

证券研究报告—动态报告

信息技术

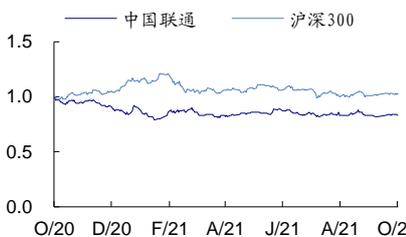
通信

中国联通(600050)
买入

2021年第三季度报告点评

(维持评级)

2021年10月22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)	30,991/30,756
总市值/流通(百万元)	129,234/128,251
上证综指/深圳成指	3,595/14,445
12个月最高/最低(元)	5.10/4.01

相关研究报告:

《中国联通-600050-2021年半年度报告点评:转型稳步推进,加大创新业务投入》——2021-08-20
 《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

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号: 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号: 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
Q3 保持稳健增长,持续加大创新业务投入

公司发布 2021 年三季报, 第三季度实现营业收入 803.15 亿元, 同比增长 7.1%; 实现归母净利润 16.43 亿元, 同比增长 14.1%; 实现扣非后归母净利润为 13.53 亿元, 同比下降 3.8%。整体符合预期。

● Q3 收入稳健增长, 转型稳步推进

公司前三季度实现营业收入 2444.89 亿元, 同比增长 8.5%; 实现归母净利润 56.76 亿元, 同比增长 18.6%。移动主营业务收入 1233.24 亿元(+5.8%), 主要受移动出账用户数增长和 ARPU 值增长的同步拉动, 尤其是 4G 用户向 5G 升级带来积极影响, 其中, 移动出账用户数达到 3.16 亿户, 5G 套餐用户数达到 1.37 亿户, 5G 套餐用户渗透率达到 43.4%。固网宽带接入收入达到 333.41 亿元, 同比增长 3.9%, 固网宽带用户数净增 690.3 万户, 达到 9299.8 万户。产业互联网业务收入 409.25 亿元, 同比增长 25.3%, 在主营业务收入占比达到 18.4%, 主要受创新业务的高速增长拉动。

● 持续加大网络建设规模和创新业务投入, 为长期发展蓄力

中国联通前三季度的 EBITDA 为 751.86 亿元, 同比增长 2.2%, EBITDA 占主营业务收入比例为 33.8%, 相比上半年的 33.2% 略有提升。

前三季度公司的成本费用同比增长 9.65%, 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, 网络运行及支撑成本同比增长 14%, 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 9.8%, 主要与加大创新人才的引进和强化激励有关。其他营业成本及管理费用同比增长 20.5%, 主要由于 ICT 业务快速增长导致相关服务成本增长及加大对创新业务技术支撑的投入。

● 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, 维持盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润为 67/76/85 亿元, 对应 19/17/15 倍 PE, 维持“买入”评级。

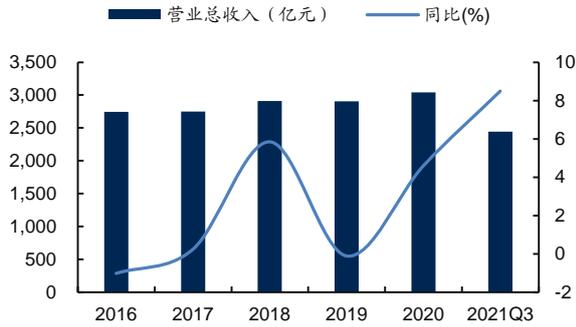
● 风险提示: 用户数不达预期; 5G ARPU 值大幅下降; 费用率上升。
盈利预测和财务指标

	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	23.4	19.3	17.0	15.3
EV/EBITDA	4.5	4.3	6.5	6.1	5.8
市净率(PB)	1.10	0.88	0.88	0.88	0.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

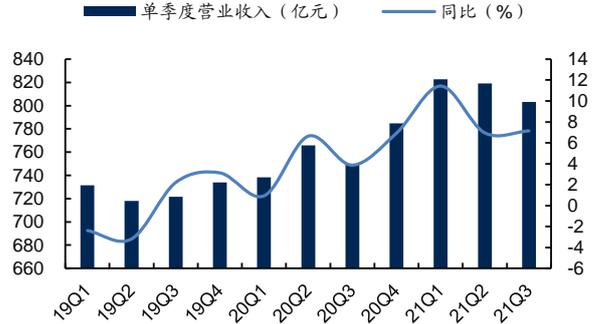
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 中国联通营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



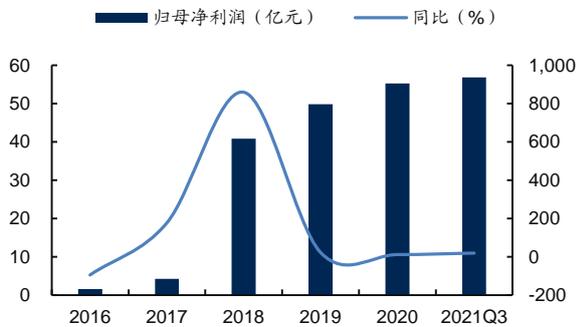
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 中国联通单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



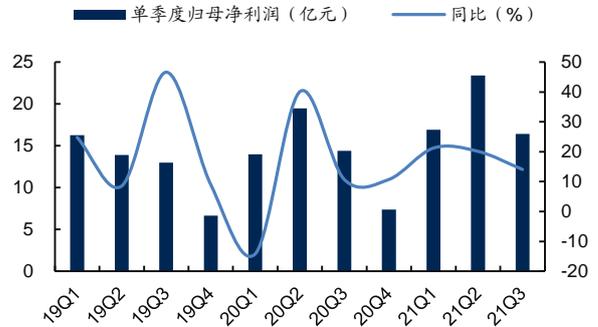
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

表 1: 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			总市值 (港股为亿港元, A 股为亿人民币)
		(10月21日)	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	
600050.SH	中国联通	4.17	0.18	0.22	0.24	25.05	19.30	17.04	0.87	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						8.37	7.28	6.55	0.70		

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	4.7%	5.7%	6.5%	7.2%
P/E	23.4	19.3	17.0	15.3
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.3	6.5	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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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