

2023 年 03 月 09 日
 中国联通 (600050. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

电信运营 III

传统业务稳健发展, 数字科技加速转型

■ **事件:** 3 月 8 日公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业总收入 3549 亿元, 同比增长 8.3%; 归属于母公司净利润 73 亿元, 同比增长 15.8%; EBITDA 990 亿元, 同比增长 3.0%。

■ **产业物联网引领主营业务保持稳健增长:** 2022 年公司实现主营业务收入 3193 亿元, 同比增长 7.8%, 2022Q4 实现主营业务收入 796.942 亿元, 同比增长 8.0%。其中, 移动主营业务延续良好态势, 公司移动用户达 3.23 亿户, 5G 套餐用户达 2.13 亿户, ARPU (月均收入/平均用户数) 达 44.3 元, 同比增长 0.9%; 固网宽带业务规模持续扩大, 2022 年净增用户 858 万户, 用户总数突破一亿户大关, ARPU (月均收入/平均用户数) 达 38.8 元, 同比下降 6.1%; 产业物联网业务增势强劲, 2022 年实现营收 705 亿元, 同比增长 28.6%, 物联网终端联接累计到达 3.86 亿户, 产业物联网业务已成为带动主营业务动能的新引擎。

■ **数字科技布局深入, 数据要素地位凸显:** 2022 年公司算力网络基本开支为 124 亿元, 占比 16.8%, 同比增长 5.9%, 公司的数据科技转型持续加速。“联通云”业务高速增长, 实现收入 361 亿元, 同比增长 121%; 大数据业务保持领先, 实现收入 40 亿元, 同比增长 58%。公司正进一步加快数据中心建设步伐, 并在算力网络方面发挥优势提升自身的影响力, 未来将加速向云化布局, 紧抓数字经济驱动带来的历史性发展机遇。

■ **盈利能力持续高涨, 混改成效初步显露:** 自 2017 年以来, 公司响应混合所有制改革, 致力于提升管理效率与盈利能力, 2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 达 285.6%, 盈利能力显著增强, 混改成果初步显露。根据年报, 公司预计 2023 年算力网络领域资本开支将超过 146 亿元, 占比提升至 19%, 公司未来将立足混改优势, 加速进军数字科技领域, 探寻提升盈利的新支点, 实现收入结构的全面转型。

投资建议:

产业互联网业务引领公司业绩高速增长, 我们看好公司未来发展, 预计公司 2023 年-2025 年收入分别为 3797.90/4086.54/4495.19 亿元, 净利润分别为 96.40/127.30/141.20 亿元, 对应 EPS 分别为 0.30/0.40/0.44 元, 成长性突出。给予公司 2024 年 17 倍 PE, 对应 12 个月目标价 6.80 元, 维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示:** 5G 发展不及预期; 数智化新基建不及预期; 行业竞争加剧; AIGC 发展不及预期

投资评级

买入-A
维持评级

12 个月目标价

6.80 元

股价 (2023-03-09)

6.00 元

交易数据

总市值(百万元)	190,826.62
流通市值(百万元)	185,774.47
总股本(百万股)	31,804.44
流通股本(百万股)	30,962.41
12 个月价格区间	3.31/6.07 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.1	20.7	68.4
绝对收益	21.5	21.2	63.5

张真桢

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

相关报告

营收利润持续提升, 产业互 2022-08-11
 联网引领业绩高增

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	327,854.5	354,943.9	379,790.0	408,654.0	449,519.4
净利润	6,305.5	7,299.5	9,640.1	12,730.3	14,119.7
每股收益(元)	0.20	0.23	0.30	0.40	0.44
每股净资产(元)	4.69	4.85	5.24	5.44	5.65

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	30.6	26.4	20.0	15.2	13.7
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
净利润率	1.9%	2.1%	2.5%	3.1%	3.1%
净资产收益率	4.2%	4.7%	5.8%	7.4%	7.9%
股息收益率	1.4%	1.0%	2.3%	3.3%	3.9%
ROIC	5.3%	6.0%	9.9%	7.0%	5.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	327,854.5	354,943.9	379,790.0	408,654.0	449,519.4	成长性					
减:营业成本	247,360.6	268,880.8	284,842.5	304,855.9	336,240.5	营业收入增长率	7.9%	8.3%	7.0%	7.6%	10.0%
营业税费	1,427.1	1,397.0	1,613.4	1,707.7	1,852.4	营业利润增长率	13.5%	15.3%	31.0%	32.3%	10.9%
销售费用	32,212.4	34,455.3	37,979.0	36,778.9	40,456.7	净利润增长率	14.2%	15.8%	32.1%	32.1%	10.9%
管理费用	24,779.6	22,981.1	24,686.3	26,562.5	26,971.2	EBITDA 增长率	2.7%	3.1%	18.8%	25.7%	22.4%
研发费用	4,792.2	6,836.1	7,595.8	8,021.8	8,907.2	EBIT 增长率	0.3%	13.6%	7.3%	32.4%	10.7%
财务费用	96.7	-747.6	230.0	320.0	280.0	NOPLAT 增长率	16.0%	11.6%	37.1%	32.8%	10.7%
资产减值损失	-491.7	-366.1	-381.9	-413.2	-387.1	投资资本增长率	-2.4%	-16.8%	88.4%	40.5%	41.6%
加:公允价值变动收益	-39.0	23.7	-354.3	346.8	-113.1	净资产增长率	1.4%	3.3%	6.9%	6.0%	6.2%
投资和汇兑收益	4,376.7	4,328.3	3,850.5	4,185.2	4,121.3						
营业利润	17,695.8	20,401.5	26,721.1	35,352.5	39,206.6	利润率					
加:营业外净收支	111.5	-34.0	148.9	75.5	63.4	毛利率	24.6%	24.2%	25.0%	25.4%	25.2%
利润总额	17,807.3	20,367.5	26,870.0	35,427.9	39,270.1	营业利润率	5.4%	5.7%	7.0%	8.7%	8.7%
减:所得税	3,391.1	3,716.2	4,903.8	6,377.0	7,068.6	净利润率	1.9%	2.1%	2.5%	3.1%	3.1%
净利润	6,305.5	7,299.5	9,640.1	12,730.3	14,119.7	EBITDA/营业收入	28.1%	26.7%	29.7%	34.7%	38.5%
						EBIT/营业收入	6.7%	7.1%	7.1%	8.7%	8.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	344	311	292	295	323
						流动营业资本周转天数	-154	-156	-156	-149	-148
						流动资产周转天数	129	138	110	82	78
						应收帐款周转天数	23	24	23	23	23
						存货周转天数	2	2	2	2	2
						总资产周转天数	646	628	659	744	862
						投资资本周转天数	296	247	303	442	567
						投资回报率					
						ROE	4.2%	4.7%	5.8%	7.4%	7.9%
						ROA	2.4%	2.6%	2.9%	3.1%	2.7%
						ROIC	5.3%	6.0%	9.9%	7.0%	5.5%
						费用率					
						销售费用率	9.8%	9.7%	10.0%	9.0%	9.0%
						管理费用率	7.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%
						研发费用率	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
						财务费用率	0.0%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
						四费/营业收入	18.9%	17.9%	18.6%	17.5%	17.0%
						偿债能力					
						资产负债率	43.3%	46.1%	50.2%	58.2%	65.4%
						负债权益比	76.5%	85.6%	100.9%	139.4%	189.4%
						流动比率	0.54	0.59	0.27	0.23	0.15
						速动比率	0.53	0.58	0.27	0.22	0.15
						利息保障倍数	228.64	-33.59	117.18	111.48	141.02
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.06	0.14	0.20	0.24
						分红比率	42.5%	27.7%	47.0%	50.0%	53.0%
						股息收益率	1.4%	1.0%	2.3%	3.3%	3.9%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	14,416.2	16,651.3	9,640.1	12,730.3	14,119.7	EPS(元)	0.20	0.23	0.30	0.40	0.44
加:折旧和摊销	71,341.9	70,725.9	85,674.6	105,939.9	133,779.8	BVPS(元)	4.69	4.85	5.24	5.44	5.65
资产减值准备	491.7	366.1	-	-	-	PE(X)	30.6	26.4	20.0	15.2	13.7
公允价值变动损失	39.0	-23.7	-354.3	346.8	-113.1	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
财务费用	1,175.6	992.1	230.0	320.0	280.0	P/FCF	16.9	3.9	-2.1	-27.9	-34.3
投资收益	-4,376.7	-4,328.3	-3,850.5	-4,185.2	-4,121.3	P/S	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
少数股东损益	8,110.7	9,351.8	12,326.1	16,320.6	18,081.7	EV/EBITDA	2.6	2.2	3.9	4.3	4.9
营运资金的变动	6,136.5	4,805.3	2,943.1	9,753.1	23,520.4	CAGR(%)	26.3%	24.6%	20.6%	26.3%	24.6%
经营活动产生现金流量	111,971.6	101,708.3	106,609.1	141,225.6	185,547.2	PEG	1.2	1.1	1.0	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-74,779.8	-56,126.9	-	-	-	ROIC/WACC	0.6	0.7	1.1	0.8	0.6
融资活动产生现金流量	-25,910.3	-24,949.2	94,902.1	142,522.0	216,068.7	REP	1.5	1.4	0.9	1.3	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明 ■ ■ ■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034