

## 公司研究

## 创新业务蓬勃发展，盈利能力稳步提升

——中国联通（600050.SH）2022年中报点评

## 要点

**事件：**公司发布半年报，上半年实现主营业务收入 1610 亿元，同比增长 8.3%；归属于母公司净利润 48 亿元，同比增长 18.7%。EBITDA 为 513 亿元，同比增长 3.9%。计划中期股息每股人民币 0.0663 元，同比提升 35.9%。

**基础业务发展良好，移动/宽带业务保持稳定增长。**上半年，公司移动主营业务收入 849 亿元，同比提升 3.4%。其中 5G 套餐用户净增 2999 万户达到 1.85 亿户，5G 套餐渗透率达到 58%。ARPU 为 44.4 元，与去年同期保持平稳。上半年实现宽带接入收入 230 亿元，同比提升 4.3%，延续了良好态势。宽带净增 440 万户，总数达到 9944 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。

**产业互联网贡献主要新增收入。**上半年，公司产业互联网实现收入 369 亿元，同比增长 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”。“联通云”收入 187 亿元，同比增长 143.2%；5G 行业应用签约规模近 40 亿元，5G 虚拟专网服务客户数 2014 个，5G 行业应用累计项目数超过 8000 个；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 3.35 亿户，实现收入 43 亿元，同比提升 44.1%；大数据业务收入 19 亿元，同比提升 48.9%。

**适度加大战略投入，加快科创转型。**公司适度加大战略投入，上半年资本开支为 284 亿元。5G/4G 精品网已经实现重点乡镇以上场景室外连续覆盖，5G 中频规模和覆盖水平与行业相当。宽带网络部署进度与行业同步，FTTH 端口达到 2.3 亿个。公司完成“东数西算”网络总体架构方案，初步完成产业互联网低时延平面建设，IDC 机架数较去年底提升 1.9 万架，总规模达到 32.9 万架。公司加快科创转型，上半年研发费用同比增长 113.7%，授权专利数同比提升 27%。

**维持“买入”评级：**维持 22~24 年净利润预测 75/89/104 亿元，对应 PE 14X/12X/10X。我们认为，在 5G 产业周期从 5G 建设走向 5G 应用的背景下，运营商具备长期向好逻辑，公司移动收入保持稳定增长，宽带接入保持稳定，产业互联网保持快速增长，5G 的持续普及有望进一步提升业绩。公司加大创新投入，创新业务收入占比上升有望提升估值水平，我们看好其在 5G 商用背景下的反转趋势，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧的风险，降费政策影响超预期，5G 应用低于预期致流量增速放缓。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	303,838	327,854	348,458	369,616	390,672
营业收入增长率	4.59%	7.90%	6.28%	6.07%	5.70%
净利润（百万元）	5,521	6,305	7,485	8,899	10,356
净利润增长率	10.82%	14.20%	18.70%	18.89%	16.38%
EPS（元）	0.18	0.20	0.24	0.29	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.74%	4.23%	4.80%	5.60%	6.43%
P/E	19	17	14	12	10
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-08

## 买入（维持）

当前价：3.44 元

## 作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqi@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：蔡微末

执业证书编号：S0930522040001

## 市场数据

总股本(亿股)	309.66
总市值(亿元):	1065.23
一年最低/最高(元):	3.30/4.30
近 3 月换手率:	16.14%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.92	-8.13	-1.69
绝对	0.58	0.00	-16.50

资料来源：Wind

## 相关研报

5G 渗透率持续提升，创新业务快速成长——中国联通（600050.SH）2021 年报点评（2022-03-14）

移动业务收入增速回升，开启派发中期股息——中国联通（600050.SH）2021 年中报点评（2021-08-20）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	303,838	327,854	348,458	369,616	390,672
营业成本	224,539	247,361	261,351	275,633	289,765
折旧和摊销	79,836	82,336	81,775	87,366	92,592
税金及附加	1,354	1,427	1,665	1,766	1,866
销售费用	30,461	32,212	34,149	35,853	37,114
管理费用	25,759	24,780	24,392	24,764	25,394
研发费用	2,964	4,792	5,511	6,338	7,288
财务费用	227	97	-5	-61	-115
投资收益	2,847	4,377	3,000	3,000	3,000
营业利润	15,590	17,696	21,551	25,637	29,849
利润总额	15,960	17,807	21,669	25,763	29,982
所得税	3,435	3,391	4,659	5,539	6,446
净利润	12,525	14,416	17,010	20,224	23,536
少数股东损益	7,004	8,111	9,526	11,325	13,180
归属母公司净利润	5,521	6,305	7,485	8,899	10,356
EPS(元)	0.18	0.20	0.24	0.29	0.33

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	107,334	111,972	116,452	118,647	123,654
净利润	5,521	6,305	7,485	8,899	10,356
折旧摊销	79,836	82,336	81,775	87,366	92,592
净营运资金增加	10,412	-3,112	1,261	7,760	11,084
其他	11,565	26,442	25,931	14,622	9,622
投资活动产生现金流	-92,017	-74,780	-77,197	-74,614	-72,705
净资本支出	-57,008	-69,775	-77,871	-74,308	-70,988
长期投资变化	44,458	48,416	0	0	0
其他资产变化	-79,467	-53,421	674	-307	-1,718
融资活动现金流	-26,982	-25,910	-6,520	-11,450	-13,378
股本变化	-18	-24	-25	0	0
债务净变化	-4,504	-1,432	-2,266	-1,911	-1,640
无息负债变化	14,770	7,504	2,203	1,796	2,001
净现金流	-11,847	11,203	12,735	12,582	17,571

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.1%	24.6%	25.0%	25.4%	25.8%
EBITDA 率	29.6%	28.1%	30.8%	31.6%	32.3%
EBIT 率	6.9%	6.3%	7.3%	8.0%	8.6%
税前净利润率	5.3%	5.4%	6.2%	7.0%	7.7%
归母净利润率	1.8%	1.9%	2.1%	2.4%	2.7%
ROA	2.2%	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%
ROE (摊薄)	3.7%	4.2%	4.8%	5.6%	6.4%
经营性 ROIC	5.6%	5.9%	7.0%	8.2%	9.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	43%	43%	42%	41%	40%
流动比率	0.49	0.54	0.61	0.71	0.84
速动比率	0.48	0.53	0.60	0.70	0.84
归母权益/有息债务	7.69	8.39	10.06	11.69	13.46
有形资产/有息债务	28.81	31.53	37.24	43.54	50.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	582,475	593,284	609,614	623,760	639,376
货币资金	35,215	46,273	59,201	71,879	89,498
交易性金融资产	1,560	3,287	4,930	7,395	11,093
应收账款	19,461	19,352	19,939	20,483	20,945
应收票据	473	519	552	585	619
其他应收款 (合计)	3,403	3,244	3,448	3,658	3,866
存货	1,951	1,846	1,666	1,519	1,397
其他流动资产	39,008	43,001	47,122	51,353	55,565
流动资产合计	108,654	126,252	145,698	171,904	207,892
其他权益工具	1,838	2,006	2,407	2,888	3,466
长期股权投资	44,458	48,416	48,411	48,406	48,402
固定资产	315,332	310,905	309,012	295,921	272,690
在建工程	46,703	40,858	36,169	29,710	24,741
无形资产	24,942	27,173	25,380	23,844	22,527
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	33,853	28,828	28,828	28,828	28,828
非流动资产合计	473,822	467,033	463,916	451,856	431,484
总负债	251,001	257,074	257,011	256,896	257,257
短期借款	740	385	193	96	48
应付账款	114,883	123,440	130,422	137,549	144,602
应付票据	5,482	6,323	6,681	7,046	7,407
预收账款	359	122	130	138	145
其他流动负债	9,796	10,461	10,461	10,461	10,461
流动负债合计	222,242	235,138	238,876	242,537	246,554
长期借款	2,482	1,835	1,317	903	572
应付债券	2,997	0	0	0	0
其他非流动负债	22,484	18,465	15,017	11,476	7,952
非流动负债合计	28,759	21,936	18,134	14,360	10,703
股东权益	331,474	336,210	352,603	366,864	382,119
股本	31,016	30,991	30,966	30,966	30,966
公积金	82,201	82,641	83,415	84,305	85,340
未分配利润	39,392	41,645	47,169	49,225	50,455
归属母公司权益	147,709	149,217	156,084	159,020	161,094
少数股东权益	183,765	186,993	196,519	207,844	221,025

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	10.03%	9.83%	9.80%	9.70%	9.50%
管理费用率	8.48%	7.56%	7.00%	6.70%	6.50%
财务费用率	0.07%	0.03%	0.00%	-0.02%	-0.03%
研发费用率	0.98%	1.46%	1.58%	1.71%	1.87%
所得税率	22%	19%	22%	22%	22%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.07	0.04	0.19	0.26	0.30
每股经营现金流	3.46	3.61	3.11	3.19	3.35
每股净资产	4.76	4.81	5.04	5.14	5.20
每股销售收入	9.80	10.58	11.25	11.94	12.62

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	19	17	14	12	10
PB	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.4	4.2	4.1	3.8	3.6
股息率	1.9%	1.1%	5.6%	7.6%	8.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE