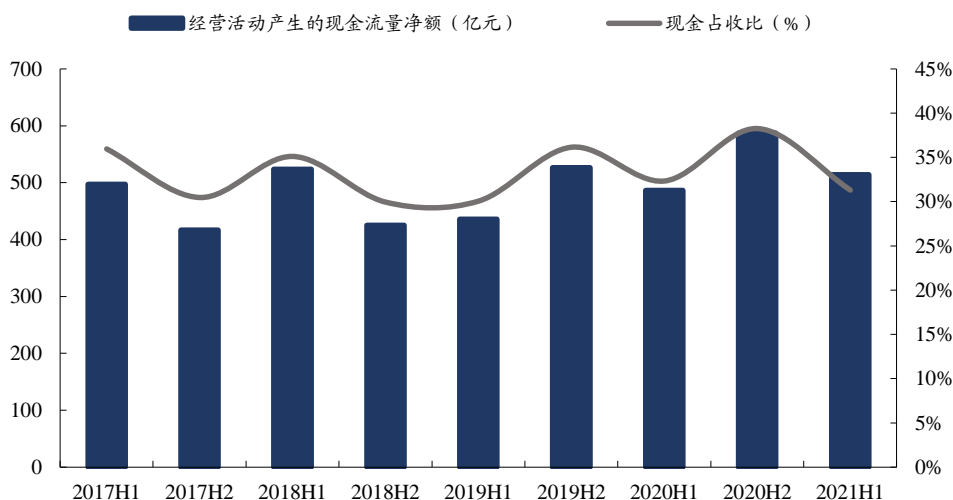
现金流方面，2021 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 514.15 亿元，较去年同期增加 27.78 亿元，同比增加 5.71%。同时，2017H1-2021H1 经营活动产生的现金占营业收入的比例持续保持在 30% 以上，回款质量好，经营现金流稳定。

图 3: 中国联通销售毛利率及净利率 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 中国联通现金流情况 (亿元, %)

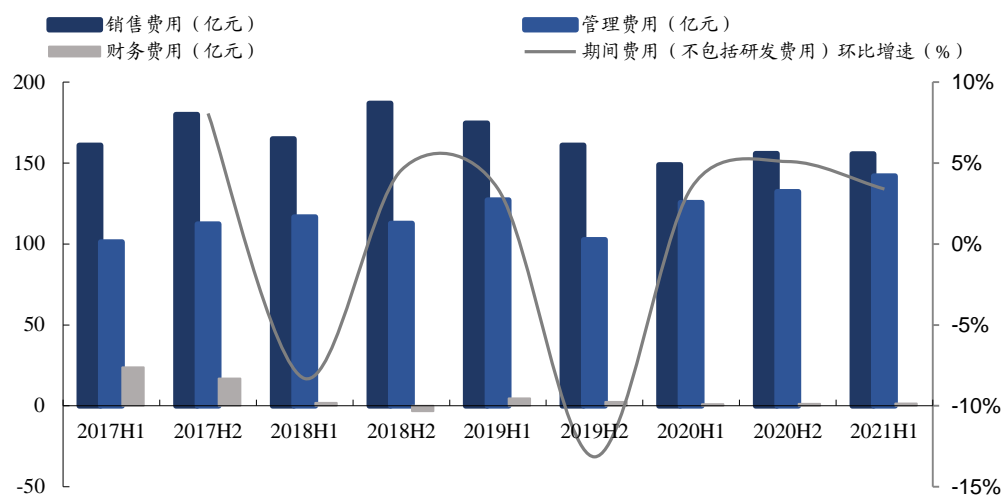


数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 加大费用支出, 持续保持研发投入

中国联通费用控制能力需进一步完善。由于公司业务规模扩大, 2021年上半年公司三大费用均有上升。上半年公司销售费用、管理费用和财务费用合计 299.05 亿元, 同比上升 8.65%, 发生销售费用 155.65 亿元, YoY+4.61%; 发生管理费用 141.95 亿元, YoY+13.17%; 发生财务费用 1.45 亿元, YoY+43.56%。

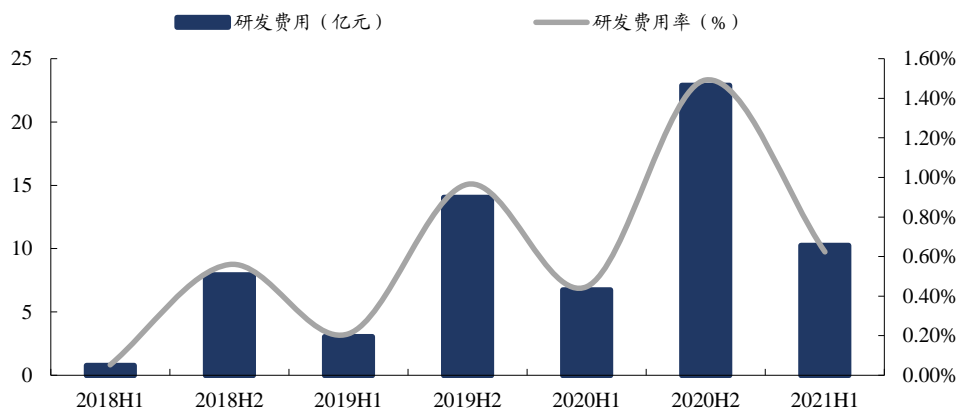
图 5: 中国联通三大费用明细及环比增速 (亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2018 年-2020 年公司研发费用呈波动向上趋势发展, H2 研发费用均超过 H1 三倍水平, 2021 年 H1 公司研发费用达 10.24 亿元, 较 2020 年 H1 (研发费用 6.74 亿元) 同比增长 51.93%。2020 年 H2 研发费用达到历史最高水平, 为 22 亿元, 较 2019 年 H2 (研发费用 14.05 亿元) 同比增长 56.58%。

图 6: 中国联通研发费用及费用率 (亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 智网科技分拆预案发布, 加快提升和释放价值

2021 年 8 月 19 日中国联通发布分拆预案, 拟将间接控股子公司智网科技分拆至 A 股上市。智网科技业务聚焦于车联网领域, 包括智能连接, 智能运营及智能应用, 与公司其他业务之间存在差异, 本次分拆不会对公司其他业务板块的持续经营构成实质性影响。

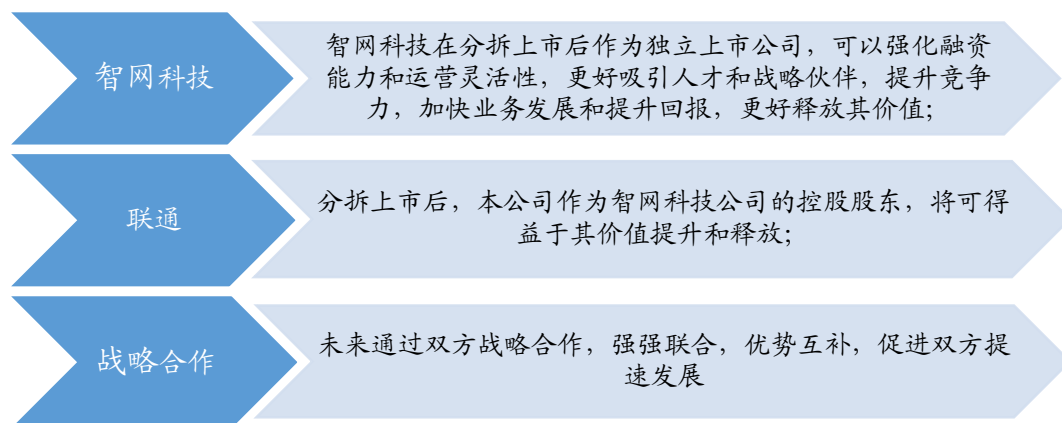
表 1: 智网科技业务分布及应用

智能连接业务	满足车联网端对端系统关于高定制化、高安全性、高及时性等特殊需求；提供场景专属的一体化智能连接服务，包括基于移动网络的车辆智能连接业务及基于车云联网的云网融合业务。
智能运营业务	提供生态运营服务，引入车联网流媒体内容及在线信息服务，丰富车联网内容服务生态体系； 提供客户运营服务，帮助车企及相关行业进行个人客户的互动服务； 提供数字化运营服务，帮助车企提供 TSP、大数据等平台及运维管理等工具，提高车联网运营效益。
智能应用业务	积极布局 5G、MEC、V2X 等新一代信息技术应用研究，拓展赋能智慧交通的车路协同应用、车队管理应用及面向个性化用户的智能座舱应用。

数据来源：中国联通关于拆分智网科技至 A 股上市的预案，东吴证券研究所

本次分拆后，智网科技将实现独立上市，促进智网科技技术水平的提升和业务规模的扩大，进一步增强公司在车联网领域的影响力。本次分拆有利于进一步提升和释放公司整体价值，增强公司及智网科技的创新能力和发展潜力。

图 7: 中国联通分拆上市下属公司优势



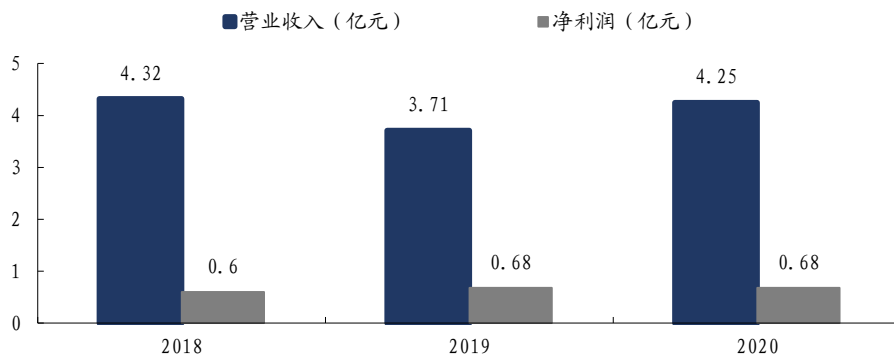
数据来源：中国联通 2021 年中期业绩报告，东吴证券研究所

智网科技于 2019 年成功完成混合所有制改革，引入包括一汽股权投资（天津）有限公司、东方资产管理有限公司、广州盈越创业投资合伙企业（有限合伙）等在内的战略投资者。

2018 年至 2020 年智网科技净利润水平基本保持稳定，2019 年营业收入为 3.71 亿元，较 2018 年（营业收入 4.32 亿元）下降 14.12%，2020 年营业收入回升至 4.25 亿元，

公司业绩基本保持稳定。

图 8：2018 年-2020 年智网科技营业收入及净利润（亿元）



数据来源：中国联通关于拆分智网科技至 A 股上市的预案，东吴证券研究所

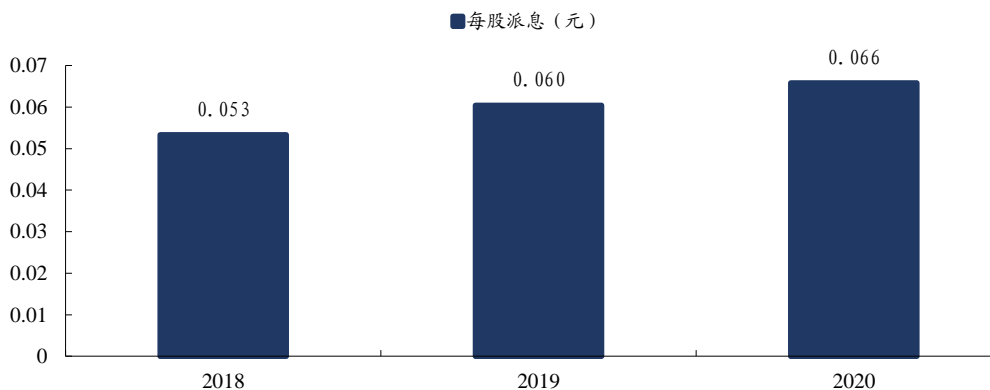
注：数据未经审计，该等财务数据与智网科技最终经上市审计的财务数据可能存在一定差异。智网科技经审计的财务数据以其招股说明书中披露的内容为准。

#### 1.4. 提升派息比率，加大股东回报

**努力推动派息提升，重视股东回报。**2018-2020 年，中国联通红筹三个财年年度派发股息保持每年近 10% 的增长。得益于公司良好的经营状况和强劲的现金流水平，2021 年 8 月 19 日，联通红筹董事会决议开启派发中期股息，每股派发股利 0.12 元。联通红筹预测 2021 年全年市场平均每股股息 0.195 元。

联通红筹 2018-2020 年均保持每年 40% 的派息比率，2021 年上半年公司实现每股股息增长大于每股盈利增长。为了体现对股东回报的高度重视，联通红筹公司计划提升 2021 年度全年利润派息率，将分红所得现金扣除相应款项后以现金方式分配给股东。中期股息的开启以及派息比率的提升充分反映公司重视股东权益及回报，共享经营发展成果。

图 9：中国联通每股派息（元）



数据来源：中国联通 2020 年年报，东吴证券研究所



## 2. 盈利预测与投资评级

随着政策利好、5G 渗透率稳步向上，中国联通业绩实现稳步提升，因此我们将 2021-2023 年归母净利润预测从 59.10/63.97/69.72 亿元上调至 79.76/91.31/103.20 亿元，对应 EPS 分别从 0.19/0.21/0.22 元上调为 0.26/0.29/0.33 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 16/14/13 倍，维持“买入”评级。

## 3. 风险提示

市场竞争持续风险、行业监管政策变化风险、技术升级不及预期风险、5G 建设不及预期风险、涉外境外风险。

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>108,654</b>	<b>156,187</b>	<b>215,670</b>	<b>276,492</b>	<b>营业收入</b>	<b>303,838</b>	<b>320,888</b>	<b>342,122</b>	<b>366,125</b>
现金	35,215	95,178	148,216	207,506	减:营业成本	224,539	235,708	250,603	268,688
应收账款	19,934	21,826	23,013	24,881	营业税金及附加	1,354	1,408	1,509	1,612
存货	1,951	2,574	2,237	2,921	营业费用	30,461	32,089	36,607	38,443
其他流动资产	51,553	36,609	42,203	41,184	管理费用	25,759	25,208	27,292	29,364
<b>非流动资产</b>	<b>473,822</b>	<b>438,015</b>	<b>405,447</b>	<b>376,886</b>	研发费用	2,964	2,716	3,043	3,204
长期股权投资	44,458	49,680	55,003	60,351	财务费用	227	-782	-2,437	-4,116
固定资产	315,332	287,995	261,713	236,646	资产减值损失	288	341	350	379
在建工程	47,156	40,069	34,918	31,084	加:投资净收益	2,847	2,367	2,496	2,512
无形资产	25,924	20,931	15,874	10,838	其他收益	1,909	1,532	1,657	1,616
其他非流动资产	40,952	39,340	37,939	37,966	资产处置收益	-2,258	-2,961	-2,830	-2,544
<b>资产总计</b>	<b>582,475</b>	<b>594,202</b>	<b>621,116</b>	<b>653,378</b>	<b>营业利润</b>	<b>15,590</b>	<b>25,204</b>	<b>26,564</b>	<b>30,234</b>
<b>流动负债</b>	<b>222,242</b>	<b>217,410</b>	<b>226,184</b>	<b>237,577</b>	加:营业外净收支	369	495	403	465
短期借款	740	2,365	1,823	2,004	<b>利润总额</b>	<b>15,960</b>	<b>25,699</b>	<b>26,967</b>	<b>30,699</b>
应付账款	120,364	122,889	132,657	140,425	减:所得税费用	3,435	5,441	5,676	6,499
其他流动负债	101,138	92,156	91,704	95,148	少数股东损益	7,004	12,283	12,159	13,881
<b>非流动负债</b>	<b>28,759</b>	<b>27,100</b>	<b>25,496</b>	<b>23,941</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,521</b>	<b>7,976</b>	<b>9,131</b>	<b>10,320</b>
长期借款	5,480	3,820	2,216	661	EBIT	15,310	23,991	23,542	25,526
其他非流动负债	23,280	23,280	23,280	23,280	EBITDA	84,304	85,438	86,867	88,195
<b>负债合计</b>	<b>251,001</b>	<b>244,510</b>	<b>251,679</b>	<b>261,518</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	183,765	196,048	208,207	222,088	每股收益(元)	0.18	0.26	0.29	0.33
归属母公司股东权益	147,709	153,644	161,230	169,771	每股净资产(元)	4.76	4.95	5.20	5.47
<b>负债和股东权益</b>	<b>582,475</b>	<b>594,202</b>	<b>621,116</b>	<b>653,378</b>	发行在外股份(百万股)	31012	31012	31012	31012
					ROIC(%)	17.0%	-5305.0%	-34.9%	-18.2%
					ROE(%)	3.8%	5.8%	5.8%	6.2%
					毛利率(%)	26.1%	26.5%	26.8%	26.6%
					销售净利率(%)	4.1%	6.3%	6.2%	6.6%
					资产负债率(%)	43.1%	41.1%	40.5%	40.0%
					收入增长率(%)	4.6%	5.6%	6.6%	7.0%
					净利润增长率(%)	11.2%	61.7%	5.1%	13.7%
					P/E	23.48	16.25	14.20	12.56
					P/B	0.88	0.84	0.80	0.76
					EV/EBITDA	3.78	3.03	2.48	1.92
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>					
经营活动现金流	107,334	99,321	85,297	92,363					
投资活动现金流	-92,017	-26,168	-31,005	-34,038					
筹资活动现金流	-26,982	-13,191	-1,254	964					
现金净增加额	-11,847	59,962	53,038	59,289					
折旧和摊销	68,995	61,447	63,325	62,668					
资本开支	58,656	-41,028	-37,891	-33,910					
营运资本变动	7,826	17,871	2,871	9,680					

数据来源: wind, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>