

中国联通 (600050.SH)

产业互联网增长提速，分红率持续提升

买入

核心观点

公司2022年收入创9年新高。公司2022年实现营收3459亿元(同比+8.3%)，归母净利润73亿元(同比+15.8%)，扣非净利润67亿元(同比+3.5%)。EBITDA达到990亿，ROE为4.81%(同比+0.56pct)。2022年Q4实现营收910亿元(同比+9.1%)，归母净利润4.7亿元，同比减少25.7%，系22年底公司将光缆类资产净残值率由3%调整为0%导致折旧增加所致。

产业互联网增长提速，基础业务稳健发展。1) 创新业务前期布局成果显著，2022年产业互联网收入突破700亿元(同比+29%)，在云计算、大数据、物联网等方面均有突出表现。其中，“联通云”实现翻番增长达361亿元，大数据业务实现收入40亿元(同比+58%)，物联网实现收入86亿元(同比+42%)。同时，5G应用规模持续加大，公司已打造了1600多个5G全连接工厂(“十四五”期间全国规划1万个)。2) 传统业务用户结构持续优化。其中，移动用户出账数3.27亿户，同比增长558万户；5G套餐渗透率达到66%，同比增长17pct。固网宽带出账用户达1.04亿户，连续两年净增用户突破800万户，融合渗透率达到75%，同比提升3pct。

资本开支及折旧摊销占收比均有所下降，成本费用有的放矢。得益于共享共建，22年资本开支742亿元，占主营业务收入同比下降0.1pct。折旧及摊销22年868亿元，占营业收入比24.5%，同比下降1.6pct；共享共建节约运营成本超300亿元，网络规模扩大同时，运营及支撑成本占收入比基本持平；销售费用率、人工成本占收比同比分别下降0.1pct、0.9pct；研发费用率提升0.47pct。同时加大了IT服务成本及技术支撑支出以提升基础能力。

加大算网投入打牢数字底座，受益数字经济快速发展。预计23年资本开支769亿元，其中算网投资149亿元，同比增长超20%；IDC机架自22年36.3万架提升至23年39万架，MEC节点自22年400个提升至23年500个，云计算池自22年170个城市提升至23年250个城市。公司不断打牢数字底座，以迎接大模型、大数据、高算力为基础的数字经济爆发新机遇。

分红率持续提升，每股股息5G年CAGR达19.6%。公司拟派发末期股息每股0.0427元，全年股息每股0.109元，分红率达46%(同比+4pct)。

风险提示：5G发展不及预期；产业互联网业务发展不及预期；疫情影响加剧。

投资建议：积极布局数字底座，持续受益行业发展，上调盈利预测，预计23-25年归母净利润分别为89/104/119亿元(原预测为78/84/84亿元)，对应PE分别为22/19/16x，对应PB分别为1.2/1.2/1.1x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	327,854	354,944	385,847	416,054	445,407
(+/-%)	7.9%	8.3%	8.7%	7.8%	7.1%
净利润(百万元)	6305	7299	8905	10429	11862
(+/-%)	14.2%	15.8%	22.0%	17.1%	13.7%
每股收益(元)	0.20	0.23	0.28	0.33	0.37
EBIT Margin	5.3%	5.7%	5.3%	5.9%	6.4%
净资产收益率(ROE)	4.2%	4.7%	5.6%	6.4%	7.0%
市盈率(PE)	29.8	26.4	21.7	18.5	16.3
EV/EBITDA	5.1	5.4	7.9	6.8	6.1
市净率(PB)	1.26	1.25	1.22	1.18	1.14

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：袁文冲**
 021-60933150 021-60375411
 machengl@guosen.com.cn yuanwenchong@guosen.com.cn
 S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.07元
总市值/流通市值	193053/187942百万元
52周最高价/最低价	6.29/3.30元
近3个月日均成交额	2435.14百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

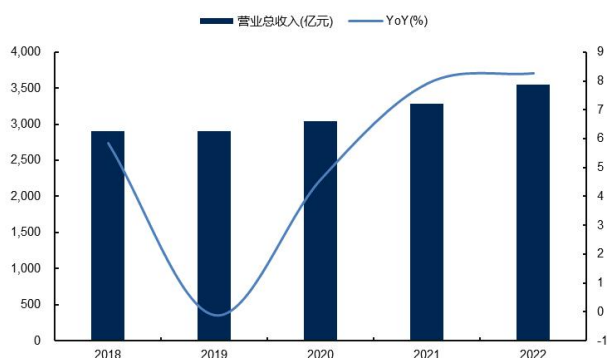
相关研究报告

《中国联通(600050.SH)-经营稳健，三季度净利润同比增长24.5%》——2022-10-30
 《中国联通(600050.SH)-创新业务厚积成势，收入利润提速增长》——2022-08-09
 《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

公司 2022 年收入创 9 年新高。公司 2022 年实现营收 3459 亿元（同比+8.3%），归母净利润 73 亿元（同比+15.8%），扣非净利润 67 亿元（同比+3.5%）。EBITDA 达到 990 亿，ROE 为 4.81（同比+0.56ptct）。

公司 2022 年 Q4 实现营收 910 亿元（同比+9.1%），归母净利润 4.7 亿元（同比-25.7%）。22Q4 归母净利润同比减少，主要原因是基于审慎性原则，公司根据《企业会计准则第 4 号——固定资产》有关规定，在 22 年底将光缆类资产预计净残值率由 3%调整为 0%，会计变更后，增加 2022 年度固定资产折旧额约人民币 23.5 亿元，影响归母净利润约 7.7 亿元。光缆类资产净残值率调整为 0%，后续相关折旧增加将不再发生。

图1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



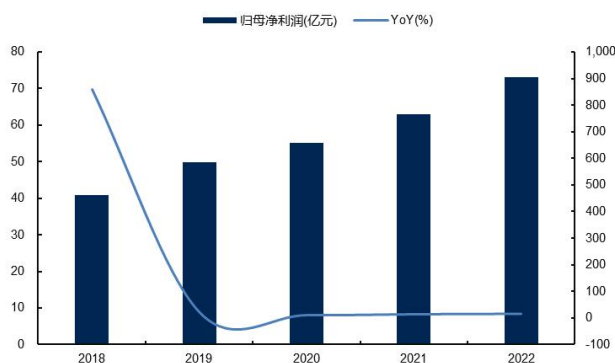
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



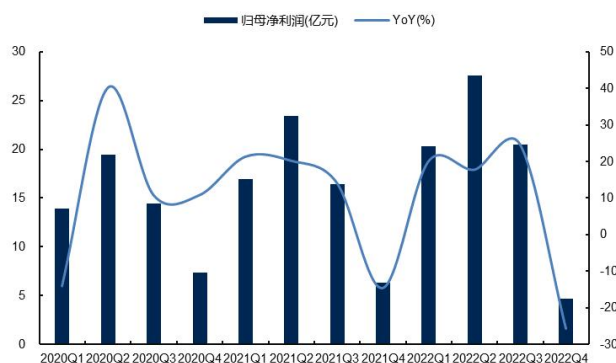
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

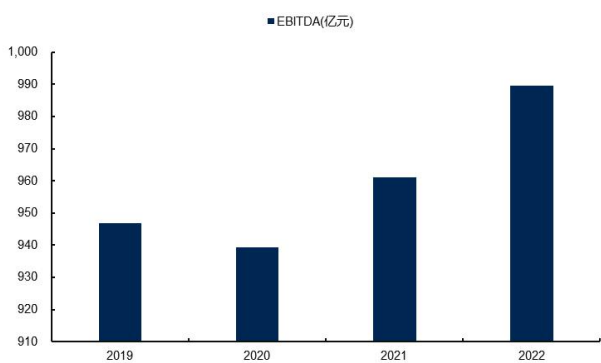
图4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



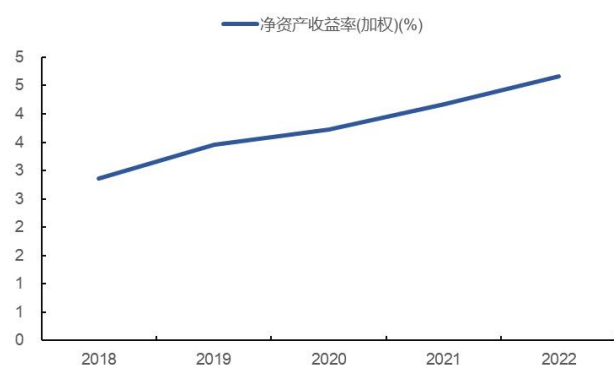
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中国联通 EBITDA（单位：亿元）

图6：中国联通 ROE（单位：%）



资料来源：公司推荐材料、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产业互联网增长提速，基础业务稳健发展。

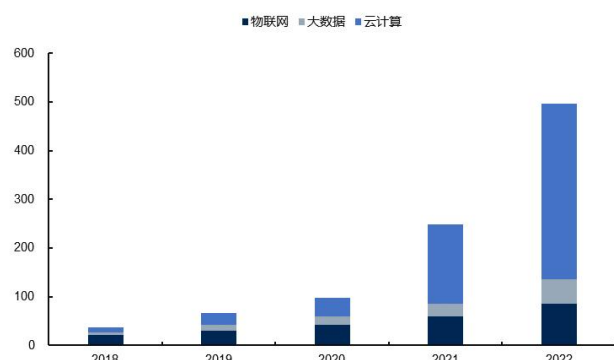
- 创新业务前期布局成果显著，2022 年产业互联网收入突破 700 亿元（同比+29%），在云计算、大数据、物联网等方面均有突出表现。其中，“联通云”实现翻番增长达 361 亿元，大数据业务实现收入 40 亿元（同比+58%），物联网实现收入 86 亿元（同比+42%）。同时，5G 应用规模持续加大，公司已打造了 1600 多个 5G 全连接工厂（“十四五”期间全国规划 1 万个）。

图7：产业互联网收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司推荐材料、国信证券经济研究所整理

图8：物联网、大数据、云计算业务（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

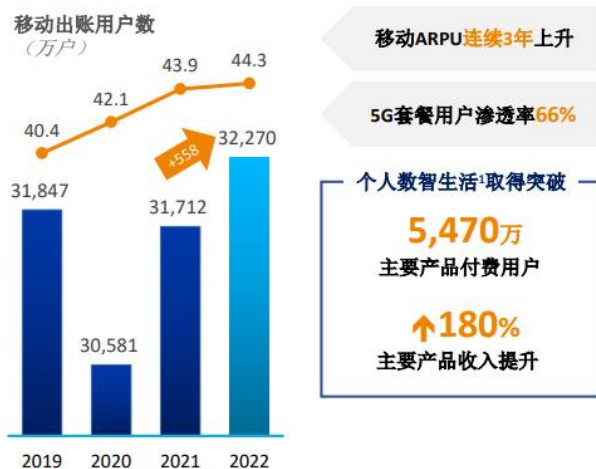
图9：中国联通 5G 应用成果



资料来源：公司推荐材料，国信证券经济研究所整理

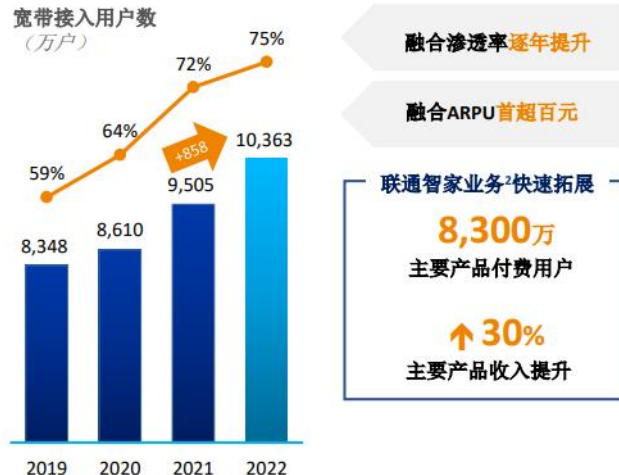
- 传统业务用户结构持续优化。其中，移动用户出账数 3.27 亿户，同比增长 558 万户；5G 套餐渗透率达到 66%，同比增长 17pct。固网宽带出账用户达 1.04 亿户，连续两年净增用户突破 800 万户，融合渗透率达到 75%，同比提升 3pct。

图10：移动用户规模价值双提升



资料来源：公司推荐材料、国信证券经济研究所整理

图11：净增用户规模保持历史高位

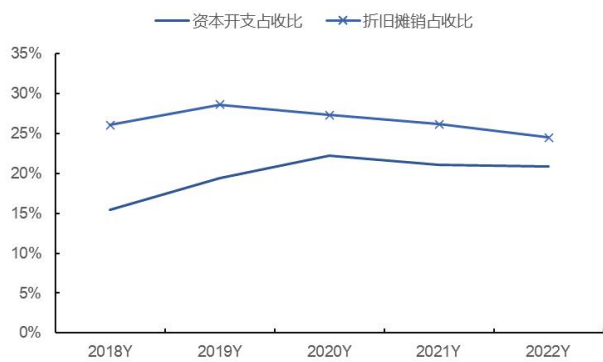


资料来源：公司推荐材料、国信证券经济研究所整理

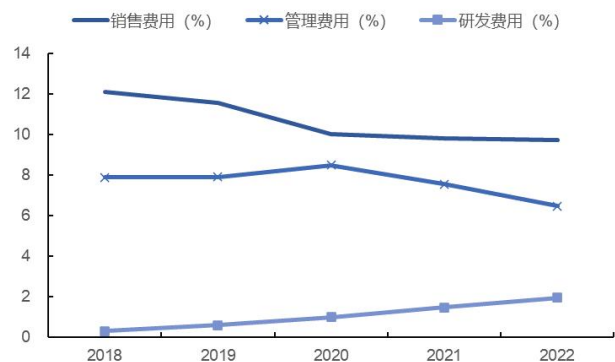
资本开支及折旧摊销占收比均有所下降，成本费用有的放矢。得益于共享共建网络，22 年资本开支 742 亿元，占主营业务收入同比 21 年下降 0.1pct，公司规划 23 年该指标持续下降。折旧及摊销 22 年 868 亿元，占营业收入比 24.5%，同比 21 年下降 26.1%；共享共建可节约运营成本每年超过 300 亿元，公司网络规模扩大的同时，运营及支撑成本占营业收入比基本持平；销售费用率、人工成本占收比同比分别下降 0.1pct、0.9pct；研发费用率提升 0.47pct。同时公司加大了 IT 服务成本及技术支撑支出以提升基础能力。

图12：资本开支占收比及折旧摊销占收比（单位：%）

图13：三项费用率（单位：%）



资料来源：公司推荐材料、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

加大算网投入打牢数字底座，受益数字经济快速发展。预计 23 年资本开支 769 亿元，其中算网投资 149 亿元，同比增长超 20%；IDC 机架自 22 年 36.3 万架提升至 23 年 39 万架，MEC 节点自 22 年 400 个提升至 23 年 500 个，云计算池自 22 年 170 个城市提升至 23 年 250 个城市。公司不断打牢数字底座，以迎接大模型、大数据、高算力为基础的数字经济爆发新机遇。

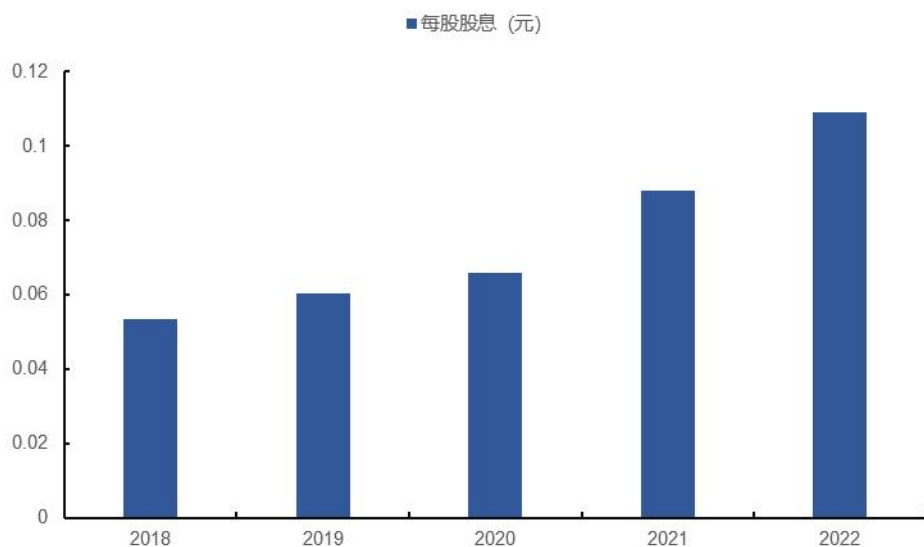
图14: 算力根基进一步夯实



资料来源：公司推荐材料，国信证券经济研究所整理

分红率持续提升，每股股息 5G 年 CAGR 达 19.6%。公司拟派发末期股息每股 0.0427 元，全年股息每股 0.109 元，分红率达 46%（同比+4pct）。

图15: 每股股息（单位：%）



资料来源：公司推荐材料，国信证券经济研究所整理

盈利预测：

表1：中国联通盈利预测

(亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
通服收入	2757.5	2961.5	3193.5	3468.0	3731.0	3981.6
移动业务						
收入	1564.8	1641.0	1715.5	1753.0	1778.5	1795.3
增速	0.06%	4.87%	4.54%	2.19%	1.45%	0.95%
用户数 (万户)	30581.0	31711.5	32270.0	32754.1	33081.6	33247.0
ARPU	42.1	43.9	44.3	44.6	44.8	45
固网业务						
收入	488.9	506.3	534.1	549.0	557.6	562.3
增速	-1.18%	3.56%	5.49%	2.79%	1.56%	0.85%
语音	60.2	58.3	57.9	57.6	57.3	57.0
家宽	428.7	448.0	476.3	491.5	500.3	505.3
产业互联网	427.2	548.0	704.6	916.0	1144.9	1373.9
其他主营业务	276.6	266.2	250.0	250.0	250.0	250.0
销售通信产品	280.0	317.0	355.0	390.5	429.6	472.5
总收入	3038.0	3278.5	3549.4	3858.5	4160.5	4454.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

成本费用：

表2：成本费用分析（单位：亿元，%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总成本	2853.0	3106.7	3338.1	3529.6	3788.6	4038.9
营业成本	2245.4	2473.6	2688.8	2886.6	3095.1	3299.8
营业成本/营业收入	73.9%	75.4%	75.8%	74.8%	74.4%	74.1%
主营业务成本	1976.8	2166.8	2341.6	2504.3	2674.1	2836.3
折旧及摊销	786.5	815.1	823.4	827.8	833.2	839.9
折旧及摊销占收比	28.5%	27.5%	25.8%	23.9%	22.3%	21.1%
网间结算支出	105.7	115.6	109.5	108.5	113.0	116.6
网间结算支出占收比	3.8%	3.9%	3.4%	3.1%	3.0%	2.9%
人工成本	375.5	400.8	425.6	465.7	504.7	542.6
人工成本占收比	13.6%	13.5%	13.3%	13.4%	13.5%	13.6%
网络运行及支撑成本	462.9	530.9	564.2	612.7	659.2	703.4
网络运行及支撑成本收比	16.8%	17.9%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
技术服务成本	102.2	143.3	179.3	212.1	246.8	275.3
技术服务占收比	3.7%	4.8%	5.6%	6.1%	6.6%	6.9%
其他	144.0	161.1	239.6	277.5	317.2	358.5
其他成本占其他业务收比	5.2%	5.4%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
其他业务成本(销售产品)	268.6	306.8	347.2	382.3	421.0	463.5
其他业务占销售产品比	4.1%	3.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
销售费用	304.6	322.1	344.6	333.2	354.8	374.6
销售费用占比	10.0%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%
管理费用	257.6	247.8	229.8	217.6	230.4	241.9
管理费用占比	8.5%	7.6%	6.5%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用	29.6	47.9	68.4	77.2	92.4	106.6
研发费用占比	1.0%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%
财务费用	2.27	0.97	-7.5	1	1	1
财务费用占比	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
税金及附加	13.54	14.27	13.97	14	15	15
税金及附加占比	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：积极布局数字底座，持续受益行业发展，上调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别为 89/104/119 亿元（原预测为 78/84/84 亿元），对应 PE 分别为 22/19/16x，对应 PB 分别为 1.2/1.2/1.1x，维持“买入”评级。

表3：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 3 月 9 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	PB MRQ
600050.SH	中国联通	买入	6.1	1930.5	0.2	0.2	0.3	29.8	26.4	21.7	1.3
600941.SH	中国移动	买入	88.6	12035.2	5.3	5.9	6.4	16.3	14.9	13.7	1.5
601728.SH	中国电信	买入	6.5	5529.5	0.3	0.3	0.3	22.7	20.7	18.6	1.4

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、产业互联网业务发展不及预期；3、疫情影响加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	46273	70036	94326	93608	107063	营业收入	327854	354944	385847	416054	445407
应收款项	19871	28231	27904	29466	33060	营业成本	247361	268881	288658	309510	329983
存货净额	1846	1882	2516	2516	2626	营业税金及附加	1427	1397	1543	1664	1782
其他流动资产	54223	41079	55878	59071	59763	销售费用	32212	34455	37074	39561	41906
流动资产合计	126252	146269	185666	189703	207555	管理费用	24780	22981	29675	30449	31176
固定资产	352107	348995	374586	390951	398804	研发费用	4792	6836	8593	10306	11924
无形资产及其他	27173	29846	28653	27460	26267	财务费用	97	(748)	(923)	(1132)	(1265)
投资性房地产	39336	68526	68526	68526	68526	投资收益	4377	4328	4500	4500	4500
长期股权投资	48416	51051	54330	57620	60688	资产减值及公允价值变动	453	390	400	400	400
资产总计	593284	644687	711760	734260	761840	其他收入	(9112)	(12294)	(8593)	(10306)	(11924)
短期借款及交易性金融负债	15947	13365	14349	14554	14089	营业利润	17696	20401	26127	30597	34801
应付款项	129764	149340	175225	183342	193688	营业外净收支	112	(34)	0	0	0
其他流动负债	89428	85279	115033	116972	120750	利润总额	17807	20367	26127	30597	34801
流动负债合计	235138	247984	304606	314867	328527	所得税费用	3391	3716	5225	6119	6960
长期借款及应付债券	1835	1828	1828	1828	1828	少数股东损益	8111	9352	11996	14049	15979
其他长期负债	20101	47601	47601	47601	47601	归属于母公司净利润	6305	7299	8905	10429	11862
长期负债合计	21936	49429	49429	49429	49429	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	257074	297413	354035	364296	377956	净利润	6305	7299	8905	10429	11862
少数股东权益	186993	192904	198902	205926	213916	资产减值准备	204	(126)	49	26	12
股东权益	149217	154370	158823	164037	169968	折旧摊销	69890	69715	48955	57202	64728
负债和股东权益总计	593284	644687	711760	734260	761840	公允价值变动损失	(453)	(390)	(400)	(400)	(400)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	97	(748)	(923)	(1132)	(1265)
每股收益	0.20	0.23	0.28	0.33	0.37	营运资本变动	6233	18371	40582	5327	9739
每股红利	0.31	0.27	0.14	0.16	0.19	其它	(4551)	(1727)	5950	6998	7977
每股净资产	4.81	4.85	4.99	5.16	5.34	经营活动现金流	77629	93144	104040	79582	93919
ROIC	7%	9%	8%	10%	12%	资本开支	0	(61457)	(73001)	(72001)	(71001)
ROE	4%	5%	6%	6%	7%	其它投资现金流	(2478)	(1004)	0	0	0
毛利率	25%	24%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(6436)	(65095)	(76279)	(75291)	(74069)
EBIT Margin	5%	6%	5%	6%	6%	权益性融资	(78)	2946	0	0	0
EBITDA Margin	27%	25%	18%	20%	21%	负债净变化	(647)	(7)	0	0	0
收入增长	8%	8%	9%	8%	7%	支付股利、利息	(9685)	(8745)	(4453)	(5214)	(5931)
净利润增长率	14%	16%	22%	17%	14%	其它融资现金流	(39393)	10273	983	205	(464)
资产负债率	75%	76%	78%	78%	78%	融资活动现金流	(60135)	(4286)	(3469)	(5009)	(6395)
息率	5.0%	4.5%	2.3%	2.7%	3.1%	现金净变动	11058	23762	24291	(718)	13455
P/E	29.8	26.4	21.7	18.5	16.3	货币资金的期初余额	35215	46273	70036	94326	93608
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	46273	70036	94326	93608	107063
EV/EBITDA	5.1	5.4	7.9	6.8	6.1	企业自由现金流	0	43302	32778	10180	26375
						权益自由现金流	0	53568	34500	11291	26923

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