

买入

抓住 5G 发展窗口机遇，运营商迎来基本面拐点

中国联通 (0762.HK)

2021-03-12 星期五

投资要点

目标价：**6.76 港元**
 现价：4.84 港元
 预计升幅：39.7%

➤ **2020 年度业绩基本符合预期，盈利能力稳步提升：**

2020 年公司实现服务收入 2,758 亿元，同比上升 4.3%，高于行业平均的 3.6%，发展速度继续领先行业。公司 EBITDA 达到 941 亿元；录得净利润 125 亿元，同比增长 10.3%，盈利能力稳步提升；每股派息 0.16 元，同比增长 10.8%。

重要数据

| 日期 | 2021.3.11 |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港元) | 4.84 |
| 总股本 (百万股) | 30,600 |
| 总市值 (百万港元) | 148,090 |
| 净资产 (百万元) | 327,520 |
| 总资产 (百万元) | 580,616 |
| 52 周高低 (港元) | 6.70/3.84 |
| 每股净资产 (元) | 10.67 |

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ **创新业务快速发展，收入同比增长 30%：**

2020 年公司产业互联网业务收入同比增长 30.0%，达到 427 亿元，占整体服务收入比例提高至 15.5%。其中实现 IDC 业务 195.8 亿元，同比增长 20.7%；IT 服务业务 133.6 亿元，同比上升 33.4%；物联网业务 42.2 亿元，同比增长 39.0%；云计算业务 38.4 亿元，同比增长 62.7%；大数据业务 17.2 亿元，同比增长 39.8%。实现了公司三年前所承诺的三年内创新收入占比超过 15% 的目标，预计未来三年公司有望保持创新业务以 20% 以上的速度增长。

➤ **ARPU 值逐季提升，2020 年四季度达到 43.5 元：**

2020 年公司 5G 套餐用户达到 7,083 万户，5G 套餐用户市场占有率 22.0%，渗透率达到 23%，高于行业平均的 20%。用户 ARPU 连续三个季度环比上升，其中 2020 年四季度达到 43.5 元。全年移动用户 ARPU 为 42.1 元，同比提升 4.1%。据测算 4G 升 5G 套餐 ARPU 平均提升 10% 以上。手机上网总流量同比增长 16.5%，手机用户月户均数据流量达到约 9.7GB。

➤ **维持买入评级，目标价 6.76 港元：**

公司传统业务盈利基本面已进入中长期上升拐点，创新业务持续高增长，为公司未来增长打开空间。预测公司 2021~2023 年净利润分别为 145.7 (+16.63%)、162.3 (11.42%) 和 183.6 (+13.11%) 亿元。当前公司估值处于历史低位，合理价值应为 2021 年 12 倍 PE，目标价为 6.76 港元/股，较当前价格有 39.7% 的上升空间，给予“买入”评级。

主要股东

中国联通 (BVI) 有限公司 (53.52%)
 中国联通集团 (BVI) 有限公司 (27.15%)

相关报告

中国联通(0762.HK)深度报告：移动业务盈利回升，数字时代向流量内容转型-20210105

研究部

姓名：杨森
 SFC：BJO644
 电话：0755-21519178
 Email：yangsen@gyzq.com.hk

| 人民币亿元 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额 | 290,877 | 290,515 | 303,838 | 330,692 | 358,541 |
| 同比增长(%) | 5.8% | -0.1% | 4.6% | 8.8% | 8.4% |
| 归母净利润 | 10,197 | 11,330 | 12,493 | 14,570 | 16,234 |
| 同比增长(%) | 457.8% | 11.1% | 10.3% | 16.6% | 11.4% |
| 归母净利润率 | 3.5% | 3.9% | 4.1% | 4.4% | 4.6% |
| 每股盈利 (元) | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.48 | 0.53 |
| PE@4.84HKD | 12.22 | 11.00 | 9.98 | 8.55 | 7.68 |

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

2020 年度业绩基本符合预期，盈利能力稳步提升：

2020 年公司实现服务收入 2,758 亿元，同比上升 4.3%，高于行业平均的 3.6%，发展速度继续领先行业。公司 EBITDA 达到 941 亿元；录得净利润 125 亿元，同比增长 10.3%，盈利能力稳步提升；每股派息 0.16 元，同比增长 10.8%。

表1：公司2020年业绩情况

| (亿元人民币) | 2019 | 2020 | 同比变化 |
|--------------------------|----------|-----------------|--------|
| 服务收入 ¹ | 2,643.86 | 2,758.14 | 4.3% |
| 产业互联网收入 | 328.60 | 427.26 | 30.0% |
| EBITDA ² | 943.58 | 941.39 | -0.2% |
| 占服务收入比 | 35.7% | 34.1% | -1.6pp |
| 净利润 ³ | 113.30 | 124.93 | 10.3% |
| 每股基本盈利(元人民币) | 0.370 | 0.408 | 10.3% |
| 每股派息 ⁵ (元人民币) | 0.148 | 0.164 | 10.8% |

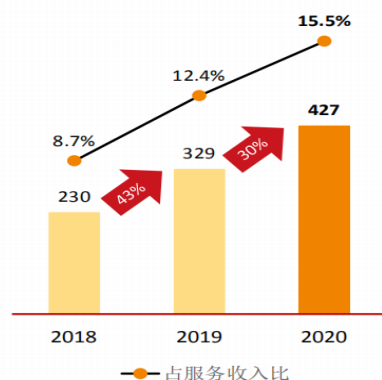
领先行业平均⁴的
3.6%
高于国内生产总值
同比增速的
2.3%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

创新业务快速发展，收入同比增长 30%：

2020 年公司产业互联网业务收入同比增长 30.0%，达到 427 亿元，占整体服务收入比例提高至 15.5%。其中实现 IDC 业务 195.8 亿元，同比增长 20.7%；IT 服务业务 133.6 亿元，同比上升 33.4%；物联网业务 42.2 亿元，同比增长 39.0%；云计算业务 38.4 亿元，同比增长 62.7%；大数据 业务 17.2 亿元，同比增长 39.8%。实现了公司三年前所承诺的三年内创新收入占比超过 15% 的目标，预计未来三年公司有望保持创新业务以 20% 以上的速度增长。

图1：公司产业互联网收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图2：公司产业互联网收入占比情况

| (亿元人民币) | 2020 | 同比变化 |
|---------|-------|-------|
| IDC | 195.8 | 20.7% |
| IT服务 | 133.6 | 33.4% |
| 物联网 | 42.2 | 39.0% |
| 云计算 | 38.4 | 62.7% |
| 大数据 | 17.2 | 39.8% |
| 合计 | 427.2 | 30.0% |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

ARPU 值逐季提升，2020 年四季度达到 43.5 元：

2020 年公司 5G 套餐用户达到 7,083 万户，5G 套餐用户市场占有率 22.0%，渗透率达到 23%，高于行业平均的 20%。用户 ARPU 连续三个季度环比上升，其中 2020 年四季度达到 43.5 元。全年移动用户 ARPU 为 42.1 元，同比提升 4.1%。据测算 4G 升 5G 套餐 ARPU 平均提升 10% 以上。手机上网总流量同比增长 16.5%，手机用户月户均数据流量达到约 9.7GB。

图3：公司ARPU情况

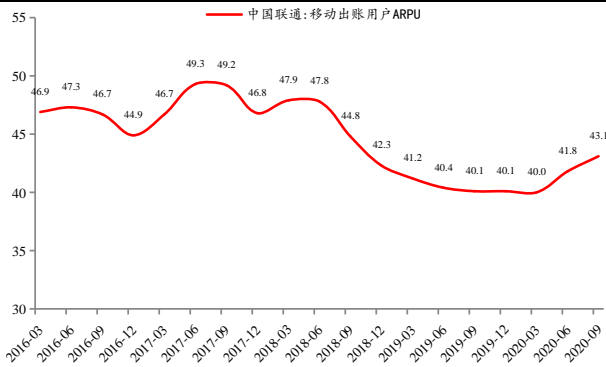
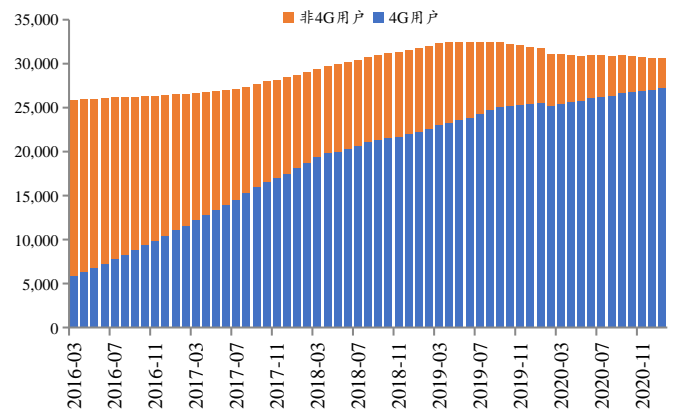


图4：公司用户占比情况



资料来源：Wind、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 6.76 港元：

公司传统业务盈利基本面已进入中长期上升拐点，创新业务持续高增长，为公司未来增长打开空间。预测公司 2021~2023 年净利润分别为 145.7 (+16.63%)、162.3 (11.42%) 和 183.6 (+13.11%) 亿元。当前公司估值处于历史低位，合理价值应为 2021 年 12 倍 PE，目标价为 6.76 港元/股，较当前价格有 39.7% 的上升空间，维持“买入”评级。

风险提示：

5G 用户渗透率不及预期、产业互联网业务发展不及预期。

表2：行业估值

| 代码 | 收盘价(当地货币) 2021/3/11 | 市值(亿) (当地货币) | 净利润(亿) | | | EPS | | | PE | | | PB | | | |
|---------|------------------------|-----------------|----------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | |
| 0941.HK | 中国移动 | 53.4 | 10,923.7 | 1,069.1 | 1,075.2 | 1,110.5 | 5.22 | 5.24 | 5.44 | 9.2 | 8.5 | 8.2 | 0.89 | 0.79 | 0.76 |
| 0728.HK | 中国电信 | 2.6 | 2,136.6 | 217.0 | 211.3 | 221.4 | 0.27 | 0.28 | 0.30 | 9.3 | 0.0 | 8.1 | 0.54 | 0.00 | 0.47 |
| 0788.HK | 中国铁塔 | 1.2 | 2,076.9 | 51.7 | 66.2 | 81.9 | 0.03 | 0.04 | 0.06 | 35.6 | 0.0 | 21.2 | 1.02 | 0.00 | 0.90 |
| 0762.HK | 中国联通 | 4.8 | 1,480.9 | 113.7 | 125.8 | 146.5 | 0.37 | 0.41 | 0.48 | 11.0 | 10.0 | 8.6 | 0.39 | 0.38 | 0.37 |

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表

| 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | FY2018A | FY2019A | FY2020A | FY2021E | FY2022E |
| 营业收入 | 290,877 | 290,515 | 303,838 | 330,692 | 358,541 |
| 网间结算成本 | -12,579 | -11,513 | -10,574 | -11,135 | -12,000 |
| 折旧及摊销 | -75,777 | -83,080 | -83,017 | -92,263 | -100,391 |
| 职工薪酬 | -48,143 | -50,516 | -55,740 | -61,796 | -68,076 |
| 销售通信产品成本 | -27,604 | -26,412 | -26,862 | -26,174 | -28,378 |
| 其他支出-经营 | -62,561 | -64,480 | -70,237 | -75,913 | -82,306 |
| 财务费用 | -1,625 | -2,123 | -1,747 | -2,054 | -2,227 |
| 利息收入 | 1,712 | 1,272 | 1,366 | 1,500 | 1,626 |
| 应占联营公司损益 | 2,477 | 1,359 | 1,588 | 1,547 | 1,677 |
| 应占共同控制实体损益 | 598 | 646 | 787 | 565 | 613 |
| 除税前溢利 | 13,081 | 14,167 | 16,027 | 17,836 | 19,768 |
| 净利润(不含少数股东权益) | 10,197 | 11,330 | 12,493 | 14,570 | 16,234 |
| 少数股东损益 | 60 | 42 | 84 | 84 | 84 |
| EPS (元) | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.48 | 0.53 |
| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | |
| | FY2018A | FY2019A | FY2020A | FY2021E | FY2022E |
| 流动资产合计 | 75,909 | 83,595 | 108,636 | 88,230 | 79,236 |
| 存货 | 2,388 | 2,359 | 1,951 | 2,010 | 2,070 |
| 应收账款 | 14,433 | 17,233 | 16,287 | 17,336 | 18,992 |
| 预付款项及其他资产-流动资产 | 11,106 | 12,456 | 15,882 | 14,179 | 15,373 |
| 合约资产-流动资产 | 1,254 | 1,308 | 823 | 831 | 840 |
| 应收最终控股公司之款项-流动资产 | 7,431 | 7,688 | 10,570 | 9,129 | 9,850 |
| 货币资金 | 30,060 | 34,945 | 23,085 | 20,924 | 182 |
| 非流动资产合计 | 464,411 | 478,904 | 471,980 | 483,029 | 499,420 |
| 固定资产-物业, 厂房及设备 | 384,475 | 367,401 | 364,187 | 367,829 | 378,864 |
| 于联营公司之权益 | 35,758 | 36,445 | 38,802 | 41,906 | 44,840 |
| 按公允价值计入损益的金融资产-非流 | 3,903 | 3,323 | 3,493 | 3,423 | 3,355 |
| 合同特许资产-非流动资产 | 570 | 595 | 103 | 106 | 109 |
| 应收关联方款项-非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合约成本-非流动资产 | 5,632 | 4,923 | 3,672 | 4,298 | 3,985 |
| 其他非流动资产 | 14,645 | 13,808 | 14,591 | 14,883 | 15,180 |
| 总资产 | 540,320 | 562,499 | 580,616 | 571,259 | 578,655 |
| 流动负债合计 | 214,910 | 205,190 | 222,028 | 217,114 | 228,065 |
| 短期借款 | 15,085 | 5,564 | 740 | 725 | 711 |
| 融资债券-流动负债 | 0 | 8,995 | 7,000 | 7,998 | 7,998 |
| 长期借贷之即期部份 | 441 | 437 | 418 | 432 | 429 |
| 预收款项 | 328 | 330 | 359 | 345 | 352 |
| 非流动负债合计 | 11,124 | 36,554 | 31,068 | 31,949 | 32,885 |
| 递延税项负债-非流动 | 111 | 87 | 64 | 70 | 77 |
| 应付关联方款-非流动负债 | 3,042 | 3,042 | 3,042 | 3,346 | 3,681 |
| 总负债 | 226,034 | 241,744 | 253,096 | 249,063 | 260,951 |
| 股本 | 254,056 | 254,056 | 254,056 | 254,056 | 254,056 |
| 储备及留存收益 | 59,866 | 65,991 | 72,531 | 81,328 | 91,124 |
| 股东权益合计(不含少数股东权益) | 313,922 | 320,047 | 326,587 | 335,384 | 345,180 |
| 负债及权益合计 | 540,320 | 562,499 | 580,616 | 571,259 | 578,655 |

| 主要财务比率 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| | FY2018A | FY2019A | FY2020A | FY2021E | FY2022E |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 净利率 | 3.5% | 3.9% | 4.1% | 4.4% | 4.6% |
| ROE | 3.3% | 3.5% | 3.8% | 4.5% | 5.1% |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 流动比率 | 0.35 | 0.41 | 0.49 | 0.41 | 0.35 |
| 速动比率 | 0.34 | 0.43 | 0.31 | 0.29 | 0.14 |
| 资产负债率 | 41.8% | 43.0% | 43.6% | 43.6% | 45.1% |
| 营运能力(次) | | | | | |
| 资产周转率 | 0.54 | 0.52 | 0.52 | 0.58 | 0.62 |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | |
| | FY2018A | FY2019A | FY2020A | FY2021E | FY2022E |
| 净利润 | 10,197 | 11,330 | 12,493 | 14,654 | 16,318 |
| 加: 折旧与摊销 | 75,777 | 83,080 | 83,017 | 92,263 | 100,391 |
| 营运资本变动 | -203 | -7,097 | 2,862 | 13,331 | -797 |
| 其他非现金调整 | 6,616 | 6,365 | 7,179 | 6,772 | 6,976 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 92,387 | 93,678 | 105,551 | 127,021 | 122,889 |
| 出售固定资产收到的现金 | 1,090 | 1,512 | 1,647 | 1,696 | 1,747 |
| 减: 资本性支出 | 52,176 | 56,187 | 53,981 | 60,459 | 67,714 |
| 投资减少 | 9,448 | 11,168 | 42,284 | 44,398 | 46,618 |
| 减: 投资增加 | 15,210 | 12,009 | 39,667 | 43,634 | 47,997 |
| 其他投资活动产生的现金流量净额 | -4,331 | -3,537 | -42,301 | -43,570 | -44,877 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -61,179 | -59,053 | -92,018 | -101,568 | -112,223 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -34,058 | -29,765 | -25,210 | -27,614 | -31,408 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -2,776 | 4,885 | -11,860 | -2,161 | -20,742 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 32,836 | 30,060 | 34,945 | 23,085 | 20,924 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 30,060 | 34,945 | 23,085 | 20,924 | 182 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.48 | 0.53 |
| 每股经营现金 | 3.02 | 3.06 | 3.45 | 4.15 | 4.02 |
| 每股净资产 | 10.26 | 10.46 | 10.67 | 10.96 | 11.28 |
| 估值比率(倍) | | | | | |
| PE | 12.22 | 11.00 | 9.98 | 8.55 | 7.68 |
| PB | 0.40 | 0.39 | 0.38 | 0.37 | 0.36 |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>