

电信运营 III

中国电信 (601728.SH)

买入-A(首次)

基础业务稳定发展，数字化转型打开新空间

2023年8月10日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月10日

收盘价 (元):	5.85
总股本 (亿股):	915.07
流通股本 (亿股):	195.90
流通市值 (亿元):	1,146.04

基础数据：2023年3月31日

每股净资产 (元):	4.86
每股资本公积 (元):	0.76
每股未分配利润 (元):	2.12

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

事件描述：

中国电信于2023年8月8日发布2023年半年度报告。2023H1，公司实现营收2,587亿元，同比+7.7%；其中，实现服务收入2,360亿元，同比+6.6%；实现归母净利润202亿元，同比+10.2%。

事件点评：

➢ 公司传统业务发展势头良好，均保持稳定增长。移动通信服务收入达1,016亿元，同比增长2.7%，其中，移动增值及应用收入达154亿元，同比增长19.4%，5G套餐用户渗透率达到73.4%，移动用户ARPU达到人民币46.2元，同比增长0.4%；固网及智慧家庭服务收入达620亿元，同比增长3.6%，其中，智慧家庭业务收入93亿元，同比增长15.7%，千兆宽带渗透率达20.3%，宽带综合ARPU为48.2元，同比增长2.1%。

➢ 公司数字转型业务仍保持快速发展。2023H1，公司产业数字化业务收入达688亿元，同比增长16.7%；占服务收入比重达29.2% (+2.6pp)；天翼云在国资委40个行业领域的公有云中占比60%，保持公有云IaaS及公有云IaaS+PaaS国内市场三强和政务公有云基础设施第一、全球运营商云第一，实现收入459亿元，同比增长63.4%，计划2023全年实现收入超千亿。

➢ 资本开支结构性优化，奠定云网融合的坚实基础。公司2023年全年计划资本开支990亿元，同比+7.0%；2023H1实现资本开支416亿元，同比-0.24%。从资本开支结构来看，产业数字化、移动网、宽带网、运营系统和基础设施投资分别为118、176、70、51亿元，占比分别为28%、42%、17%、12%。其中，产业数字化投资同比+16.7%，占比+4.1pp。公司继续优化“2+4+31+X+O”算力布局，通用算力方面，新增0.6EFLOPS，总规模达3.7EFLOPS，增幅19%；智算方面，公司在内蒙古、贵州、宁夏等地建设公共智算中心，智算新增1.8EFLOPS，合计4.7EFLOPS，增幅达62%。

➢ 公司高度重视股东回报，高派息率彰显公司发展信心。公司2023年继续派发中期股息，派息率达65%，即每股派息0.14元。此外，公司向股东大会建议2023年度派息率应提升至70%以上。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2023-2025年归母公司净利润311/346/380亿元，同比增长12.9%/11.3%/9.7%，对应EPS为0.34/0.38/0.42元，根据8月10日收盘价的PE为17/15/14倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。



风险提示:

- **通信行业用户增速下降的风险。**随着国内移动、宽带用户普及率的提升，移动、宽带用户增长速度有所波动。根据工信部统计公报，2018-2022年，全国移动电话用户分别净增1.49亿户、净增3525万户、净减728万户、净增4875万户、净增4062万户，净增规模波动较大，2020年出现负增长；全国宽带用户分别净增5884万户、净增4,190万户、净增3,427万户、净增5224万户、净增5386万户，净增规模有所波动。若公司未能及时、有效优化经营策略、提升服务质量以增强对客户的吸引力，可能会对公司的业务财务状况或经营业绩产生不利影响。
- **国际化经营风险。**当前国际局势错综复杂，公司向全球电信设备供应商采购电信网络设备及相关的维护和技术支持，且公司还与海外机构及在全球运营的业务伙伴进行业务往来，未来如果出现不同司法管辖区的限制、制裁或其他法律或监管措施，可能对公司相关业务造成不利影响。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	434,159	474,967	526,267	580,604	633,641
YoY(%)	11.3	9.4	10.8	10.3	9.1
净利润(百万元)	25,952	27,593	31,140	34,649	38,014
YoY(%)	24.4	6.3	12.9	11.3	9.7
毛利率(%)	29.2	28.4	28.4	28.3	28.1
EPS(摊薄/元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42
ROE(%)	6.1	6.3	6.8	7.4	7.8
P/E(倍)	20	19	17	15	14
P/B(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
净利率(%)	6.0	5.8	5.9	6.0	6.0

资料来源：最闻，山西证券研究所



目录

1. 整体经营情况.....	4
2. 传统业务.....	4
3. 产业数字化业务.....	5

图表目录

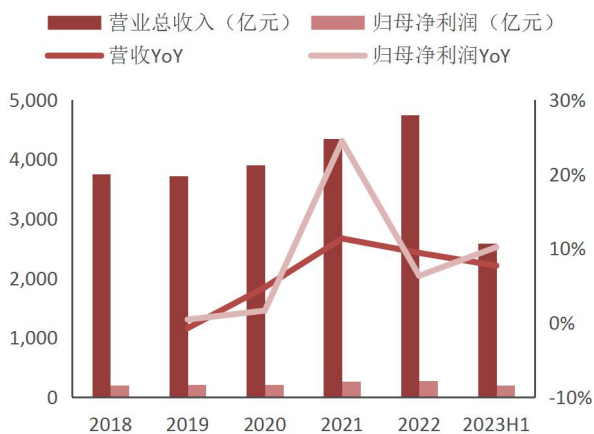
图 1： 中国电信营收及归母净利润.....	4
图 2： 中国电信营业务结构（亿元）	4
图 3： 中国电信移动业务收入及 ARPU.....	5
图 4： 中国电信宽带及智慧家庭收入情况.....	5
图 5： 中国电信产业数字化收入情况.....	5
图 6： 天翼云业务收入.....	5

1. 整体经营情况

中国电信整体经营情况良好，营收及利润稳定增长。中国电信 2023H1 实现营收 2587 亿元，同比+7.7%；归母净利润 202 亿元，同比+10.2%。2022 年实现营收 4750 亿元，同比+9.4%，4 年 CAGR 达 6.1%；实现归母净利润 276 亿元，同比+6.3，4 年 CAGR 达 7.8%。

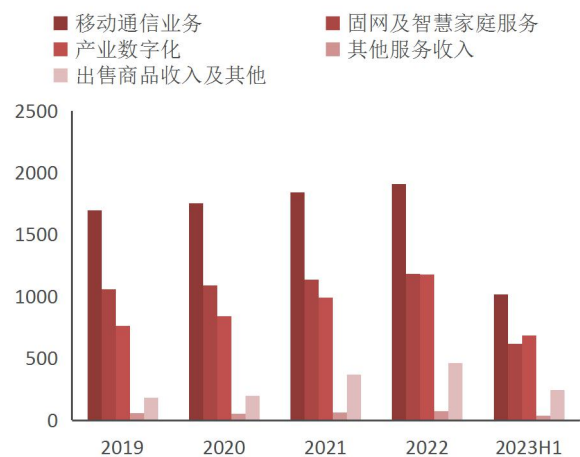
数字化转型已成为中国电信业绩的重要增长点。从业务结构角度看，2023H1 中国电信的产业数字化业务收入 688 亿元，同比+16.7%，占主营业务比重 26.4%。

图 1：中国电信营收及归母净利润



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：中国电信营业务结构（亿元）

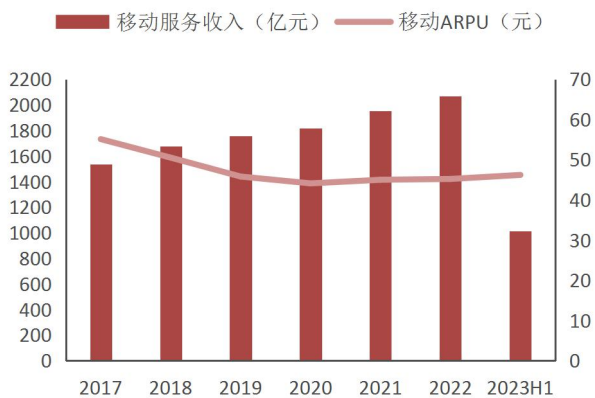


资料来源：中国电信业绩推介材料，山西证券研究所

2. 传统业务

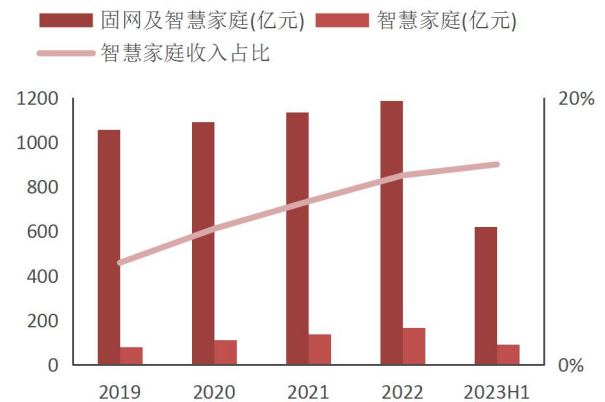
移动业务用户数增长以及 ARPU 提升，固网业务用户价值提高，带动传统业务整体企稳回升。2023H1 中国电信移动服务收入 1016 亿元，同比+2.7%；ARPU 为 46.2 元，同比+0.4%，自 2020 年开始稳定回升；固网及智家业务收入 620 亿元，同比增长 3.6%。其中，智慧家庭收入（包括天翼高清和全屋 WiFi、家庭云、天翼看家等智家应用及服务）93 亿元，占固网及智慧家庭收入比重达 15%；千兆宽带渗透率达到 20.3%，宽带综合 ARPU 为 48.2 元，同比增长 2.1%。

图 3：中国电信移动业务收入及 ARPU



资料来源：中国电信业绩推介材料，山西证券研究所

图 4：中国电信宽带及智慧家庭收入情况



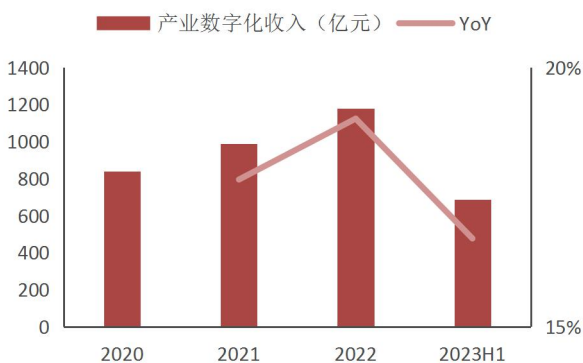
资料来源：中国电信业绩推介材料，山西证券研究所

3. 产业数字化业务

2023H1，中国电信产业数字化收入达 688 亿元，同比+16.7%；占服务收入比重达 29.2%（+2.6pp）；2019-2022 年 CAGR 达 15.5%。根据中国电信目标，2025 年产业数字化收入占服务收入比重将达到 35%。

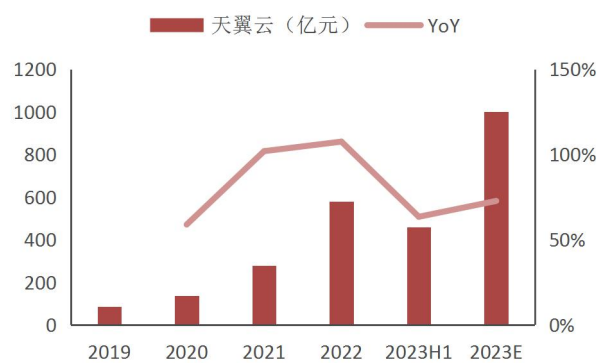
2021-2022 年，天翼云连续两年营收实现翻倍，保持政务公有云市场行业龙头。2023H1，天翼云业务收入达 459 亿元，同比+63.4%。天翼云进入 4.0 全面商用阶段，在国资委 40 个行业领域的公有云中占比 60%，保持公有云 IaaS 及公有云 IaaS+PaaS 国内市场三强和政务公有云基础设施第一、全球运营商云第一，计划 2023 全年实现收入超千亿。

图 5：中国电信产业数字化收入情况



资料来源：中国电信业绩推介材料，山西证券研究所

图 6：天翼云业务收入



资料来源：中国电信业绩推介材料，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	127361	141072	185432	221774	290466
现金	75210	76300	115863	147955	211802
应收票据及应收账款	22389	24312	27433	29655	32647
预付账款	7773	9400	9627	11365	11545
存货	3827	3513	4923	4227	5885
其他流动资产	18162	27547	27586	28572	28586
非流动资产	634881	666626	660754	648229	624033
长期投资	41166	42220	45282	48366	51439
固定资产	415380	413406	415981	410456	392448
无形资产	41911	44836	39563	34094	28256
其他非流动资产	136425	166165	159929	155313	151890
资产总计	762242	807698	846186	870002	914499
流动负债	260297	277874	293190	305348	337634
短期借款	2821	2840	2840	2840	2840
应付票据及应付账款	114895	127260	141168	155354	169390
其他流动负债	142582	147774	149182	147154	165404
非流动负债	70768	93397	92137	90735	89104
长期借款	7395	4484	3224	1822	191
其他非流动负债	63373	88913	88913	88913	88913
负债合计	331066	371271	385326	396083	426738
少数股东权益	2494	4338	4585	4844	5093
股本	91507	91507	91507	91507	91507
资本公积	67580	69394	69394	69394	69394
留存收益	270335	271303	296008	321628	347164
归属母公司股东权益	428681	432089	456275	469075	482668
负债和股东权益	762242	807698	846186	870002	914499

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	139195	137219	123405	116262	146605
净利润	26154	27676	31387	34908	38263
折旧摊销	81509	83132	70074	79211	88174
财务费用	1294	7	-557	-1467	-2752
投资损失	-4193	-2265	-3229	-2747	-2988
营运资金变动	7019	-2341	27288	7908	27441
其他经营现金流	27412	31009	-1558	-1551	-1533
投资活动现金流	-79427	-95588	-59416	-62387	-59458
筹资活动现金流	-10043	-42901	-24426	-21783	-23300
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.50	1.35	1.27	1.60
每股净资产(最新摊薄)	4.68	4.72	4.99	5.13	5.27

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	434159	474967	526267	580604	633641
营业成本	307337	339940	376822	416260	455878
营业税金及附加	1730	1643	1579	1742	1901
营业费用	52172	53803	59205	64447	70334
管理费用	32362	33578	37470	41339	45115
研发费用	6933	10560	11578	12193	13306
财务费用	1294	7	-557	-1467	-2752
资产减值损失	-2054	-2441	-4144	-5028	-4183
公允价值变动收益	-67	-91	-32	-39	-57
投资净收益	4193	2265	3229	2747	2988
营业利润	39665	41304	44922	49687	54414
营业外收入	2042	2332	2332	2332	2332
营业外支出	7836	7922	6752	6974	7371
利润总额	33871	35714	40502	45046	49375
所得税	7716	8038	9115	10138	11112
税后利润	26154	27676	31387	34908	38263
少数股东损益	202	83	247	259	249
归属母公司净利润	25952	27593	31140	34649	38014
EBITDA	113782	117025	107994	120554	132358

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.3	9.4	10.8	10.3	9.1
营业利润(%)	27.6	4.1	8.8	10.6	9.5
归属于母公司净利润(%)	24.4	6.3	12.9	11.3	9.7
获利能力					
毛利率(%)	29.2	28.4	28.4	28.3	28.1
净利率(%)	6.0	5.8	5.9	6.0	6.0
ROE(%)	6.1	6.3	6.8	7.4	7.8
ROIC(%)	5.0	5.1	5.6	6.0	6.3
偿债能力					
资产负债率(%)	43.4	46.0	45.5	45.5	46.7
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	19.8	20.3	20.3	20.3	20.3
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
估值比率					
P/E	20.5	19.2	17.0	15.3	14.0
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.6	4.7	4.5	3.8	2.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

