

中信证券研究部



顾海波
首席通信分析师
S1010517100003



梁程加
通信分析师
S1010520020001

核心观点

中国移动 5 月 20 日晚间公告，已与中国广电签订 5G 共建共享框架协议。双方按 1:1 比例共同投资建设 700MHz 5G 网络，共同所有并共享使用 700MHz 5G 无线网络资产。中国广电有偿使用中国移动 2.6GHz 5G 网络、传输网络资源，并支付相应网络维护费用等。中国移动和中国广电 5G 共建共享落地，进一步消除市场对中国移动在 5G 时代资本开支大幅增加的担心，有助于加速中国移动 5G 网络建设、降低建网成本、提升网络性能，公司 5G 先发优势加大。考虑到新冠疫情对 2020 年业务影响，以及 5G 网络维护费用、5G 新业务投入增加，我们将 2020-2022 年净利润预测由 1094.03 亿/1152.28 亿/1213.37 亿小幅下调至 1084.90 亿/1123.94 亿/1165.06 亿，目标价由 89 元下调至 81 元，维持“买入”评级，持续重点推荐。

■ **电信运营商从 4G 时代三家竞争变为“2+2”竞合，竞争格局持续优化。**2019 年中国电信和中国联通开启 5G 共建共享，拉开 5G 时代格局变化序幕。我们在前期深度报告（《中国移动（00941.HK）投资价值分析报告—全球运营商龙头，迎 5G 高光时刻》20200205，下同）中亦提出为加速 5G 发展，中国移动和中国广电有望跟进共建共享，本次双方签订共建共享协议符合我们预期。随着国内移动广电、电信联通“2+2”格局确定，中国有望加速建设 2 张完整 5G 网络：（1）中国移动和广电共建共享的“700M+2.6G+4.9G”的 5G 网络，由中国移动统筹建设、管理和维护，双方依据市场结算原则共享使用；（2）中国电信和中国联通的 3.5GHz 5G 网络，双方大体依据“北联通、南电信”分区域合建成一张完整 5G 网络。本次协议明确中国广电有偿使用中国移动的各项网络资源，体现了双方的共建共享基于市场化契约和“双赢”原则，未来不排除进一步混改可能。

■ **“700M+2.6G+4.9G”黄金频率组合加大中国移动 5G 竞争优势。**我们在前期深度报告中，指出并量化分析了中国移动的 2.6GHz 5G 频段带来的建网成本优势和性能优势。本次与广电共建共享 700M 网络，在 2.6G 优势频率基础上进一步加入了黄金的“700M”低频频率。700MHz 由于频谱低，同等覆盖建设的基站数量最少，在无线通信制式之中一直被称为“数字红利”频段，可进一步有效降低中国移动建网成本，打造多层次的网络覆盖；5G 网络由中国移动一家建设，消除了两家运营商共同建设的沟通摩擦成本，进一步获得 5G 先发优势。展望未来，我们认为中国电信和中国联通或将加速推进 2.1GHz 的 5G 低频重耕以提升 5G 网络竞争力，不排除中国电信和中国联通共享使用中国移动和中国广电的 700MHz 偏远地区 5G 网络，实现更深入的共建共享。

■ **资源优势深度互补，“5G+视频”领域合作值得期待。**本次双方合作协议有效期十年以上，且协议期满后还可继续谈判续约。中国移动和中国广电将基于 5G 形成长期利益共同体，中国移动的 5G 生态和中国广电的内容生态有望强强联合，打造“5G+视频”业务生态。而视频是 5G 应用最大先发应用已成为产业共识，利好中国移动和中国广电的 5G 应用拓展，中国超清产业链同样受益。

■ **风险因素：**5G 业务发展不及预期；竞争趋缓不及预期；5G 基站功耗增加导致电费大幅增加；新冠疫情对业务影响超预期。

中国移动	00941.HK
评级	买入（维持）
当前价	57.70 港元
目标价	81 港元
总股本	20,475 百万股
港股流通股本	20,475 百万股
52 周最高/最低价	73.5/48.25 港元
近 1 月绝对涨幅	-5.41%
近 6 月绝对涨幅	-7.09%
近 12 月绝对涨幅	-17.64%

■ **投资建议：**中国移动和中国广电 5G 共建共享落地，进一步消除市场对中国移动在 5G 时代资本开支大幅增加的担心，有助于加速中国移动 5G 网络建设、降低建网成本、提升网络性能，公司 5G 先发优势加大。考虑到新冠疫情对 2020 年业务影响，以及 5G 网络维护费用、5G 新业务投入增加，我们将 2020-2022 年净利润预测由 1094.03 亿 /1152.28 亿/1213.37 亿小幅下调至人民币 1084.90 亿/1123.94 亿/1165.06 亿，目标价由 89 港元下调至 81 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	736,819	745,917	771,713	807,576	853,669
营业收入增长率	-0.50%	1.23%	3.46%	4.65%	5.71%
净利润(百万元)	117,781	106,791	108,490	112,394	116,506
净利润增长率	3.09%	-9.46%	1.59%	3.60%	3.66%
每股收益 EPS(基本)(元)	5.75	5.22	5.30	5.49	5.69
毛利率	16.47%	15.17%	15.99%	15.70%	15.48%
净资产收益率 ROE	11.16%	9.64%	9.33%	9.23%	9.15%
每股净资产 (元)	51.56	54.08	56.77	59.46	62.19
PE	8.35	9.63	9.39	8.98	8.74
PB	0.93	0.93	0.88	0.83	0.80
每股收益 EPS(基本)(港元)	6.91	5.99	6.14	6.42	6.60

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 21 日收盘价

利润表 (单位: 十亿元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	737	746	772	808	854
营业开支	-615	-633	-648	-681	-722
EBITDA	276	296	303	308	318
营业利润	121	113	123	127	132
其他收益	3	4	3	4	4
利息及其他收入	16	16	3	5	5
融资成本	0	-3	0	0	0
按权益法核算的 投资的收益	14	13	13	13	13
税前利润	154	142	143	148	153
所得税费用	-36	-35	-34	-35	-37
净利润	118	107	108	112	117

现金流量表 (单位: 十亿元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	154	107	108	112	117
加: 折旧及摊销	153	183	179	182	185
财务费用	-16	-12	-3	-5	-5
营运资金的增加	-71	-32	51	18	23
其他	0	-2	0	0	0
经营活动产生的现 金净额	219	243	336	307	320
资本开支	-192	-166	-180	-198	-213
资产处置现金流入	0	1	1	1	1
金融投资产生的现 金流	-7	-38	34	-4	-5
银行存款的变化	-12	163	-175	-14	-18
其他重要长期资产 的变动产生的现金 流	0	-109	2	-14	2
投资活动产生的现 金净额	-212	-148	-317	-228	-233
新增租赁负债	0	74	0	0	0
财务费用	0	12	3	5	5
分红支出	-60	-53	-55	-57	-61
其他	2	0	0	0	0
筹资活动产生的现 金净额	-58	33	-52	-53	-56

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (单位: 十亿元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	57	176	151	177	209
存货	9	7	9	10	10
应收账款	27	33	28	29	31
其他流动资产	442	314	463	485	513
流动资产	535	530	652	701	762
固定资产	666	675	693	723	763
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	3	3	2	3	2
其他长期资产	332	421	395	392	379
非流动资产	1001	1099	1090	1119	1143
资产总计	1536	1629	1742	1820	1906
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	191	165	200	209	221
其他流动负债	284	297	320	333	351
流动负债	474	462	520	543	572
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	60	60	60	60
非流动性负债	6	60	60	60	60
负债合计	480	522	579	603	632
股本及储备	1052	1106	1159	1214	1270
归属于母公司 所有者权益合 计	1056	1107	1162	1217	1273
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1056	1107	1162	1217	1273
负债股东权益 总计	1536	1629	1742	1820	1906

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-0.50%	0.92%	3.46%	4.65%	5.71%
营业利润增长率	1.05%	-3.01%	4.32%	6.14%	4.19%
净利润增长率	3.09%	-9.91%	2.96%	5.32%	3.66%
毛利率	16.47%	15.83%	15.96%	16.19%	15.48%
EBITDA Margin	37.40%	39.79%	39.25%	38.75%	37.20%
净利率	15.99%	14.29%	14.22%	14.31%	13.65%
净资产收益率	11.16%	9.58%	9.41%	9.45%	9.15%
总资产收益率	7.67%	6.35%	6.27%	6.32%	6.11%
资产负债率	31.26%	33.75%	33.34%	33.15%	33.18%
所得税率	29.61%	27.50%	28.13%	27.91%	27.85%
股利支付率	49.00%	50.00%	51.00%	51.00%	52.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变现以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。