

公司研究

资本开支拐点已现，24年指引利润双位数增长

——中国联通（600050.SH）2023年年报点评

要点

事件：公司发布2023年年报，全年营业收入3,726亿元，同比提升5.0%；EBITDA 996亿元；归属于母公司股东净利润82亿元，同比增长12.0%，连续7年实现双位数提升。净资产收益率达到5.1%，实现近年最好水平。公司指引2024年营业收入保持稳健增长，利润总额实现双位数增长。

联网通信业务稳中有进。2023年联网通信业务实现收入2,446亿元，包含移动联网、宽带联网、电视联网、专线联网、通信业务及信息业务六大板块。其中移动联网方面，移动用户规模达到3.33亿户，净增1,060万户，ARPU 44.0元，同比小幅下降0.3元；物联网连接规模达到4.9亿，净增约1.1亿。宽带联网方面，固网宽带用户达到1.13亿户，净增979万户，ARPU 47.6元，同比小幅下降0.2元。

创新业务快速增长。2023年算网数智业务实现收入752亿元，其中联通云收入510亿元，同比增长41.6%；其他方面，数据服务、数智应用、网信安全、国际业务收入增速分别为32%、18%、120%、15%，均保持较快速增长。创新业务成为公司整体收入的重要增长引擎。

资本开支拐点已现，24年降幅超预期。2023年，公司实际资本开支739亿元（低于年初计划的769亿元），同比下降约0.4%，资本开支拐点已显现。公司指引24年资本开支计划为650亿元，同比下降约12%，降幅超预期。我们认为，运营商CAPEX下降为长期趋势，为自由现金流持续改善以及加大现金分红奠定坚实基础。2023年公司自由现金流285亿元，同比提升8%。公司全年派发现金分红每股0.132元，同比增长21.1%，现金分红水平达到历史新高。

维持“买入”评级：考虑到5G套餐渗透率趋于饱和以及流量增速有所放缓，移动业务成长性有所下降，下调24~25年归母净利润预测由104/120至93(-11%)/104(-13%)亿元，预测26年归母净利润115亿元，对应PE 16X/14X/13X。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，公司基础通信业务保持稳定，创新业务保持快速增长。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，随着CAPEX已进入下行周期，业绩释放能力有望进一步增强，我们长期看好公司的投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：CAPEX下行持续性低于预期，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	354,944	372,597	396,099	420,708	446,882
营业收入增长率	8.26%	4.97%	6.31%	6.21%	6.22%
净利润（百万元）	7,299	8,173	9,273	10,415	11,519
净利润增长率	15.76%	11.96%	13.47%	12.31%	10.60%
EPS（元）	0.23	0.26	0.29	0.33	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.73%	5.13%	5.63%	6.14%	6.59%
P/E	20	18	16	14	13
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-03-21

买入（维持）

当前价：4.72元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

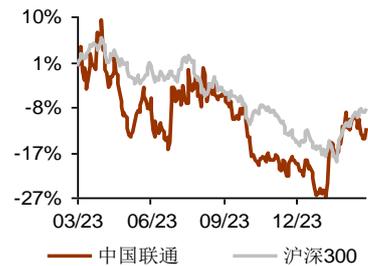
021-52523856

shiqi@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	318.01
总市值(亿元)	1501.51
一年最低/最高(元)	3.90/5.97
近3月换手率	47.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.80	3.03	-5.34
绝对	-0.21	10.54	-13.08

资料来源：Wind

相关研报

业务稳健增长，进一步提升现金分红——中国联通（600050.SH）2023年中报点评（2023-08-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	354,944	372,597	396,099	420,708	446,882
营业成本	268,881	281,231	298,083	315,676	334,334
折旧和摊销	81,994	78,194	76,065	73,829	71,889
税金及附加	1,397	1,542	1,664	1,767	1,877
销售费用	34,455	35,833	37,629	39,126	40,666
管理费用	22,981	23,998	25,390	26,084	27,260
研发费用	6,836	8,099	9,557	10,990	12,749
财务费用	-748	-259	-220	-127	-317
投资收益	4,328	4,806	4,500	4,500	4,500
营业利润	20,401	22,843	25,844	29,017	32,087
利润总额	20,367	22,710	25,702	28,866	31,927
所得税	3,716	3,997	4,626	5,196	5,747
净利润	16,651	18,713	21,076	23,670	26,180
少数股东损益	9,352	10,540	11,802	13,255	14,661
归属母公司净利润	7,299	8,173	9,273	10,415	11,519
EPS(元)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.36

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	101,708	104,342	102,021	108,148	107,726
净利润	7,299	8,173	9,273	10,415	11,519
折旧摊销	81,994	78,194	76,065	73,829	71,889
净营运资金增加	-16,803	12,595	11,893	6,193	6,974
其他	29,217	5,380	4,789	17,711	17,344
投资活动产生现金流	-56,127	-85,539	-101,163	-68,621	-66,889
净资本支出	-70,776	-77,983	-73,184	-69,964	-67,003
长期投资变化	51,051	54,428	0	0	0
其他资产变化	-36,402	-61,984	-27,979	1,342	114
融资活动现金流	-24,949	-26,507	-3,972	-4,988	-5,510
股本变化	813	0	0	0	0
债务净变化	-2,589	617	-1,395	-1,144	-981
无息负债变化	42,927	6,880	-32,902	13,644	14,459
净现金流	21,031	-7,600	-23,114	14,539	15,327

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%	25.2%
EBITDA 率	26.7%	24.8%	26.1%	24.9%	23.7%
EBIT 率	6.7%	6.7%	6.9%	7.3%	7.6%
税前净利润率	5.7%	6.1%	6.5%	6.9%	7.1%
归母净利润率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%
ROA	2.6%	2.8%	3.3%	3.5%	3.7%
ROE (摊薄)	4.7%	5.1%	5.6%	6.1%	6.6%
经营性 ROIC	7.6%	7.4%	7.1%	8.0%	8.8%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	46%	46%	42%	42%	42%
流动比率	0.59	0.61	0.56	0.66	0.77
速动比率	0.58	0.60	0.55	0.66	0.76
归母权益/有息债务	10.16	10.07	11.42	12.79	14.22
有形资产/有息债务	40.04	39.52	42.22	48.21	54.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	644,687	662,845	645,700	676,536	709,800
货币资金	70,036	58,816	36,042	50,751	66,164
交易性金融资产	2,955	2,608	3,911	5,867	8,801
应收账款	27,971	39,983	41,258	42,496	43,732
应收票据	260	957	1,017	1,081	1,148
其他应收款 (合计)	3,883	3,735	3,970	4,217	4,479
存货	1,882	2,217	2,296	2,366	2,427
其他流动资产	29,028	41,562	46,262	51,184	56,419
流动资产合计	146,269	158,028	143,005	176,229	212,571
其他权益工具	1,847	2,042	2,451	2,941	3,529
长期股权投资	51,051	54,428	54,422	54,418	54,413
固定资产	303,280	304,906	307,790	304,515	298,818
在建工程	44,512	46,423	39,968	34,875	30,814
无形资产	29,846	31,232	28,860	26,826	25,083
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6,769	9,594	9,594	9,594	9,594
非流动资产合计	498,418	504,816	502,696	500,307	497,229
总负债	297,413	304,910	270,612	283,112	296,590
短期借款	502	681	340	170	85
应付账款	139,165	151,998	161,106	170,615	180,699
应付票据	10,175	15,616	16,551	17,528	18,564
预收账款	394	291	309	329	349
其他流动负债	7,092	2,169	2,169	2,169	2,169
流动负债合计	247,984	260,286	254,723	265,303	276,784
长期借款	1,828	2,133	2,378	2,573	2,729
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9,051	10,152	11,618	13,152	14,784
非流动负债合计	49,429	44,624	15,889	17,809	19,806
股东权益	347,274	357,935	375,088	393,424	413,211
股本	31,804	31,804	31,804	31,804	31,804
公积金	84,377	85,176	86,104	87,145	88,297
未分配利润	45,379	49,299	53,446	57,720	61,629
归属母公司权益	154,370	159,241	164,591	169,672	174,798
少数股东权益	192,904	198,695	210,497	223,752	238,413

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	9.71%	9.62%	9.50%	9.30%	9.10%
管理费用率	6.47%	6.44%	6.41%	6.20%	6.10%
财务费用率	-0.21%	-0.07%	-0.06%	-0.03%	-0.07%
研发费用率	1.93%	2.17%	2.41%	2.61%	2.85%
所得税率	18%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.11	0.13	0.16	0.20	0.25
每股经营现金流	3.20	3.28	2.58	2.77	2.76
每股净资产	4.85	5.01	5.18	5.33	5.50
每股销售收入	11.16	11.72	12.45	13.23	14.05

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	20	18	16	14	13
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.2	4.6	5.0	5.0	5.1
股息率	2.4%	2.8%	3.5%	4.4%	5.5%

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与、不与、也将不会与本报告中的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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP