

深化数字经济建设，收入结构持续优化

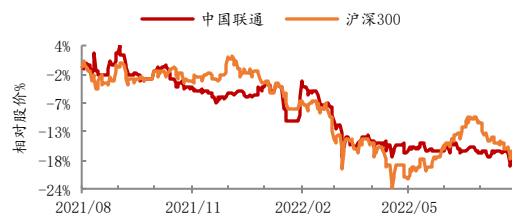
中国联通(600050)

- 事件：**公司发布2022年半年报，2022年H1公司实现主营业务收入1,610亿元，同比上升8.3%，增速创近年同期新高。归属于母公司净利润达到48亿元，同比增长18.7%。
- 收入端：产业互联网增长迅速，收入结构不断优化：**
 - 移动主营业务**实现收入849亿元，同比提升3.4%；移动用户ARPU为44.4元，与去年同期保持平稳。5G套餐渗透率达到58%，用户结构进一步优化。联通22年5G套餐用户净增指引为7500w，预计年底渗透率超过60%。
 - 宽带接入**实现收入230亿元，同比提升4.3%；2022H1固网业务ARPU值为39.3元，同比-5.98%。
 - 产业互联网**成为业绩增长第一引擎。上半年公司产业互联网实现收入369亿元，同比提升了32%，贡献了公司超过70%的新增收入；其中“**联通云**”收入实现187亿元，同比增长143.2%；**数据中心**实现收入124亿元，同比提升13.3%；**物联网**实现收入43亿元，同比提升44.1%；**大数据业务**上半年收入同比提升48.9%，达到19亿元。
- 成本端：成本费用控制成效显著，利润率稳步上升：**公司2022H1成本费用增幅低于营收增幅，公司成本费用控制成效显著，销售毛利率26.3%，同比减少0.4pct；销售净利率6.2%，同比增加0.6pct。Opex方面，网络运行及支撑成本发生268.4亿元，同比增长6.9%，所占营业收入的比重由上年的15.29%下降至15.23%；2022H1销售费用发生160.6亿元，同比增长3.2%，但增幅显著低于主营业务收入增速；人工成本发生324.8亿元，同比增长4.8%；公司其他营业成本及管理费用发生242.6亿元，同比增长34.6%，其中IT服务成本、技术支撑成本同比分别增长28.9%，74.7%，为产业互联网收入提供坚实基础。
- Capex符合预期，持续筑牢数字经济算力底座：**公司2022年上半年完成资本开支283.5亿，同比增长98.5%，预计全年资本开支增幅与收入增幅相匹配。(1) **5G资本开支**为117.3亿元，继续与中国电信紧密合作，新开通5G基站18万，双方累计开通5G基站87万；(2) **算力网络支出方面**，2022H1公司算力网络投资规模46亿元，同比增长119%。2022全年算力网络资本开支预计145亿元，同比增长65%。2022年MEC节点预计达到400+，覆盖城市超过

评级及分析师信息

评级： 增持
上次评级： 增持
目标价格：
最新收盘价： 3.44

股票代码： 600050
52周最高价/最低价： 4.4/3.3
总市值(亿) 1,065.23
自由流通市值(亿) 1,065.11
自由流通股数(百万) 30,962.41



分析师：宋辉
邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080003
联系电话：

分析师：柳珏廷
邮箱：liujt@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040002
联系电话：

相关研究

- 【华西通信】中国联通(600050)：5G网络进程中成本承压，加速创新升级**
2021.10.22
- 【华西通信】中国联通(600050)：产业互联网持续发力，公司经营改善明显**
2021.08.20
- 【华西通信】中国联通(600050)年报点评：持续45G共建共享，打造5G+垂直应用融合创新**
2021.03.12

200+；2022 年全年 IDC 机架预计达到 34.5 万架，较上年底增长 3.5 万架。

- 5. 盈利预测及投资建议：**公司业务结构持续优化，5G 加速落地阶段产业互联网业务加速发展，略微调升盈利预测，预计 2022-2024 年营收由 3328/3494/N/A 亿元调整为 3479/3698/3934 亿元，每股收益由 0.22/0.24/N/A 调整为 0.23/0.26/0.29 元，对应 2022 年 8 月 8 日 3.44 元/股收盘价，PE 分别为 14.9/13.2/11.7 倍，维持“增持”评级。
- 6. 风险提示：**疫情不确定性影响业务拓展；坏账损失风险；市场竞争风险；行业政策变化风险；系统性风险；创新业务推动不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	303,838	327,854	347,854	369,768	393,434
YoY (%)	4.6%	7.9%	6.1%	6.3%	6.4%
归母净利润(百万元)	5,521	6,305	7,134	8,068	9,074
YoY (%)	10.8%	14.2%	13.1%	13.1%	12.5%
毛利率 (%)	26.1%	24.6%	24.6%	24.8%	25.1%
每股收益 (元)	0.18	0.21	0.23	0.26	0.29
ROE	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%
市盈率	19.33	16.70	14.93	13.20	11.74

资料来源：wind，华西证券研究所

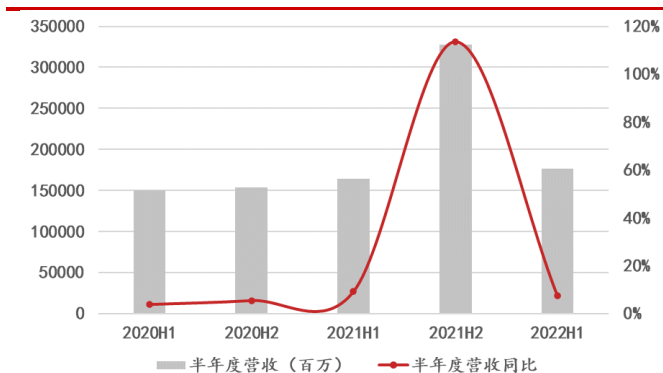
1. 事件

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现主营业务收入 1,610 亿元，同比上升 8.3%，增速创近年同期新高。归属于母公司净利润达到 48 亿元，同比增长 18.7%。

2. 收入端：产业互联网增长迅速，收入结构不断优化

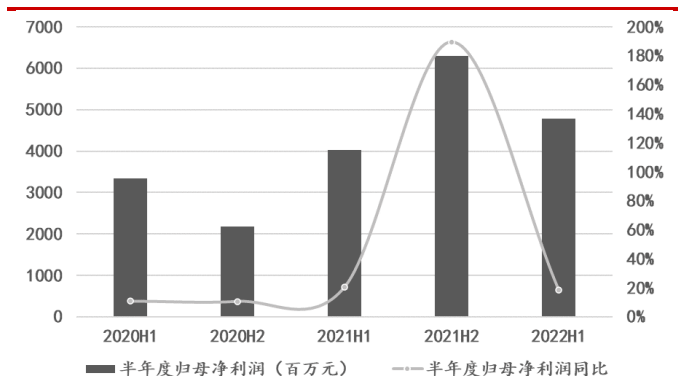
2022 年 H1 公司实现主营业务收入 1,610 亿元，同比上升 8.3%，增速创近年同期新高。归属于母公司净利润达到 48 亿元，同比增长 18.7%。其中，2022Q2 实现收入 872 亿，同比+6.5%；2022Q2 实现 27.55 亿元，同比+17.7%。

图 1 公司半年度营收及增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

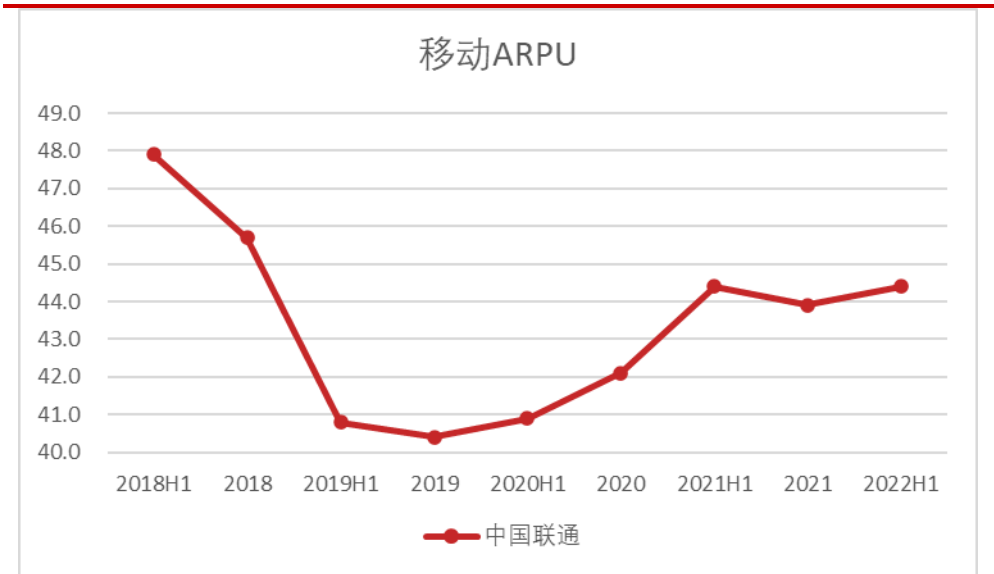
图 2 公司半年度归母净利润及增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

上半年分业务来看，移动主营业务实现收入 849 亿元，同比提升 3.4%，移动出账用户达到 3.2 亿户，其中 5G 套餐用户净增 2,999 万户达到 18,492 万户，5G 套餐渗透率达到 58%，用户结构进一步优化，联通 22 年 5G 套餐用户净增指引为 7500w，预计年底渗透率超过 60%。移动用户 ARPU 为 44.4 元，与去年同期保持平稳。

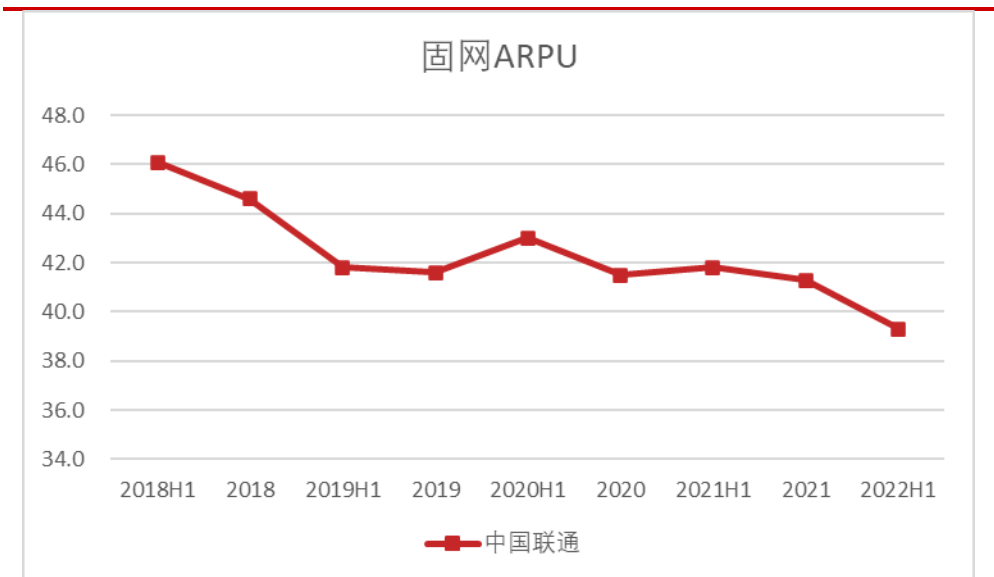
图 3 公司半年度移动业务 ARPU 值



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司固网宽带业务延续了去年高速增长的良好态势,上半年实现宽带接入收入 230 亿元,同比提升 4.3%,增长较去年同期的 0.7%提升 3.6 个百分点。宽带接入用户净增 440 万户,总数达到 9,944 万户,净增用户数创近 10 年同期新高,融合渗透率达到 73%,用户粘性和用户价值显著提升。2022H1 固网业务 ARPU 值为 39.3 元,同比-5.98%。

图 4 公司半年度固网业务 ARPU 值



资料来源: wind, 华西证券研究所

产业互联网成为业绩增长第一引擎。上半年公司产业互联网实现收入 369 亿元,同比提升了 32%,贡献了公司超过 70% 的新增收入;2022H1 产业互联网业务占主营业务收入 22.9%,同比提升 4 个百分点。其中“**联通云**”收入实现翻倍,达到 187 亿元,同比增长 143.2%;**数据中心**机柜利用率超过 68%,实现收入 124 亿元,同比提

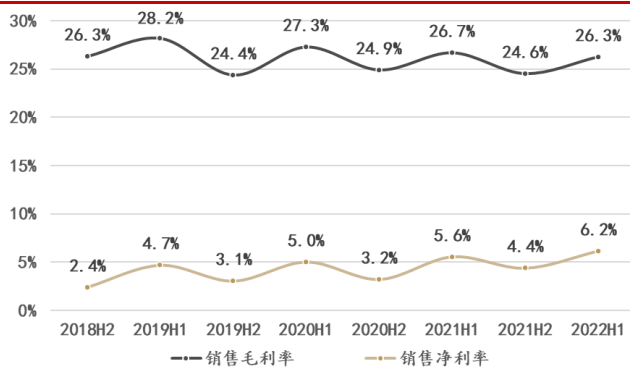
升 13.3%；物联网连接数突破 3.35 亿户，实现收入 43 亿元，同比提升 44.1%；大数据业务保持运营商行业领先优势，区块链专利储备央企第一，上半年收入同比提升 48.9%达到 19 亿元。

3. 成本端：成本费用控制成效显著，利润率稳步上升

公司 2022H1 成本费用增幅低于营收增幅，公司成本费用控制成效显著，销售毛利率 26.3%，同比减少 0.4pct；销售净利率 6.2%，同比增加 0.6pct。

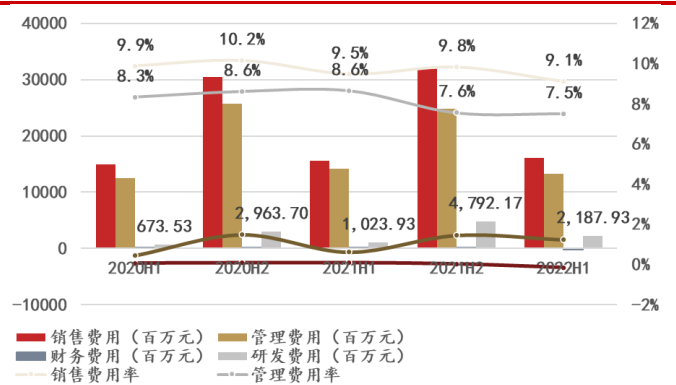
Opex 及费用方面，公司深入推进全量资源共建共享合作，支撑创新业务发展，网络运行及支撑成本发生 268.4 亿元，同比增长 6.9%，所占营业收入的比重由上年的 15.29%下降至 15.23%；2022H1 销售费用发生 160.6 亿元，同比增长 3.2%，但增幅显著低于主营业务收入增速；人工成本发生 324.8 亿元，同比增长 4.8%；公司其他营业成本及管理费用发生 242.6 亿元，同比增长 34.6%，主要是由于新兴 ICT 业务快速增长导致相关服务成本增加，以及加大对新兴 ICT 业务技术支撑的投入。

图 6 公司半年度销售毛利率及净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 公司半年度三费及三费率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

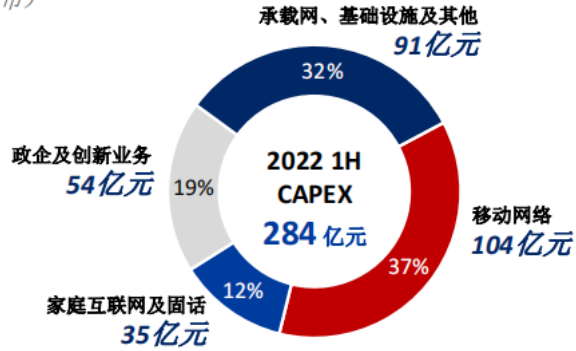
4. Capex 符合预期，持续筑牢数字经济算力底座

公司 2022 年上半年完成资本开支 283.5 亿元，同比增长 98.5%。其中 5G 资本开支为 117.3 亿元，继续与中国电信紧密合作，新开通 5G 基站 18 万，双方累计开通 5G 基站 87 万；5G 室分基站新增 9 万站，累计到达 20 万站。通过网络共建共享，累计为双方节约 Capex 2400 亿元，每年节省 Opex 255 亿元。

算力网络方面，2022H1 公司算力网络投资规模 46 亿元，同比增长 119%。2022 全年算力网络资本开支预计 145 亿元，同比增长 65%。2022 全年算力规模计划提升 43%，2022 全年云投资计划提升 88%。算力基础设施方面，2022 年 MEC 节点预计达到 400+，覆盖城市超过 200+；2022 年全年 IDC 机架预计达到 34.5 万架，较上年底增长 3.5 万架。

图 5 公司 2022H1 资本开支及结构

2022上半年资本支出情况
(人民币)



资料来源: wind, 华西证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

公司业务结构持续优化, 5G 加速落地阶段产业互联网业务加速发展, 略微调升盈利预测, 预计 2022-2024 年营收由 3328/3494/N/A 亿元调整为 3479/3698/3934 亿元, 每股收益由 0.22/0.24/N/A 调整为 0.23/0.26/0.29 元, 对应 2022 年 8 月 8 日 3.44 元/股收盘价, PE 分别为 14.9/13.2/11.7 倍, 维持“增持”评级。

6. 风险提示

疫情不确定性影响业务拓展; 坏账损失风险; 市场竞争风险; 行业政策变化风险; 系统性风险; 创新业务推动不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	327,854	347,854	369,768	393,434	净利润	14,416	16,237	18,380	20,678
YoY (%)	7.9%	6.1%	6.3%	6.4%	折旧和摊销	83,788	64,997	67,193	67,451
营业成本	247,361	262,316	278,073	294,603	营运资金变动	10,103	7,553	17,164	4,864
营业税金及附加	1,427	1,520	1,619	1,720	经营活动现金流	111,972	88,001	101,854	92,063
销售费用	32,212	35,408	37,108	39,533	资本开支	-69,775	-59,536	-58,702	-53,777
管理费用	24,780	27,561	29,189	30,876	投资	-7,881	-3,308	-3,514	-3,519
财务费用	97	25	25	25	投资活动现金流	-74,780	-59,002	-57,951	-52,703
研发费用	4,792	4,014	4,536	4,885	股权募资	10	-2,218	0	0
资产减值损失	-492	123	103	97	债务募资	-2,318	-50	-30	-30
投资收益	4,377	3,842	4,265	4,593	筹资活动现金流	-25,910	-5,825	-4,255	-4,755
营业利润	17,696	20,292	22,954	25,783	现金净流量	11,203	23,174	39,648	34,605
营业外收支	112	0	0	0					
利润总额	17,807	20,292	22,954	25,783	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	3,391	4,056	4,574	5,105	成长能力				
净利润	14,416	16,237	18,380	20,678	营业收入增长率	7.9%	6.1%	6.3%	6.4%
归属于母公司净利润	6,305	7,134	8,068	9,074	净利润增长率	14.2%	13.1%	13.1%	12.5%
YoY (%)	14.2%	13.1%	13.1%	12.5%	盈利能力				
每股收益	0.21	0.23	0.26	0.29	毛利率	24.6%	24.6%	24.8%	25.1%
					净利率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%
货币资金	46,273	69,447	109,095	143,700	净资产收益率 ROE	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%
预付款项	7,510	7,471	8,169	8,615	偿债能力				
存货	1,846	2,815	1,968	3,065	流动比率	0.54	0.63	0.73	0.85
其他流动资产	70,622	75,658	74,031	78,863	速动比率	0.31	0.40	0.53	0.65
流动资产合计	126,252	155,391	193,263	234,243	现金比率	0.20	0.28	0.41	0.52
长期股权投资	48,416	51,725	55,239	58,758	资产负债率	43.3%	43.8%	44.2%	44.1%
固定资产	310,916	300,170	286,492	268,988	经营效率				
无形资产	27,173	27,997	29,019	30,176	总资产周转率	0.56	0.57	0.59	0.60
非流动资产合计	467,033	461,848	453,514	439,721	每股指标 (元)				
资产合计	593,284	617,239	646,778	673,964	每股收益	0.21	0.23	0.26	0.29
短期借款	385	335	305	275	每股净资产	4.81	4.86	4.99	5.13
应付账款及票据	129,764	135,326	145,797	152,009	每股经营现金流	3.61	2.84	3.29	2.97
其他流动负债	104,989	112,945	117,862	122,889	每股股利	0.09	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	235,138	248,607	263,965	275,173	估值分析				
长期借款	1,835	1,835	1,835	1,835	PE	16.70	14.93	13.20	11.74
其他长期负债	20,101	20,101	20,101	20,101	PB	0.82	0.71	0.69	0.67
非流动负债合计	21,936	21,936	21,936	21,936					
负债合计	257,074	270,543	285,901	297,109					
股本	30,991	30,475	30,475	30,475					
少数股东权益	186,993	196,096	206,409	218,013					
股东权益合计	336,210	346,696	360,876	376,854					
负债和股东权益合计	593,284	617,239	646,778	673,964					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。