

传统业务稳健增长，创新业务不断突破

买入(维持)

——中国联通(600050)点评报告

2022年03月14日

报告关键要素：

2021年公司主营业务3,278.54亿元(YoY+7.9%)，服务收入2961.5亿元(YoY+7.4%)，归母净利润63.1亿元(YoY+14.2%)，EBITDA961亿元(YoY+2.3%)，自由现金流430.1亿元(YoY+8.4%)，业绩基本符合预期。

投资要点：

传统业务高质量增长，产业互联网拉动公司第二增长曲线。公司移动服务2021年收入同比增长1641亿元(YoY+4.8%)，用户净增1130万户增长由负转正；5G套餐用户渗透率达49%同比提升26pct，拉动ARPU增长至43.9元(YoY+4.3%)。固网宽带收入完成448亿元(YoY+5.2%)，宽带用户净增895万户，达到9505万户，传统业务保持高质量增长。此外，公司2021年产业互联网业务收入548亿元(YoY+28%)，其中联通云收入人民币163亿元(YoY+46.3%)，新兴业务增速喜人。一年来，公司紧抓“东数西算”，倾力打造“联接+感知+计算+智能”的算网一体化服务，创新能力加快形成，“五大中台”核心能力基本建成，数据治理体系不断完善，第二增长曲线明显。

销售费用控制卓有成效，折旧压力缓解。2021年随着公司全面推进数字化转型，加快线上线下一体化，公司销售费用发生人民币322.1亿元，占营业收入的比重由2020年的10.03%下降至9.83%。公司折旧及摊销856.6亿元(YoY+3.2%)，占收比从27.33%下降至26.13%。全年资本开支为人民币690亿元低于全年700亿元指引，投资效能进一步改善。全年自由现金流持续充沛，达到人民币430亿元，财务实力进一步夯实。益于公司近年资本开支的良好管控及网络共建共享，随着建设周期的摊平以及共建共享的进一步推动，公司资产折旧压力有望持续缓解。

盈利预测与投资建议：预计公司2022-2025年营收分别为3,444、3,686亿元以及4,001亿元，归母净利润分别为69.59亿元、76.86亿元以及85.22亿元，EPS分别为0.22、0.25、0.27，对应2022年3月11日PE分别为16.43、14.88、13.42，维持公司“买入”评级。

风险因素：5G渗透率进度不及预期，创新业务拓展不及预期、中美贸易摩擦加剧，提速降费风险。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	327854.49	344373.28	368603.80	400134.18
增长比率(%)	8	5	7	9
净利润(百万元)	6305.47	6958.58	7686.15	8521.73
增长比率(%)	14	10	10	11
每股收益(元)	0.20	0.22	0.25	0.27
市盈率(倍)	18.13	16.43	14.88	13.42
市净率(倍)	0.77	0.75	0.73	0.71

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	30,988.13
流通A股(百万股)	30,755.64
收盘价(元)	3.69
总市值(亿元)	1,143.46
流通A股市值(亿元)	1,134.88

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

- 业绩符合预期，创新业务不断突破
- 业绩增长动能强劲，派息率有望提升
- 5G拓展带动ARPU值提升，数字化转型推动产业互联网业务高增

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：吴源恒

电话：18627137173

邮箱：wuyh@wlzq.com.cn

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	327854	344373	368604	400134
%同比增速	8%	5%	7%	9%
营业成本	247361	256558	274610	296099
毛利	80494	87815	93994	104035
%营业收入	25%	26%	26%	26%
税金及附加	1427	1481	1585	1721
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	32212	34437	36860	40013
%营业收入	10%	10%	10%	10%
管理费用	24780	26861	28751	33211
%营业收入	8%	8%	8%	8%
研发费用	4792	3788	4792	4401
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	97	256	360	581
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-492	199	149	99
信用减值损失	-2809	0	0	0
其他收益	2997	689	774	400
投资收益	4377	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-39	0	0	0
资产处置收益	-3523	-2479	-1106	-800
营业利润	17696	19400	21463	23807
%营业收入	5%	6%	6%	6%
营业外收支	112	394	401	434
利润总额	17807	19794	21864	24241
%营业收入	5%	6%	6%	6%
所得税费用	3391	4058	4482	4969
净利润	14416	15736	17382	19271
%营业收入	4%	5%	5%	5%
归属于母公司的净利润	6305	6959	7686	8522
%同比增速	14%	10%	10%	11%
少数股东损益	8111	8778	9695	10749
EPS (元/股)	0.20	0.22	0.25	0.27

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.20	0.22	0.25	0.27
BVPS	4.82	4.95	5.09	5.23
PE	18.13	16.43	14.88	13.42
PEG	1.28	1.59	1.42	1.23
PB	0.77	0.75	0.73	0.71
EV/EBITDA	1.03	8.13	6.39	4.42
ROE	4%	5%	5%	5%
ROIC	4%	2%	2%	3%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	46273	48103	64554	86960
交易性金融资产	3287	3287	3287	3287
应收票据及应收账款	19871	22927	24338	25762
存货	1846	2460	2784	3164
预付款项	7510	5131	5492	5922
合同资产	467	1377	1474	1601
其他流动资产	46997	47149	47489	47918
流动资产合计	126252	130435	149419	174613
长期股权投资	48416	50416	51416	51416
固定资产	310916	319471	330482	344702
在建工程	41192	46864	51968	56563
无形资产	27173	27172	27171	27170
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	271	271	271	271
其他非流动资产	39065	37938	37804	37652
资产总计	593284	612566	648532	692388
短期借款	385	4735	9674	13550
应付票据及应付账款	129764	126522	136553	153323
预收账款	122	344	369	400
合同负债	45716	49259	53000	57443
应付职工薪酬	15712	11545	13181	14805
应交税费	1438	2411	2580	2801
其他流动负债	42387	51405	57788	63384
流动负债合计	235138	241486	263471	292156
长期借款	1835	1835	1835	1835
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1637	1637	1637	1637
其他非流动负债	18465	18465	18465	18465
负债合计	257074	263423	285407	314092
归属于母公司的所有者权益	149217	153372	157659	162080
少数股东权益	186993	195771	205466	216216
股东权益	336210	349143	363125	378296
负债及股东权益	593284	612566	648532	692388

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	111972	18402	33951	43621
投资	-7881	-873	-867	152
资本性支出	-69775	-16989	-17811	-20563
其他	2877	0	0	0
投资活动现金流净额	-74780	-17862	-18678	-20411
债权融资	0	0	0	0
股权融资	10	-3	0	0
银行贷款增加 (减少)	7392	4350	4939	3876
筹资成本	-9685	-3056	-3760	-4681
其他	-23628	0	0	0
筹资活动现金流净额	-25910	1291	1179	-805
现金净流量	11203	1830	16451	22406

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场