



中信建投证券  
CHINA SECURITIES

证券研究报告 · 通信行业深度报告

## 运营商业绩企稳，估值有修复空间

分析师：阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440518040002

SFC 中央编号：BNS315

分析师：武超则

wuchaoze@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440513090003

SFC 中央编号：BEM208

发布日期：2020年9月21日

第一章	电信行业趋势及竞争格局分析	2
第二章	三大电信运营商经营情况分析	17
第三章	海外运营商经营情况以及估值	32
第四章	运营商投资建议以及风险提示	42

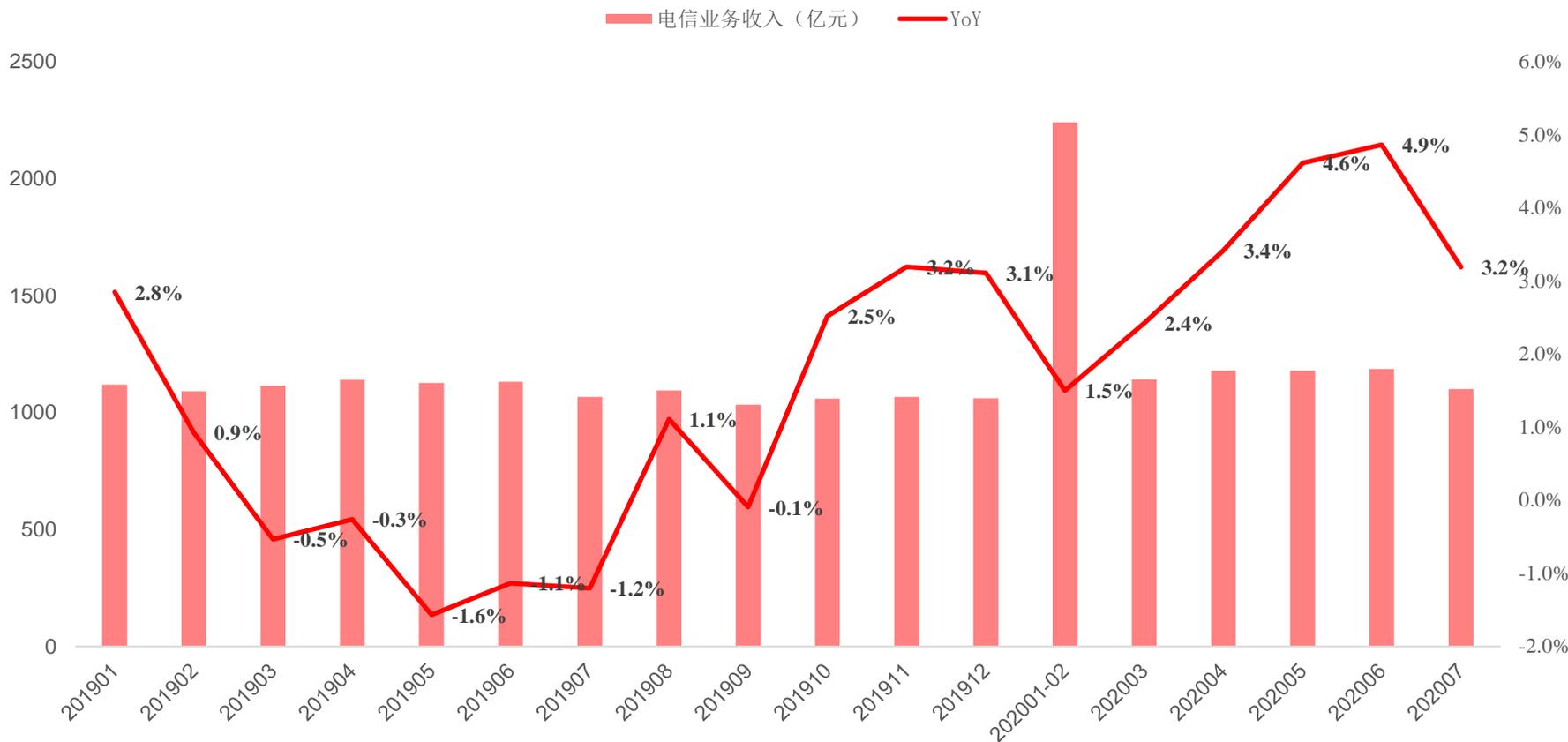
## 第一章

## 电信行业趋势及竞争格局分析

## 1.1 电信行业发展势头向好

- 根据工信部数据，国内电信行业2019年收入1.31万亿元，同比增长0.8%，2020年1—7月收入8027亿元，同比增长3.1%。
- 2019年7月以来，单月电信业务收入增速触底回升，主要与2018年7月起流量漫游费取消有关，之后资费降幅得到控制。
- 2020年以来，单月电信业务收入增速进一步提升，预计主要受益于业务量持续增长、降费幅度得到控制，5G商用推进等。

图1：国内电信业务收入情况



## 1.1.1 运营商总体收入小幅增长，各家表现略有分化，但格局总体稳定

- 根据三大运营商公告数据，2019年三大运营商合计营收14122亿元，同比增长0.52%，其中中国移动7459亿元，同比增长1.23%，中国电信3757亿元，同比下滑0.37%，中国联通2905亿元，同比下滑0.12%。
- 2020H1，三大运营商合计营收7341亿元，同比增长1.27%，其中中国移动3899亿元，同比增长0.11%，中国电信1938亿元，同比增长1.74%，中国联通1504亿元，同比增长3.75%。在降费趋缓、竞争趋于理性的背景下，运营商经营状况改善。
- 三大运营商营收格局总体稳定，收入份额为中国移动：中国电信：中国联通=52%:27%:21%。

图2：三大运营商收入情况（亿元）

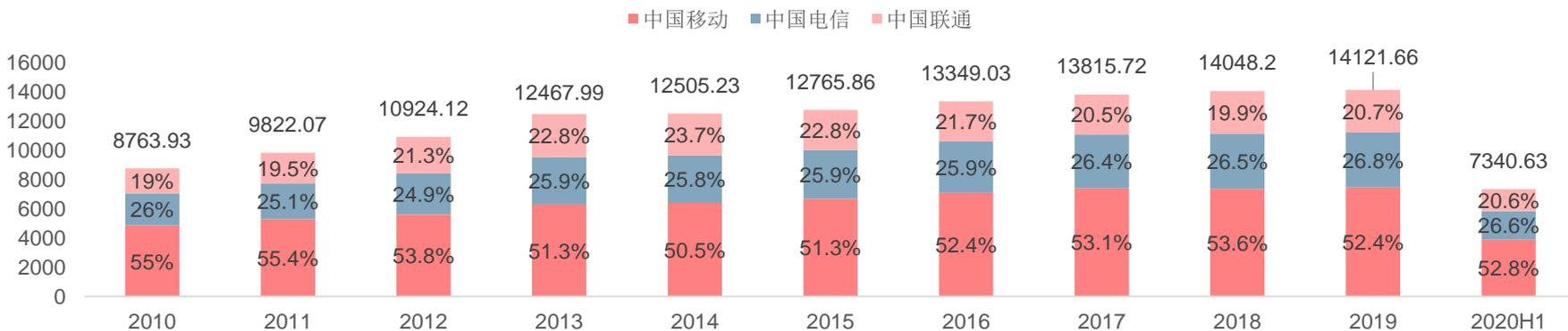
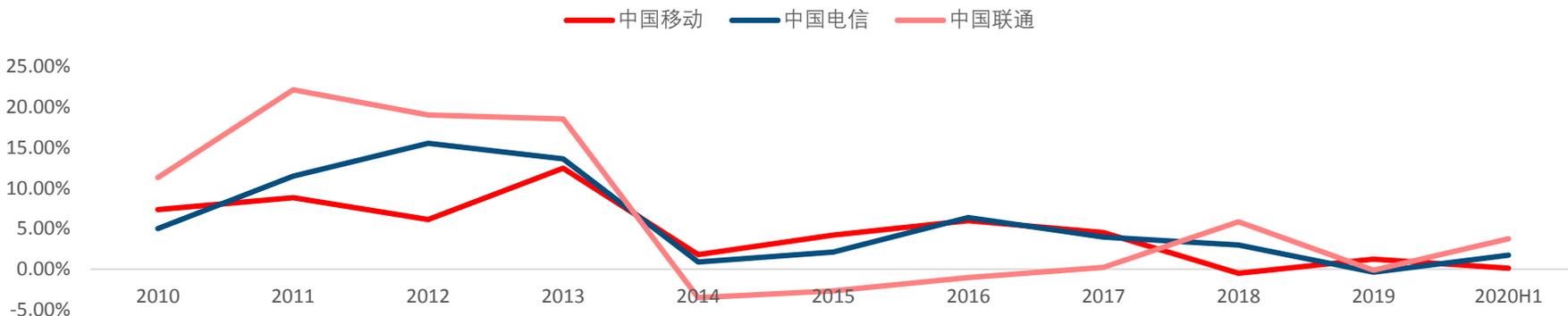


图3：三大运营商营收增速



## 1.1.2 运营商盈利企稳，中国移动份额下滑

- 2019年，三大运营商合计归母净利润为1384.88亿元，同比下降9.46%（与2019年执行新租赁准则、2018年铁塔上市获得一次性收益有关），2020H1为772.83亿元，同比提升0.56%。
- 从归母净利润份额来看，中国移动呈下降趋势，从2017年的85%降至2019年的79%，2020H1已降至77%；中国电信稳中有升，2019年份额为14%，2020H1为15%；中国联通自2016年利润触底以来改善明显，2019年份额达到7%，2020H1为8%。

图4：三大运营商净利润情况（亿元）

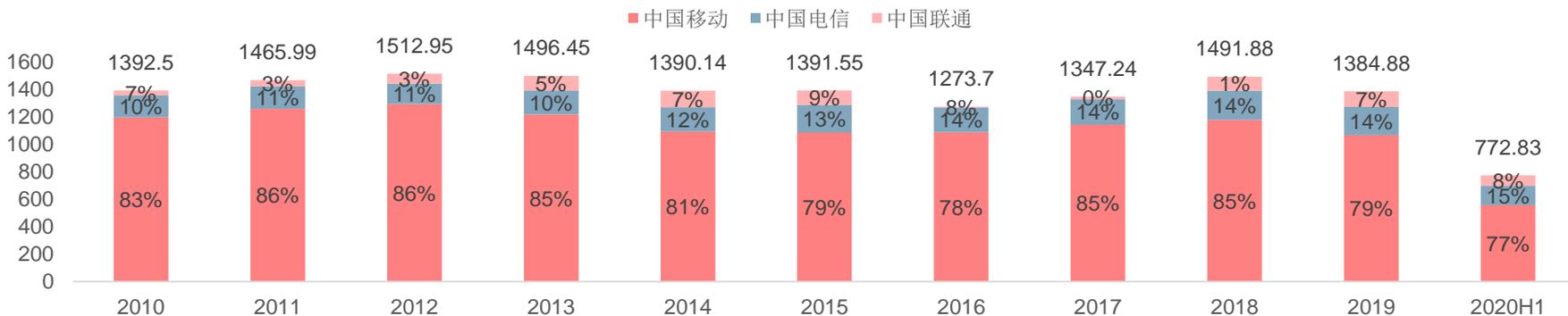
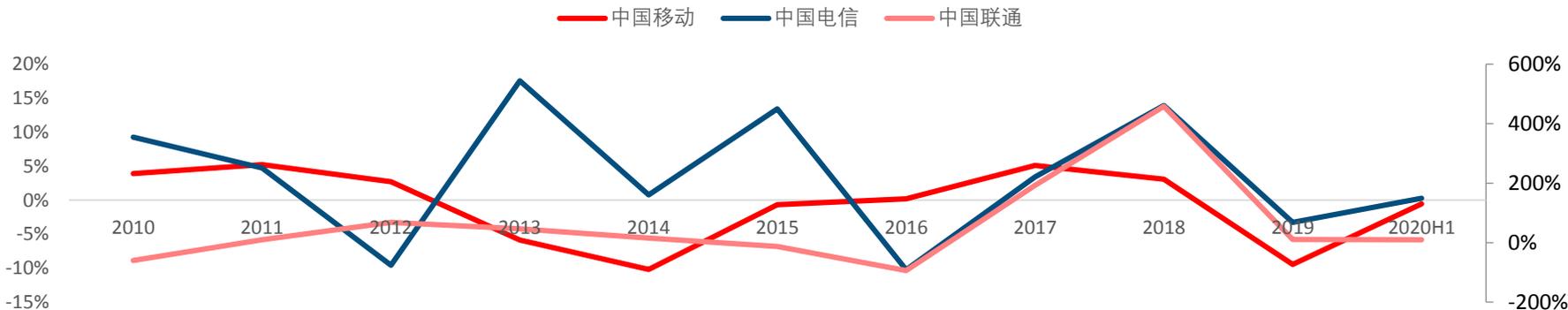


图5：三大运营商净利润增速（中国联通为右轴）



## 1.2 移动业务：月度收入增速转正，中国电信份额提升

- 根据工信部数据，2019年运营商移动通信业务收入8942亿元，同比下降2.9%，2020年1-7月实现移动通信业务收入5298亿元，同比下降0.7%。2020年5月以来，运营商移动通信业务收入同比增速转正。
- 根据运营商公告口径，中国移动、中国电信、中国联通2020H1移动业务营收分别为2843亿元、905亿元、765亿元，分别同比-1.6%、+2.5%、-2.8%，其中中国移动与中国联通同比降幅收窄。
- 从移动业务收入格局来看，2017年以来中国移动份额下滑，中国电信份额增长，中国联通份额稳定。

图6：国内运营商移动通信业务收入及增速

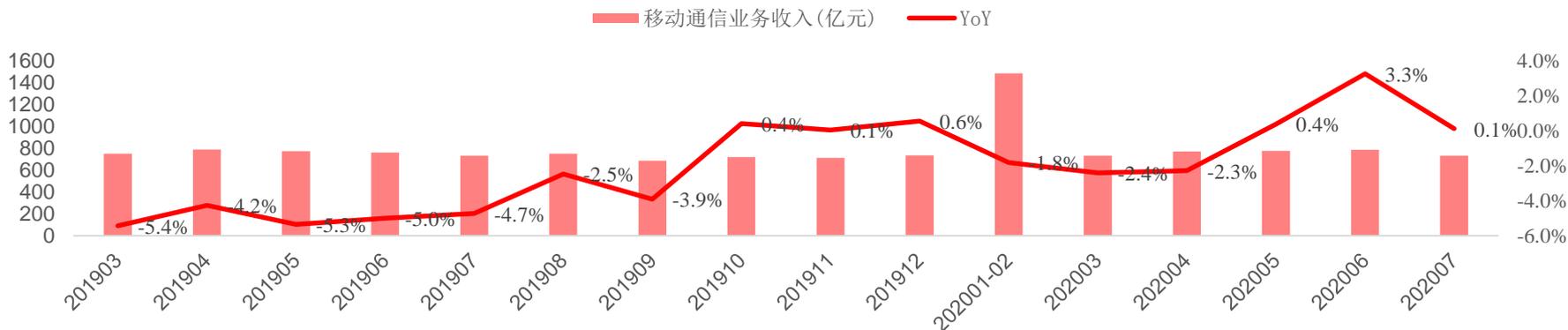


图7：三大运营商移动业务收入（亿元）

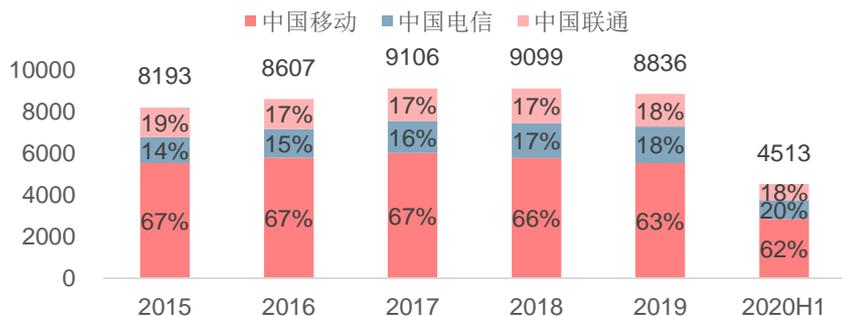


图8：三大运营商移动业务收入增速



## 1.2.1 移动用户规模增长遇到瓶颈，4G用户渗透率达到较高水平

- 截至2020年7月，三大运营商移动用户数合计达到16.02亿，较2019年末减少约200万户。三大运营商移动用户份额变化情况与收入基本一致，即中国移动份额下降，中国电信份额提升，中国联通保持稳定。
- 截至2019年，三大运营商4G用户合计12.93亿，渗透率81%，中国移动、中国电信、中国联通4G渗透率分别80%、84%、80%。

图9：三大运营商移动用户数（亿户）

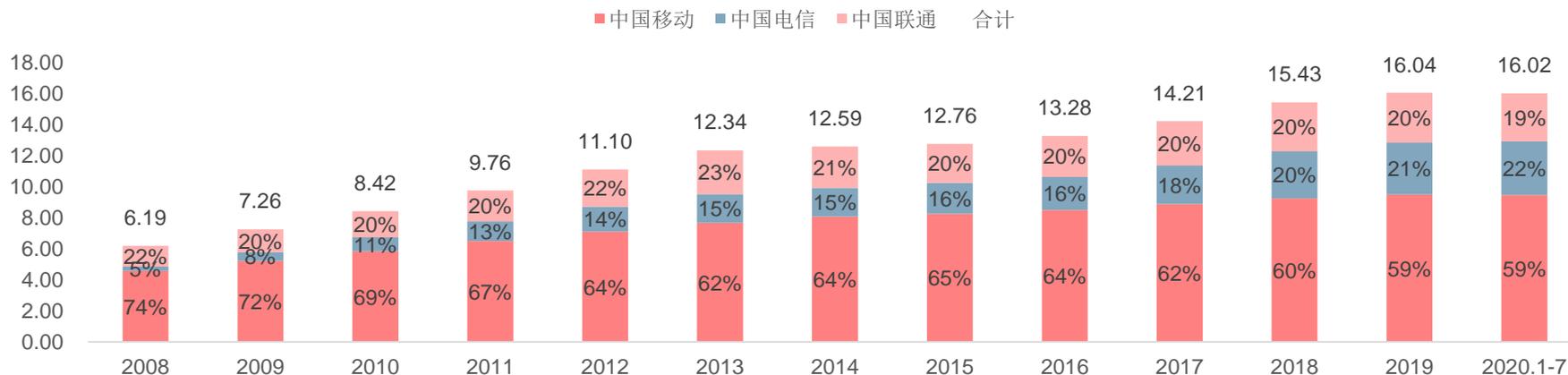


图10：三大运营商4G用户数（亿户）

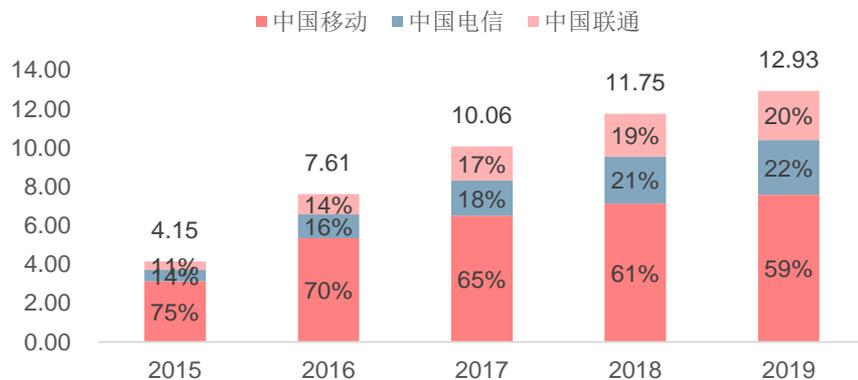
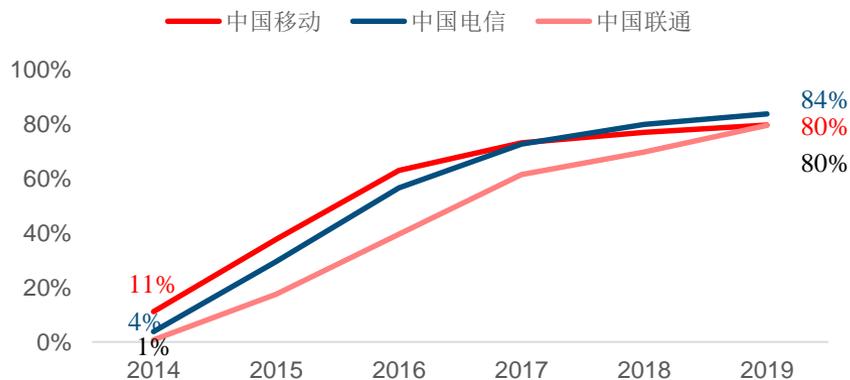


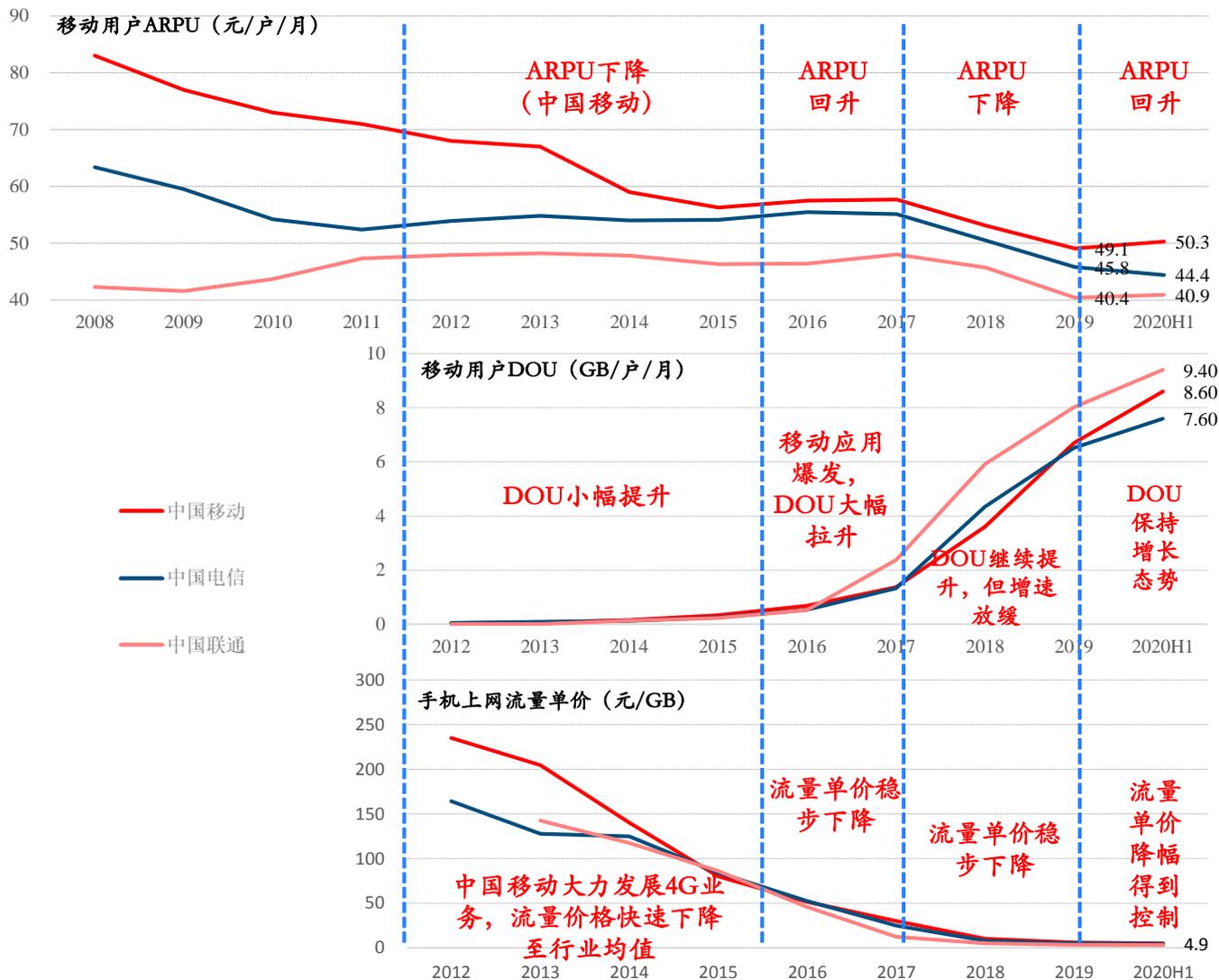
图11：三大运营商4G渗透率



## 1.2.2 移动用户ARPU值企稳，有望触底回升 (1/2)

- 2020H1，中国移动、中国电信、中国联通移动用户ARPU值分别为50.3、44.4、40.9元/户/月，较2019年底分别+1.2、-1.4、+0.5元/户/月。中国联通2020Q2移动ARPU为41.8元/户/月，环比2020Q1提升1.8元/户/月。
- 我们预计ARPU值企稳的原因：一是户均流量DOU增长的同时资费降幅得到控制；二是5G商用，5G套餐用户快速增长，中国移动5G ARPU值较迁转前提升约5.9%，中国电信5G ARPU值达80.6元/户/月；三是低价值客户被清理（如中国联通2020H1移动用户3.1亿户，同比减少4.6%）。

图12：三大运营商移动用户ARPU（元/户/月）



## 1.2.2 移动用户ARPU值企稳，有望触底回升（2/2）

■ 4G用户ARPU值与移动用户整体ARPU趋势相似，也呈现企稳迹象。

- 2020H1，中国移动、中国联通4G用户ARPU分别为58.6、42.9元/户/月，较2019年底分别+2.2、-1.6元/户/月。
- DOU保持增长，同时资费降幅得到控制，是4G用户ARPU值企稳的主因。

图13：三大运营商4G用户ARPU（元/户/月）

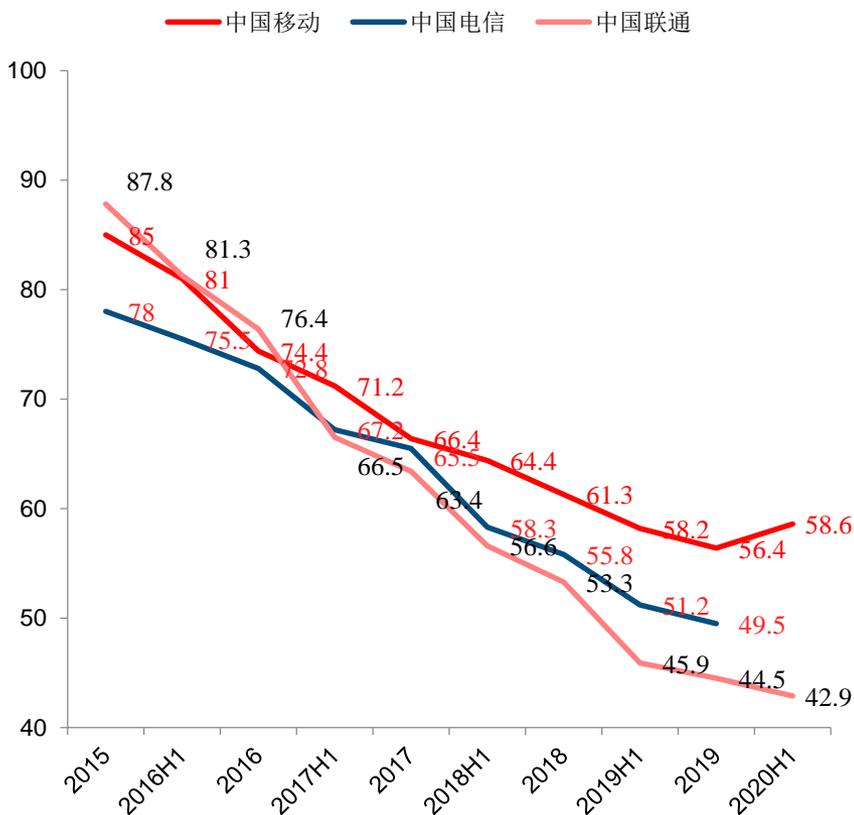
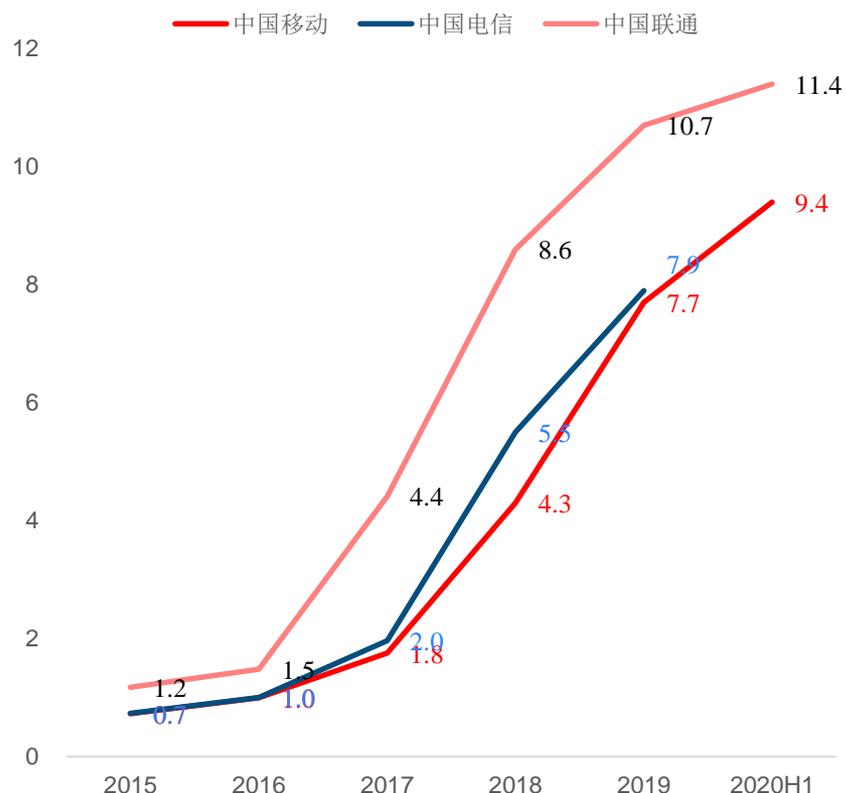


图14：三大运营商4G DOU（GB/户/月）



## 1.2.3 5G用户快速增长，运营商5G套餐价格接近，竞争趋于理性

- 自2019年末5G商用以来，5G用户数快速提升。截至2020年7月末，中国移动与中国电信5G套餐用户分别为8406万户、4927万户，渗透率分别为8.88%、14.21%。
- 从运营商披露数据来看，中国移动5G ARPU较迁转前提升约5.9%，中国电信5G ARPU值达80.6元/户/月。
- 从5G套餐价格来看，中国移动、中国电信、中国联通针对个人用户最低资费分别为128/129/129元，三者基本保持一致（套餐包含内容也相近，移动略贵）。

图15：中国移动、中国电信5G用户数（百万）及渗透率

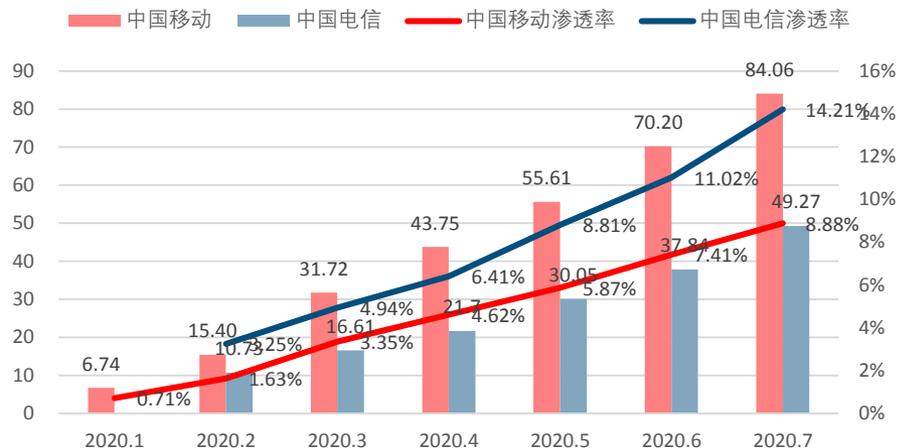


表1：三大运营商5G套餐价格(2020年8月)

	5G智享套餐卡(个人版)	套餐内包含			套餐外	
		月费(元)	流量(GB)	语音(分钟)		
中国移动		128	30	200		
		158	40	300	流量：超出后5元/GB，满	
		198	60	500	15元后按照3元/GB进行收	
		238	80	600	费 优惠：语音：0.19元/分	
		298	100	800	钟；	
		398	150	1200	可办2张副卡，10元/张/月	
		598	300	3000		
		5G智享套餐卡(家庭版)	套餐内包含			
			月费(元)	流量(GB)	语音(分钟)	宽带(M)
			169	30	500	100
		269	60	1000	200	
		369	100	1500	300	
		569	150	2000	500	
		869	300	3000	1000	

	中国联通	套餐内			套餐外包含
		月费(元)	流量(GB)	语音(分钟)	
		129	30	500	
		159	40	700	国内流量3元/GB；
		199	60	1000	国内语音0.15元/分钟，短信彩信
		239	80	1000	0.1元/条；
		299	100	1500	可办2张副卡，10元/张/月 优惠
		399	150	2000	活动：以当地营业厅活动为准，
		599	300	3000	无统一优惠
	中国电信	套餐内			套餐外
		月费(元)	流量(GB)	语音(分钟)	
		129	30	500	
		169	40	800	流量3元/GB；
		199	60	1000	语音0.15/分钟；
		239	80	1000	短信0.1元/条；
		299	100	1500	语音加装包：10元/100分钟可办
	399	150	2000	副卡2张：10元/张 优惠活动：	
	599	300	3000	专属界面订购，首年月租8折	

## 1.3 固网宽带业务：保持稳定增长，中国移动后来居上（1/2）

- 2020H1，中国移动、中国电信、中国联通分别实现固定宽带业务收入363.68亿元（同比+10.6%）、353.14亿元（同比+0.5%）、218.74亿元（同比+5.9%），三者合计935.56亿元（同比+5.5%）。
- 中国移动自2016年起持续发力固网宽带业务，2020H1，中国移动固网宽带市场份额已达到39%，跃居国内第一位。

图16：三大运营商固网业务收入

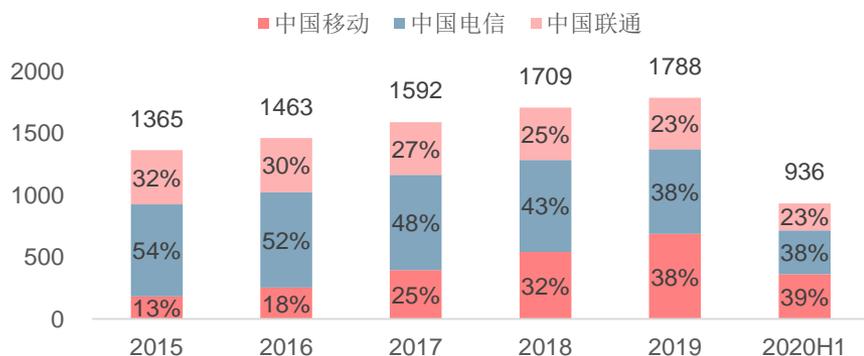


图17：三大运营商固网业务收入增速

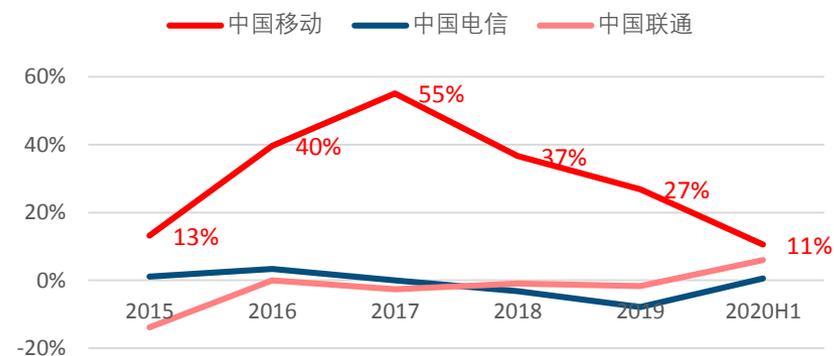
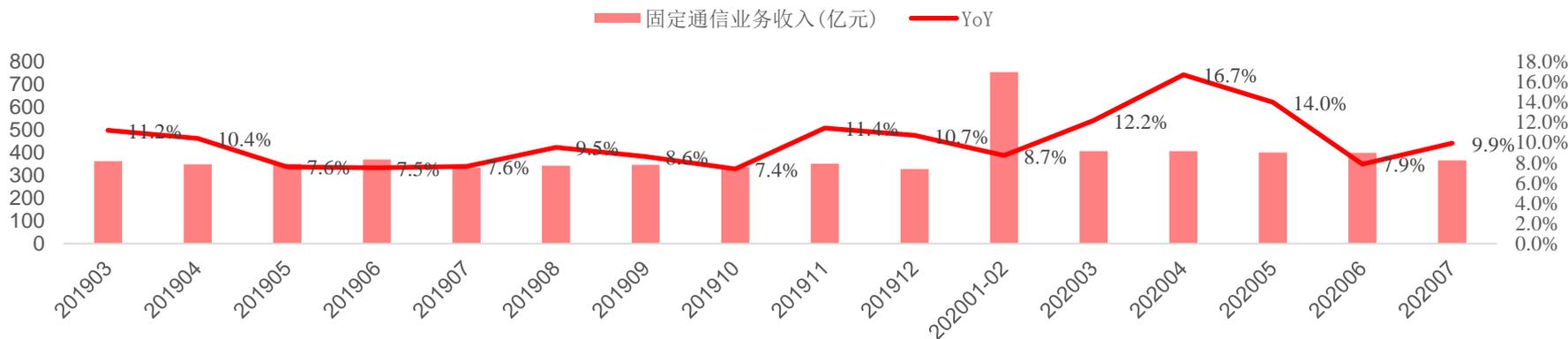


图18：国内运营商固定通信业务收入情况



## 1.3 固网宽带业务：保持稳定增长，中国移动后来居上（2/2）

- 截至2020年7月末，三大运营商固网宽带用户数合计值达4.40亿户，其中中国移动、中国电信、中国联通固网宽带用户份额分别为45%、35%、20%。2020H1，中国移动、中国电信、中国联通固网宽带ARPU值分别为31.7、38.3、43.0元/户/月，分别较2019年底-1.1、+0.2、+1.4元/户/月。
- 根据工信部数据，截至7月底，国内宽带用户中光纤接入用户占比93.4%。随着千兆宽带服务推广加快，1000Mbps及以上接入速率的固定宽带用户数达307万户，比上年末（87万户）净增220万户。

图19：三大运营商固网宽带用户数（亿户）

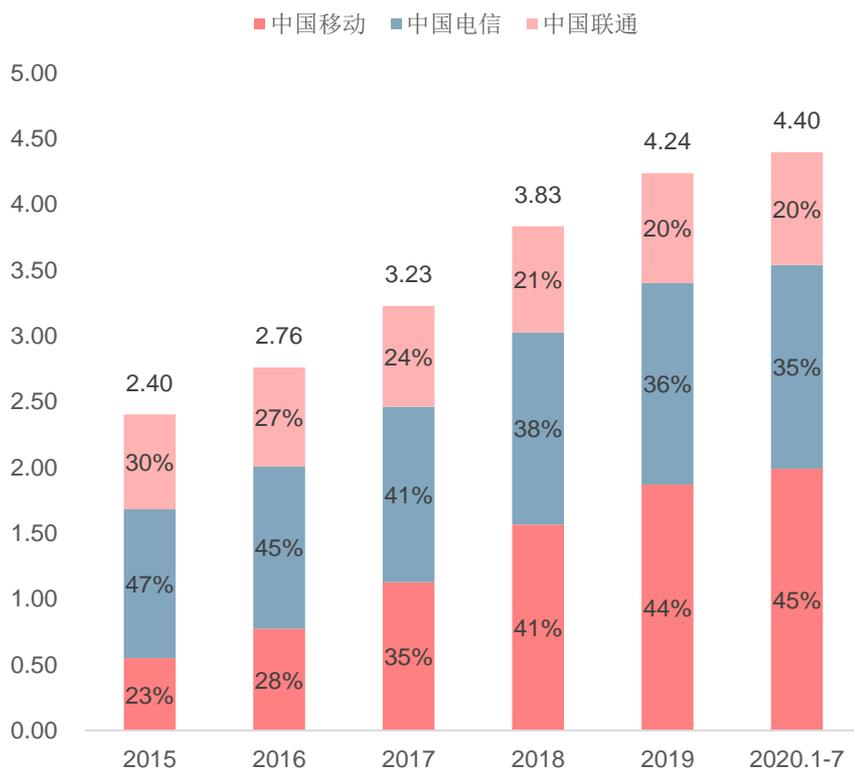
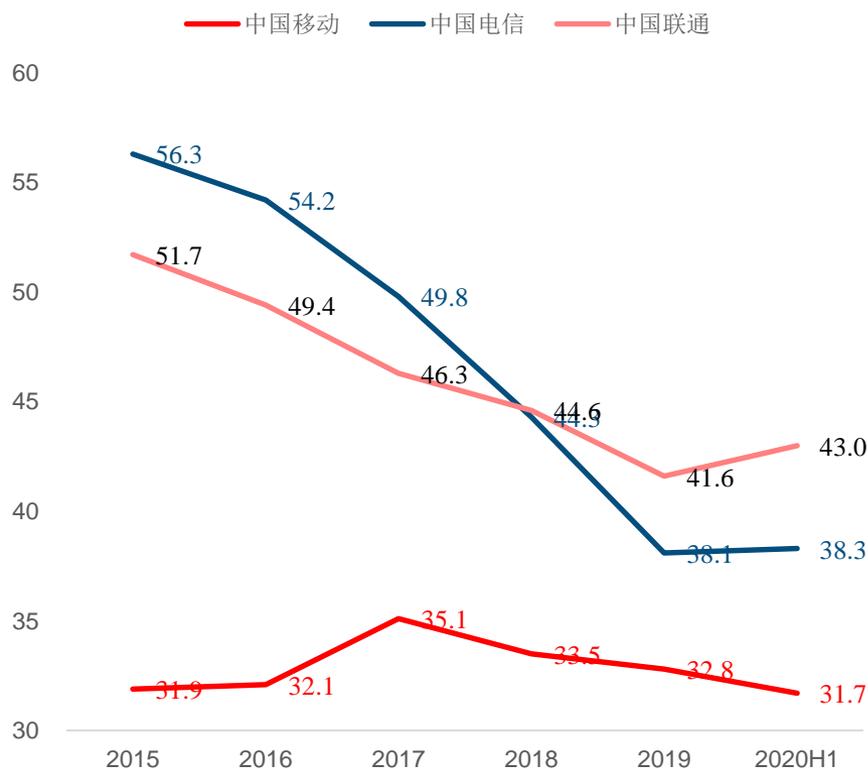


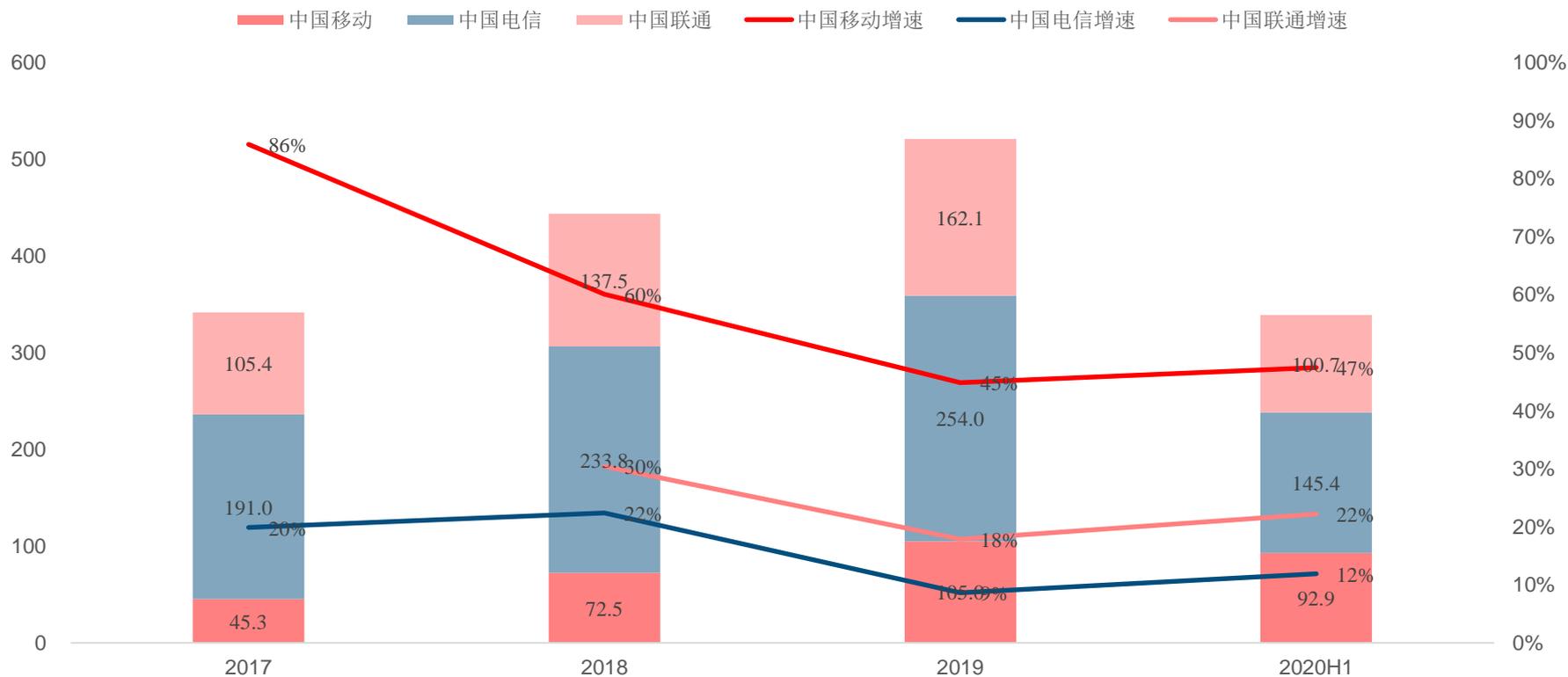
图20：三大运营商固网宽带ARPU值（元/户/月）



## 1.4 IDC业务：营收规模快速增长，中国移动奋起直追

- 三大运营商积极拓展IDC业务。2019年，中国移动、中国电信、中国联通IDC收入分别为105.0亿元、254.0亿元、162.1亿元，分别同比增长45%、9%、18%，IDC机柜数分别为31万个（预估）、38万个（2020.6）、23.4万个（2020年预计到27.7万个）。
- 2020H1，中国移动、中国电信、中国联通IDC收入分别为92.9亿元、145.4亿元、100.7亿元，分别同比增长47%、12%、22%。
- 从市场份额来看，中国移动与中国电信、中国联通的差距正快速缩小。

图21：三大运营IDC业务收入及增速



## 1.5 物联网业务：收入、用户数增速有所放缓

- 2019年，中国移动、中国电信、中国联通物联网收入分别为88.5亿元、18.7亿元、30.4亿元，分别同比增64%、14%、22%。
- 2020H1，中国移动物联网业务收入增速出现下滑（同比-4%），中国电信同比增长55%，中国联通同比增长16%。
- 根据工信部数据，截至2020年6月，三大运营商蜂窝物联网用户数累计达到11.06亿户，同比增长32.7%，比上年末净增7812万户，其中应用于智能制造、智慧交通、智慧公共事业的终端用户占比分别达21.1%、18.2%、21.4%。

图22：三大运营物联网收入（亿元）及增速

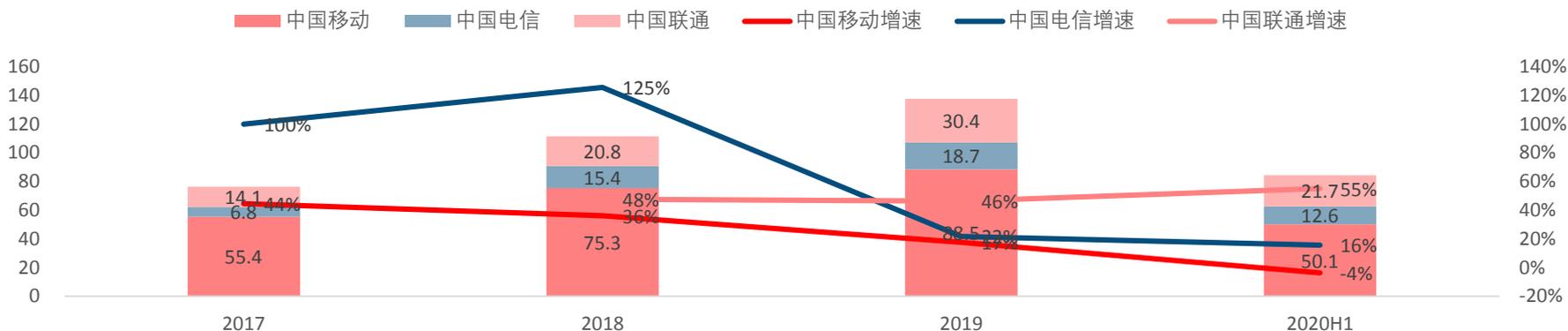


图23：三大运营商蜂窝物联网连接数（工信部口径）

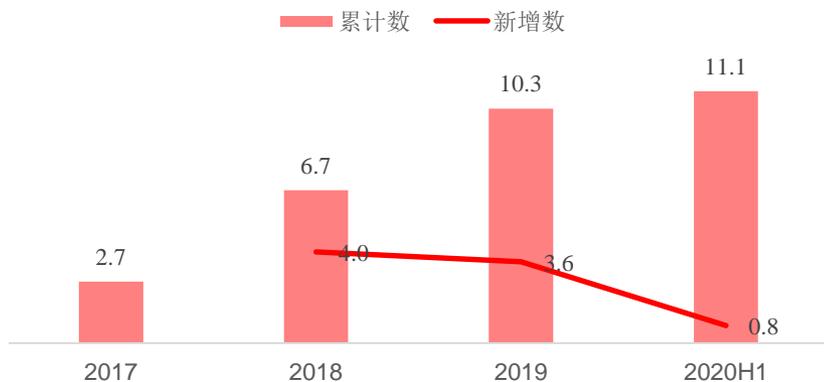
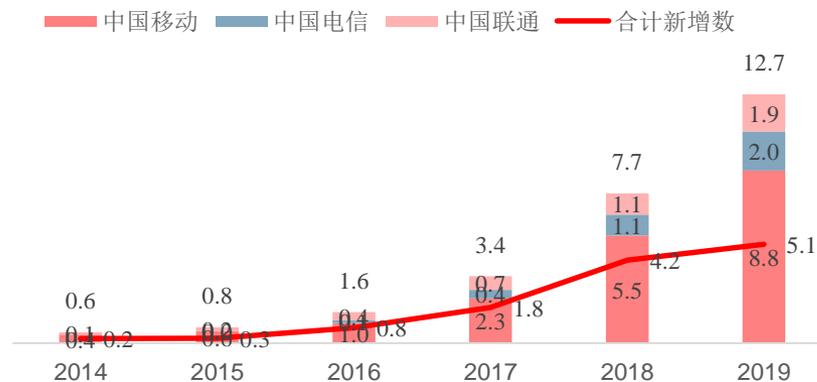


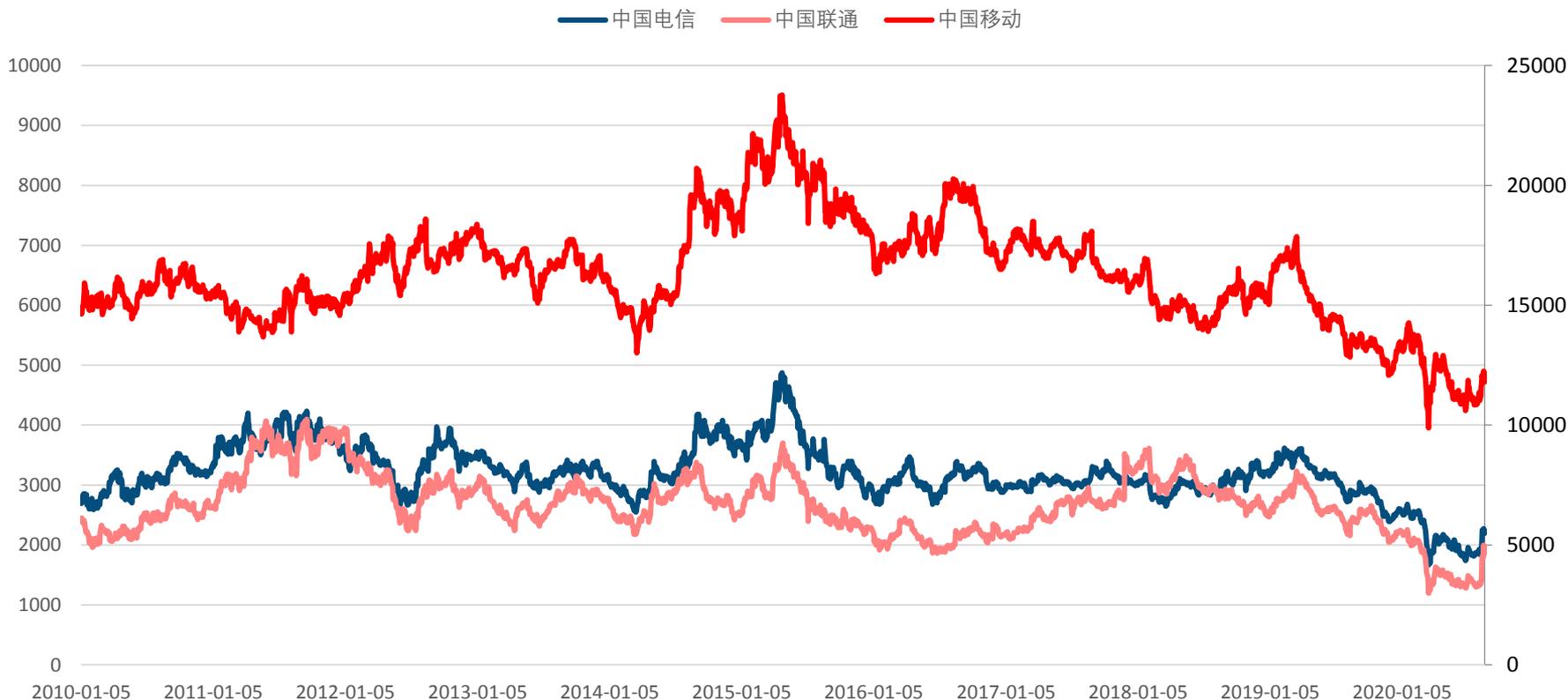
图24：三大运营商蜂窝物联网连接数（运营商公告口径）



## 1.6 市值：2019年以来呈下降态势，中国电信降幅最大

- 2019年来，三大运营商市值均呈现下降趋势，截至2020年9月20日，中国移动、中国电信、中国联通市值分别为10739、2031、1753亿港元，较2019年初普遍下跌30%左右，其中中国电信降幅最大。
- 8月份中报公布之后，三大运营商股价明显上涨，中国联通表现亮眼，最高涨幅达到47%，近期有所回调。

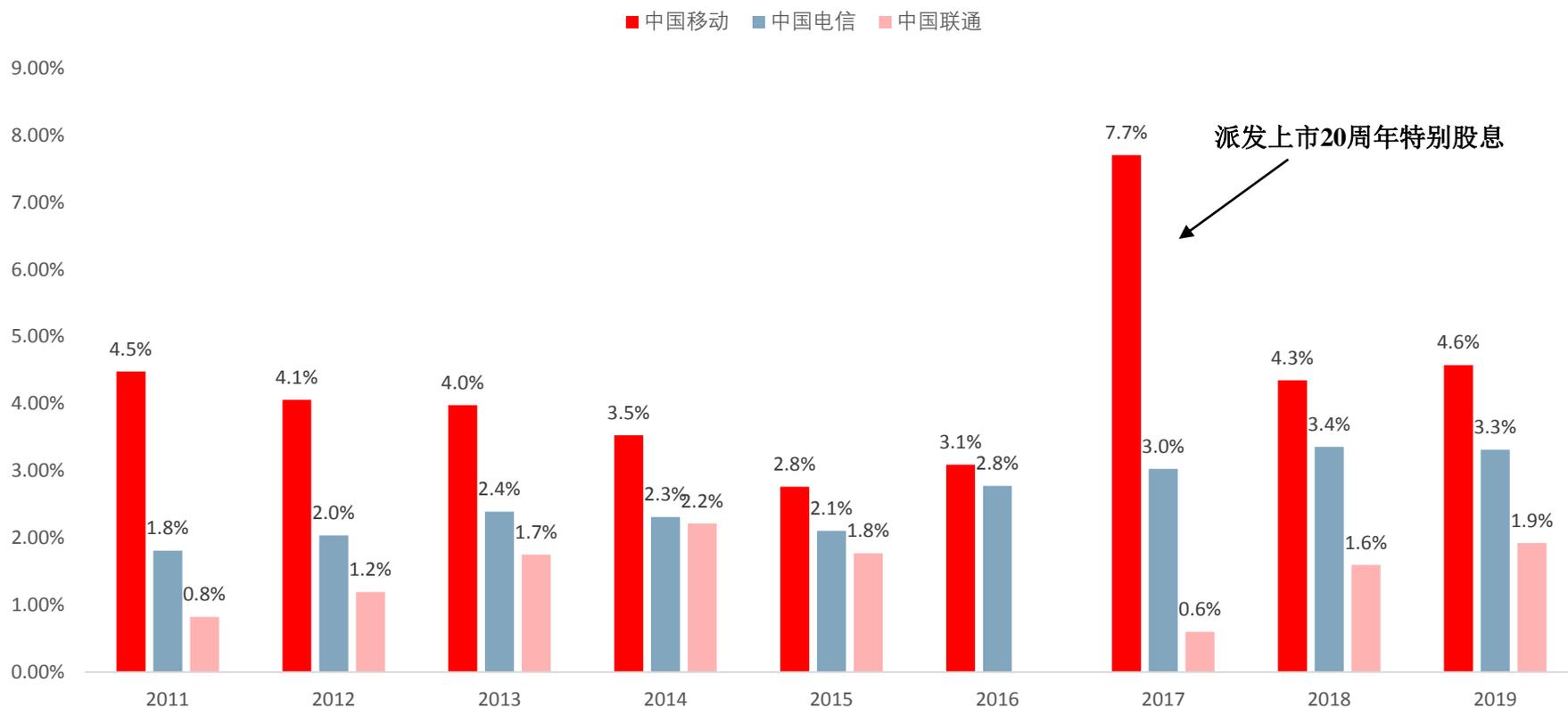
图25：三大运营商市值（均为港股市值，单位：亿港币，截至2020年8月21日，中国移动为右轴）



## 1.7 股息率：2017年来呈上升趋势，中国移动最高

- 2019年，中国移动、中国电信、中国联通的平均股息率（基于年度平均股价计算）约为4.6%、3.3%、1.9%。
- 近三年，中国移动、中国电信股息率保持稳定，中国联通股息率快速上升，主要原因是净利润提升明显。

图26：三大运营商股息率



## 第二章

### 三大电信运营商经营情况分析

---

## 2.1.1 中国移动：收入回升，利润增速向好，新业务收入占比持续提升

- 2019年中国移动实现营收7459亿元，同比增长1.2%，实现归母净利润1066亿元，同比减少9.5%（若剔除新租赁准则影响及2018年铁塔上市一次性收益，2019年净利润同比下降7.0%）。
- 2020H1中国移动实现营收3899亿元，同比增长0.1%，实现归母净利润558亿元，同比减少0.5%。
- 战略转型成效初现，应用及信息服务收入占比持续提升。2010H1公司应用及信息服务（主要包含IDC/ICT/云计算等新兴业务）收入达到477亿元，占通信服务收入比达13.3%，同比提升3.2pct，较2016年提升4.9pct；2020H1公司无线上网类业务收入达到2081亿元，占通信服务收入如比达58.1%，同比提升2.1pct。

图27：中国移动营收及归母净利润情况（亿元）

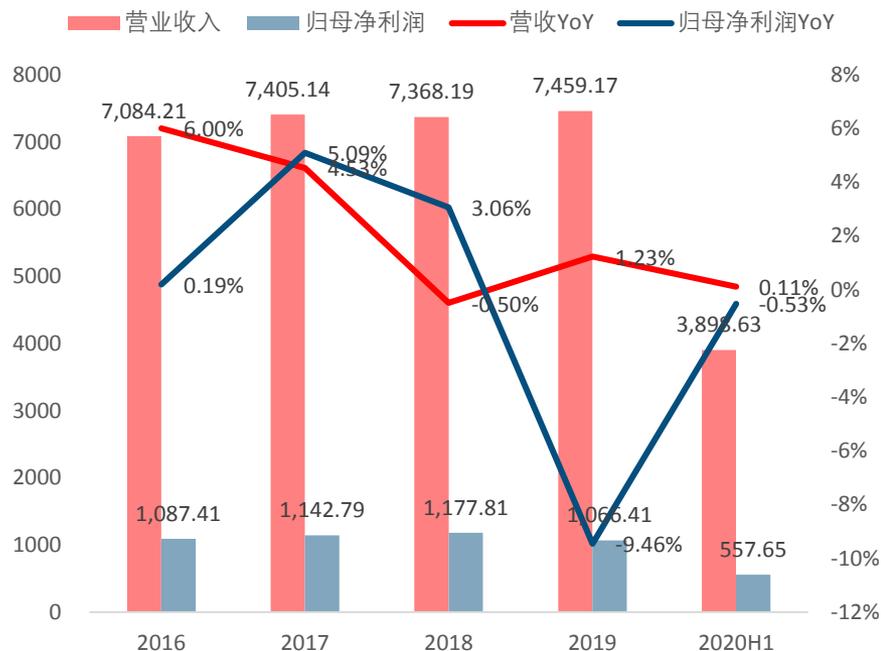
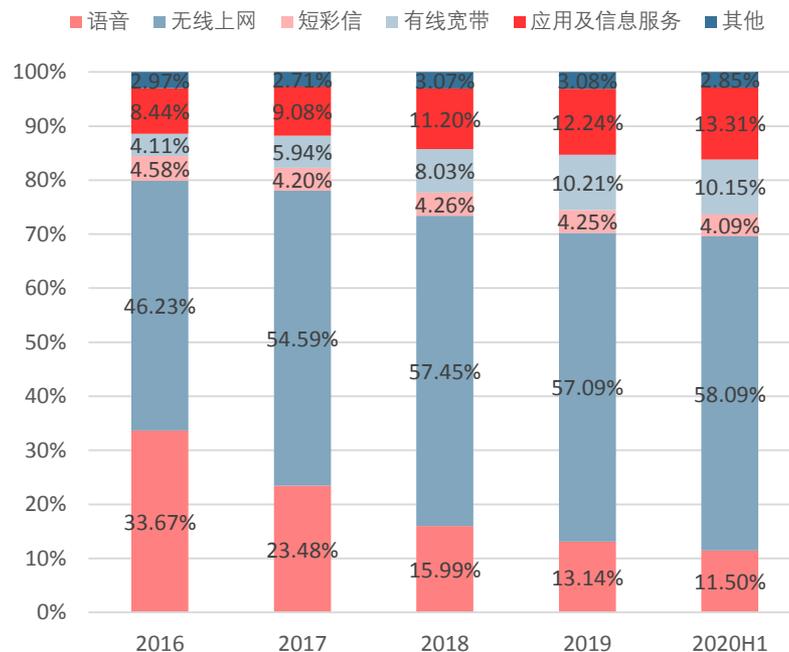


图28：中国移动各项收入占营收比



## 2.1.2 营运支出保持稳定，ARPU值企稳回升

- 营运支出保持稳定，网络运营支撑成本增加，销售费用及销售产品成本降低。2019年公司营运支出6328亿元，占营收比为84.8%、2020H1公司营运支出为3307亿元，占营收比为84.7%。从细分项目来看，2020H1网络运营支出1088亿元，同比增长10.9%，主要原因是：1) 5G网络、数据中心等规模扩大，电费增长近30亿元；2) 5G建设等，网络支撑相关成本增加73亿元。2020H1销售产品成本为314亿元，同比下降20.6%，主要原因是受疫情影响，线下销售活动无法开展，手机销量下降。
- ARPU值方面，2020H1，公司4G ARPU值与移动ARPU值分别为58.6、50.3元/月/户，较2019年底提升2.2、1.2元/月/户，主要受益于5G商用、DOU增幅大于流量资费降幅。
- 注：2020H1 DOU为8.6GB/户/月，较2019年末增长28.36%；流量单价4.9元/GB，较2019年末下降13.26%。2020H1 5G ARPU值较迁转前提升约5.9%。

图29：中国移动各项支出占营收比

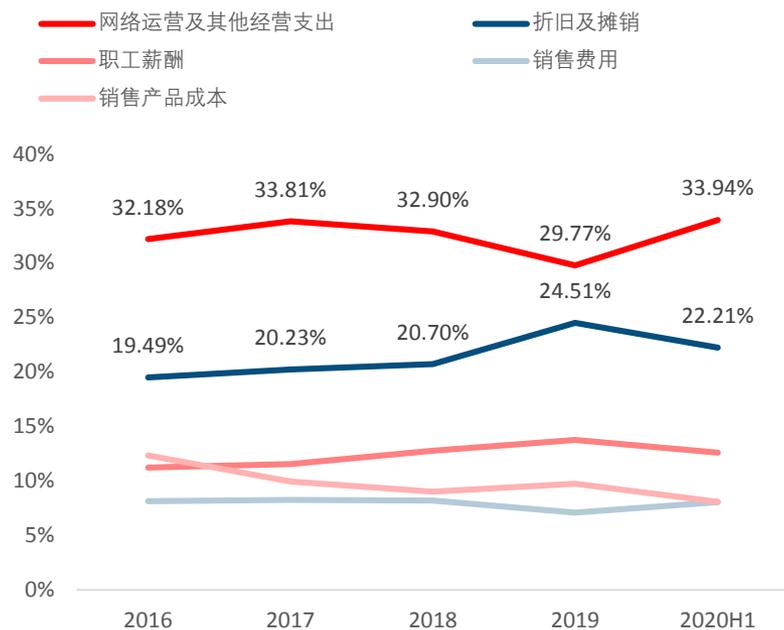
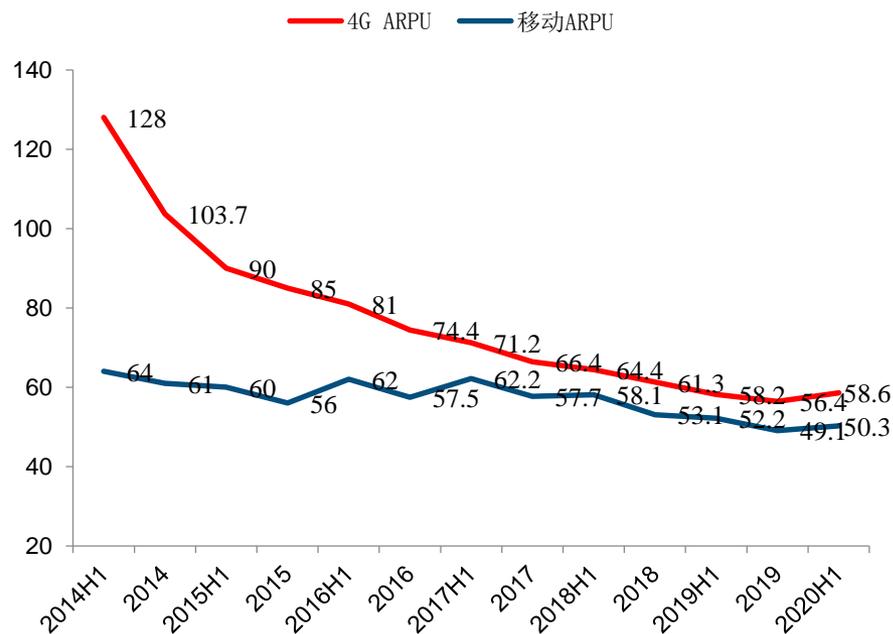


图30：中国移动ARPU值情况（元/月/户）



## 2.1.3 中国移动ARPU预计将企稳向好

表2：中国移动客户数与ARPU预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动业务客户数（百万户）		887.00	925.00	950.00	956.00	961.00	963.00
移动业务ARPU（元/月）		57.70	53.10	49.10	48.80	51.50	52.11
	YoY	0.35%	-7.97%	-7.53%	-0.61%	5.53%	1.19%
语音单价（元/分钟）		*	*	*	*	*	*
	YoY	-21.91%	-25.55%	-10.45%	-9.08%	-5.51%	-3.59%
MOU（平均每月每用户通话分钟数）		*	*	*	*	*	*
	YoY	-10.29%	-12.57%	-10.31%	-12.89%	-6.00%	-8.09%
语音ARPU		14.25	9.27	7.45	5.90	5.24	4.64
流量单价（元/MB）		*	*	*	*	*	*
	YoY	-42.00%	-61.90%	-49.32%	-21.43%	-28.18%	-34.49%
DOU（平均每月每用户手机上网流量MB）		*	*	*	*	*	*
	YoY	100.72%	163.50%	86.11%	31.18%	50.00%	55.56%
流量ARPU		40.57	40.73	38.42	39.60	42.66	43.47
其它ARPU		2.88	3.09	3.23	3.30	3.60	4.00

## 2.1.4 中国移动各业务收入预测

表3：中国移动各业务收入预测（亿元）

名称	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
语音	1569.18	1080.83	886.24	760.83	640.13	570.09
YoY	-25.26%	-31.12%	-18.00%	-14.15%	-15.86%	-10.94%
数据业务	4933.50	5420.83	5650.25	6012.42	6245.18	6430.83
YoY	24.92%	9.88%	4.23%	6.41%	3.87%	2.97%
其中：无线上网	3650.20	3832.97	3849.99	4062.76	4163.44	4201.02
YoY	26.61%	5.01%	0.44%	5.53%	2.48%	0.90%
短彩信	280.58	288.00	286.48	263.56	260.93	260.93
YoY	-1.74%	2.64%	-0.53%	-8.00%	-1.00%	0.00%
有线宽带	397.31	542.85	688.35	761.62	803.88	829.92
YoY	55.09%	36.63%	26.80%	10.64%	5.55%	3.24%
应用及信息服务	605.42	757.01	825.43	924.48	1016.93	1138.96
YoY	15.38%	25.04%	9.04%	12.00%	10.00%	12.00%
其它通信服务收入	180.83	207.41	207.43	208.47	218.89	236.40
YoY	-2.44%	14.70%	0.01%	0.50%	5.00%	8.00%
通信产品销售收入（终端等）	721.63	659.12	715.25	672.34	705.95	741.25
YoY	-15.10%	-8.66%	8.52%	-6.00%	5.00%	5.00%

## 2.1.5 中国移动盈利预测

表4：中国移动利润表

	亿元	历史数据			预测数据		
		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入		7405.14	7368.19	7459.17	7654.05	7810.15	7978.57
	增长率	4.5%	-0.5%	1.2%	2.6%	2.0%	2.2%
电路租费		463.36	474.7				
	占比营业收入	6.3%	6.4%	0.0%			
网间结算成本		217.62	206.92				
	占比营业收入	2.9%	2.8%	0.0%			
网络运营及支撑成本			2000.07	1758.1	1920	1980	2050
	占比营业收入		27.1%	23.6%	25.1%	25.4%	25.7%
折旧与摊销		1497.8	1541.54	1828.18	1,880.00	1,930.00	1,960.00
	占比营业收入	20.2%	20.9%	24.5%	24.6%	24.7%	24.6%
职工薪酬及相关成本		855.13	939.39	1025.18	1,080.00	1,090.00	1,100.00
	占比营业收入	11.5%	12.7%	13.7%	14.1%	14.0%	13.8%
销售费用		610.86	603.26	528.13	495.00	510.00	520.00
	占比营业收入	8.2%	8.2%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
产品销售成本		736.68	662.31	725.65	650.00	660.00	670.00
	占比营业收入	9.9%	9.0%	9.7%	8.5%	8.5%	8.4%
其他支出-经营		1822.43	407.75	462.44	470.00	470.00	480.00
	占比营业收入	24.6%	5.5%	6.2%	6.1%	6.0%	6.0%
营业支出		6,203.88	6,154.32	6,327.68	6,495.00	6,640.00	6,780.00
营业利润		1,201.26	1,213.87	1,131.49	1,159.05	1,170.15	1,198.57
除税前溢利		1481.37	1538.95	1421.33	1443.35	1471.08	1511.44
所得税		337.23	359.44	353.42	360.84	367.77	377.86
	实际税率	22.8%	23.4%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)		1144.14	1179.51	1067.91	1082.51	1103.31	1133.58
	增长率	5.1%	3.1%	-9.5%	1.4%	1.9%	2.7%
	净利率	15.5%	16.0%	14.3%	14.1%	14.1%	14.2%
净利润(不含少数股东权益)		1142.79	1177.81	1066.41	1080.91	1101.51	1131.58
	增长率	5.1%	3.1%	-9.5%	1.4%	1.9%	2.7%
少数股东损益		1.35	1.7	1.5	1.6	1.8	2
息税折旧摊销前利润		2704.21	2755.41	2959.67	3039.05	3100.15	3158.57
发行在外的股份(亿股)		204.75	204.75	204.75	204.75	204.75	204.75
EPS		5.58	5.75	5.21	5.28	5.38	5.53
PE		12.71	11.09	10.90	8.68	8.51	8.29
净资产(不含少数股东权益)		9856.36	10524.05	11037.73	11699.99	12284.99	12714.97
		0.7%	6.8%	4.9%	6.0%	5.0%	3.5%
每股净资产		48.14	51.40	53.91	57.14	60.00	62.10
PB		1.38	1.26	1.09	0.74	0.70	0.69

## 2.2.1 中国电信：营收及利润增速转正，数据业务收入占比提升

- 2019年中国电信实现营收3757亿元，同比增长-0.4%，实现归母净利润205亿元，同比增长-3.3%。
- 2020H1公司实现营收1938亿元，同比增长1.74%，实现归母净利润139亿元，同比增长0.3%。
- 从公司业务构成来看，公司数据类业务收入占比持续上升，语音业务占比下降。2020H1，公司移动语音业务收入占比6.7%（-1.04pct），固网语音收入占比4.42%（-0.73pct）；移动数据业务收入占比41.57%（+1.07pct），固网数据收入占比46.03%（+0.77pct）（注：均为占服务收入比重）。

图31：中国电信营收及归母净利润（亿元）

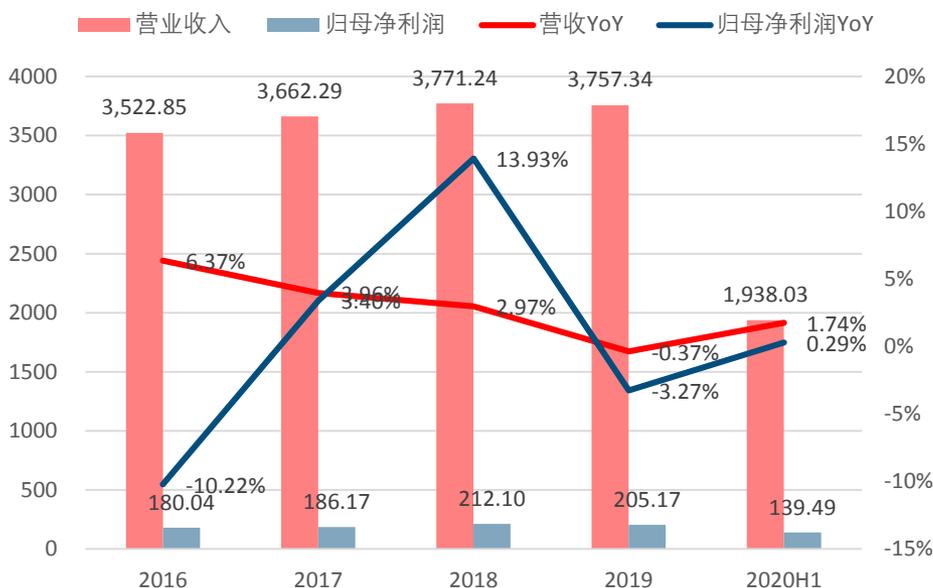


图32：中国电信业务收入构成



## 2.2.2 营运支出小幅增长，ARPU值降幅收窄

- 2020H1，公司营运支出1705.4亿元，同比增长2.51%，占营业收入比为90.21%，同比上升0.68pct，其中网络营运支出577.0亿元，同比上升13.62%；折旧及摊销支出441.8亿元，同比增长1.9%。
- ARPU值方面，2020H1，公司移动ARPU值分别为44.4元/月/户，较2019年底下降1.4元/月/户，降幅收窄。随着5G商用推进，公司ARPU值有望进一步企稳（公司5G用户ARPU值为80.6元，4G用户升级5G，ARPU值提升约10%）。
- 注：2020H1公司DOU为7.6GB/户/月，较2019年末增长16.7%；流量单价4.2元/GB，较2019年末下降15.3%。

图33：中国电信各项支出占营收比

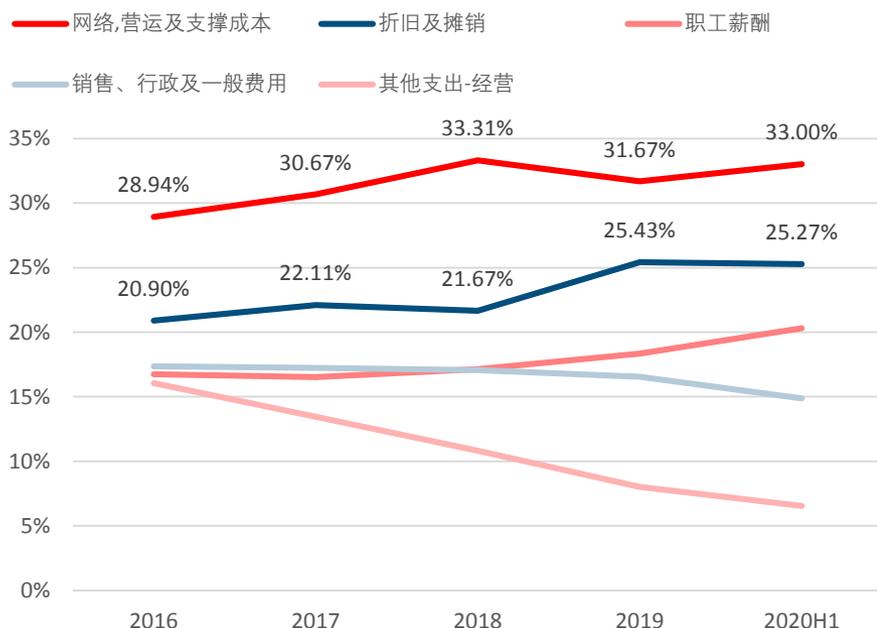
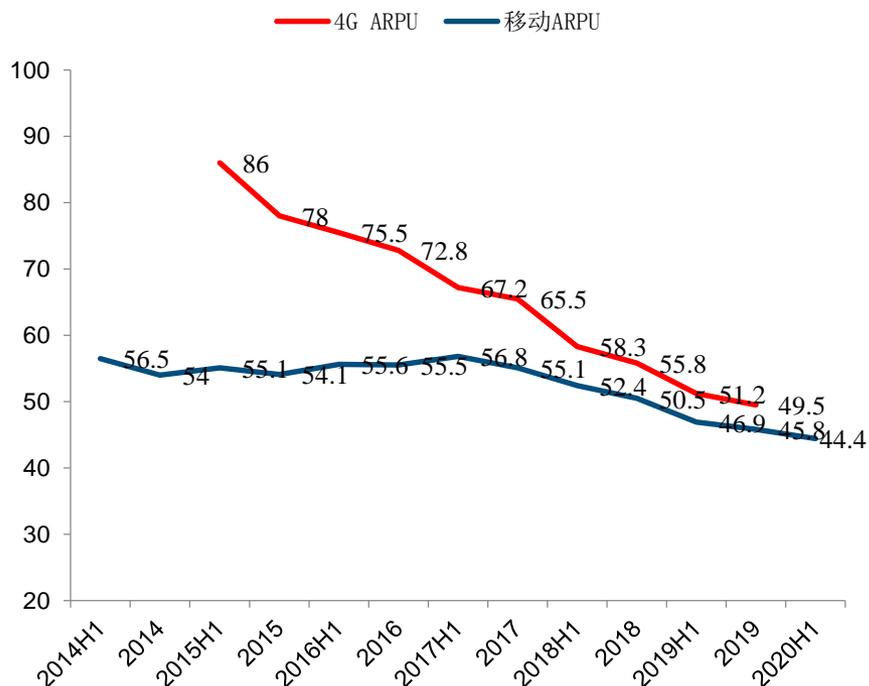


图34：中国电信ARPU值情况（元/月/户）



## 2.2.3 中国电信各业务收入预测

表5：中国电信各业务收入预测（百万元）

名称	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
语音	61,678.00	50,811.00	45,146.00	39,490.79	34,939.58	31,242.06
YoY	-12.04%	-17.62%	-11.15%	-12.53%	-11.52%	-10.58%
互联网	172,554.00	190,871.00	197,244.00	207,928.94	220,180.12	236,237.77
YoY	14.73%	10.62%	3.34%	5.42%	5.89%	7.29%
其中：无线上网	92,961.00	111,218.00	123,203.00	133,059.24	145,034.57	160,988.37
YoY	31.52%	19.64%	10.78%	8.00%	9.00%	11.00%
有线宽带	76,744.00	74,262.00	68,413.00	68,960.30	69,236.15	69,340.00
YoY	-0.03%	-3.23%	-7.88%	0.80%	0.40%	0.15%
应用及信息服务	73,044.00	83,478.00	87,623.00	92,059.37	98,594.36	107,680.05
YoY	9.29%	14.28%	4.97%	5.06%	7.10%	9.22%
通信网络资源服务及网络设施出租	19,125.00	20,211.00	21,978.00	23,406.57	24,459.87	25,193.66
YoY	7.61%	5.68%	8.74%	6.50%	4.50%	3.00%
其它（含终端销售等）	39,828.00	31,753.00	23,743.00	21,652.75	21,752.17	22,544.81
YoY	-15.53%	-20.27%	-25.23%	-8.80%	0.46%	3.64%

## 2.2.4 中国电信盈利预测

表6: 中国电信利润表

报告期	亿元	历史数据			预测数据		
		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
报表类型		年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	预测 合并报表	预测 合并报表	预测 合并报表
营业收入		3,662	3,771	3,757	3,845	3,999	4,229
	增长率	4.0%	3.0%	-0.4%	2.3%	4.0%	5.7%
扣除移动终端销售的经营收入							
服务收入							
折旧及摊销		-750	-755	-881	-900	-970	-1,030
	占比营业收入	-20.5%	-20.0%	-23.5%	-23.4%	-24.3%	-24.4%
网络, 营运及支撑成本		-1,040	-1,161	-1,098	-1,230	-1,270	-1,320
	占比营业收入	-28.4%	-30.8%	-29.2%	-32.0%	-31.8%	-31.2%
销售、行政及一般费用		-584	-594	-574	-530	-550	-575
	占比营业收入	-16.0%	-15.8%	-15.3%	-13.8%	-13.8%	-13.6%
职工薪酬		-560	-597	-636	-655	-680	-735
	占比营业收入	-15.3%	-15.8%	-16.9%	-17.0%	-17.0%	-17.4%
其他支出-经营		-456	-377	-278	-220	-210	-230
	占比营业收入	-12.5%	-10.0%	-7.4%	-5.7%	-5.3%	-5.4%
物业, 厂房及设备减值损失							
营业支出		-3,390	-3,484	-3,467	-3,535	-3,680	-3,890
营业利润		272	287	291	310	319	339
物业, 厂房及设备重估减值							
铁塔资产处置收益							
财务成本及其他							
财务收入/(费用)净额		-33	-27	-36	-30	-26	-23
投资收益及应占联营公司的收益		10	21	16	1	1	1
除税前溢利		250	281	270	281	294	317
所得税		-62	-68	-63	-70	-74	-79
	实际税率	24.8%	24.2%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)		188	213	207	211	221	238
净利润(不含少数股东权益)		186	212	205	210	220	237
	增长率	3.4%	13.9%	-3.3%	2.4%	4.6%	7.8%
少数股东损益		1	1	2	1	1	1
息税折旧摊销前利润		1022	1042	1172	1,211	1,290	1,370
发行在外的股份(亿股)		809.32	809.32	809.32	809.32	809.32	809.32
EPS		0.23	0.26	0.25	0.26	0.27	0.29
PE		13.52	13.37	11.34	8.44	8.07	7.49
净资产(不含少数股东权益)		3258.67	3430.69	3525.1	3648.48	3812.66	3888.91
PB		0.77	0.83	0.66	0.46	0.43	0.43

## 2.3.1 中国联通：利润低基数、增速快于行业，产业互联网业务发展良好

- 2019年中国联通实现营收2905亿元，同比增长-0.12%，实现归母净利润113亿元，同比增长11.11%。
- 2020H1公司实现营收1504亿元，同比增长3.75%，实现归母净利润76亿元，同比增长10.06%。
- 传统业务收入占比下降，产业互联网业务迅速突破。从业务构成看，2020H1公司传统的语音及数据类业务收入占比持续下降，公司其他业务（含产业互联网）收入增长迅速。2020H1，公司产业互联网业务收入226.7亿元，同比增长35.6%，占主营业务收入比达16%，同比提升3pct。其中IT服务、物联网、云计算、大数据收入分别达到75.5亿元、21.7亿元、20.0亿元、8.9亿元，同比增长38.6%、54.8%、81.6%、67.4%。此外，公司IDC收入达100.7亿元，同比增长22.2%，公司全国IDC机房共有551处局所，预期2020年机架数达到27.7万，同比增长18%，其中新增机架数一线城市占比大于50%。公司IDC业务主要客户包括腾讯、阿里巴巴、百度、京东等公司。公司采用集约运营方式，规模效益显著，成本较第三方IDC公司更低。

图35：中国联通营收及归母净利润（亿元）

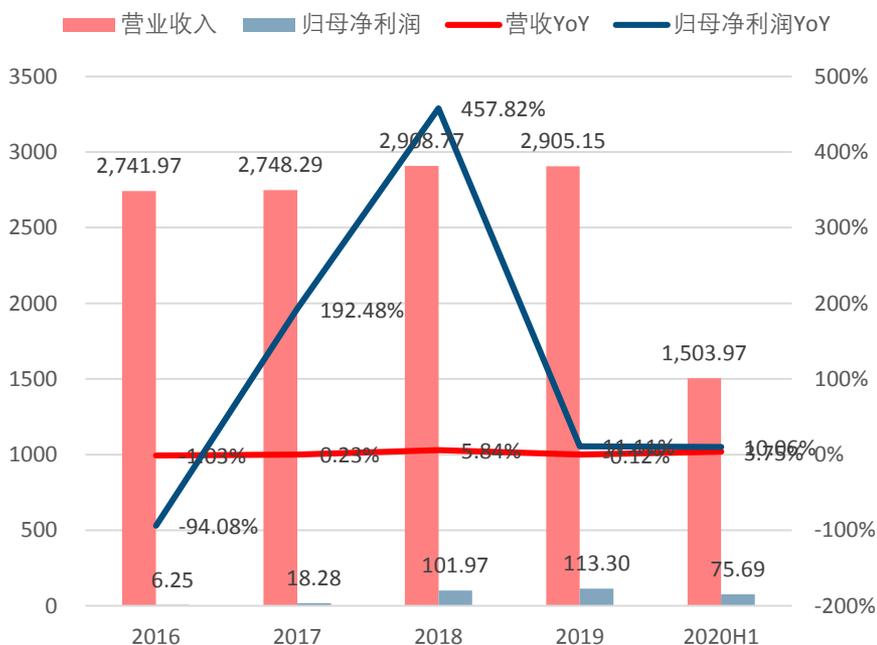
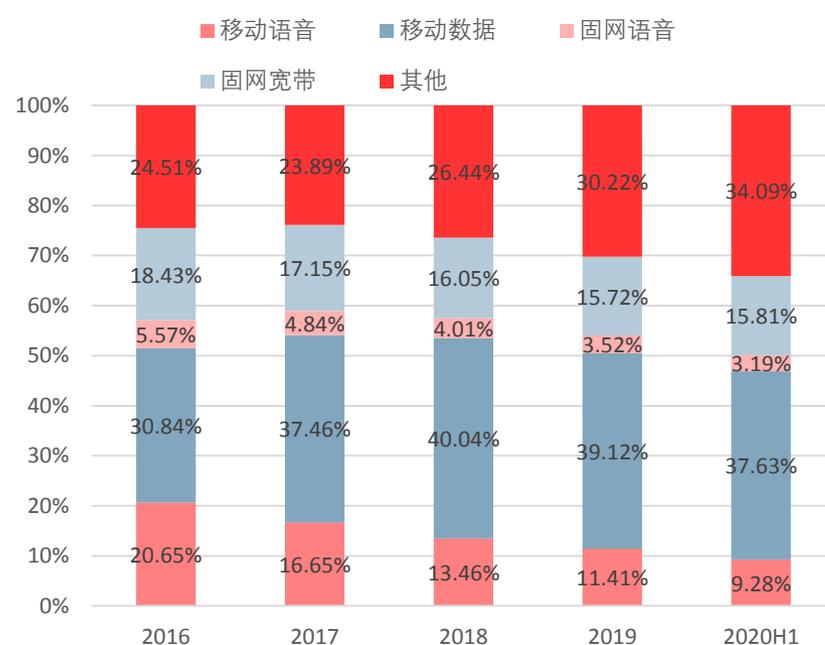


图36：中国联通各项收入构成



## 2.3.2 公司ARPU值2020 Q1起触底回升

- 2020H1，公司营运支出1422.6亿元，同比增长3.66%，占营业收入比为94.6%，同比下降0.1pct。其中网络营运支出469.6亿元，同比上升16.2%；折旧及摊销支出413.1亿元，同比增长1.2%。
- 2020H1，公司移动业务ARPU值40.9元，改变下滑趋势，同比提升0.1元，4G用户ARPU值42.9元，同比下降6.54%。单季度来看，2020Q2移动ARPU值41.8元，同比提升4.2%，环比提升4.5%。我们认为公司移动用户ARPU提升与5G套餐用户数增加有关，5G用户ARPU值较4G提升约10%，此外还与公司低价值用户减少有关（2020上半年公司移动用户3.1亿户，同比减少4.6%）。
- 注：2020H1公司DOU为9.4GB/户/月，较2019年末增长17.2%；流量单价3.0元/GB，较2019年末下降11.7%。

图37：中国联通各项支出占比

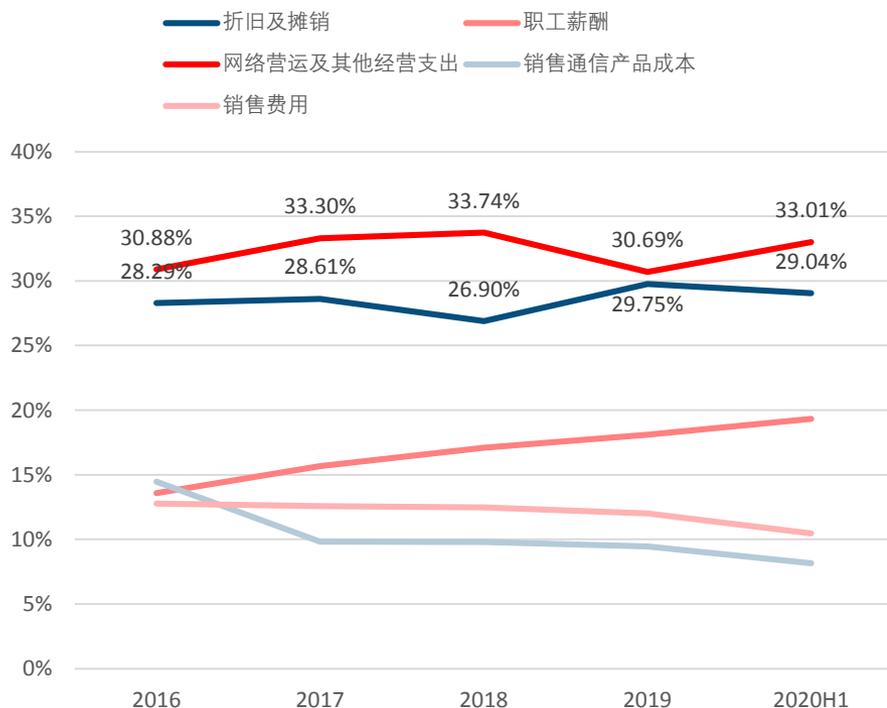
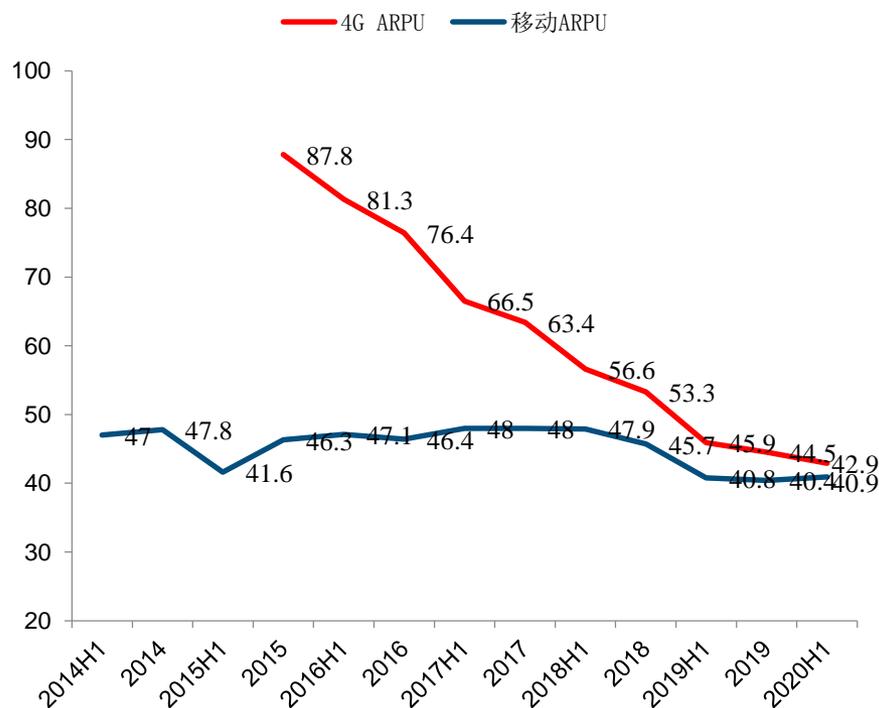


图38：中国联通ARPU值情况（元/月/户）



## 2.3.3 中国联通ARPU预计将企稳向好

表7：中国联通客户数与ARPU预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动业务客户数（百万户）	284.16	315.04	318.475	315	322.5	325
移动业务ARPU（元/月）	48	45.7	40.4	40.47	41.19	41.31
YoY		-4.79%	-11.60%	0.17%	1.79%	0.29%
语音单价（元/分钟）	*	*	*	*	*	*
YoY		-12.01%	-7.00%	-9.79%	-7.25%	-6.25%
MOU（平均每月每用户通话分钟数）	*	*	*	*	*	*
YoY	-12.07%	-13.95%	-13.06%	-16.58%	-9.94%	-10.34%
语音ARPU	12.06	9.13	7.38	5.55	4.64	3.90
流量单价（元/MB）	*	*	*	*	*	*
YoY	-73.07%	-59.36%	-32.81%	-14.71%	-20.43%	-29.28%
DOU（平均每月每用户手机上网流量GB）	*	*	*	*	*	*
YoY	964.82%	145.83%	35.59%	30.00%	31.35%	43.48%
流量ARPU	29.44	29.41	26.80	29.71	31.05	31.51
其它ARPU	6.50	7.16	6.22	5.20	5.50	5.90

资料来源：WIND，中信建投

## 2.3.4 中国联通各业务收入预测

表8：中国联通收入拆分（亿元）

	历史数据区			显性期预测		
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动服务收入	1564.41	1650.64	1563.81	1589.27	1609.73	1630.86
YoY	7.88%	5.51%	-5.26%	1.63%	1.29%	1.31%
语音	414.73	354.82	301.64	232.10	187.27	160.26
YoY	-15.61%	-14.45%	-14.99%	-23.05%	-19.31%	-14.43%
数据流量	932.83	1055.82	1034.32	1129.32	1187.78	1224.18
YoY	27.05%	13.18%	-2.04%	9.19%	5.18%	3.07%
其它	216.85	240.00	227.85	227.85	234.69	246.42
YoY	-3.43%	10.68%	-5.06%	0.00%	3.00%	5.00%
固网服务收入	908.66	962.95	1056.59	1165.55	1300.45	1484.61
YoY	-0.92%	5.97%	9.72%	10.31%	11.57%	14.16%
语音	120.45	105.83	93.14	73.29	67.65	61.49
YoY	-9.21%	-12.14%	-11.99%	-21.31%	-7.69%	-9.10%
宽带收入	427.12	423.14	415.74	424.05	430.95	420.81
YoY	-2.63%	-0.93%	-1.75%	2.00%	1.63%	-2.35%
其它	361.08	433.98	547.71	668.21	801.85	1002.31
YoY	4.43%	20.19%	26.21%	22.00%	20.00%	25.00%
销售通信产品收入及其它	275.22	295.18	284.74	313.21	344.54	372.10
YoY	-26.55%	7.25%	-3.54%	10.00%	10.00%	8.00%
总收入	2748.29	2908.77	2905.15	3068.03	3254.72	3487.57
YoY	5.84%	-0.12%	-0.10%	5.61%	6.08%	7.15%

## 2.3.5 中国联通A股盈利预测

表9：中国联通利润表

利润表（单位：百万元） 会计年度截止日：12/31		历史数据区			显性期预测		
		2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020E	2021E	2022E
营业收入		<b>274,828.95</b>	<b>290,876.78</b>	<b>290,514.55</b>	306,803	325,472	348,757
	增长率		5.8%	-0.1%	5.6%	6.1%	7.2%
减：业务成本		<b>206,976.72</b>	<b>213,585.64</b>	<b>214,133.06</b>	225,733	240,230	256,323
营业税费营业税金及附加		1,282.03	1,389.47	1,236.27	1,227	1,302	1,395
	毛利率	24.7%	26.6%	26.3%	26.4%	26.2%	26.5%
营业费用		34,085.46	35,169.72	33,544.99	31,754.16	32,547.18	34,178.17
管理费用		21,333.65	22,925.12	22,977.01	24,237.48	25,061.33	26,156.76
研发费用		491.94	872.23	1,708.96	2,136.20	2,670.25	3,070.79
财务费用		4,079.01	(137.78)	717.43	414.68	(79.89)	(276.02)
其中：净利息支出		5,257.31	1,539.37	1,877.62	812.30	302.86	165.68
利息收入		1,676.07	1,735.24	1,269.26	577.62	592.76	667.76
汇兑损益		231.28	-80.45	39.24	80.00	100.00	100.00
其他		266.48	138.55	69.83	100.00	110.00	125.00
资产减值及信用减值损失		3,960.13	3,864.71	3,673.71	4,224.76	4,013.52	4,214.20
加：公允价值变动收益		-6.41	24.70	96.07	100.00	105.00	110.25
投资收益		1,700.16	2,475.57	2,174.50	2,065.78	2,065.78	2,065.78
其中：对联营合营企业的投资收益		1,466.55	2,236.08	1,957.01			
资产处置损失		3,488.90	3,971.80	2,126.90	1,914.21	2,009.92	2,170.71
加：其它收益		196.40	185.21	776.00	600.00	648.00	699.84
营业利润		1,513.21	11,921.35	13,443.16	17,927.51	20,536.05	24,400.18
加：营业外收入		1,047.05	746.11	818.55	818.55	900.40	945.42
减：营业外支出		182.39	592.09	226.52	250.00	270.00	291.60
其中：非流动资产处置净损失		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额		2,377.87	12,075.36	14,035.19	18,496.06	21,166.45	25,054.01
减：所得税		693.91	2,774.70	2,771.06	3,950.93	4,521.35	5,351.77
	实际税率	29.18%	22.98%	19.74%	21.36%	21.36%	21.36%
净利润		1,683.96	9,300.66	11,264.12	14,545.13	16,645.10	19,702.24
归属于母公司所有者的净利润		<b>425.84</b>	<b>4,080.77</b>	<b>4,982.08</b>	<b>6,399.86</b>	<b>7,323.84</b>	<b>8,668.99</b>
少数股东损益		1,258.11	5,219.89	6,282.04	8,145.27	9,321.26	11,033.25
PE		<b>449.41</b>	<b>39.31</b>	<b>36.39</b>	<b>24.72</b>	<b>21.60</b>	<b>18.25</b>
	净利润增长率	0.0%	858.3%	22.1%	28.5%	14.4%	18.4%

资料来源：WIND，中信建投

### 第三章

### 海外运营商经营情况以及估值

### 3.1 各国运营商业绩一览

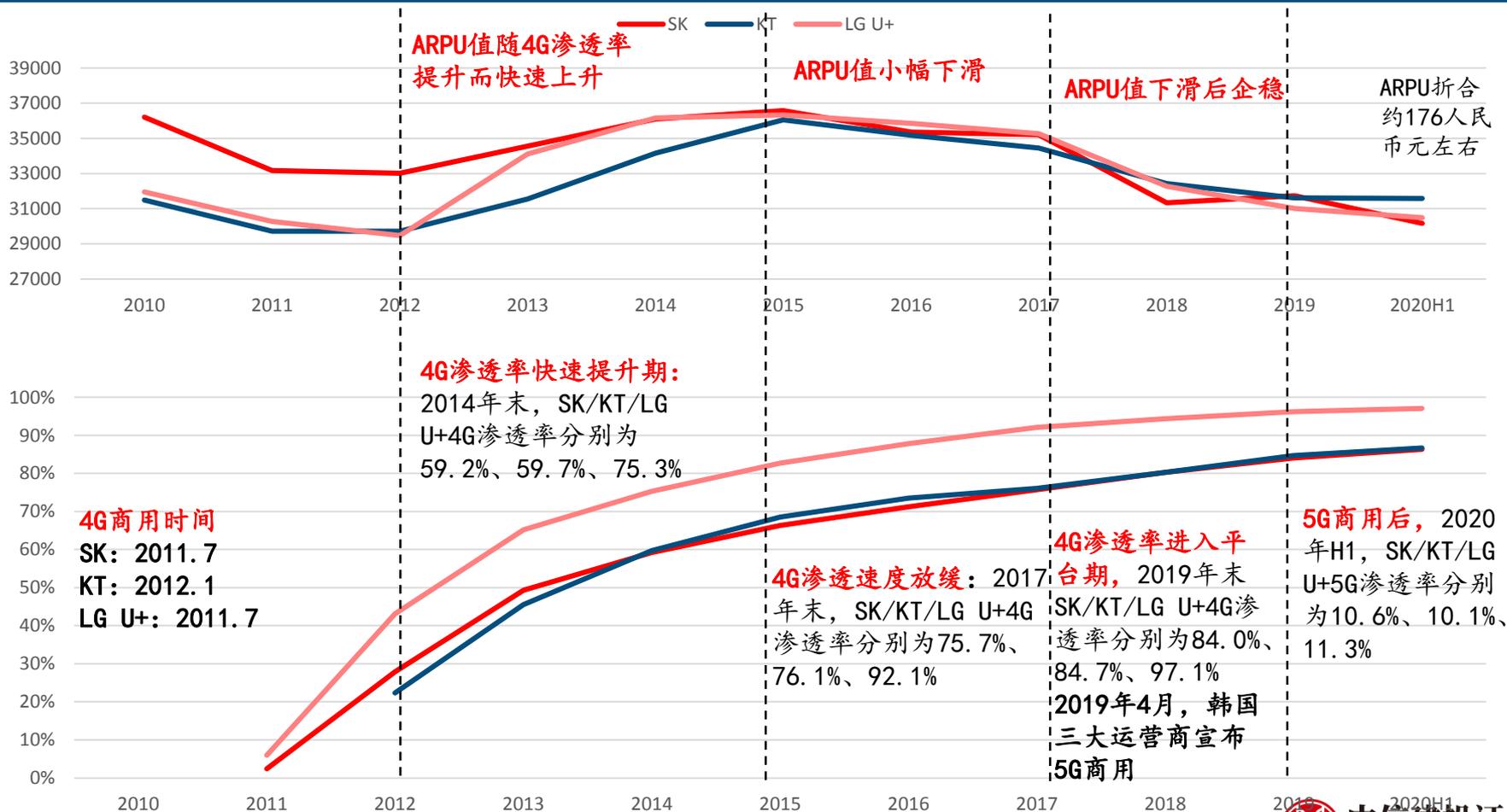
表10: 各国运营商经营状况 (人民币/亿元)

国家	运营商	2019年 营业收入	营收YoY	2015-2019 营收CAGR	2019年 净利润	净利润YoY	2015-2019 净利润CAGR	2019年 EBITDA率	2019年 营业利润率	2019年 净利率	2015-2019年 营收增速	2015-2019年 净利润增速
美国	AT&T	12617	6.11%	5.40%	1043	-24.95%	2.27%	30.41%	15.43%	8.26%		
美国	Verizon	9182	0.77%	0.05%	1341	24.07%	1.88%	33.48%	23.04%	14.61%		
法国	Orange	3301	2.07%	1.22%	252	49.49%	2.19%	30.45%	14.03%	7.64%		
英国	Vodafone	3515	3.00%	2.36%	-72	亏损减少	亏损减少	33.09%	9.11%	/		
韩国	SK	1070	5.15%	0.87%	52	-72.48%	-13.16%	28.43%	6.26%	4.86%		
韩国	KT	1467	3.76%	2.24%	40	-12.19%	1.47%	17.12%	4.73%	2.75%		
韩国	LG U+	746	2.12%	3.49%	26	-8.88%	5.72%	20.16%	5.54%	3.54%		
中国	中国移动	7459	1.23%	2.78%	1066	-9.46%	-0.44%	39.70%	15.17%	14.30%		
中国	中国电信	3757	-0.37%	3.20%	205	-3.27%	0.57%	32.80%	7.74%	5.46%		
中国	中国联通	2905	-0.12%	1.19%	113	11.11%	1.77%	32.48%	3.88%	3.90%		
印度	Bharti Airtel	857	8.37%	-2.42%	-315	亏损扩大	亏损扩大	42.39%	-48.95%	/		
南非	Vodacom	451	4.75%	3.18%	83	7.16%	6.56%	41.45%	30.54%	18.34%		
巴西	OI	349	-8.72%	-7.37%	-158	盈转亏	持续亏损	30.09%	-14.78%	/		
俄罗斯	MTS	535	5.46%	4.38%	62	603.51%	3.83%	44.21%	23.98%	11.57%		

## 3.2 韩国：5G商用后ARPU趋稳，但未呈现提升趋势

- 2020H1 SK、KT、LG U+ ARPU分别为3.02、3.16、3.05万韩元/户/月，较2019年末分别下滑1580、33、534韩元/户/月。
- 韩国4G商用后，ARPU开始企稳向好，但自2017年4G渗透率进入平台期后，韩国三大运营商ARPU值明显下滑，2018年ARPU值企稳，2019年4月，韩国开启5G商用，ARPU值暂无明显提升趋势。

图39：韩国三大运营商ARPU值（上图，韩元）及4G渗透率（下图）



### 3.3 欧美：ARPU值小幅下滑，但趋于稳定

- 美国：2020H1，AT&T、Verizon ARPU值为55.1、44.9美元/户/月，近三年基本保持稳定。
- 欧洲：2020H1，Vodafone（英国）、Vodafone（德国）ARPU值为14.5、12.5欧元/户/月，自2018年来小幅下滑；2019年，Orange（法国）ARPU值为22.7欧元，近5年来保持相对稳定。

图40：美国运营商ARPU值(美元)

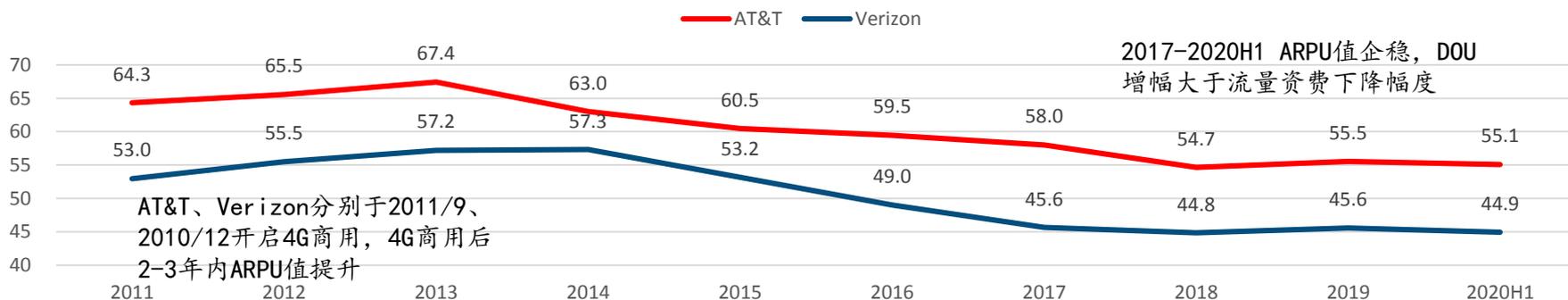
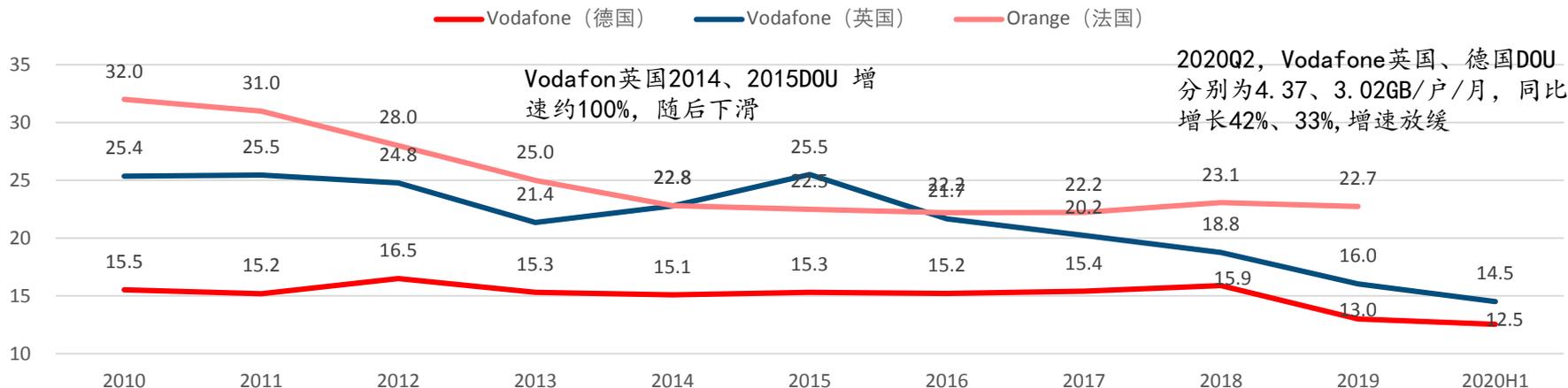


图41：欧洲运营商ARPU值(欧元)



## 3.4 金砖国家：ARPU 值 MTS持续提升，OI保持稳定，Vodacom下降趋势

- 我们选取金砖国家中典型运营商为研究对象，不考虑货币价值变动，各运营商ARPU值变化趋势差异较大。
- 印度Bharti Airtel在2016年-2018年间大幅下滑，随后反弹（受益于流量大幅增长，2018DOU同比增长约156%）；南非Vodacom呈持续下降态势；巴西OI在2012年-2014年下降后，随后企稳；俄罗斯MTS呈持续上升趋势。

图42：印度运营商Bharti Airtel ARPU值（卢比）

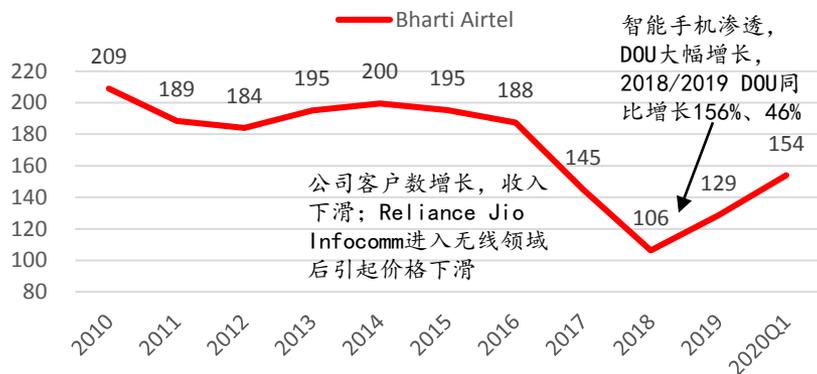


图43：南非运营商Vodacom ARPU值（南非兰特）

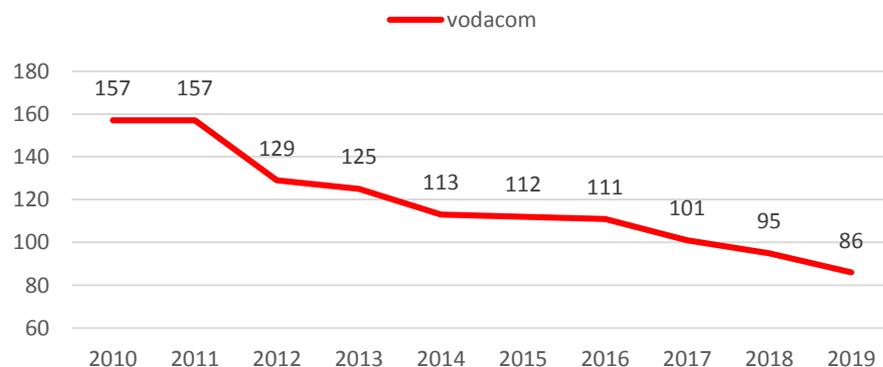


图44：巴西运营商OI ARPU值（雷亚尔）

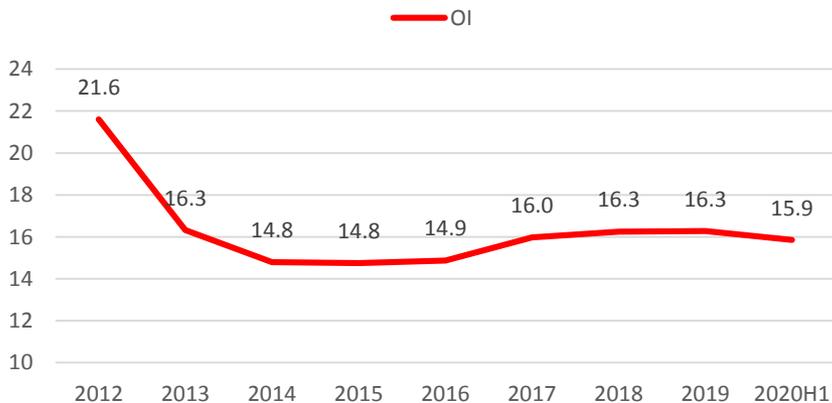
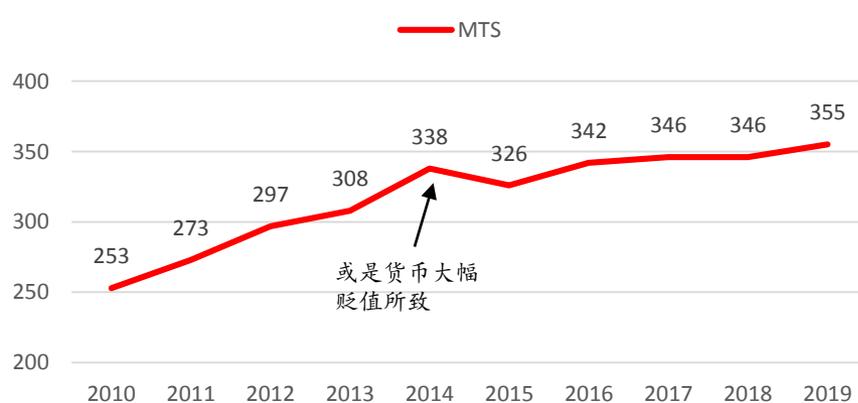


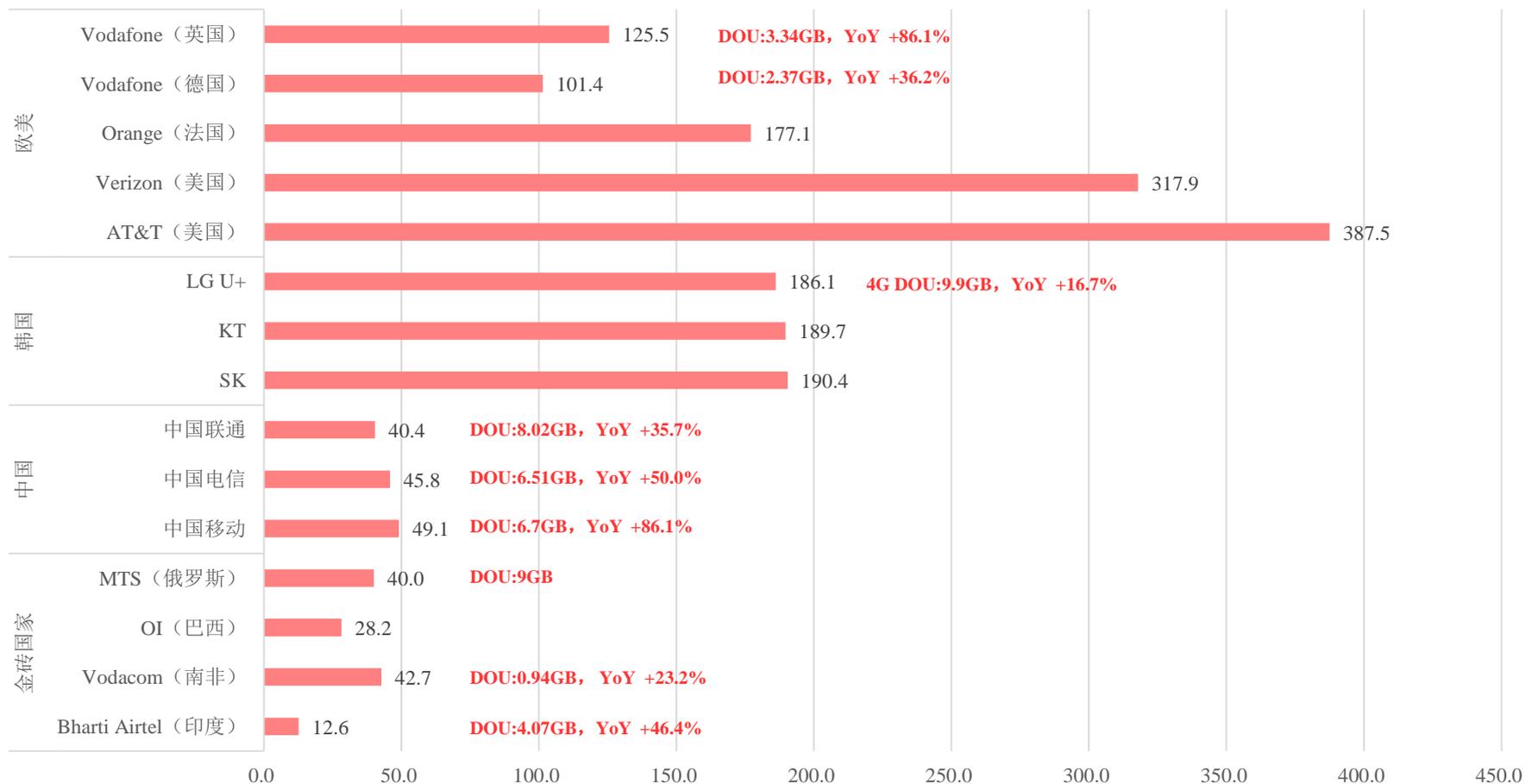
图45：俄罗斯运营商MTS ARPU值（卢布）



### 3.5 中国运营商ARPU值低于欧美韩国，但高于其他金砖国家

- 在不考虑货币购买力的情况下，从ARPU的绝对值来看，中国运营商较欧美、韩国等运营商有较大差距。2019年，中国三大运营商ARPU值约为韩国运营商1/4、美国运营商1/7-1/6、欧洲运营商1/3-1/2，但是高于其他金砖国家。
- 差异的原因：消费水平不同；政策不同（中国政府推动提速降费，日韩也有类似政策）；业务量/发展阶段不同。

图46：各国运营商2019年ARPU值（人民币元）及DOU（GB/户/月）对标



### 3.6.1 运营商PE/PB一览

		2010	2012	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
PE	AT&T	8.74	45.44	26.36	10.17	27.05	15.86	20.13	8.10	10.72	20.53	9.20	9.09
	Verizon	39.68	47.25	141.13	12.23	20.17	10.52	16.58	7.17	14.96	13.18	12.72	12.26
	Vodafone	9.21	11.13	149.54	1.63	8.04	-	-	25.70	-	-	19.38	13.66
	Orange	8.46	8.25	26.94	12.73	40.52	15.47	13.08	20.89	19.27	11.61	9.62	8.76
	SK	7.61	7.08	10.69	11.33	12.01	11.46	10.79	8.29	6.96	21.59	13.46	9.30
	KT	9.32	6.44	8.86	-	-	13.34	10.80	16.57	11.30	11.39	8.61	7.48
	LG U+	6.48	45.01	-	16.79	22.00	12.92	10.15	11.17	16.00	14.13	9.32	8.22
	中国移动	11.02	9.81	11.38	10.44	13.32	13.83	13.85	11.87	11.48	10.90	8.68	8.51
	中国电信	17.79	17.57	18.95	14.22	16.39	12.31	14.40	13.52	13.37	11.34	8.44	8.07
	中国联通-H	57.89	73.85	33.44	20.84	16.29	17.95	309.49	147.75	21.98	17.20	10.53	9.20
	中国联通-A	92.38	78.65	31.33	19.76	26.35	37.73	1005.67	449.41	39.31	36.39	24.72	21.60
	MTS	12.37	8.96	17.15	8.49	6.81	8.77	10.68	9.84	69.45	11.79	10.31	8.79
	OI	4.02	6.69	8.66	4.33	-	-	-	-	0.13	-	-	-
PB	AT&T	1.55	1.69	2.07	2.03	1.93	1.71	2.10	1.68	1.07	1.41	1.14	1.15
	Verizon	1.16	1.32	1.44	1.47	14.19	10.54	9.06	4.83	4.25	4.04	3.82	3.30
	Vodafone	0.87	0.96	0.88	1.32	0.63	0.69	0.72	0.91	0.64	0.63	0.54	0.53
	Orange	1.31	1.09	0.84	0.91	1.18	1.23	1.16	1.15	1.13	1.01	0.78	0.75
	SK	1.13	0.90	0.96	1.31	1.42	1.13	1.12	1.20	0.97	0.84	0.82	0.78
	KT	1.06	0.74	0.70	0.64	0.69	0.61	0.60	0.60	0.53	0.46	0.42	0.41
	LG U+	0.93	0.99	0.91	1.17	1.20	1.02	1.04	1.17	1.12	0.84	0.69	0.65
	中国移动	2.03	1.71	2.03	1.61	1.70	1.64	1.54	1.38	1.28	1.09	0.74	0.70
	中国电信	1.21	1.13	1.07	0.90	1.00	0.81	0.82	0.77	0.83	0.66	0.46	0.43
	中国联通-H	1.08	1.52	1.13	0.99	0.86	0.82	0.85	0.89	0.71	0.63	0.49	0.46
	中国联通-A	1.60	1.56	1.03	0.91	1.36	1.66	2.00	1.41	1.14	1.28	1.00	0.97
	MTS	4.01	3.23	4.37	4.27	1.96	2.58	3.60	4.44	6.13	17.57	40.22	22.65
	OI	0.70	0.64	0.78	0.56	0.39	0.09	0.17	-	0.14	0.29	0.70	0.90

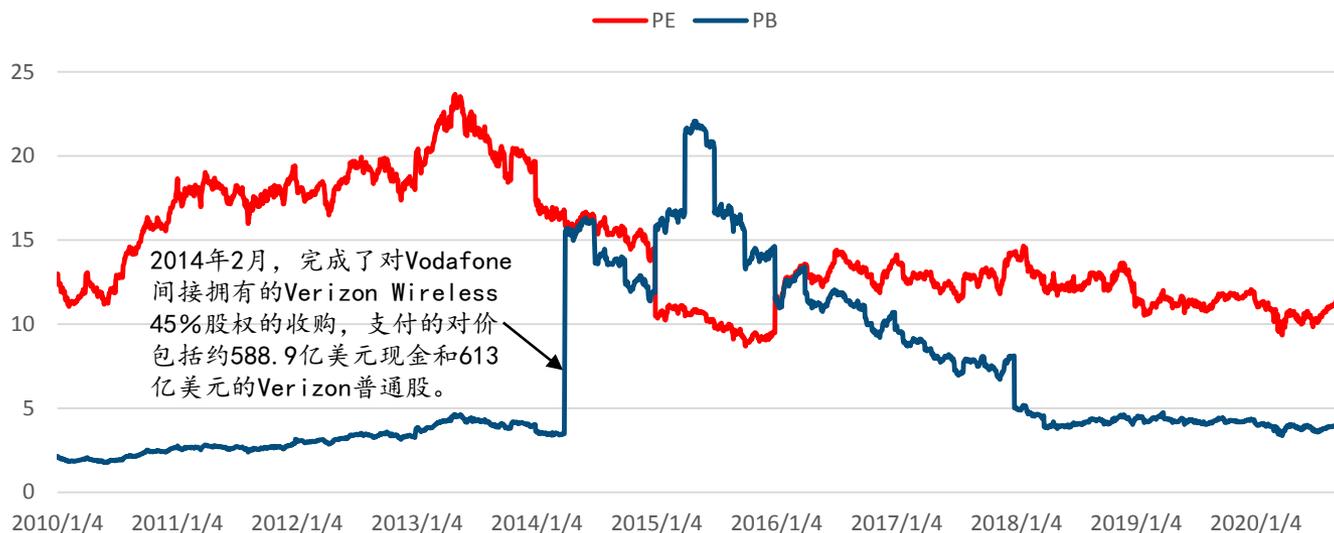
资料来源: Bloomberg, 中信建投

## 3.6.2 运营商EV/EBITDA一览

		2010	2012	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
EV/EBITDA	AT&T	6.13	8.74	8.25	5.27	8.14	7.13	7.57	7.97	7.13	7.75	6.75	6.45
	Verizon	6.28	6.97	7.57	4.87	8.24	6.00	7.18	7.49	8.67	7.49	7.64	7.43
	Vodafone	12.00	7.30	21.85	34.79	5.67	7.04	6.11	6.28	7.03	4.47	5.27	5.01
	Orange	5.34	4.54	5.20	4.95	6.72	6.89	6.47	5.79	5.78	5.08	4.72	4.57
	SK	4.01	3.09	4.17	4.83	5.74	4.83	5.06	5.58	6.46	5.59	5.19	4.85
	KT	3.88	3.93	4.24	4.13	5.80	3.02	2.96	2.73	2.69	2.82	2.38	2.23
	LG U+	4.17	5.39	4.80	4.72	4.54	3.93	3.60	3.57	4.26	4.27	3.07	2.84
	中国移动	5.28	4.69	5.63	5.12	5.94	5.94	5.53	4.57	4.74	3.54	2.22	2.18
	中国电信	3.71	3.34	4.98	3.56	3.97	3.52	3.65	3.29	3.48	2.84	2.01	1.89
	中国联通-H	5.02	6.38	5.00	4.06	3.35	3.63	4.37	3.83	2.79	2.05	1.34	1.20
	中国联通-A	3.01	3.10	2.67	2.20	2.24	2.82	3.74	2.60	1.81	2.02	1.81	1.59
	MTS	5.09	4.18	4.45	4.91	3.26	4.08	4.64	4.50	4.21	4.95	5.09	4.96
	OI	2.34	2.96	5.24	4.10	4.13	5.90	6.76	18.47	27.27	5.45	5.36	5.39

### 3.6.3 美国Verizon估值分析

图47: Verizon的PE (TTM) 与PB (TTM)

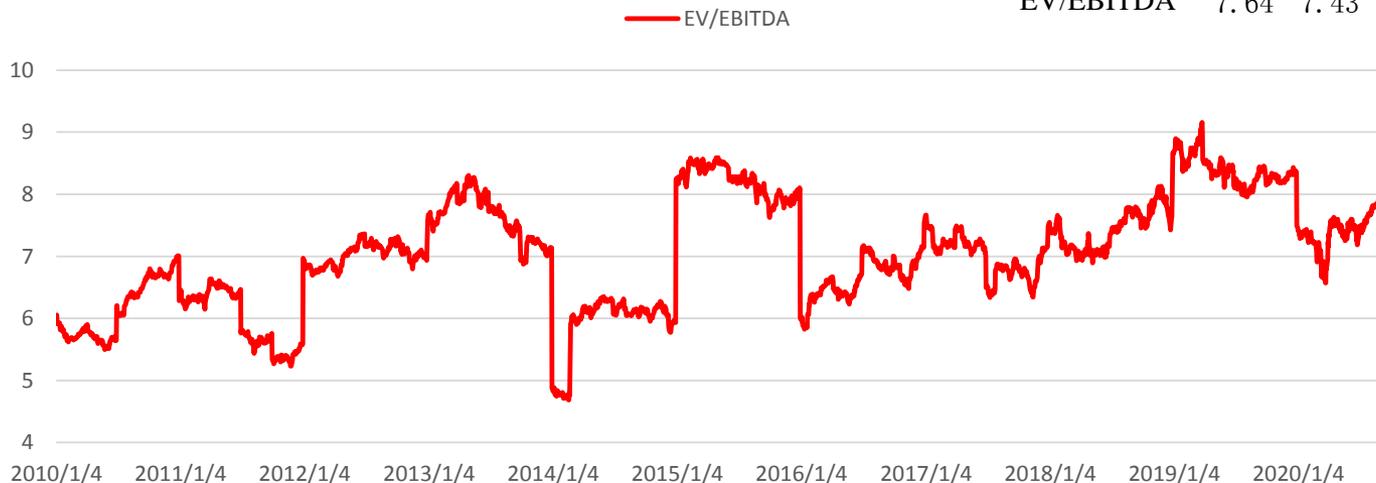


2014年以来，公司PE基本都处于15倍以下，2018年以来基本都处于10-12倍之间

2018年以来PB基本都处于4-5倍之间

	2020E	2021E	2022E
PE	12.72	12.26	11.98
PB	3.82	3.30	2.94
EV/EBITDA	7.64	7.43	7.18

2016年来，公司EV/EBITDA小幅提升，基本处于6-9倍之间



### 3.6.4 韩国SK估值分析

图48: SK的PE(TTM)与PB(TTM)



资料来源：各公司公告，中信建投

## 第四章

### 运营商投资建议以及风险提示

## 4.1 流量价格对运营商利润影响较大

- 以中国联通为例，我们测算了不同流量价格降幅假设下公司未来三年业绩（假设其他条件不变）。
  - 2020年，基准情形下预计流量降幅14.7%，对应归母净利润64亿元。若流量价格降幅减少3pp/5pp/10pp，归母净利润较基准情形提升17.5%/29.1%/58.2%，若流量价格降幅增加3pp/5pp/10pp，则归母净利润较基准情形减少17.5%/29.1%/58.2%。
  - 随着预测期延后，流量价格波动对净利润的影响将进一步提升。

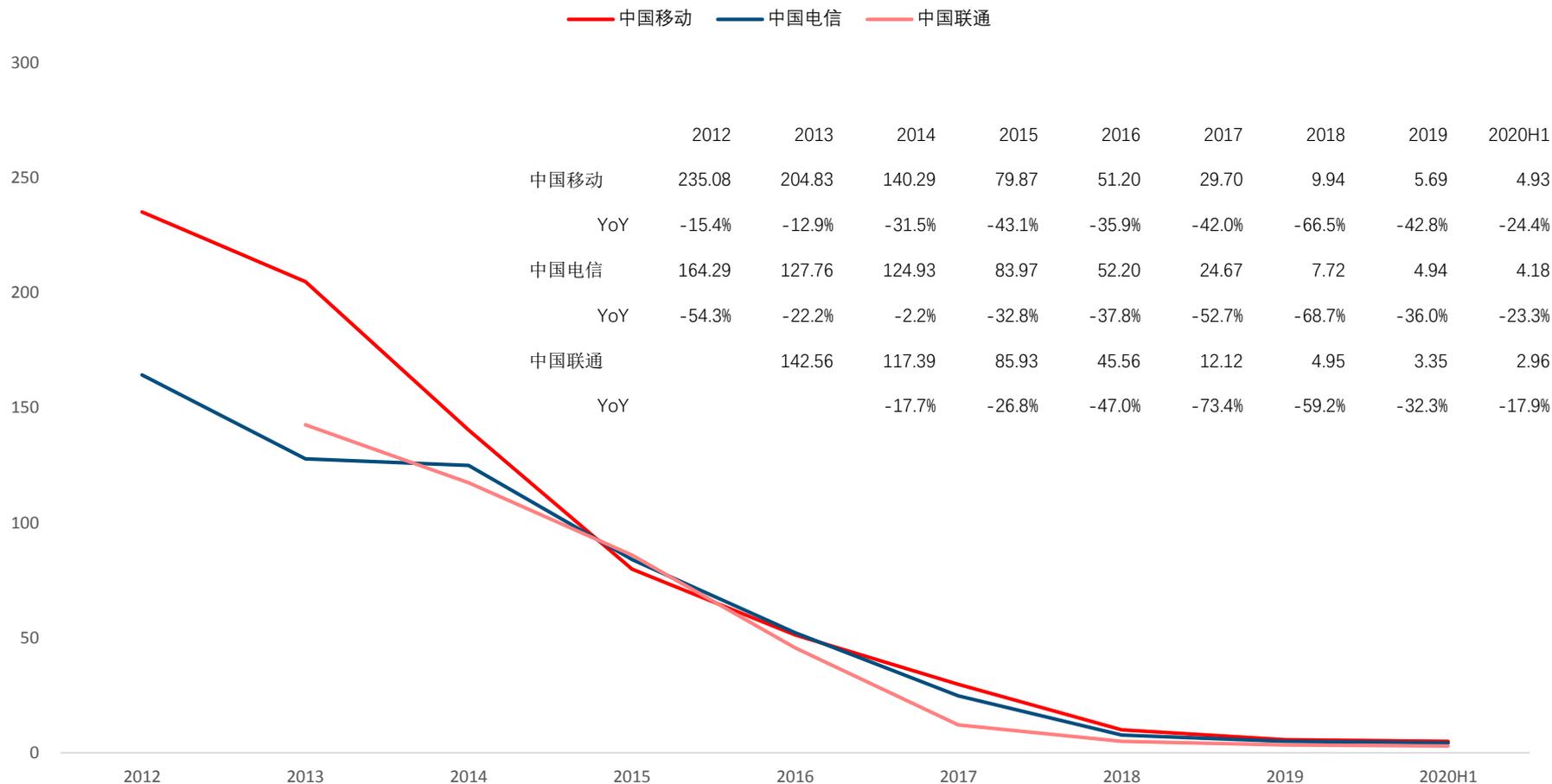
表11：不同流量单价降幅情形下中国联通业绩预测

流量单价降幅		单位：百万元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每年降幅在【基准降幅】基础上减少10pp	营业收入			290876.78	290514.55	320043.82	356075.02	401171.64
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	10.16%	11.26%	12.66%
		较基准情形增长率				4.32%	9.40%	15.24%
	归母净利润			4080.77	4982.08	10126.75	15996.31	23595.03
		YoY增长率		452.31%	21.11%	104.32%	57.96%	47.50%
		较基准情形增长率				58.23%	118.41%	177.88%
每年降幅在【基准降幅】基础上减少5pp	营业收入			290876.78	290514.55	313423.66	340335.87	373062.29
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	7.89%	8.59%	9.62%
		较基准情形增长率				2.16%	4.57%	7.16%
	归母净利润			4080.77	4982.08	8263.30	11536.09	15590.39
		YoY增长率		452.31%	21.11%	66.73%	39.61%	35.14%
		较基准情形增长率				29.12%	57.51%	83.61%
每年降幅在【基准降幅】基础上减少3pp	营业收入			290876.78	290514.55	310775.59	334285.23	362719.42
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	6.97%	7.56%	8.51%
		较基准情形增长率				1.29%	2.71%	4.19%
	归母净利润			4080.77	4982.08	7517.93	9821.43	12645.07
		YoY增长率		452.31%	21.11%	51.69%	30.64%	28.75%
		较基准情形增长率				17.47%	34.10%	48.92%
2020、2021、2022年分别同比下降14.7%、20.4%、29.3%，我们以此为【基准降幅】	营业收入			290876.78	290514.55	306803.49	325471.78	348132.27
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	5.61%	6.08%	6.96%
	归母净利润			4080.77	4982.08	6399.86	7323.84	8491.12
		YoY增长率		452.31%	21.11%	29.13%	14.44%	15.94%
每年降幅在【基准降幅】基础上增加3pp	营业收入			290876.78	290514.55	302831.39	316973.35	334621.17
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	4.24%	4.67%	5.57%
		较基准情形增长率				-1.29%	-2.61%	-3.88%
	归母净利润			4080.77	4982.08	5281.79	4915.53	4643.60
		YoY增长率		452.31%	21.11%	6.57%	-6.93%	-5.53%
		较基准情形增长率				-17.47%	-32.88%	-45.31%
每年降幅在【基准降幅】基础上增加5pp	营业收入			290876.78	290514.55	300183.32	311482.74	326191.27
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	3.33%	3.76%	4.72%
		较基准情形增长率				-2.16%	-4.30%	-6.30%
	归母净利润			4080.77	4982.08	4536.41	3359.58	2243.03
		YoY增长率		452.31%	21.11%	-8.47%	-25.94%	-33.23%
		较基准情形增长率				-29.12%	-54.13%	-73.58%
每年降幅在【基准降幅】基础上增加10pp	营业收入			290876.78	290514.55	293563.16	298368.76	307048.96
		YoY增长率		5.84%	-0.12%	1.05%	1.64%	2.91%
		较基准情形增长率				-4.32%	-8.33%	-11.80%
	归母净利润			4080.77	4982.08	2672.96	-356.71	-3208.08
		YoY增长率		452.31%	21.11%	-46.07%	-113.35%	799.35%
		较基准情形增长率				-58.23%	-104.87%	-137.78%

## 4.2.1 流量价格降幅得到控制，5G有望推动DOU增长，业绩企稳趋势确立

- 2019年下半年以来，行业监管政策呈现两点新趋势：一是更加重视网络质量提升，而不是简单降低资费水平，在此背景下，三大运营商陆续取消“流量不限量套餐”，改为超过套餐流量后的限速不限量改为按用量收费；二是引导电信运营商理性竞争，降本增效，例如减少不必要的渠道佣金与终端补贴等。这些都有助于运营商提升ARPU、释放利润。

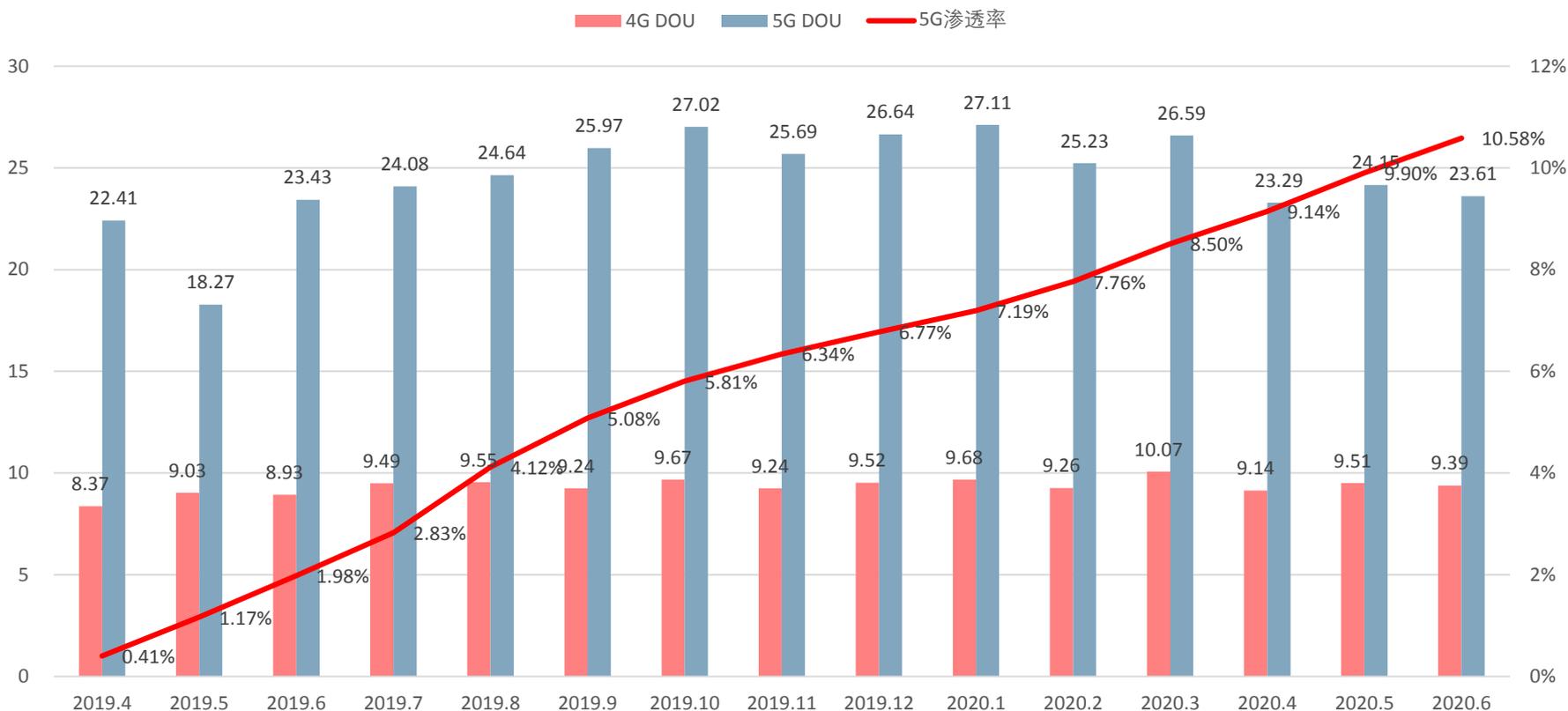
图49：三大运营商的流量单价（元/GB）



## 4.2.2 对标韩国，中国5G DOU仍具备提升空间

- 韩国5G DOU约为4G 2.5倍。2020年6月，韩国5G DOU为23.61GB/月/户，4G DOU为9.39GB/月/户，5G渗透率为10.58%。
- 从数据上看，韩国4G DOU与中国较为接近（2020H1，中国移动、中国联通4G DOU为9.4、11.4GB/月/户），但5G DOU则大幅高于中国（2020H1，中国电信5G DOU为14.1GB/月/户）。

图50：韩国无线用户4G/5G DOU（GB/月/户，左轴）及5G渗透率（右轴）



## 4.3 从三大运营商基本面及股息率来看，中国移动表现最优

表12：三大运营商业务发展及投资回报比较

			分析	打分			
				中国移动	中国电信	中国联通	
业务发展	2C业务	网络覆盖	中国移动具备一定先发优势，广电700MHz频谱资源优质	★★★★★	★★★★	★★★★	
		资费水平	5G时代基本一致				
		客户规模	4G用户数中国移动：中国电信：中国联通=6:2:2 5G用户中国移动7020万、中国电信3784万				
		收入规模	中国移动：中国电信：中国联通=6:2:2，移动略降				
	2B业务	固网宽带	网络覆盖	三大运营商基本一致	★★★★★	★★★★★	★★★★
			资费水平	中国联通（42）>中国电信（38）>中国移动（32）			
			客户规模	中国移动：中国电信：中国联通=4.5:3.5:2			
			收入规模	中国移动：中国电信：中国联通=4:4:2			
		IDC	收入规模	中国移动：中国电信：中国联通=3:4:3			
		物联网	连接数	中国移动：中国电信：中国联通=7:1.5:1.5			
收入规模	中国移动：中国电信：中国联通=6:1.5:2.5						
投资回报	股息率		中国移动（5%）>中国电信（3%）>中国联通（2%）	★★★★★	★★★★	★★	

资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中信建投

## 4.4 从估值来看，三大运营商均处于历史低位，有修复空间

- 中国移动因ROE最高（2019年移动9.66%，电信5.82%，联通3.54%），因此PB最高，2019年移动PB为1.09，是电信的1.65倍（移动的ROE也是电信的1.66倍），是联通（港股）的1.73倍（移动ROE是联通的2.73倍数）。联通A股PB高于1。从2020年的PB来看，三大运营商都低于2019年的水平，因此从这个角度来看，具有修复空间。
- PE来看，三大运营商港股基本接近，2020年基本都在8-11倍，其中中国联通最高，港股为10X，中国联通A股则为24X。
- 总体来看，三大运营商港股目前的估值均处于历史低位，考虑到其经营有望逐步改善，因此均有修复空间。中国联通A股的估值虽然高于港股，但相较于其历史估值（2019年PB为1.28，PE为36.39），也有修复空间。
- 基于PB来看，假设2020年修复到2019年水平，则中国移动上涨空间47%，中国电信上涨空间44%，中国联通港股上涨空间28%，中国联通A股上涨空间28%。考虑到运营商业绩改善的趋势基本确立，且未来产业互联网有发展空间，可能的空间更大。

表13：三大运营商估值表（2020.09.20）

公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				PB			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
中国移动	9377	1066.41	1080.91	1101.51	1131.58	10.90	8.68	8.51	8.29	1.09	0.74	0.70	0.69
中国电信	1773	205.17	210.04	219.70	236.74	11.34	8.44	8.07	7.49	0.66	0.46	0.43	0.43
中国联通-H	1531	113.30	145.45	166.45	197.02	17.20	10.53	9.20	7.77	0.63	0.49	0.46	0.44
中国联通-A	1582	49.82	63.99	73.24	86.69	36.39	24.72	21.60	18.25	1.28	1.00	0.97	0.95

## 4.5 风险提示

---

- 5G发展不及预期；
- 竞争加剧或政策推动降费致流量资费进一步下降；
- 资本开支大幅提升，折旧显著增加；
- 5G基站电费明显增长；
- 中美博弈背景下，限制运营商；
- 新业务发展不及预期等。

## 分析师介绍

**阎贵成：**北京大学学士、硕士，近8年中国移动工作经验，4年通信行业证券研究工作经验。目前专注于5G、物联网、云计算、光通信等领域研究。系2019年《新财富》、《水晶球》、Wind通信行业最佳分析师第一名，2019年金牛奖最佳分析师，2017-2018年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队核心成员。

**武超则：**中信建投证券研究发展部行政负责人，董事总经理，TMT行业首席分析师，专注于TMT行业研究，包括云计算、在线教育、物联网等。2013-2019年连续七年《新财富》通信行业最佳分析师第一名，《新财富》白金分析师，2014-2019年《水晶球》通信行业最佳分析师第一名，2019年Wind通信行业最佳分析师第一名，2019年金牛奖最佳分析师。

### 中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街2号凯恒中心B座  
12层

电话：(8610) 8645-1428

联系人：杨洁

邮箱：yangjiezs@csc.com.cn

上海

浦东新区浦东南路528号上海证  
券大厦北塔22楼2201室

电话：(8621) 6882-1612

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区益田路6003号荣超商务中  
心B座22层

电话：(86755) 8252-1369

联系人：陈培楷

邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港

中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。