

买入

2024年8月19日

利润连续八年保持双位数增长，派息比例提高到 55%

- 利润保持双位数增长，派息比例不断提升：**2024 年上半年公司营业收入 1973 亿元 (YoY+2.9%)；服务收入 1757 亿元 (YoY+2.7%)；EBITDA 达到 550 亿元 (YoY+2.7%)，股东应占盈利达到 138 亿元 (YoY+11.3%)，保持双位数增长。净资产收益率达到 3.7%，同比提升 0.26%。上半年资本支出达 239 亿元，同比下降 13.4%，预计 24 年全年资本开支 650 亿元，较去年同期的 739 亿元减少 12%。上半年经营活动现金流净额 293 亿元，资产负债率持续优化，同比下降 1%至 45.5%，剔除租赁负债后的带息债务同比下降 3.8%，抗风险能力持续增强。公司重视股东回报，上半年股息(含税)合计每股人民币 0.2481 元 (YoY+22.2%)，显著高于每股基本盈利 11.3%的增长，派息率达 55%。
- 联通通信业务稳健发展：**上半年联通通信服务业务收入实现 1251 亿元 (YoY+2.1%)，占主营业务的四分之三，移动用户规模达到 3.4 亿户，净增用户 600 万户，其中 5G 套餐渗透率超过 80%，用户结构进一步优化；固网宽带用户规模 1.17 亿户，其中融合用户数突破 8000 万户，千兆用户渗透率超过 25%，同比提升 6 个百分点；融合用户 ARPU 达 103 元。
- 算网数智业务快速增长：**上半年算网数智收入 435 亿元 (YoY+6.6%)，占主营业务四分之一，为公司带来超过 60%新增服务收入。其中联通云收入 317 亿元 (YoY+24.3%)，启动数据中心智能化改造，带动 AIDC 业务高速增长，IDC 业务收入增速领先行业达 131 亿元 (YoY+5.0%)。数据服务业务上半年收入 32 亿元 (YoY+8.6%)，数智应用收入 37 亿元 (YoY+13.5%)。国际业务得益于出国漫游和境外手机业务较高增速，收入达到 60 亿元 (YoY+8.4%)，物联网境外连接能力实现突破，收入同比增长 93.4%。
- 维持目标价 7.6 港元，买入评级：**中国联通积极推动网络向新、技术向新和服务向新，以新融合拓展新场景创造新增长。公司两大业务规模价值双增长，派息分红比例持续提升，预计未来派息分红比率将逐步提升至 70%的水平。考虑到当前宏观经济面临的客观压力，公司产业数字化业务增长放缓，我们下调了公司 2024-2026 年的营业收入预期，对应 3.8%/3.7%/3.6%的增长。考虑到公司基本面稳健、利润持续释放以及潜在的分红比率提高，给予公司 2024 年利润的 10 倍估值，对应目标价 7.6 港元，维持买入评级。
- 风险提示：**ARPU 值承压、宏观经济压力加大、资本开支下降不及预期等。

罗凡环

852-25321962
simon.luo@firstshanghai.com.hk

李宜格

852-25321962
Vicky.li@firstshanghai.com.hk

李京霖

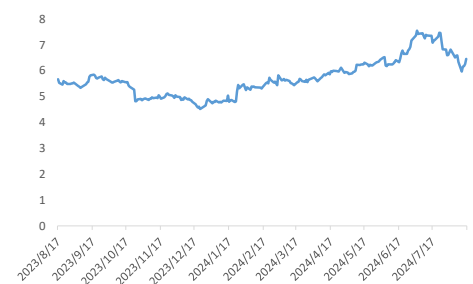
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	电讯服务
股价	6.5 港元
目标价	7.6 港元 (+17%)
股票代码	762.HK
已发行 H 股本	305.98 亿股
H 股总市值	1976 亿港元
52 周高/低	7.8 港元/4.3 港元
每股净资产	13 港元
主要股东	中国联通 (BVI) 有限公司 53.52% 中国联通集团 (BVI) 有限公司 26.41%

表：盈利摘要

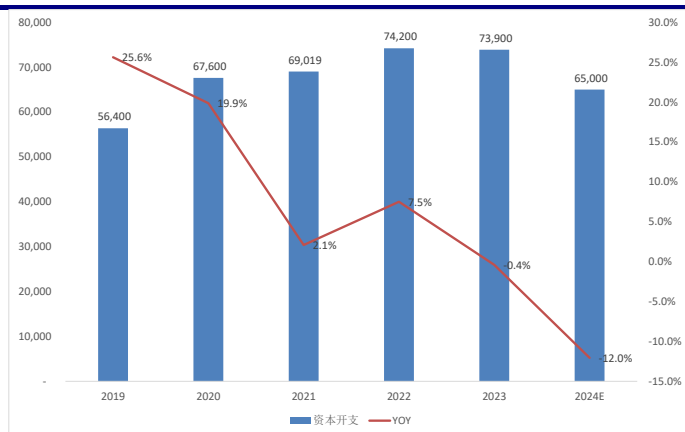
截至12月31日止财年 (中国联通)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	354,944	372,597	386,610	400,944	415,236
变动 (%)	8.3%	5.0%	3.8%	3.7%	3.6%
净利润(百万元)	16,837	18,922	21,082	23,441	25,724
EPS (港元)	0.60	0.67	0.74	0.83	0.91
变动 (%)	16.5%	11.8%	11.5%	11.3%	9.8%
市盈率 (倍, @6.46港元)	10.8	9.7	8.7	7.8	7.1
每股派息 (港元)	0.30	0.37	0.45	0.54	0.64
息率 (%)	4.6%	5.7%	6.9%	8.3%	9.9%

资料来源：公司资料、第一上海预测

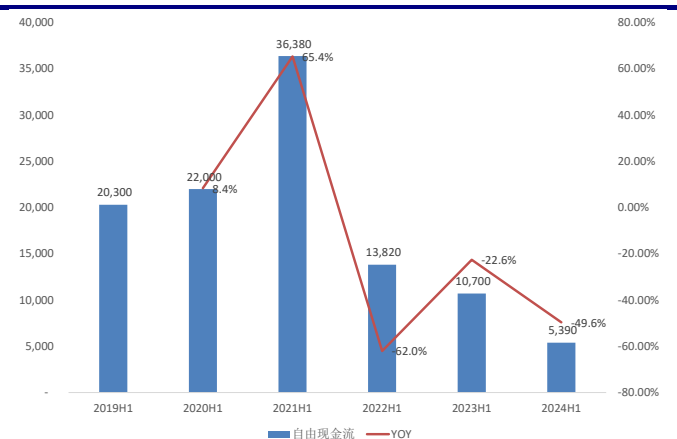
股价表现


资料来源：彭博

图表 1: 中国联通资本开支 (百万元)



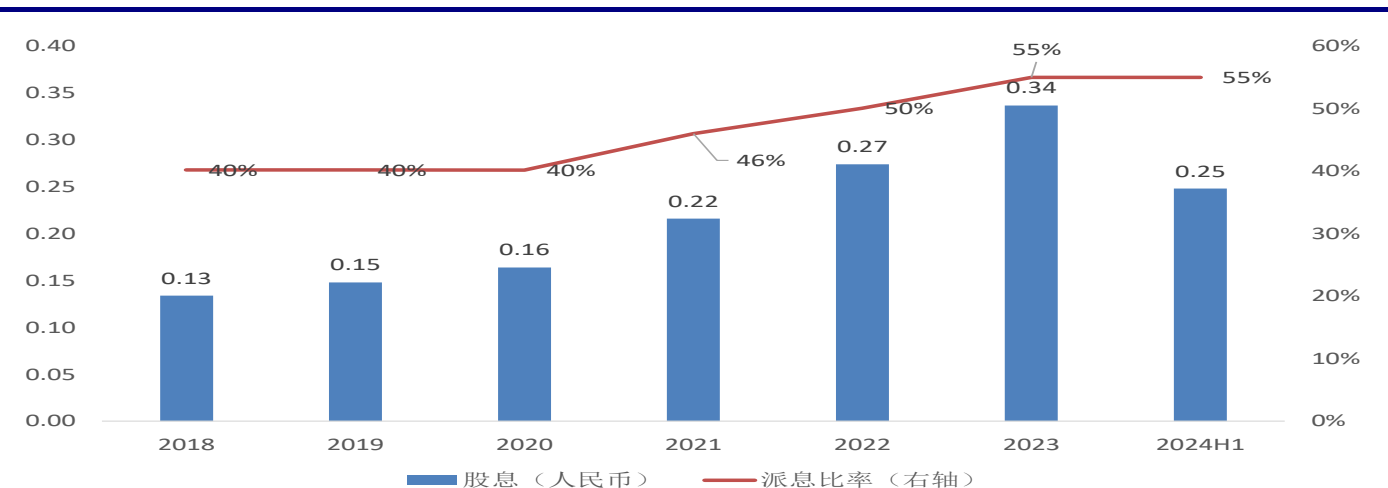
图表 2: 中国联通自由现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 3: 中国联通每股股息和派息比率



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 4: 中国联通核心财务数据

中国联通 (百万元)	2021H1	2022H1	2023H1	2024Q1	2024Q2	2024H1
营运收入	164,174	176,261	191,833	99,496	97,845	197,341
YOY	9.16%	7.4%	8.8%	2.3%	3.4%	2.9%
其中: 通信服务收入	148,674	160,971	171,045	89,043	86,613	175,656
YOY	7.47%	8.3%	6.3%	3.4%	2.0%	2.7%
EBITDA	49,489	51,412	53,546	26,611	28,400	55,011
YOY	1.18%	3.9%	4.2%	3.4%	2.1%	2.7%
EBITDA率	30.14%	29.2%	27.9%	26.7%	29.0%	27.9%
EBITDA占通信服务收入比	33.29%	31.9%	31.3%	29.9%	32.8%	31.3%
归母净利润	9,167	10,957	12,391	5,613	8,180	13,793
YOY	20.65%	19.5%	13.1%	8.9%	13.0%	11.3%
净利润率	5.58%	6.2%	6.5%	5.6%	8.4%	7.0%

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

附录 1：主要财务报表

资产负债表

〈人民币百万元〉，财务年度截止〈十二月〉

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
+ 固定资产	352,433	355,995	342,077	328,605	312,515
+ 其他非流动资产	143,987	146,955	146,955	146,955	146,955
非流动资产	496,420	502,950	489,032	475,560	459,470
+ 现金及等价物	55,297	47,733	70,500	92,593	116,817
+ 应收账款	26,331	38,692	39,466	40,255	41,060
+ 存货	1,882	2,217	2,233	2,248	2,264
+ 其他流动资产	62,733	69,459	69,983	70,518	71,063
流动资产	146,243	158,101	182,182	205,614	231,204
总资产	642,663	661,051	671,214	681,174	690,674
+ 长期借款	1,528	1,252	1,252	1,252	1,252
+ 其他非流动负债	46,729	42,249	42,249	42,249	42,249
非流动负债	48,257	43,501	43,501	43,501	43,501
短期借款	5,724	1,035	1,035	1,035	1,035
其他流动负债	245,146	262,617	264,230	265,859	267,504
流动负债	250,870	263,652	265,265	266,894	268,539
总负债	299,127	307,153	308,766	310,395	312,040
归母所有者权益	341,619	351,474	362,448	370,780	378,634
总权益及负债	642,663	661,051	671,214	681,175	690,674

现金流量表

〈人民币百万元〉，财务年度截止〈十二月〉

	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
+ 税前利润	20,588	22,945	25,709	28,587	31,371
+ 折旧及摊销	86,829	84,847	83,508	80,830	80,452
+ 营运资金变动	-7,777	-4,288	299	289	279
+ 其他	21,485	21,841	21,082	23,441	25,724
经营活动现金流	100,537	102,400	104,888	104,561	106,455
+ 资本开支	-72,470	-73,900	-69,590	-67,359	-64,362
+ 其他	16,358	0	0	0	0
投资活动现金流	-56,112	-73,900	-69,590	-67,359	-64,362
+ 股权融资	0	0	0	0	0
+ 短期银行借款	330	0	0	0	0
+ 派发股息	-7,986	-10,299	-12,531	-15,109	-17,870
+ 其他	-16,154	-25,765	0	0	0
筹资活动现金流	-23,810	-36,064	-12,531	-15,109	-17,870
现金净变动	20,615	-7,564	22,767	22,093	24,224
年初现金余额	34,280	55,297	47,733	70,500	92,593
+ 汇率变动	402	0	0	0	0
年末现金余额	55,297	47,733	70,500	92,593	116,817

资料来源：公司资料，第一上海预测

利润表

〈人民币百万元〉，财务年度截止〈十二月〉

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
营业收入	354,944	372,597	386,610	400,944	415,236
- 营业成本	-342,604	-357,632	-367,402	-378,458	-389,519
营业利润	12,340	14,965	19,208	22,486	25,716
营业利润率	3.48%	4.02%	4.97%	5.61%	6.19%
+ 财务费用	-1,095	-1,981	-2,056	-2,132	-2,208
+ 其他利润	9,343	9,961	8,557	8,233	7,862
税前利润	20,588	22,945	25,709	28,587	31,371
+ 所得税	-3,751	-4,023	-4,628	-5,146	-5,647
所得税率	18.22%	17.53%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润	16,837	18,922	21,082	23,441	25,724
净利润率	4.74%	5.08%	5.45%	5.85%	6.20%
归母净利润	16,745	18,726	20,886	23,245	25,528
非控制权益	92	196	196	196	196
EBITDA	99,169	99,812	102,715	103,316	106,168
EBITDA率	27.94%	26.79%	26.57%	25.77%	25.57%

财务分析

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
成长能力					
营业收入	8.3%	5.0%	3.8%	3.7%	3.6%
EBITDA	3.0%	0.6%	2.9%	0.6%	2.8%
净利润	16.5%	11.8%	11.5%	11.3%	9.8%
回报率					
净资产收益率	4.9%	5.3%	5.8%	6.3%	6.7%
总资产收益率	2.6%	2.8%	3.1%	3.4%	3.7%
派息比率	50.1%	55.0%	60.0%	65.0%	70.0%
偿债能力					
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
每股指标					
每股收益	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
每股净资产	11.2	11.6	11.8	12.1	12.4
估值倍数					
市盈率	10.8	9.7	8.7	7.8	7.1
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。