

中国联通 (600050)

移动业务 ARPU 值回升，创新业务势头强劲，加快实现高质量业务发展

买入 (维持)

2020 年 10 月 21 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	290,515	304,432	321,479	348,484
同比 (%)	-0.1%	4.8%	5.6%	8.4%
归母净利润 (百万元)	4,982	6,064	7,024	9,201
同比 (%)	22.1%	21.7%	15.8%	31.0%
每股收益 (元/股)	0.16	0.20	0.23	0.30
P/E (倍)	31.69	26.03	22.48	17.16

投资要点

■ **事件:** 10 月 21 日，中国联通公布 2020 年前三季度报告，实现主营业务收入 2073.49 亿元，同比增长 4.4%，实现归母净利润 47.84 亿元，同比增长 10.8%。

■ **移动业务战略调整积极，创新业务势头强劲，带动整体业务稳步向上:** 在移动业务方面，加快推进数字化转型，积极调整发展策略，减持价值经营导向，理性规范竞争，提升用户发展质量，前三季度实现移动主营业务收入为 1165.39 亿元，比去年同期下降 1.0%，降幅较 2019 年全年显著收窄。同时中国联通紧抓“新基建”战略机遇，聚焦智能城市以及工业互联网等关键领域，加快 5G+垂直行业应用的培育和融合创新发展，助力自主能力建设和自研产品推广，赋能政企客户数字化转型，因此创新业务发展势头强劲，其中产业互联网收入延续中报高速增长，实现收入 326.56 亿元，比去年同期上升 34.4%。得益于创新业务快速增长拉动，固网主营业务收入达到 890.57 亿元，比去年同期上升 12.9%。

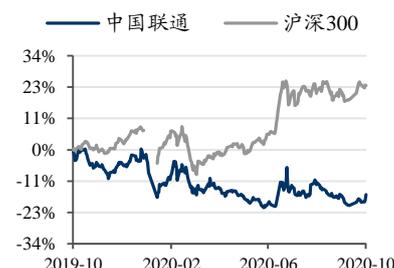
■ **网络建设稳步推进，疫情影响减弱，加速 5G 业务推进:** 2020 年中国联通 4G 用户在前三季度达到 2.66 亿户，较 2019 年前三季度同比增长 6.09%。同时高效落实 5G 网络共建共享，有节奏和有针对性地逐步加强 5G 公众用户发展，ARPU 实现企稳回升，2020 前三季度移动出账用户 ARPU 值同比增长 2.6%至人民币 41.6 元。

■ **数字化运营效果逐步显现，经营情况稳步向上，加快实现高质量业务发展:** 中国联通基于精准营销以及运营，成本端控费效果逐步显现，2020 年前三季度实现销售毛利率 26.85%，较 2019 年年报提升 0.56pp，实现销售净利率 4.81%，较 2019 年年报提升 0.93pp。其中销售费用较去年同期减少 12.6%。同时中国联通加大引入创新人才，Q3 发生研发费用 5.05 亿元，环比上升 37.23%，占营业收入 0.67%，较 Q2 提升 0.19pp。实现经营性现金流 768.16 亿元，占营业总收入的比例 34.09%，较去年 (767.71 亿元) 同比增长 0.1%，现金流持续改善。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年的营业收入分别为 3044 亿元、3215 亿元以及 3485 亿元，归母净利润分别为 60.64 亿元、70.24 亿元以及 92.01 亿元，EPS 分别为 0.2 元、0.23 元以及 0.3 元，对应的 PE 分别为 26X/22X/17X，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 运营商营收承压；5G 网建进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.09
一年最低/最高价	4.77/6.16
市净率(倍)	1.07
流通 A 股市值(百万元)	109434.55

基础数据

每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	42.41
总股本(百万股)	31015.60
流通 A 股(百万股)	21499.91

相关研究

- 1、《中国联通 (600050): 业务调整效果初现，共建共享红利释放，看好未来业绩稳增》 2020-08-13
- 2、《中国联通 (600050): 经营质量显著改善，受益 5G 红利，持续看好未来业绩稳健增长》 2020-04-23
- 3、《中国联通 (600050): 业务结构优化、盈利能力提升，乘风 5Gn 起航，未来业绩稳步提升》 2020-03-24

内容目录

1. 业务发展持续向好，成本控制效益显著	3
1.1. 业务实现稳健增长	3
1.2. 移动业务质态改善，固网业务上升明显，ARPU 值稳步提升	4
1.3. 移动业务战略积极调整，创新业务带动固网业务实现稳步向上	5
2. 成本效能持续优化，盈利能力进一步增强	6
3. 稳步推进 5G 建设，加快推进创新业务发展，实现高质量业务发展	9
4. 盈利预测与评级	9
5. 风险提示	9

图表目录

图 1: 中国联通单季度营业总收入	3
图 2: 中国联通单季度归母净利润	3
图 3: 中国联通 EBITDA 及同比增速	3
图 4: 2019 前三季度到 2020 前三季度固网宽带用户数 (万户)	4
图 5: 2019 前三季度到 2020 前三季度移动出账用户 (万户)	4
图 6: 2019-2020 前三季度手机上网总流量 (亿 MB)	5
图 7: 2019 年 H1-2020 年前三季度 ARPU 值变化 (元)	5
图 8: 中国联通产业互联网收入情况	5
图 9: 中国联通固网主营业务收入 (亿元) 及 YOY (%)	6
图 10: 2015 年开始全国移动流量变化以及 4G 渗透率	6
图 11: 中国联通网间结算成本支出	7
图 12: 中国联通单季度研发费用	7
图 13: 中国联通销售毛利率与销售净利率 (%)	8
图 14: 经营性现金流量占营业总收入的比例 (%)	8
表 1: 中国联通单季度费用情况一览	7

1. 业务发展持续向好，成本控制效益显著

1.1. 业务实现稳健增长

2020年前三季度，虽然面临激烈的市场竞争以及新冠疫情等诸多挑战，中国联通积极主动精准防控疫情，加快推进数字化转型，前三季度实现营业总收入 2253.55 亿元，同比增长 3.79%；实现归母净利润 47.84 亿元，同比增长 10.8%；实现扣非后归母净利润 49.48 亿元，同比增长 24.7%。

Q3 实现营业总收入 749.58 亿元，同比增长 3.87%，环比下滑 2.11%；实现归母净利润 14.40 亿元，同比增长 10.72%，环比下滑 35.28%。

图 1：中国联通单季度营业总收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

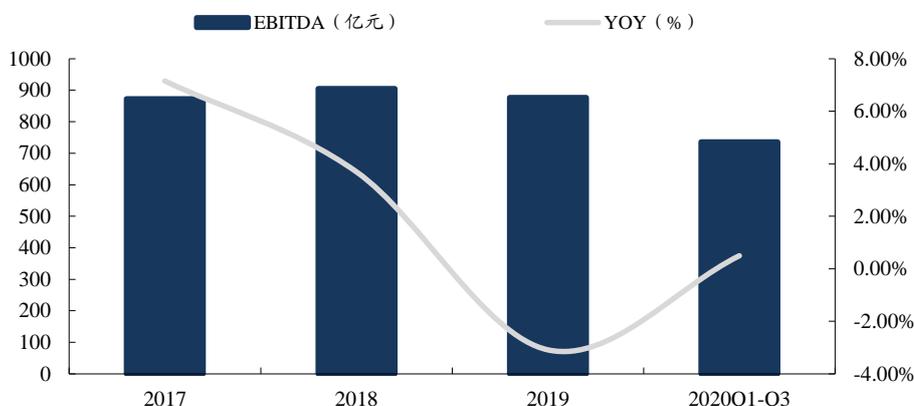
图 2：中国联通单季度归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

前三季度实现 EBITDA 735.47 亿元，比去年同期增长 0.5%，EBITDA 占主营业务收入比为 35.5%。

图 3：中国联通 EBITDA 及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

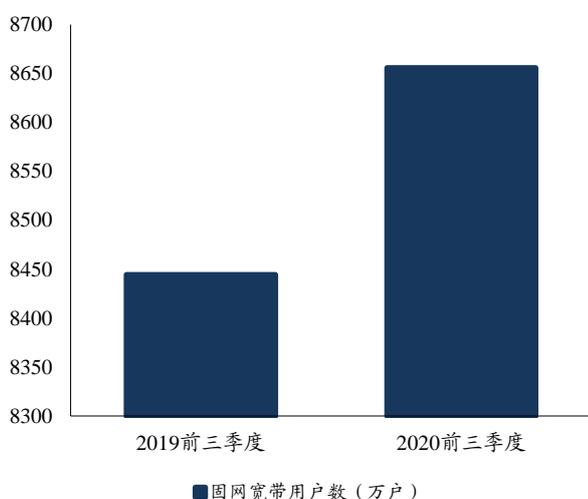
1.2. 移动业务质态改善，固网业务上升明显，ARPU 值稳步提升

自 2019 年下半年起，移动业务侧调整发展策略，坚持价值经营导向，理性规范竞争，提升用户发展质量，发挥全网集中 IT 系统优势，提升营销效能，加快推进 5G 建设，高效落实 5G 网络共建共享，有节奏和有针对性地逐步加强 5G 公众用户发展，通过 5G 创新应用引领用户消费升级。

得益于移动业务发展策略的积极有效调整，移动业务发展质态逐步改善，2020 年前三季度移动出账用户数流失 929.3 万户，同比下降 2.86%。移动主营业务收入为 1,165.39 亿元，部分同比下降 1%，移动业务部分用户质量以及发展状态得到进一步改善。

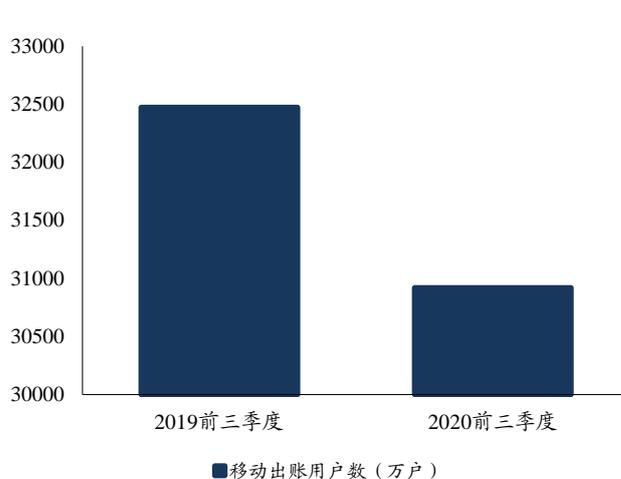
疫情防控常态化驱动宽带组网和提速需求明显提高，固网业务上升明显。公司积极发挥宽带速率高、内容丰富、服务优的综合优势，加快智慧家庭系列产品推广，利用产品布局推广促进宽带接入业务和其他相关业务共同增长。2020 年前三季度，固网宽带用户净增 308 万户，达到 8656 万户；固网宽带接入收入达到人民币 320.96 亿元，比去年同期上升 3.7%。随着公司智慧家庭战略布局的推进以及 5G 流量需求的影响，公司有望进一步提升固网业务增长幅度。

图 4: 2019 前三季度到 2020 前三季度固网宽带用户数 (万户)



数据来源: Wind, 中国联通, 东吴证券研究所

图 5: 2019 前三季度到 2020 前三季度移动出账用户 (万户)



数据来源: Wind, 中国联通, 东吴证券研究所

2020 年前三季度移动用户流量高速增长，用户质量提升明显。在出账用户下降比例下，前三季度手机上网总流量依然从 2019 年前三季度的 228567.3 亿 MB 到 2020 年前三季度 272888.3 亿 MB，同比上升 19.39%。出账用户数下降不影响流量高速增长，用户结构得益于公司业务质态改善，同时在中国联通大力发展 5G，不断探索 5G 商业模式下，5G 流量带动整体流量数据上涨幅度明显。

ARPU 值提升明显，带动移动主营业务同比提升。2020 年前三季度移动出账用户 ARPU 值为人民币 41.6 元，同比增长 2.6%。带动移动主营业务收入单第三季度实现同

比提升 2.5%。

图 6: 2019-2020 前三季度手机上网总流量 (亿 MB)

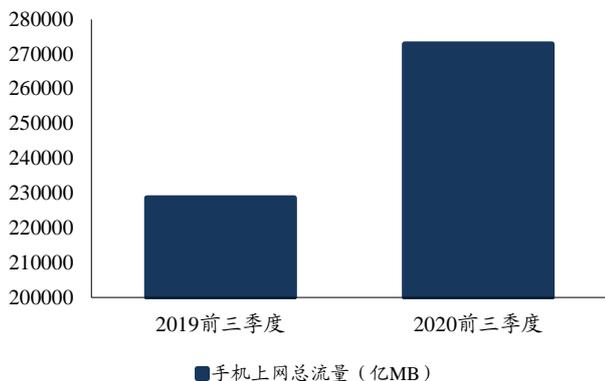
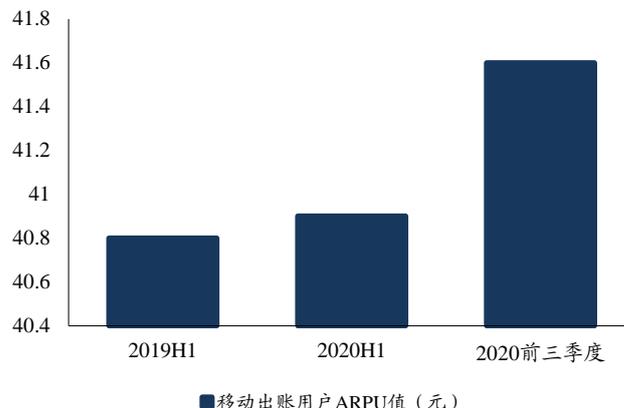


图 7: 2019 年 H1-2020 年前三季度 ARPU 值变化 (元)



数据来源: Wind, 中国联通, 东吴证券研究所

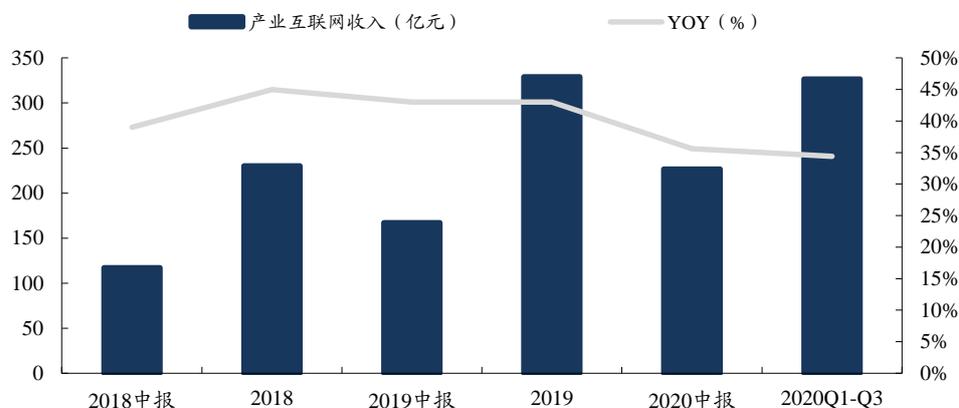
数据来源: Wind, 中国联通, 东吴证券研究所

1.3. 移动业务战略积极调整, 创新业务带动固网业务实现稳步向上

在移动业务方面, 中国联通以价值经营为导向, 主动调整移动业务发展策略, 严控用户发展成本, 提升用户发展质量; 充分发挥全网集中 IT 系统优势, 推动线上线下一体化, 全渠道协同提升营销效能; 落实 5G 网络共建共享, 有节奏和有针对性地逐步加强 5G 公众用户发展, 通过 5G 创新应用引领用户消费升级。2020 年前三季度, 公司实现移动主营业务收入 1165.39 亿元, 同比下降 1.0%, 降幅较 2019 年全年显著收窄; 单三季度实现同比提升 2.5%。

中国联通紧抓“新基建”战略机遇, 聚焦智能城市以及工业互联网等关键领域, 加快 5G+垂直行业应用的培育和融合创新发展, 助力自主能力建设和自研产品推广, 赋能政企客户数字化转型, 因此 2020 年前三季度产业互联网收入延续中报高速增长, 实现收入 326.56 亿元, 比去年同期上升 34.4%。

图 8: 中国联通产业互联网收入情况

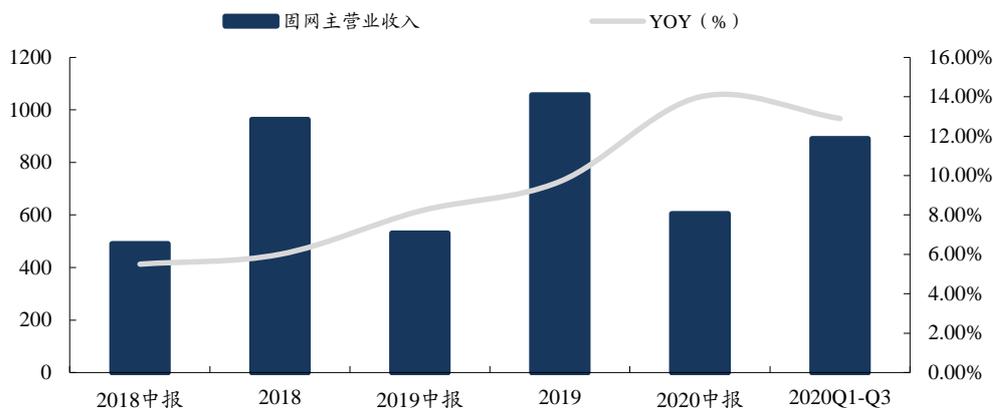


数据来源: 中国联通业绩报告, 东吴证券研究所

得益于创新业务快速增长拉动, 固网主营业务收入达到 890.57 亿元, 比去年同期上

升 12.9%。

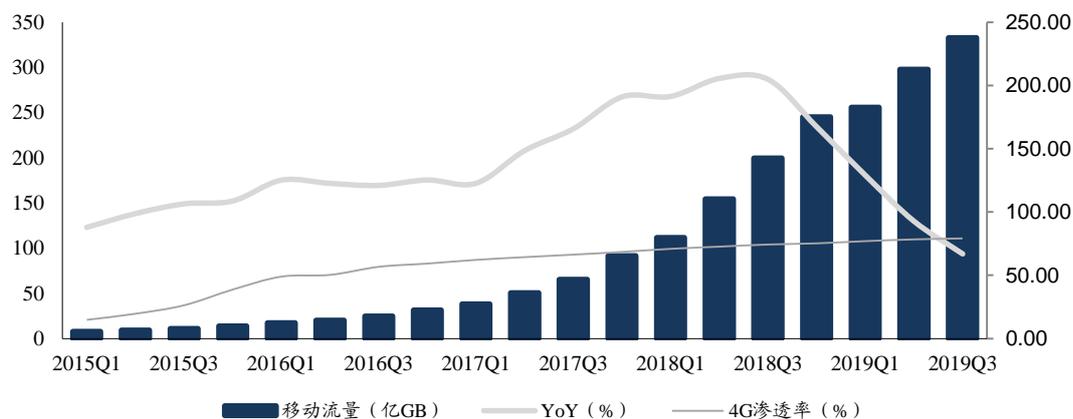
图 9: 中国联通固网主营业务收入 (亿元) 及 YOY (%)



数据来源：中国联通业绩报告，东吴证券研究所

全国移动流量仍显著增长，4G 渗透率达 75% 左右时用户增长速度逐渐开始放缓。现阶段 4G 市场渗透率在 84% 左右，5G 渗透率 8% 左右。我们认为在四季度以及 2021 年，5G 增速的空间有望进一步加大。

图 10: 2015 年开始全国移动流量变化以及 4G 渗透率



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

未来公司将持之以恒深化聚焦创新合作战略，全力稳定基础业务，提升政企业务核心能力，增强创新业务发展动能，确保企业稳健增长。

2. 成本效能持续优化，盈利能力进一步增强

2020 年前三季度，公司销售费用、财务费用和管理费用合计 414.38 亿元，同比下降 8.61%。公司基于精准营销以及运营，成本端控费效果逐步显现，2020 年前三季度销售费用发生人民币 224.65 亿元，较去年同期下滑 12.6%。

随着加大对创新业务的支撑与投入，使得 ICT 业务快速增长带来相关服务成本增加，2020 年前三季度其他营业成本及管理费用比去年同期上升 32.4%。

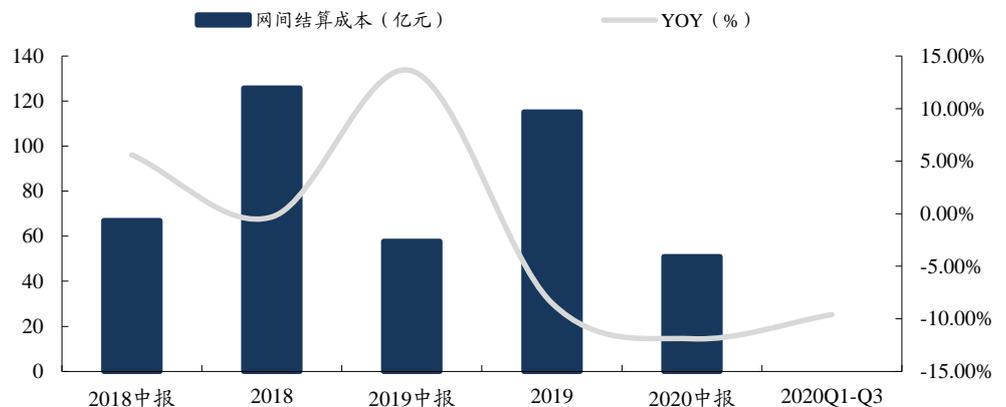
表 1: 中国联通单季度费用情况一览

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
销售费用(亿元)	90.45	84.13	82.47	78.4	76.89	71.9	75.86
销售费用率(%)	12.37%	11.72%	11.43%	10.68%	10.42%	9.39%	10.12%
同比增长(%)	4.89%	7.01%	-6.32%	-20.66%	-14.99%	-14.54%	-8.02%
环比增长(%)	-8.47%	-6.99%	-1.97%	-4.94%	-1.93%	-6.49%	5.50%
管理费用(亿元)	57.91	69.18	63.47	39.21	61.06	64.37	62.92
管理费用率(%)	7.92%	9.63%	8.79%	5.34%	8.27%	8.41%	8.39%
同比增长(%)	0.47%	17.35%	17.47%	-33.12%	5.44%	-6.95%	-0.87%
环比增长(%)	-1.23%	19.46%	-8.25%	-38.22%	55.73%	5.42%	-2.25%
财务费用(亿元)	2.65	2.03	1.12	1.37	0.89	0.12	0.37
财务费用率(%)	0.36%	0.28%	0.16%	0.19%	0.12%	0.02%	0.05%
同比增长(%)	8.16%	-456.14%	-236.59%	-156.15%	-66.42%	-94.09%	-66.96%
环比增长(%)	-208.61%	-23.40%	-44.83%	22.32%	-35.04%	-86.52%	208.33%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

由于网间话务量下滑影响,网间结算成本比去年同期下降9.6%。由于房屋设备和铁塔使用费增加,网络、运行及支撑成本比去年同期上升7.4%。

图 11: 中国联通网间结算成本支出

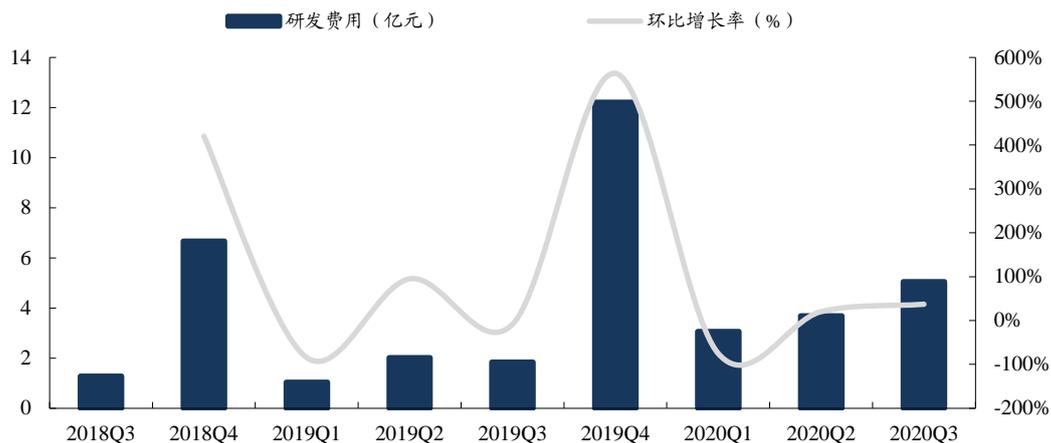


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 2020年Q1-Q3网间结算成本仅披露增速情况,未披露网间结算成本数据。

2020年三季度,随着公司经营业绩上升,同时加大引入创新人才,公司实现研发费用5.05亿元,环比上升37.23%,占营业收入0.67%,较二季度提升0.19pp。

图 12: 中国联通单季度研发费用



数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利能力不断提升: 2020 年前三季度实现销售毛利率 26.85%, 较 2019 年年报提升 0.56pp, 实现销售净利率 4.81%, 较 2019 年年报提升 0.93pp。

图 13: 中国联通销售毛利率与销售净利率 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2020 年前三季度实现经营性现金流 768.16 亿元, 占营业总收入的比例 34.09%, 较去年 (767.71 亿元) 同比增长 0.1%, 现金流持续改善。

图 14: 经营性现金流量占营业总收入的比例 (%)



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 稳步推进 5G 建设，加快推进创新业务发展，实现高质量业务发展

截止 2020 年年中，与中国电信完成新增共建共享 5G 基站约 15 万站，公司可用 5G 基站约 21 万站，并且部分省已成功在 2.1GHz 频段软件升级 4G 基站为 5G 基站，并通过 SDR 兼备 3G/4G/5G 功能据中国联通数据披露，2020 年年底，将发生 5G 资本开支 350 亿元（2020 年年中已经支出 126 亿元），全国可用 5G 基站月 30 万站，覆盖全国所有地市。

持续推进创新业务创新，加速“云+智慧网络+智慧应用”新融合营销模式落地，聚焦重点行业应用类产品做深做透；同时加强创新人才队伍建设，截止 2020 年年中，创新领域人才特区累计已超过 7000 人，未来将进一步加快市场化引入子公司 CTO 及高级架构师等领军人才。

与混改合作伙伴、行业龙头等公司深化业务层面合作，并成立多家合资公司，强强联合，优势互补，加快实现未来业务高质量发展。

4. 盈利预测与评级

我们预计 2020-2022 年的营业收入分别为 3044 亿元、3215 亿元以及 3485 亿元，归母净利润分别为 60.64 亿元、70.24 亿元以及 92.01 亿元，EPS 分别为 0.2 元、0.23 元以及 0.3 元，对应的 PE 分别为 26X/22X/17X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

5G 产业进度不及预期；运营商营收承压；5G 网建进度不及预期。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	83,604	129,459	175,506	234,935	营业收入	290,515	304,432	321,479	348,484
现金	38,665	84,570	127,520	185,329	减: 营业成本	214,133	225,280	238,216	253,697
应收账款	20,457	19,678	22,704	23,238	营业税金及附加	1,236	1,357	1,441	1,554
存货	2,359	2,635	2,646	2,979	营业费用	33,545	36,555	38,564	41,640
其他流动资产	22,122	22,576	22,636	23,389	管理费用	22,977	23,762	25,228	27,358
非流动资产	480,627	449,595	417,564	392,940	财务费用	717	35	-573	-1,014
长期股权投资	41,216	44,213	47,497	50,861	资产减值损失	-375	624	238	292
固定资产	312,534	290,891	266,872	248,001	加: 投资净收益	2,175	1,732	2,017	2,097
在建工程	53,465	45,508	39,355	35,697	其他收益	96	0	0	0
无形资产	26,424	22,103	17,557	13,112	营业利润	13,443	18,552	20,383	27,055
其他非流动资产	46,987	46,879	46,283	45,270	加: 营业外净收支	592	149	379	339
资产总计	564,231	579,054	593,071	627,876	利润总额	14,035	18,700	20,762	27,394
流动负债	206,813	210,095	210,006	225,722	减: 所得税费用	2,771	3,894	4,248	5,638
短期借款	5,614	5,614	5,614	5,614	少数股东损益	6,282	8,743	9,490	12,555
应付账款	102,767	119,606	115,536	134,887	归属母公司净利润	4,982	6,064	7,024	9,201
其他流动负债	98,432	84,874	88,856	85,221	EBIT	14,442	18,628	20,200	26,283
非流动负债	33,922	32,549	31,176	29,803	EBITDA	84,785	71,266	77,419	89,081
长期借款	6,865	5,492	4,119	2,746					
其他非流动负债	27,057	27,057	27,057	27,057	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	240,735	242,644	241,182	255,525	每股收益(元)	0.16	0.20	0.23	0.30
少数股东权益	180,169	188,911	198,401	210,956	每股净资产(元)	4.62	4.76	4.95	5.20
					发行在外股份(百万股)	31034	31016	31016	31016
归属母公司股东权益	143,327	147,499	153,487	161,394	ROIC (%)	6.0%	7.9%	8.4%	10.6%
负债和股东权益	564,231	579,054	593,071	627,876	ROE (%)	3.5%	4.4%	4.7%	5.8%
					毛利率 (%)	26.3%	26.0%	25.9%	27.2%
					销售净利率 (%)	1.7%	2.0%	2.2%	2.6%
					资产负债率 (%)	42.7%	41.9%	40.7%	40.7%
					收入增长率 (%)	-0.1%	4.8%	5.6%	8.4%
					净利润增长率 (%)	22.1%	21.7%	15.8%	31.0%
					P/E	31.69	26.03	22.48	17.16
					P/B	1.10	1.07	1.03	0.98
					EV/EBITDA	4.12	4.22	3.44	2.46

数据来源: 贝格数据, 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>