

中国联通（600050.SH）

上半年净利润增长 14%，ROE 持续提升

买入

核心观点

2023 年上半年净利润增长 14%，ROE 持续提升。公司 2023 年上半年实现收入 1918 亿元（同比+9%），实现归母净利润 54 亿元（同比+14%），半年度 ROE 达 3.6%，同比+0.3pct，持续提升。二季度方面，公司实现收入 946 亿元（同比+8%），实现归母净利润 32 亿元（同比+15%）。公司继续派发中期股息，拟每股派发股利 0.203 元，同比增长 23%。

云计算、大数据业务高速发展，产业互联网占比达 25%。上半年，公司产业互联网收入达到 430 亿元（同比+16.3），占服务收入 25%。**大计算方面**，联通云实现收入 255 亿元，同比提升 36%，全年收入力争超过 500 亿元，联通云池覆盖 200 多个城市，IDC 机架规模超过 38 万架。**大数据方面**，公司充分发挥业内最早数据集中、最先集约运营的领先优势，大数据业务实现收入 29 亿元，同比+54%，市占率超过 50%。**大应用方面**，5G 行业应用累计项目数超过 2 万个，5G 虚拟专网累计服务客户数超过 5800 个，5G 行业签约金额达到 62 亿元。在工业、电力等 8 大领域完成全频段 5G RedCap 测试验证，有效推动 5G 与垂直行业的融合创新。

基础业务实现稳健增长。移动业务方面，上半年移动用户净增 534 万户，其中 5G 套餐用户渗透率超过 70%；个人数智生活付费用户超过 8700 万，收入同比提升 90%，带动移动 ARPU 提升至 44.8 元（同比+0.9%）。**固网宽带方面**，“双千兆”升级与 FTTR 加快推进，推动为宽带业务可持续增长和价值提升。上半年，固网宽带用户净增突破 400 万，融合渗透率达 75%。**物联网业务**持续快速增长，23H1 连接数达 4.43 亿，实现收入 54 亿元，同比增长 24%。

资本开支聚焦精品网建设，有效管控成本。23H1 公司资本开支 276 亿元，重点聚焦 5G、宽带、政企、算力四张精品网建设，其中，政企及创新业务投入 63 亿元（同比+17%），占比 23%（同比+4pct）。费用端，公司 23H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.0%/7.0%/1.3%，有效管控成本。

风险提示：5G 发展不及预期；产业互联网业务发展不及预期；算力网络部署不及预期。

投资建议：基于公司全年净利润双位数增长目标以及对公司资本开支等成本端的审慎考虑，略下调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别由 89/104/119 亿元下调至 85/98/110 亿元，对应 PE 分别为 20/17/15x，对应 PB 分别为 1.1/1.0/1.0x，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	8504	9776	10950
(+/-%)	14.2%	15.8%	16.5%	15.0%	12.0%
每股收益(元)	0.20	0.23	0.27	0.31	0.34
EBIT Margin	5.3%	5.7%	5.2%	5.8%	6.2%
净资产收益率 (ROE)	4.2%	4.7%	5.4%	6.0%	6.5%
市盈率 (PE)	25.8	22.8	19.6	17.0	15.2
EV/EBITDA	4.8	5.2	7.5	6.6	6.0
市净率 (PB)	1.09	1.08	1.05	1.02	0.99

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

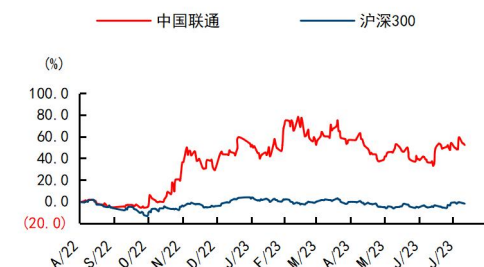
通信·通信服务

证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 5.24 元
总市值/流通市值 166653/162260 百万元
52 周最高价/最低价 6.45/3.32 元
近 3 个月日均成交额 1350.61 百万元

市场走势



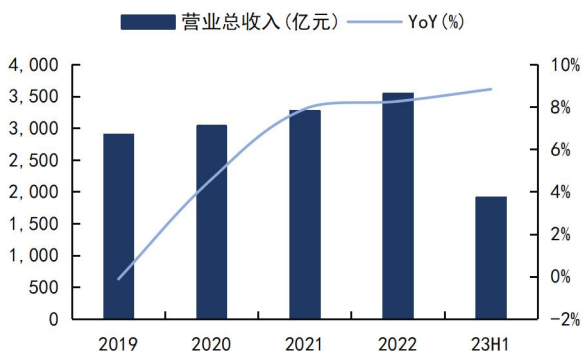
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国联通（600050.SH）-产业互联网业务占比达 26%，归母净利润创新高》——2023-04-20
《中国联通（600050.SH）-产业互联网增长提速，分红率持续提升》——2023-03-10
《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

2023 年上半年净利润增长 14%，ROE 继续提升。公司 2023 年上半年实现收入 1918 亿元（同比+9%），实现归母净利润 54 亿元（同比+14%），半年度 ROE 达 3.6%，同比+0.3pct，继续提升。二季度方面，公司实现收入 946 亿元（同比+8%），实现归母净利润 32 亿元（同比+15%）。公司继续派发中期股息，拟每股派发股利 0.203 元，同比增长 23%。

图1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



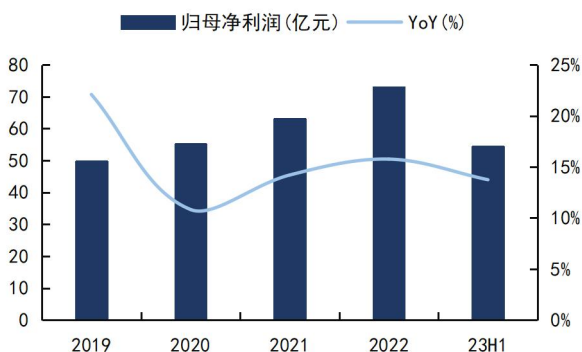
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



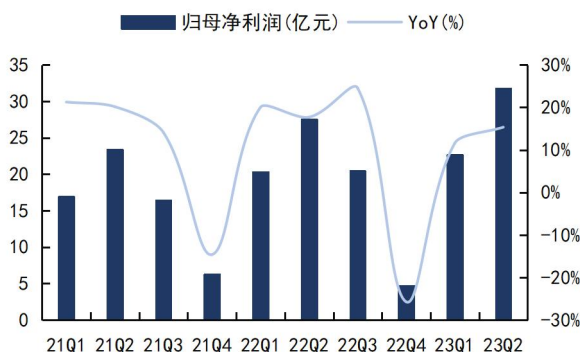
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

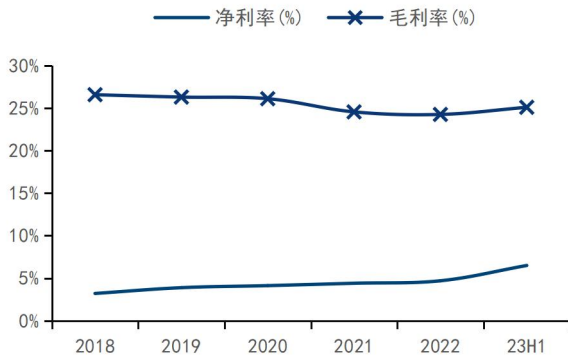
图4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

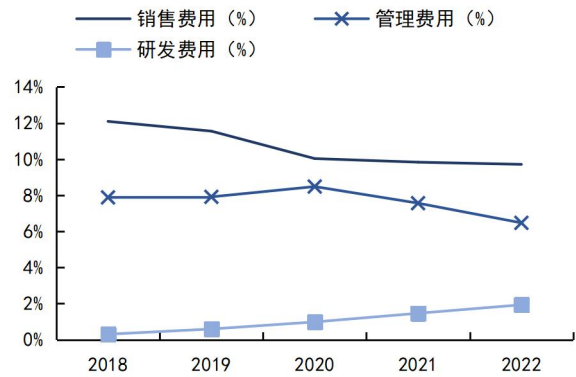
资本开支聚焦精品网建设，有效管控成本。23H1 公司资本开支 276 亿元，重点聚焦 5G、宽带、政企、算力四张精品网建设，其中，政企及创新业务投入 63 亿元（同比+17%），占比 23%（同比+4pct）。费用端，公司 23H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.0%/7.0%/1.3%，有效管控成本。

图5：中国联通毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：三项费用率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：资本开支聚焦四张精品网



资料来源：公司推介材料，国信证券经济研究所整理

投资建议：基于公司全年净利润双位数增长目标以及对公司资本开支等成本端的审慎考虑，略下调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别由 89/104/119 亿元下调至 85/98/110 亿元，对应 PE 分别为 20/17/15x，对应 PB 分别为 1.1/1.0/1.0x，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 8 月 9 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E	PB 2023E
600050.SH	中国联通	买入	5.24	1667	0.23	0.27	0.31	22.8	19.6	17.0	1.1
600941.SH	中国移动	买入	5.74	5253	0.30	0.34	0.38	13.9	16.9	15.2	1.2
601728.SH	中国电信	买入	96.22	20569	5.87	6.40	6.99	11.5	15.0	13.8	1.6

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、算力网络部署不及预期。

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	84077	82500	90750	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	2518	2518	2629	营业税金及附加	1427	1397	1736	1872	2004
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	175418	178597	191244	管理费用	24780	22981	29675	30801	31867
固定资产	352107	348995	374576	390931	398774	研发费用	4792	6836	8593	10306	11924
无形资产及其他	27173	29846	38652	47106	55222	财务费用	97	(748)	(435)	(288)	(13)
投资性房地产	39336	68526	68526	68526	68526	投资收益	4377	4328	4000	4000	4000
长期股权投资	48416	51051	54330	57620	60688	资产减值及公允价值变动	453	390	390	390	390
资产总计	593284	644687	711501	742780	774454	其他收入	(9112)	(12294)	(8593)	(10306)	(11924)
短期借款及交易性金融负债	15947	13365	14349	24085	28770	营业利润	17696	20401	24936	28682	32126
应付款项	129764	149340	175364	183492	193849	营业外净收支	112	(34)	15	0	0
其他流动负债	89428	85279	115105	117047	120829	利润总额	17807	20367	24951	28682	32126
流动负债合计	235138	247984	304818	324623	343448	所得税费用	3391	3716	4990	5736	6425
长期借款及应付债券	1835	1828	1828	1828	1828	少数股东损益	8111	9352	11456	13169	14751
其他长期负债	20101	47601	47601	47601	47601	归属于母公司净利润	6305	7299	8504	9776	10950
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	354246	374052	392876	净利润	6305	7299	8504	9776	10950
少数股东权益	186993	192904	198632	205217	212592	资产减值准备	204	(126)	49	26	12
股东权益	149217	154370	158623	163511	168986	折旧摊销	69890	69715	48955	57555	65419
负债和股东权益总计	593284	644687	711501	742780	774454	公允价值变动损失	(453)	(390)	(390)	(390)	(390)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	97	(748)	(435)	(288)	(13)
每股收益	0.20	0.23	0.27	0.31	0.34	营运资本变动	6233	18371	40791	5340	9754
每股红利	0.31	0.27	0.13	0.15	0.17	其它	(4551)	(1727)	5680	6559	7363
每股净资产	4.81	4.85	4.99	5.14	5.31	经营活动现金流	77629	93144	103588	78866	93108
ROIC	7%	9%	8%	9%	10%	资本开支	0	(61457)	(83000)	(82000)	(81000)
ROE	4%	5%	5%	6%	6%	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)	(86278)	(85290)	(84068)
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)	(4252)	(4888)	(5475)
净利润增长率	14%	16%	17%	15%	12%	其它融资现金流	(39393)	10273	983	9736	4685
资产负债率	75%	76%	78%	78%	78%	融资活动现金流	(60135)	(4286)	(3269)	4848	(790)
息率	5.8%	5.2%	2.6%	2.9%	3.3%	现金净变动	11058	23762	14041	(1577)	8250
P/E	25.8	22.8	19.6	17.0	15.2	货币资金的期初余额	35215	46273	70036	84077	82500
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	46273	70036	84077	82500	90750
EV/EBITDA	4.8	5.2	7.5	6.6	6.0	企业自由现金流	0	43302	22834	98	16351
						权益自由现金流	0	53568	24166	10065	21046

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