

信义山证 汇通天下

证券研究报告

电信运营 III

中国联通 (600050.SH)

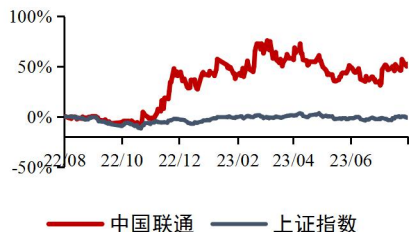
买入-A(首次)

保持高质量经营势头，产业互联网成为业绩发展新支撑

2023年8月11日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月10日

收盘价(元):	5.32
总股本(亿股):	318.04
流通股本(亿股):	309.66
流通市值(亿元):	1,647.37

基础数据：2023年6月30日

每股净资产(元):	11.24
每股资本公积(元):	2.58
每股未分配利润(元):	1.56

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

事件描述：

中国联通于2023年8月9日发布2023年半年度报告。2023H1，公司实现营收1,918亿元，同比+8.8%；其中，实现服务收入1,710亿元，同比+6.3%；实现归母净利润54.4亿元，同比+13.7%。

事件点评：

➤ **公司基础业务稳盘托底，规模及价值持续提升。**2023H1，公司移动出账用户超3.28亿户，净增用户达534万户，规模创四年同期新高；5G套餐用户结构继续优化，渗透率超70%；个人数智生活付费用户超8700万，收入同比+90%，带动移动ARPU持续提升。固网宽带出账用户达1.08亿户，融合渗透率达75%；FTTR的推广应用加速推进，用户同比提升1125%；智家业务快速拓展，付费用户超9500万，收入同比+49%。

➤ **产业互联网业务成为推动公司收入增长和结构优化的重要引擎。**2023H1，公司产业互联网收入达430亿元，占主营业务收入比首次超25%。其中，物联网收入达54亿元，同比+24%，4G&5G中高速联接规模超4亿；联通云自研能力持续提升，收入达255亿元，同比+36%，全年目标收入超500亿元；大数据方面，积极打数字政务“联通服务”品牌，实现收入29亿元，同比+54%，市占率连续多年超50%；大安全收入增长178%，安全云市场上架产品超80款。

➤ **资本支出略有下降，网络基础不断增强。**公司2023年全年计划资本开支769亿元，同比+3.6%；2023H1实现资本开支276亿元，同比-0.24%。从资本开支结构来看，移动网络、家庭互联网及固话、政企及创新业务和承载网、基础设施及其他投资分别为77、43、62、94亿元，占比分别为28%、16%、23%、34%。网络布局方面，公司5G中频基站超115万站，实现全国335个本地政企精品网全覆盖；算力精品网方面，联通云池覆盖城市达202个(+32个)，IDC机架数达38万架(+1.7万架)，骨干网平均时延达行业领先水平。

➤ **股东回报持续提升，有望长期取得良好发展。**公司继续派发中期股息每股0.203元，同比+23%，显著高于每股基本盈利13%的增长，未来公司将继续努力提升盈利能力和股东回报。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2023-2025年归母公司净利润85.0/98.3/111.5亿元，同比增长16.5%/15.6%/13.4%，对应EPS为0.27/0.31/0.35元，PE为20/17/15倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示:

- **通信行业用户增速下降的风险。**随着国内移动、宽带用户普及率的提升，移动、宽带用户增长速度有所波动。根据工信部统计公报，2018-2022年，全国移动电话用户分别净增1.49亿户、净增3525万户、净减728万户、净增4875万户、净增4062万户，净增规模波动较大，2020年出现负增长；全国宽带用户分别净增5884万户、净增4,190万户、净增3,427万户、净增5224万户、净增5386万户，净增规模有所波动。若公司未能及时、有效优化经营策略、提升服务质量以增强对客户的吸引力，可能会对公司的业务财务状况或经营业绩产生不利影响。
- **网络安全风险。**随着数字经济和通信技术的快速发展，互联网已经融入到各行各业中，需要公司严格遵守国家法律规定，高度重视网络安全，打造安全的网络联防联控技术体系，若公司未来出现网络安全事件，可能会对公司产生不利影响。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	327,854	354,944	386,013	419,894	456,512
YoY(%)	7.9	8.3	8.8	8.8	8.7
净利润(百万元)	6,305	7,299	8,505	9,835	11,150
YoY(%)	14.2	15.8	16.5	15.6	13.4
毛利率(%)	24.6	24.2	24.0	24.2	24.3
EPS(摊薄/元)	0.20	0.23	0.27	0.31	0.35
ROE(%)	4.3	4.8	5.3	5.9	6.4
P/E(倍)	27	23	20	17	15
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
净利率(%)	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4

资料来源：最闻，山西证券研究所



目录

1. 整体经营情况.....	4
2. 传统业务.....	4
3. 产业互联网业务.....	5

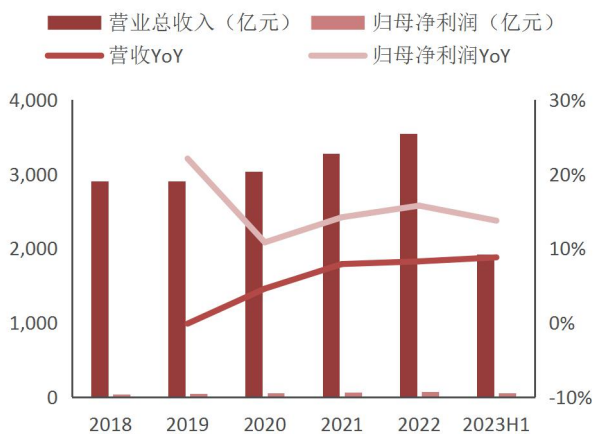
图表目录

图 1：中国联通营收及归母净利润.....	4
图 2：中国联通营业务结构（亿元）.....	4
图 3：中国联通移动业务收入及 ARPU.....	5
图 4：中国联通宽带客户数及 ARPU.....	5
图 5：中国联通产业互联网收入情况.....	5
图 6：联通云业务收入.....	5

1. 整体经营情况

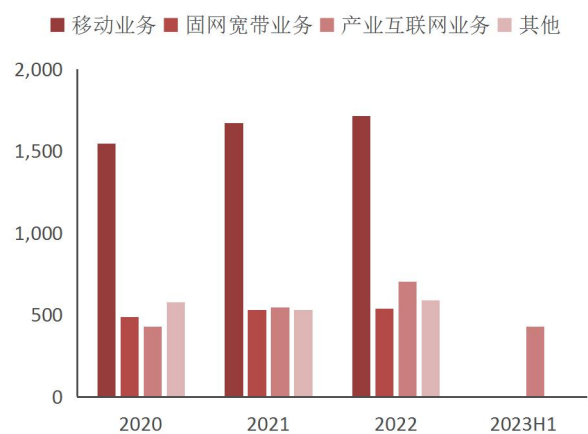
中国联通业绩表现良好，产业互联网业务成为推动公司收入增长和结构优化的重要引擎。中国联通2023H1 实现营收 1918 亿元，同比+8.8%；归母净利润 54 亿元，同比+13.7%。2022 年实现营收 3549 亿元，同比+8.3%，4 年 CAGR 达 5.1%；实现归母净利润 73 亿元，同比+15.8%，4 年 CAGR 达 15.6%。从业务结构角度看，2023H1，公司产业互联网收入达 430 亿元，同比+16.3%，占主营业务收入比首次超 25%。

图 1：中国联通营收及归母净利润



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：中国联通营业务结构（亿元）

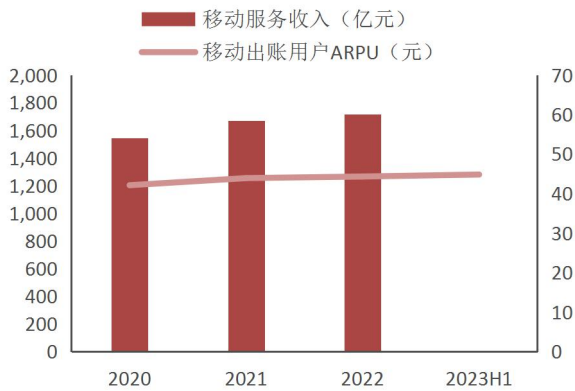


资料来源：运营商业绩推介材料，山西证券研究所

2. 传统业务

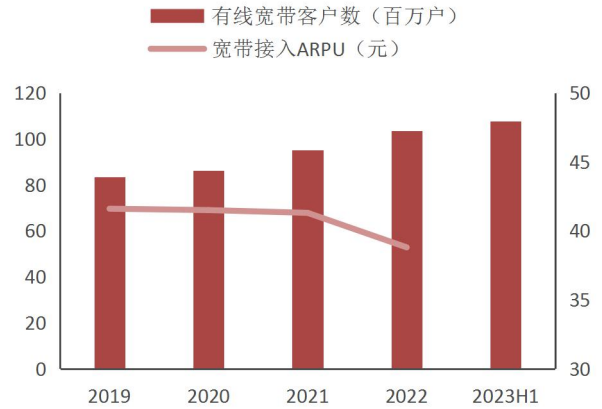
传统业务用户基数稳定增长，用户价值量有所提升。移动业务方面，2023H1，公司移动出账用户超 3.28 亿户，净增用户达 534 万户，规模创四年同期新高；5G 套餐用户结构继续优化，渗透率超 70%；个人数智生活付费用户超 8700 万，收入同比+90%，带动移动 ARPU 提升至 44.8 元（同比+0.4 元）。固网业务方面，2023H1 中国联通固网宽带出账用户达 1.08 亿户，融合渗透率达 75%；FTTR 的推广应用加速推进，用户同比提升 1125%；智家业务快速拓展，付费用户超 9500 万，收入同比+49%。2022 年，中国联通固网宽带接入用户达 1.04 亿户（3 年 CAGR 达 7.5%），全年净增 858 万户。

图 3：中国联通移动业务收入及 ARPU



资料来源：运营商业绩推介材料，山西证券研究所

图 4：中国联通宽带客户数及 ARPU



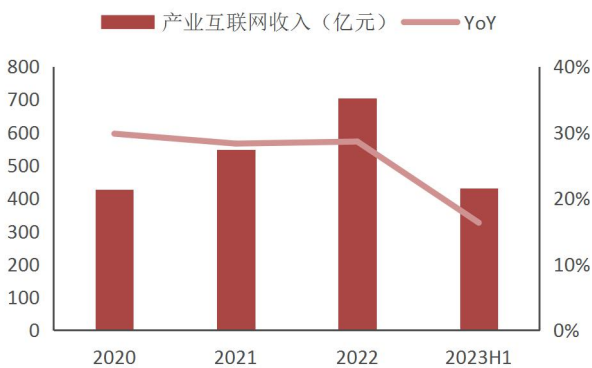
资料来源：运营商业绩推介材料，山西证券研究所

3. 产业互联网业务

产业互联网业务成为推动公司收入增长和结构优化的重要引擎。2023H1，公司产业互联网收入达 430 亿元，占主营业务收入比首次超 25%。2022 年，中国联通产业互联网收入达 705 亿元，同比+29%，4 年 CAGR 达 32.3%；占主营业务收入比重达 22%（3 年增长约 10pp），贡献 68% 的收入增量。

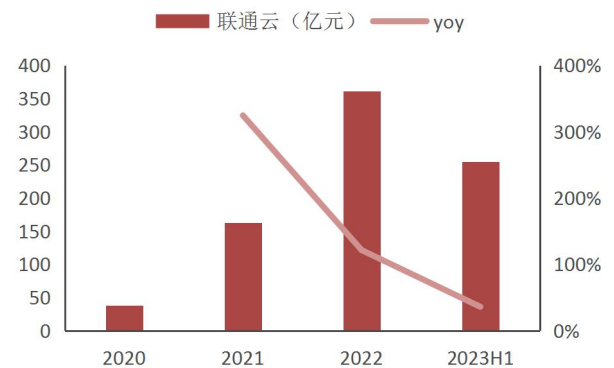
联通云自研能力持续提升，逐渐形成“安全可靠、云网一体、数智相融、专属定制、多云协同”的特色优势。截至 2023H1，联通云池已覆盖 200 多个城市，收入达 255 亿元，同比+36%，全年目标收入超 500 亿元。

图 5：中国联通产业互联网收入情况



资料来源：运营商业绩推介材料，山西证券研究所

图 6：联通云业务收入



资料来源：运营商业绩推介材料，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	126252	146269	169662	240886	284848
现金	46273	70036	96070	157664	203528
应收票据及应收账款	19871	28231	24082	32823	29044
预付账款	7510	7842	8854	9307	10438
存货	1846	1882	2393	2133	2839
其他流动资产	50751	38278	38263	38959	38999
非流动资产	467033	498418	480761	459354	435216
长期投资	48416	51051	57174	63385	69551
固定资产	310916	303280	292509	275622	252933
无形资产	29244	32600	27891	23145	18367
其他非流动资产	78456	111487	103187	97203	94365
资产总计	593284	644687	650423	700240	720064
流动负债	235138	247984	236039	271528	274908
短期借款	385	502	502	502	502
应付票据及应付账款	129764	149340	155184	175415	183303
其他流动负债	104989	98142	80354	95611	91102
非流动负债	21936	49429	48968	48492	48005
长期借款	1835	1828	1367	891	404
其他非流动负债	20101	47601	47601	47601	47601
负债合计	257074	297413	285007	320020	322913
少数股东权益	186993	192904	203740	216304	230573
股本	30991	31804	31804	31804	31804
资本公积	80443	81824	81983	81983	81983
留存收益	43843	47932	61807	78402	97975
归属母公司股东权益	149217	154370	161675	163917	166578
负债和股东权益	593284	644687	650423	700240	720064

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	111972	101708	79603	110733	97352
净利润	14416	16651	19341	22399	25419
折旧摊销	71342	70726	60148	67296	72683
财务费用	97	-748	-1101	-2316	-3820
投资损失	-4377	-4328	-4353	-4340	-4346
营运资金变动	9967	-3603	3195	25858	5281
其他经营现金流	20527	23010	2373	1837	2136
投资活动现金流	-74780	-56127	-40511	-43385	-46334
筹资活动现金流	-25910	-24949	-13057	-5754	-5155
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.23	0.27	0.31	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	3.52	3.20	2.50	3.48	3.06
每股净资产(最新摊薄)	4.69	4.85	5.08	5.15	5.23

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	327854	354944	386013	419894	456512
营业成本	247361	268881	293370	318489	345579
营业税金及附加	1427	1397	1336	1453	1579
营业费用	32212	34455	37443	40646	44099
管理费用	24780	22981	24898	26873	29217
研发费用	4792	6836	7720	8818	9587
财务费用	97	-748	-1101	-2316	-3820
资产减值损失	-3301	-6918	-3860	-4199	-4565
公允价值变动收益	-39	24	59	49	23
投资净收益	4377	4328	4353	4340	4346
营业利润	17696	20401	23548	27360	31019
营业外收入	638	778	778	778	778
营业外支出	526	812	669	741	705
利润总额	17807	20367	23657	27397	31092
所得税	3391	3716	4316	4999	5673
税后利润	14416	16651	19341	22399	25419
少数股东损益	8111	9352	10836	12564	14269
归属母公司净利润	6305	7299	8505	9835	11150
EBITDA	87906	89143	81396	90955	98408

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	8.3	8.8	8.8	8.7
营业利润(%)	13.5	15.3	15.4	16.2	13.4
归属于母公司净利润(%)	14.2	15.8	16.5	15.6	13.4
获利能力					
毛利率(%)	24.6	24.2	24.0	24.2	24.3
净利率(%)	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4
ROE(%)	4.3	4.8	5.3	5.9	6.4
ROIC(%)	7.2	7.0	8.3	9.2	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	43.3	46.1	43.8	45.7	44.8
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	16.5	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	26.8	23.2	19.9	17.2	15.2
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.9	3.9	3.9	3.0	2.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

