

# 中国联通 (600050.SH)

## 创新业务厚积成势，收入利润提速增长

买入

### 核心观点

中国联通发布 2022 年半年报，公司上半年实现营收 1762.6 亿元 (+7.4%)；其中，主营业务收入 1609.7 亿元 (+8.3%)，归母净利润 47.9 亿元 (+18.7%)，ROE (平均) 为 3.15%，同比提升 0.47pct。公司计划派发中期股息每股人民币 0.0663 元 (含税)，同比预计提升 35.9%。

**收入利润提速增长，盈利能力持续改善。**1) 移动业务收入 (+3.4%) 和固网业务收入 (+4.3%) 稳步增长。其中 5G 用户套餐数净增 2999 万户，5G 用户渗透率提升至 58% (+21pct) 是移动业务增长主要驱动力，移动业务 ARPU 值维持 44.4 元/月；家宽用户数净增 440 万户，融合渗透率达 73% (+6pct) 是家宽业务增长主要驱动力，家宽业务 ARPU 值 39.3 元/月，同比下降 2.5 元/月。2) 产业互联网已成为主营业务增长“第一引擎”。公司产业互联网实现收入 369 亿元 (+31.8%)，贡献了公司超过 70% 的新增收入。其中“联通云”业务收入 187 亿元 (+143%)，公司已自研 IaaS、PaaS、SaaS 产品 300 多款；5G 行业应用 22H1 签约 39 亿元 (+200%)，公司加速推动 5G 行业应用，5G 专网客户数超 2000 个，项目数超 8000 个；数据中心收入 124 亿元 (+13.3%)，公司积极聚焦京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、鲁豫陕重点区域数据中心布局。3) 成本费用管控良好。2022H1 公司成本费用增幅 (+6.5%) 低于营收增幅，其中折旧摊销费用为 419 亿元 (+1.3%)，占营业收入比下降 1.44pct。创新业务快速增长导致 ICT 业务相关投入与支出有所增长，IT 服务成本 104 亿元 (+28.9%)，技术支撑支出 97 亿元 (+74.7%)。

**投入持续加大，创新业务厚积薄发。**1) 持续加大研发投入，2022H1 公司研发费用同比增长 113.7%，科技创新人员占比达到 26%；2) 重视体系化服务，新成立了 9 大行业、10 大军团和 8 个产业互联网公司，将 17 家子公司、19 家产业互联网公司专业能力与全国各地运营体系充分结合；3) 适度加大资本开支，筑牢算网底座，2022H1 公司资本支出 284 亿元 (+98.5%)，其中算力网络投入 46 亿元 (+119%)，预计全年算力网络投入 145 亿元 (+65%)，至 22 年底公司 IDC 机架数预计达到 34.5 万架，同比增长 3.5 万架。在持续加大研发、算网底座、体系化服务等方面的投入背景下，公司创新业务有望厚积成势、高速发展。

**风险提示：**5G 发展不及预期；创新业务发展不及预期；疫情影响加剧。

**投资建议：**我们看好公司业绩弹性，维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 69.7/77.7/84.3 亿元，对应 PE 分别为 15/14/13x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	303,838	327,854	345,308	362,471	378,882
(+/-%)	4.6%	7.9%	5.3%	5.0%	4.5%
净利润 (百万元)	5521	6305	6971	7770	8425
(+/-%)	10.8%	14.2%	10.6%	11.5%	8.4%
每股收益 (元)	0.18	0.20	0.22	0.25	0.27
EBIT Margin	6.2%	5.3%	5.0%	5.4%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	3.7%	4.2%	4.7%	5.3%	5.8%
市盈率 (PE)	19.3	16.9	15.3	13.7	12.7
EV/EBITDA	4.1	4.2	6.0	5.4	4.9
市净率 (PB)	0.72	0.71	0.72	0.73	0.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 通信·通信服务

证券分析师：马成龙 联系人：袁文翀  
021-60933150 021-60375411  
machenglong@guosen.com.cn yuanwenchong@guosen.com.cn  
S0980518100002

#### 基础数据

投资评级 合理估值 买入 (维持)  
合理估值 3.44 元  
收盘价 106523/106509 百万元  
总市值/流通市值 4.40/3.30 元  
52 周最高价/最低价 266.38 百万元  
近 3 个月日均成交额

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

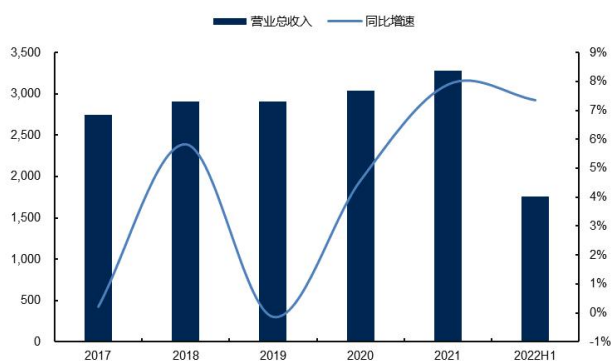
- 《中国联通 (600050.SH) - 全面发力数字经济主航道，一季度业绩增长良好》——2022-04-22
- 《中国联通 (600050.SH) - 强基固本守正创新，利润提速增长》——2022-03-14
- 《中国联通-600050-2021 年第三季度报告点评：Q3 保持稳健增长，持续加大创新业务投入》——2021-10-22
- 《中国联通-600050-2021 年半年度报告点评：转型稳步推进，加大创新业务投入》——2021-08-20
- 《中国联通-600050-2021 年一季度业绩点评：Q1 业绩超预期，业务全面改善》——2021-04-22

## 上半年业绩提速增长，盈利能力持续改善

上半年收入利润提速增长。2022年上半年，中国联通实现营收1762.6亿元，同比增长7.4%；其中，主营业务收入为人民币1609.7亿元，同比增长8.3%，收入结构有所优化。归属于母公司净利润达47.9亿元，同比增长18.7%。ROE（平均）为3.15%，同比提升0.47pct。EBITDA为513.2亿元，同比增长3.9%。公司重视股东回报，董事会建议派发中期股息每股人民币0.0663元，同比预计提升35.9%。

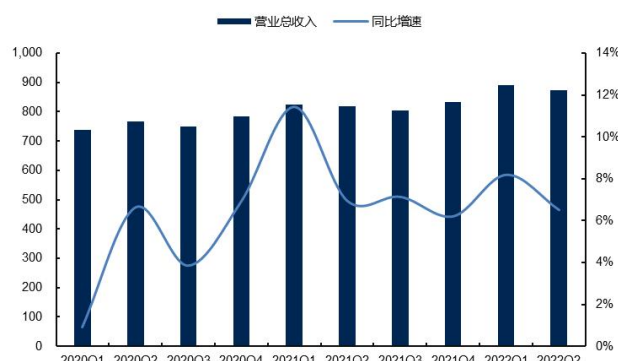
2022Q2单季度公司经营收入为872.4亿元，同比增长6.5%；实现归母净利润为27.6亿元，同比增长17.7%。

图1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



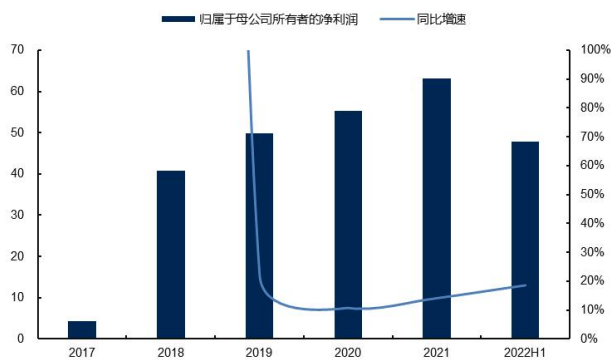
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



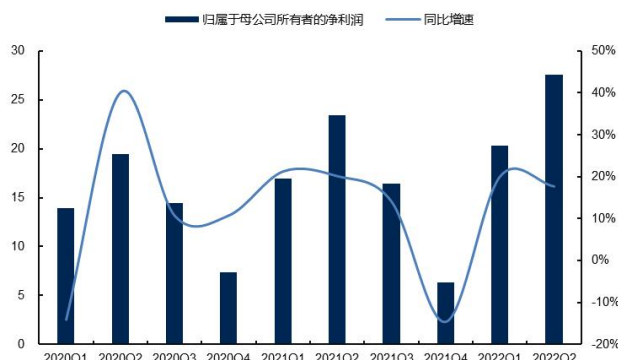
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国联通归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司成本费用管控成效显著。2022年上半年公司成本费用增幅低于营收增幅；其中，网络运营与支撑成本增长6.9%，主要系规模及相关基础设施扩大；人工成本增长4.8%，主要系公司加大引入创新人才，同时持续推进激励机制改革所致；折旧及摊销小幅增长1.3%，得益于资本开支的良好管控及网络共建共享。其他营业成本及管理费用发生人民币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。其中IT服务成本104亿元，同比增长28.9%；技术支撑支出97亿元，同比增长74.7%。

表1: 成本费用变动情况

单位: 亿人民币	1H2021	2022H1	增幅	占服务收入比变化
成本费用合计	1,512.7	1,611.7	6.5%	0.7pct
其中: 网间结算成本	52.5	53.1	1.1%	-0.19pct
折旧及摊销	413.8	419.0	1.3%	-1.44pct
网络运行及支撑成本	251.1	268.4	6.9%	-0.0pct
人工成本	309.9	324.8	4.8%	-0.46pct
销售通信产品成本	148.1	145.7	-1.6%	-0.75pct
销售费用	155.6	160.6	3.2%	-0.37pct
其他营业成本及管理费用	180.3	242.6	34.6%	2.78pct
财务费用	1.4	-2.5	-278.6%	-0.23pct

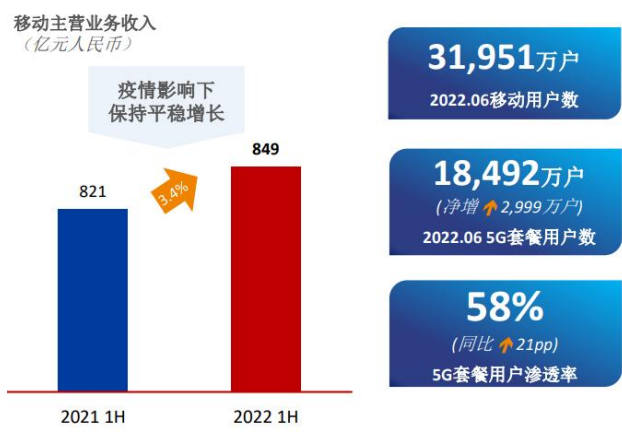
资料来源: 中国联通公告、国信证券经济研究所整理

## 5G 渗透率持续提升, 家宽业务延续高速增长

**5G 用户数渗透率提升驱动移动业务稳步发展。**2022 年上半年, 公司实现移动主营业务收入 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 2999 万户达到 18492 万户, 5G 套餐渗透率达到 58%。移动用户 ARPU 为人民币 44.4 元, 与去年同期保持平稳。

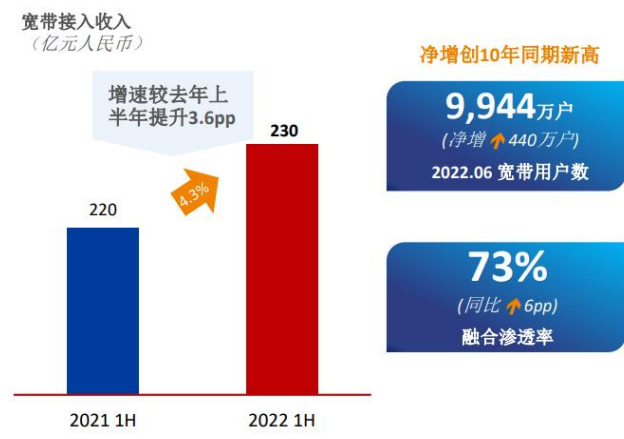
**家宽用户数快速增长, 助家宽业务延续高速发展。**2022 年上半年, 公司实现宽带接入收入 230 亿元, 同比提升 4.3%, 较去年同期提升 3.6pct。宽带接入用户净增 440 万户, 总数达到 9,944 万户, 净增用户数创近 10 年同期新高, 融合渗透率达到 73%。

图5: 中国联通 2022H1 移动业务发展



资料来源: 中国联通公告、国信证券经济研究所整理

图6: 中国联通 2022H1 固网宽带业务发展



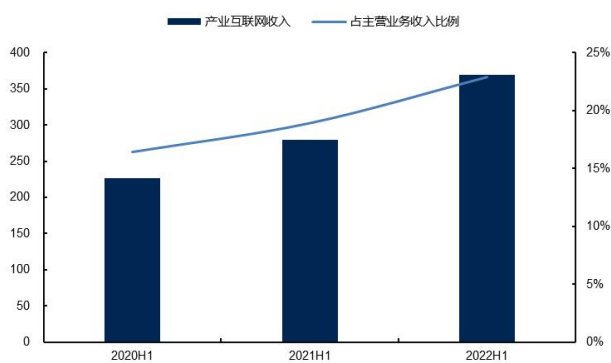
资料来源: 中国联通公告、国信证券经济研究所整理

## 产业互联网已成为收入增长“第一引擎”

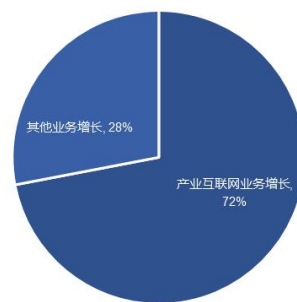
2022 年上半年, 公司产业互联网实现收入 369 亿元, 较去年同期上涨 31.8%, 贡献了公司超过 70% 的新增收入, 成为业绩增长“第一引擎”。

图7: 中国联通产业互联网收入 (单位: 亿元、%)

图8: 中国联通产业互联网收入对主营收入增长贡献 (单位: %)



资料来源：中国联通公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：中国联通公告、国信证券经济研究所整理

### 各项业务蓬勃发展：

- “联通云”收入实现翻倍，达 187 亿元，同比增长 143.2%；公司自研 IaaS、PaaS、SaaS 产品达 300+款，实现了服务千行百业数字化转型上云；
- 5G 行业应用加速，上半年 5G 行业应用签约规模近 40 亿元，去年同期签约超过 13 亿元。5G 虚拟专网服务客户数达到 2014 个，5G 行业应用累计项目数超过 8000 个；
- 数据中心实现收入 124 亿元，同比提升 13.3%；公司持续优化“5+4+31+X”资源布局，IDC 机架数较上年底提升 1.9 万架，总数达到 32.9 万架；
- 物联网连接数突破 3.35 亿户，实现收入人民币 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。

表2：产业互联网收入分析

业务	收入 (亿元)	收入增速 (%)
联通云	187	143.2%
5G 应用	39	200.0%
数据中心	124	13.3%
物联网	43	44.1%
大数据	19	48.9%

资料来源：中国联通公告、国信证券经济研究所整理

### 投入持续加大，创新业务厚积薄发

公司积极面对数字经济发展新蓝海，以产业互联网为代表的创新业务已厚积成势、高速发展。在持续加大研发、算网底座、体系化服务等方面的投入背景下，创新业务边际收益将逐步显现：

- **重视研发投入。**2022 年上半年，公司研发费用同比增长 113.7%，科技创新人员占比达到 26%，授权专利数达到 780 件，同比提升 27%。
- **重视体系化服务。**公司持续锻造“云、大、物、智、链、安”六大核心能力，深耕 4+3+X 重点行业，新成立了 9 大行业、10 大军团和 8 个产业互联网公司，将 17 家专业子公司、19 家产业互联网公司的体系化专业能力与总部、

省、地市、区县以及乡村的全国四级运营体系充分结合起来，打造一体化能力聚合优势。

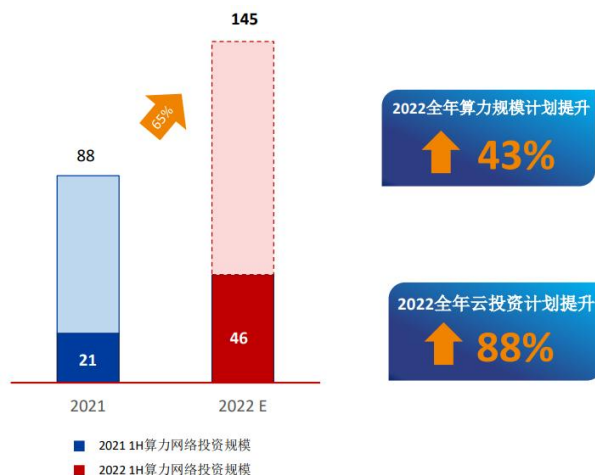
- **筑牢算网底座、资本开支适度加大。**积极落实“东数西算”工程和“双千兆”网络建设，2022年上半年，公司资本支出达到人民币 284 亿元，同比提升 98.5%，公司适度加大和超前建设网络及相关基础设施，着力核心竞争力、可持续发展能力和价值创造能力。

图9：中国联通构建体系化服务能力



资料来源：中国联通公告、国信证券经济研究所整理

图10：中国联通 2022H1 算力网络投资规模



资料来源：中国联通公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**我们看好公司业绩弹性，维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 69.7/77.7/84.3 亿元，对应 PE 分别为 15/14/13x，维持“买入”评级。

表3：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2022 年 8 月 8 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB MRQ
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600050.SH	中国联通	买入	3.4	1065.2	0.2	0.2	0.3	16.9	15.3	13.7	0.7
600941.SH	中国移动	买入	59.9	12796.3	5.3	5.9	6.4	11.0	10.2	9.4	1.0
601728.SH	中国电信	买入	3.7	3385.8	0.3	0.3	0.4	13.0	11.6	10.3	0.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中国电信、中国移动估值取自 Wind 一致预期

**风险提示：**1、5G 发展不及预期；2、创新业务发展不及预期；3、疫情影响加剧。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	35215	46273	66852	49387	49123	<b>营业收入</b>	<b>303838</b>	<b>327854</b>	<b>345308</b>	<b>362471</b>	<b>378882</b>
应收款项	23338	19871	25072	25376	25666	营业成本	224539	247361	255873	268228	280372
存货净额	1951	1846	2621	2464	2499	营业税金及附加	1354	1427	1504	1590	1705
其他流动资产	46589	54223	44222	53982	55870	销售费用	30461	32212	35567	36610	37888
<b>流动资产合计</b>	<b>108654</b>	<b>126252</b>	<b>142805</b>	<b>135248</b>	<b>137196</b>	管理费用	25759	24780	30956	32259	33292
固定资产	362488	352107	369012	376593	375610	研发费用	2964	4792	4144	4350	4168
无形资产及其他	24942	27173	26086	25000	23915	财务费用	227	97	(326)	(377)	(200)
投资性房地产	41934	39336	39336	39336	39336	投资收益	2847	4377	3133	3452	3654
长期股权投资	44458	48416	51314	54680	58087	资产减值及公允价值变动	442	453	400	400	400
<b>资产总计</b>	<b>582475</b>	<b>593284</b>	<b>628553</b>	<b>630856</b>	<b>634144</b>	其他收入	(9196)	(9112)	(4144)	(4350)	(4168)
短期借款及交易性金融负债	13734	15947	15511	15064	15507	营业利润	15590	17696	21123	23663	25710
应付款项	120364	129764	149850	154126	157093	营业外净收支	369	112	358	279	250
其他流动负债	88144	89428	109772	111782	113583	<b>利润总额</b>	<b>15960</b>	<b>17807</b>	<b>21481</b>	<b>23942</b>	<b>25960</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>222242</b>	<b>235138</b>	<b>275133</b>	<b>280971</b>	<b>286184</b>	所得税费用	3435	3391	4726	5267	5711
长期借款及应付债券	5480	1835	1835	1835	1835	少数股东损益	7004	8111	9784	10905	11824
其他长期负债	23280	20101	20401	20601	20701	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5521</b>	<b>6305</b>	<b>6971</b>	<b>7770</b>	<b>8425</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>28759</b>	<b>21936</b>	<b>22236</b>	<b>22436</b>	<b>22536</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>251001</b>	<b>257074</b>	<b>297369</b>	<b>303407</b>	<b>308720</b>	<b>净利润</b>	5521	6305	6971	7770	8425
少数股东权益	183765	186993	184058	181877	180695	资产减值准备	(87)	204	49	20	2
股东权益	147709	149217	147126	145572	144729	折旧摊销	67557	69890	49522	56886	63468
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>582475</b>	<b>593284</b>	<b>628553</b>	<b>630856</b>	<b>634144</b>	公允价值变动损失	(442)	(453)	(400)	(400)	(400)
						财务费用	227	97	(326)	(377)	(200)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(6726)	6233	44816	(3402)	2659
每股收益	0.18	0.20	0.22	0.25	0.27	其它	(638)	(4551)	(2984)	(2201)	(1185)
每股红利	0.20	0.31	0.29	0.30	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>65185</b>	<b>77629</b>	<b>97975</b>	<b>58673</b>	<b>72969</b>
每股净资产	4.76	4.81	4.75	4.70	4.67	资本开支	0	(55722)	(65000)	(63001)	(61002)
ROIC	7%	7%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(1358)	(2478)	0	0	0
ROE	4%	4%	5%	5%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4600)</b>	<b>(62158)</b>	<b>(67898)</b>	<b>(66367)</b>	<b>(64409)</b>
毛利率	26%	25%	26%	26%	26%	权益性融资	(183)	10	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	(387)	(647)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	27%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(6093)	(9685)	(9063)	(9324)	(9267)
收入增长	5%	8%	5%	5%	5%	其它融资现金流	(50892)	16240	(436)	(447)	443
净利润增长率	11%	14%	11%	11%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(64035)</b>	<b>(4413)</b>	<b>(9498)</b>	<b>(9771)</b>	<b>(8824)</b>
资产负债率	75%	75%	77%	77%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>(3450)</b>	<b>11058</b>	<b>20579</b>	<b>(17465)</b>	<b>(264)</b>
息率	5.7%	9.1%	8.5%	8.7%	8.7%	货币资金的期初余额	38665	35215	46273	66852	49387
P/E	19.3	16.9	15.3	13.7	12.7	货币资金的期末余额	35215	46273	66852	49387	49123
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	34392	42805	5641	21861
EV/EBITDA	4.1	4.2	6.0	5.4	4.9	权益自由现金流	0	49985	42624	5488	22460

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032