

强烈推荐-A (维持)

中国联通 600050.SH

当前股价: 5.09 元
2020 年 10 月 21 日

业绩符合预期, 公司经营质量显著改善

基础数据

上证综指	3325
总股本(万股)	3101560
已上市流通股(万股)	2149991
总市值(亿元)	1579
流通市值(亿元)	1094
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	42.4%
主要股东	中国联合网络通信集团
主要股东持股比例	36.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-5	-19
相对表现	-2	-30	-43



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国联通(600050)一业绩符合预期, 公司经营拐点已初步显现》2020-08-13
- 2、《中国联通(600050)一内生改善叠加共建共享, 公司经营持续向好》2020-04-23
- 3、《中国联通(600050)一共建共享提升投资效率, 5G 时代公司迎来全新机遇》2020-03-24

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

张皓怡
zhanghaoyi@cmschina.com.cn

事件: 公司 10 月 21 日发布 2020 年三季报, 实现营业收入 2253.55 亿元, 同比增长 3.79%; 归属上市股东的净利润 47.84 亿元, 同比上升 10.84%; 归属上市公司股东的扣除非经常性损益净利润 49.48 亿元, 同比上升 24.70%; 2020 年前三季度公司实现 EPS 0.15 元。

评论:

1、移动业务发展质态逐步改善, 创新业务拓展持续加速

2020 年前三季度公司营业收入为 2253.55 亿元, 同比增长 3.79%; 归母净利润和扣除非经常性损益净利润分别为 47.84 亿元和 49.48 亿元, 同比分别增长 10.84% 和 24.70%, 业绩符合预期。根据工信部数据, 2020 年前三季度, 全国电信业务收入累计完成 10228 亿元, 同比增长 3.2%, 公司收入增长速度高于行业平均水平。公司营业收入和净利润实现稳步提升, 主要得益于公司全面推进数字化转型升级, 加快线上线下一体化运营, 严控用户发展成本, 经营质量不断提升。

从收入构成来看: 1) 移动主营业务收入为 1165.39 亿元, 较去年同期下降 1.0%, 但降幅较 2019 年全年显著收窄, 从今年 6 月开始, 移动服务收入已开始实现同比止跌回升, 第三季度单季度实现同比提升 2.5%, 移动业务发展态势逐渐改善; 2) 固网主营业务收入为 890.57 亿元, 同比提升 12.9%。其中宽带接入收入为 320.96 亿元, 较去年同期增长 3.7%。疫情防控常态化驱动宽带组网和提速需求明显提高, 公司加快智慧家庭系列产品推广, 促进宽带业务接入业务和其他相关业务协同发展; 3) 在创新业务领域, 产业互联网业务收入为 326.56 亿元, 同比增长 34.4%。公司紧抓经济数字化转型的机遇, 与行业龙头公司深化业务合作, 同时加快自主能力建设和自研产品的推广, 成为业务发展新引擎。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	290877	290515	305694	334232	374756
同比增长	6%	-0%	5%	9%	12%
营业利润(百万元)	11921	13443	16199	20128	25027
同比增长	688%	13%	21%	24%	24%
净利润(百万元)	4081	4982	5882	7455	9167
同比增长	858%	22%	18%	27%	23%
每股收益(元)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.30
PE	38.7	31.7	26.8	21.2	17.2
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

从移动业务来看，公司移动用户质量显著提升。公司主动调整发展策略，严格控制用户发展成本，提升用户发展质量，有针对性地发展 5G 公众用户，通过 5G 创新应用引领用户消费升级。2020 年前三季度，移动出账用户数为 3.092 亿户，净减 929 万户；移动出账用户 ARPU 为 41.6 元，同比增长 2.6%；手机上网总流量 272888.3 亿 MB，同比提升 19.4%；移动语音通话总分钟数为 4596.6 亿分钟，同比降低 18.2%。其中 4G 移动出账用户数为 2.66 亿户，同比提升 6.1%，净增 1268.3 万户。

从固网宽带业务来看，疫情环境下驱动宽带业务快速发展。2020 年前三季度用户数为 8656 万户，同比提升 2.5%，净增 308 万户。从本地电话业务来看，固网本地电话用户数为 4823.4 万户，同比减少 11.1%，减少 598.1 万户。

2、控费增效效果显著，公司盈利能力持续提升

运营成本略有提升。2020 年前三季度，由于房屋设备和铁塔使用费增加，网络、运行及支撑成本同比提升 7.4%。公司持续推进激励机制改革，强化激励与绩效挂钩，同时加大引入创新人才，增强创新发展新动能，人工成本比去年同期上升 7.9%。从去年下半年起，公司强调价值经营导向，同时由于通信产品销售下降，销售通信产品成本比去年同期下降 9.0%。

费用管控力度持续加强。前三季度销售费用为 224.65 亿元，同比降低 12.61%，销售费用率为 9.97%，同比降低 1.87 个百分点。销售费用的降低是公司推进数字化转型，加快线下线上一体化运营，严控用户发展成本的结果。但由于 ICT 业务发展迅速导致相关服务成本增加，同时对创新业务的技术支撑投入增加，综合导致其他营业成本及管理费用较去年同期上升 32.4%。公司注重研发投入，研发费用为 11.79 亿元，同比提升 141.54%。财务费用为 1.38 亿元，同比降低 76.26%，主要由于公司及时通过现金流及盈余资金归还带息债务，利息支出减少。

3、创新业务增长势头强劲，5G 代际更迭下迎来历史新机遇

5G 收入贡献逐步提升，短期聚焦 C 端用户市场，中长期来看政企应用收入将成为中坚力量。目前，5G 3GPP R15 标准主要满足 eMBB 场景需求，公司将通过引入 HD/4K/8K 视频、AR/VR、云游戏等特色业务，赋能消费互联网。中长期来看，随着 3GPP R16 版本标准冻结，mMTC 以及 uRLLC 场景将陆续落地，公司目前聚焦新媒体、工业互联网、交通、教育、医疗、文旅等重点行业，与行业头部客户共同打造典型 5G 应用场景，形成示范效应，未来 5G 政企用户市场收入占比有望超过消费互联网收入，公司盈利能力有望获得提升。

借力 14 名战略投资者和市场化的体制机制改革，充分利用互联网思维提升垂直行业市场嗅觉。5G 应用场景多元，目前许多场景下的商业模式尚未清晰。公司引入 BAT 等具有成熟互联网思维的战略投资者，将有助于率先捕捉 5G 下游应用的市场机遇。公司加快孵化行业产品，包括“集成 + 运营”类产品、“智能连接 + 流量”类产品、“开放平台 + 应用”类产品，目前，中国联通 5G 应用创新联盟成员已超过 800 家，示范项目 70 个，并已签订 92 个商业合同。与移动和电信相比，中国联通灵活的组织架构、更高的决策效率以及市场化的员工激励，更有利于适应在领域分散、日新月异的 5G 垂直行业发展。

4、对比全球主流运营商，公司估值仍有提升空间

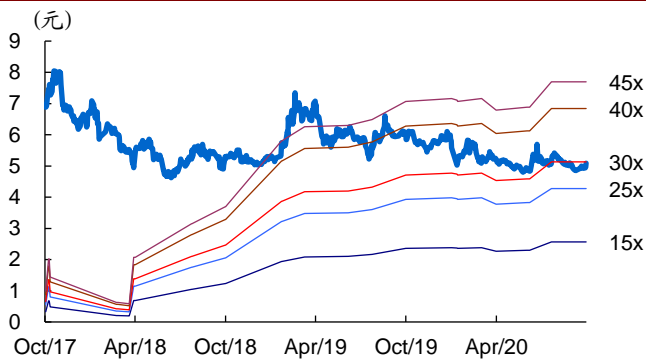
与全球主流电信运营商相比，中国运营商 PB 估值普遍较低，海外主流运营商如 Verizon、德国电信、西班牙电信、英国电信 PB 普遍在 2 倍以上，国内三大运营商普遍在 1.5 以下，国内运营商估值仍有提升空间。回溯历史，3/4G 周期公司估值也都突破 2 倍 PB 以上，目前公司估值为 1.1 倍 PB，仍在相对历史低位，蕴含市场在新代际更迭进程中，对运营商价值的重估和高期望，运营商有望在物联网、政企业务、边缘计算等领域寻找新的利润增长点，对比历史估值水平，我们认为未来估值仍有提升空间。

5、经营质量持续改善，5G 重新赋能迎来新机遇，维持“强烈推荐-A”评级

公司移动业务发展质态逐步改善，移动 ARPU 拐点趋势加强，第三季度移动主营业务收入实现止跌回升，创新业务转型持续突破，公司总体经营态势企稳向好。费用端管控力度加强，公司注重高质量发展。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 58.82 亿元、74.55 亿元、91.67 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 26.8X、21.2X 和 17.2X，PB 分别为 1.1、1.0 和 1.0 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

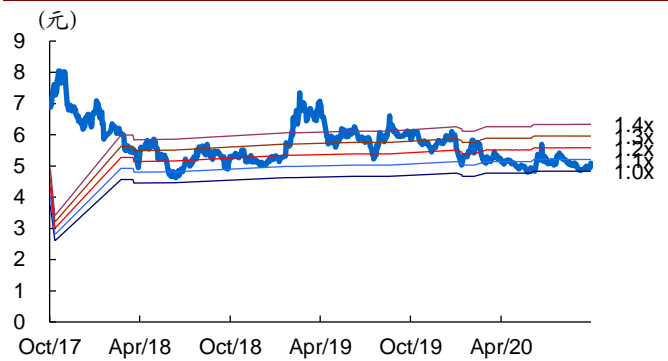
风险提示：运营商市场竞争加剧、5G 拓展不及预期、成本管控不及预期。

图 1：中国联通历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中国联通历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	75925	83604	98930	91997	110918
现金	33783	38665	58004	46703	60863
交易性投资	770	202	159	750	123
应收票据	363	164	173	189	212
应收款项	17843	20457	15355	16789	18824
其它应收款	3221	2801	2947	3222	3613
存货	2388	2359	2361	2571	2878
其他	17556	18956	19932	21773	24405
非流动资产	465838	480627	462287	498192	524247
长期股权投资	39724	41216	42000	42589	43000
固定资产	341453	312534	324626	346948	364533
无形资产	25884	25746	26172	26554	26899
其他	58777	101130	69489	82101	89814
资产总计	541762	564231	561217	590189	635165
流动负债	213794	206813	204426	218807	243792
短期借款	15133	5614	6000	5000	8000
应付账款	108703	106806	112009	121982	136566
预收账款	43296	41293	43305	47160	52799
其他	46663	53099	43113	44664	46427
长期负债	11028	33922	22678	22180	23681
长期借款	3173	2869	3069	3269	3269
其他	7855	31053	19609	18911	20412
负债合计	224822	240735	227104	240987	267473
股本	31028	31034	31026	31026	31026
资本公积金	76551	77092	77092	77092	77092
留存收益	32566	35201	38409	44099	51029
少数股东权益	176796	180169	187586	196986	208545
归属于母公司所有者权益	140144	143327	146526	152216	159147
负债及权益合计	541762	564231	561217	590189	635165

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	94830	96208	90216	94807	108324
净利润	4081	4982	5882	7455	9167
折旧摊销	73575	70343	64716	67046	71410
财务费用	1640	1891	518	140	198
投资收益	(2476)	(2175)	(763)	(857)	(622)
营运资金变动	9841	11771	14486	11018	15764
其它	8169	9396	5377	10005	12407
投资活动现金流	(61167)	(58877)	(45580)	(102705)	(96230)
资本支出	(56823)	(60367)	(76756)	(89380)	(89042)
其他投资	(4344)	1489	31176	(13325)	(7188)
筹资活动现金流	(36550)	(32469)	(25297)	(3403)	2066
借款变动	(23411)	(53420)	(10652)	(800)	3000
普通股增加	794	6	(8)	0	0
资本公积增加	204	542	0	0	0
股利分配	(617)	(1654)	(2675)	(1765)	(2236)
其他	(13520)	22057	(11962)	(838)	1303
现金净增加额	(2887)	4861	19339	(11301)	14160

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	290877	290515	305694	334232	374756
营业成本	213586	214133	224563	244558	273796
营业税金及附加	1389	1236	1301	1422	3748
营业费用	35170	33545	34638	36925	39218
管理费用	22925	22977	23861	25759	28120
研发费用	872	1709	1877	2059	2270
财务费用	(138)	717	518	140	198
资产减值损失	3865	(3674)	3500	4098	3000
公允价值变动收益	25	96	20	45	87
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1311)	824	743	812	535
营业利润	11921	13443	16199	20128	25027
营业外收入	746	819	750	810	985
营业外支出	592	227	317	320	550
利润总额	12075	14035	16632	20618	25462
所得税	2775	2771	3333	3763	4736
少数股东损益	5220	6282	7417	9400	11559
归属于母公司净利润	4081	4982	5882	7455	9167

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	6%	-0%	5%	9%	12%
营业利润	688%	13%	21%	24%	24%
净利润	858%	22%	18%	27%	23%
获利能力					
毛利率	26.6%	26.3%	26.5%	26.8%	26.9%
净利率	1.4%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%
ROE	2.9%	3.5%	4.0%	4.9%	5.8%
ROIC	2.6%	3.3%	3.8%	4.6%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	42.7%	40.5%	40.8%	42.1%
净负债比率	6.7%	3.5%	1.6%	1.4%	1.8%
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	92.3	90.2	95.2	99.2	100.5
应收帐款周转率	15.8	15.0	16.9	20.6	20.8
应付帐款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
每股资料 (元)					
EPS	0.13	0.16	0.19	0.24	0.30
每股经营现金	3.06	3.10	2.91	3.06	3.49
每股净资产	4.52	4.62	4.72	4.91	5.13
每股股利	0.05	0.09	0.06	0.07	0.09
估值比率					
PE	38.7	31.7	26.8	21.2	17.2
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.3	4.2	4.1	3.8	3.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

张皓怡 招商证券通信行业研究助理 香港大学金融学硕士，专注于运营商、物联网、专网、5G下游应用等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。