

运营商营收净利双增长，Capex 有望企稳回升

——通信行业投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 03 月 24 日

行业核心观点：

3 月 21 日，中国移动发布其 2018 年财报，至此，三大运营商 2018 年业绩全部公布。2018 年，三家运营商市场业绩逐步上升，营收净利双增，三家运营商连续两年取得佳绩。总体来看，中国移动体量仍为第一，而电信联通正迎头追赶。此外，我们预计 2019 年运营商资本开支将企稳回升达到 3010 亿元，同比增长 4.9%，止住连续三年（2016-2018）下滑的趋势，提振产业链信心。

投资要点：

- **中国移动体量超电信联通之和，但电信联通正迎头追赶：**中国移动无论在总营收还是净利润方面的表现，均超过了联通和电信的总和，2018F 营业收入达到 7368 亿元，但同比仅微涨 1.8%，收入增长率创下近四年最低记录，净利润达到 1178 亿元，但同比仅微涨 3.1%。2018F 中国电信经营收入达到人民币 3771 亿元，同比增长 3.0%，净利润达到了人民币 212 亿元，同比增长 13.9%。三家运营商当中，中国联通最先发布了财报，而且最引人瞩目，依靠“混改”契机 2018F 中国联通实现营业收入 2909 亿人民币，同比增长 5.84%，净利润实现 102 亿元，同比增长高达 457.8%，盈利持续“V 型”反弹。
- **资本开支企稳回升，5G 无线侧先行：**我们预计 2019 年运营商资本开支将企稳回升达到 3010 亿元，同比增长 4.9%，其中联通 580 亿元（包含 5G 投资 60—80 亿元，我们取其均值 70 亿元），电信 780 亿元（包含 5G 投资 90 亿元），移动 1650 亿元。此外，三大运营商 2019 年在移动网络方面的资本开支占比均提升到 45% 以上，移动网络成为运营商 2019 年投资重点。
- **投资建议：**我们预计 2019 年三大运营商资本开支将达到 3010 亿元，同比增长 4.9%，而其中无线侧的资本开支更将大幅增长，我们持续看好作为 5G 建设中一马当先的光通信领域，持续推荐国内光模块领军企业中际旭创、光迅科技，和 5G 建设核心标的铭普光磁。
- **风险因素：**5G 建设不达预期、中美贸易摩擦加剧。

盈利预测和投资评级

股票简称	17A	18E	19E	评级
铭普光磁	0.71	0.18	1.05	增持
中际旭创	0.50	1.34	1.79	买入
光迅科技	0.53	0.52	0.63	增持

通信行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 03 月 22 日

相关研究

万联证券研究所 20190317_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (03.11-03.17)

万联证券研究所 20190310_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (03.04-03.10)

万联证券研究所 20190303_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (02.25-03.03)

分析师： 缴文超

执业证书编号： S0270518030001

电话： 010-66060126

邮箱： jiaowc@wlzq.com

研究助理： 徐益彬

电话： 075583220315

邮箱： xuyb@wlzq.com.cn

目录

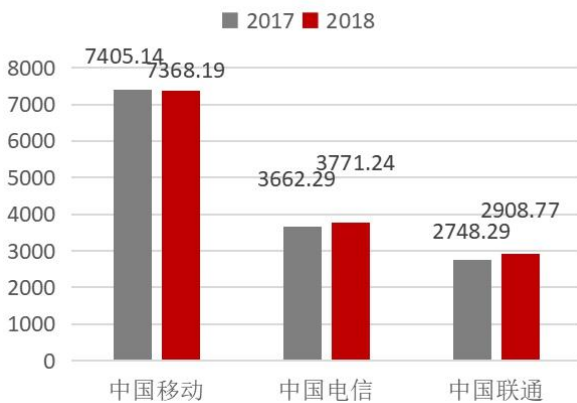
1、移动一家独大，电信联通正迎头追赶.....	3
1.1 移动体量大幅领先，电信联通正迎头追赶.....	3
1.2 虽业务高度重合，但业绩驱动各有所依.....	3
2、运营商资本开支企稳回升，5G 无线侧先行.....	4
2.1 三大运营商资本开支企稳回升，提升产业链信心.....	4
2.2 资本开支结构调整，无线侧先行.....	5
3、投资建议.....	6
4、风险提示.....	6
图表 1：三大运营商营业收入情况（亿元）.....	3
图表 2：三大运营商净利润情况（亿元）.....	3
图表 3：三大运营商移动用户及 4G 用户数量（亿人）.....	3
图表 4：中国三大运营商资本开支情况（亿元）.....	4
图表 5：2018 年中国移动资本开支结构.....	5
图表 6：2019 年中国移动资本开支结构.....	5
图表 7：2018 年中国电信资本开支结构.....	5
图表 8：2019 年中国电信资本开支结构.....	5
图表 9：2018 年中国联通资本开支结构.....	6
图表 10：2019 年中国联通资本开支结构.....	6

1、移动一家独大，电信联通正迎头追赶

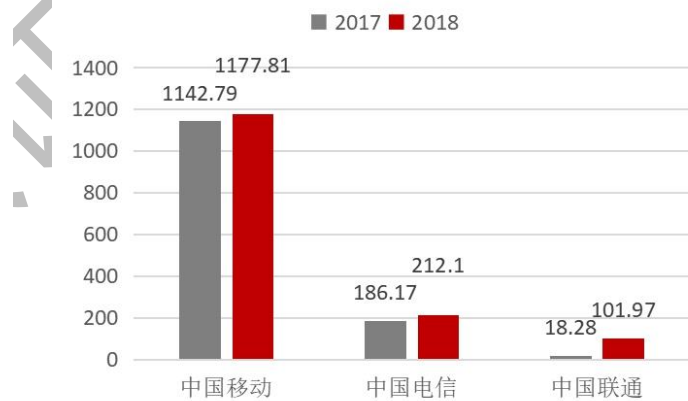
1.1 移动体量大幅领先，电信联通正迎头追赶

中国移动体量超电信联通之和，但电信联通正迎头追赶。中国移动无论在总营收还是净利润方面的表现，均超过了联通和电信的总和，2018F营业收入达到7368.19亿元，但同比仅微涨1.8%，收入增长率创下近四年最低记录；净利润达到1177.81亿元，但同比仅微涨3.1%。2018F中国电信经营收入达到人民币3771.24亿元，同比增长3.0%，净利润达到了人民币212亿元，同比增长13.9%。三家运营商当中，中国联通最先发布了财报，而且最引人瞩目，依靠“混改”契机，2018F中国联通实现营业收入人民币2908.77亿元，同比增长5.84%，净利润101.97亿元，同比增长高达457.8%，盈利持续“V型”反弹。

图表 1：三大运营商营业收入情况（亿元）



图表 2：三大运营商净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

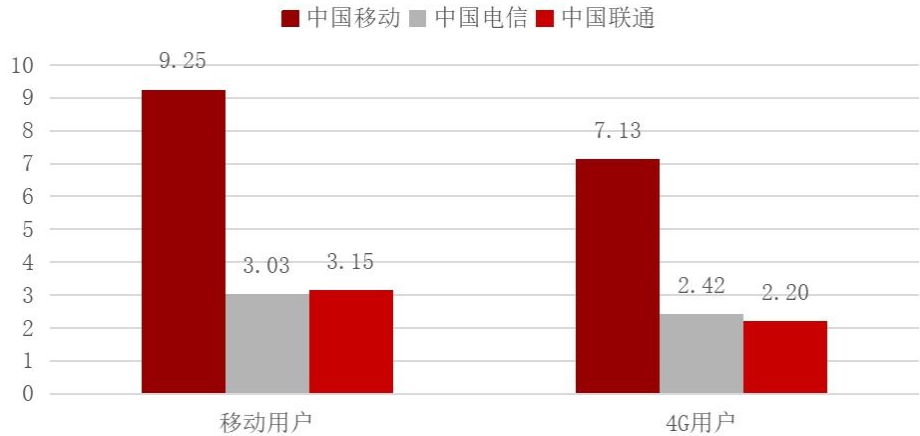
资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：中国移动营收增速为对上年同期收入采用新收入准则 (IFRS/HKFRS 15) 口径静态模拟测算后可比口径增速

1.2 虽业务高度重合，但业绩驱动各有所依

中国移动的优势在个人移动市场上。中国移动在个人移动市场上实现收入4923.82亿元。根据三大电信运营商披露的2018年用户数字，移动业务用户总数达到了15.4亿户，移动用户全年新增1.2亿户，同比增长30.1%。其中中国移动的移动用户数为9.25亿户，4G用户数为7.13亿，均远超中国电信和中国联通的移动用户总和，稳稳占据第一。手机上网DOU从2017年的1.4GB，猛增至2018年的3.6GB，同比增幅166%，在今年12月DOU更是达到了6.6GB；移动客户数量从2017年的8.87亿户，上升到2018年的9.25亿户。

图表 3：三大运营商移动用户及4G用户数量（亿人）



资料来源: Wind、万联证券研究所

中国电信新兴业务增长强劲，占据服务收入“半壁江山”。在通信行业的增量通服收入中，中国电信在三大运营商中占比为51.19%。在业绩推介会上，中国电信表示增长主要得益于IDC、云业务、天翼高清等新兴业务的快速发展。数据显示，中国电信的IDC和云业务收入在2018年分别同比增长22.4%和85.9%，拉动服务收入增长近2个百分点。

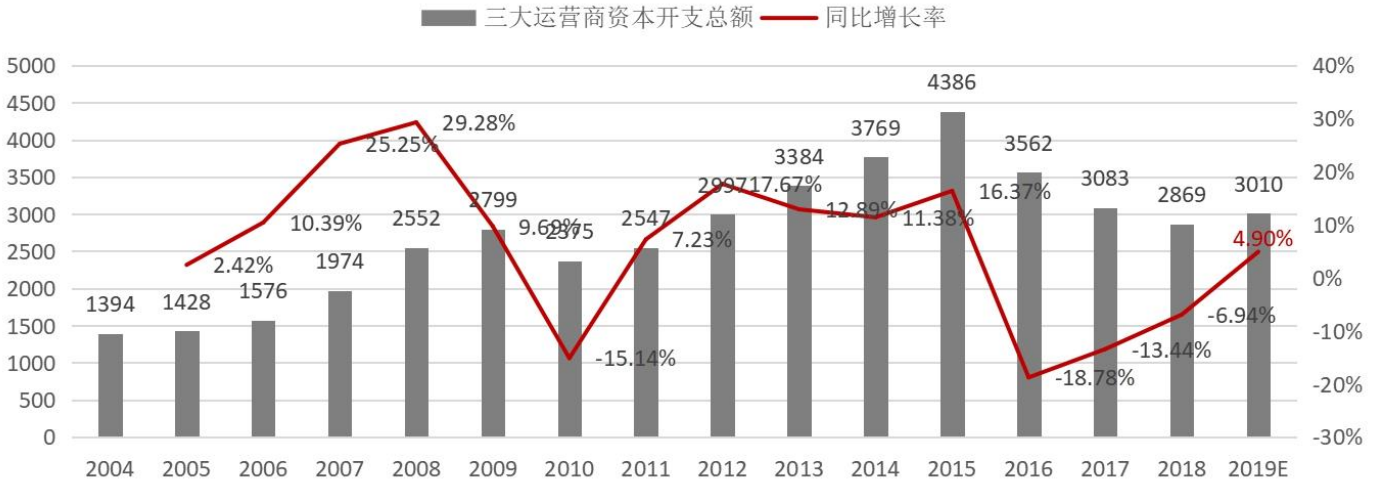
中国联通，收入持续增长并合理控制支出。一方面，推动移动业务创新经营，在渠道佣金和手机补贴下降的情况下，移动业务实现高效增长。2018年联通移动服务收入达到人民币1651亿元，同比增长5.5%，领先于行业平均0.6%的增幅。2018年，虽然进行提速降费，但联通通过薄利多销，2018年手机上网收入同比增长13.7%，达到人民币1048亿元。另一方面，坚持与混改伙伴合作共享，且全年资本开支继续得到控制，为448.7亿元，相比预算500亿元减少10.26%。

2、运营商资本开支企稳回升，5G 无线侧先行

2.1 三大运营商资本开支企稳回升，提升产业链信心

运营商资本开支企稳回升，提升产业链信心。从三大运营商资本开支总额来看，2018年实际资本开支额为2869亿元，同比下降6.82%，运营商资本开支已经连续三年（2016—2018）下滑，但我们预计2019年运营商资本开支将企稳回升达到3010亿元，同比增长4.9%，其中联通580亿元（包含5G投资60—80亿元，我们取其均值70亿元），电信780亿元（包含5G投资90亿元），移动并未披露其5G具体投资金额，因为移动和联通两家均表明在2019年以NSA组网为主，因此我们以联通的5G投资额占资本开支比来预测移动的5G投资，我们预计中国移动的2019资本开支略低于2018年资本开支，在1650亿元左右。我们认为运营商的资本开支回升主要由于4G的深耕以及5G试商用建设。运营商资本开支提升将为整个通信产业链注入强心剂。

图表4：中国三大运营商资本开支情况（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 资本开支结构调整，无线侧先行

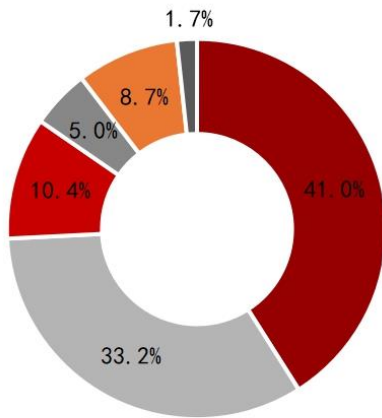
从三大运营商的资本开支结构调整来看，2019年三大运营商的无线侧资本开支额均有所提升。我们可以看到三大运营商2019年在移动网络方面的资本开支占比均提升到45%以上，为运营商2019年投资重点。

从中国移动来看，将进一步提升移动通信网络建设，开支占比至45.5%，提升支撑网开支至10.2%，受压缩影响比较大的是业务网环节，占比降幅高达50%以上。

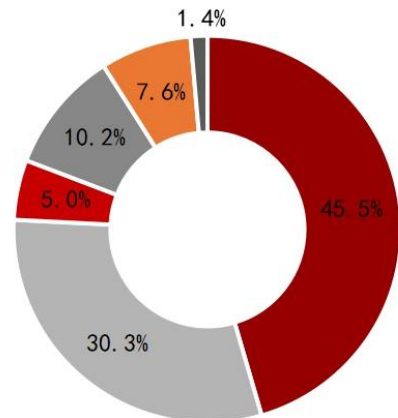
图表5：2018年中国移动资本开支结构

图表6：2019年中国移动资本开支结构

■ 移动通信网 ■ 传输网 ■ 业务网
■ 支撑网 ■ 土建及动力 ■ 其他



■ 移动通信网 ■ 传输网 ■ 业务网
■ 支撑网 ■ 土建及动力 ■ 其他



资料来源：公司公告、万联证券研究所

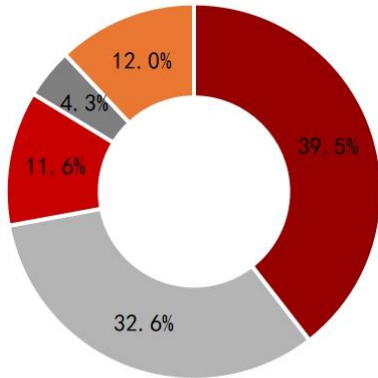
资料来源：公司公告、万联证券研究所

从中国电信来看，将进一步提升4G及5G移动网络建设开支占比至47.4%，受压缩影响比较大的是宽带及互联网环节，占比降至23.1%。

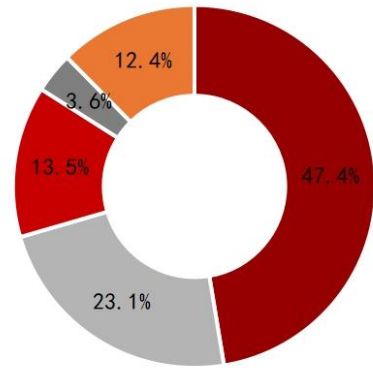
图表7：2018年中国电信资本开支结构

图表8：2019年中国电信资本开支结构

■ 4G ■ 宽带及互联网 ■ 信息及应用服务 ■ 4G及5G ■ 宽带及互联网 ■ 信息及应用服务
■ IT支持 ■ 基建及其他 ■ IT支持 ■ 基建及其他



资料来源：公司公告、万联证券研究所



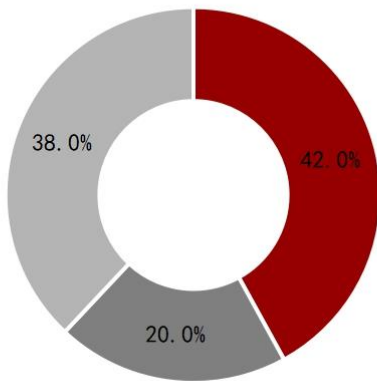
资料来源：公司公告、万联证券研究所

从中国联通来看，和其他两家策略基本一致，将进一步提升移动网络建设开支占比至46%。

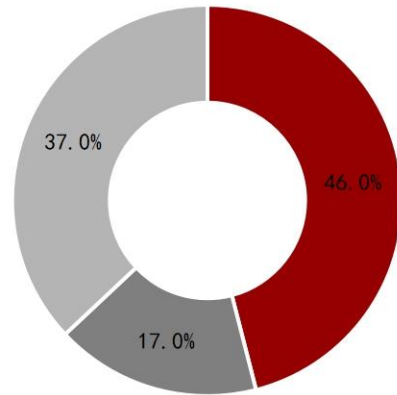
图表9：2018年中国联通资本开支结构

图表10：2019年中国联通资本开支结构

■ 移动网络 ■ 固网宽带及数据 ■ 移动网络 ■ 固网宽带及数据 ■ 基础设施、传输网及其他
■ 基础设施、传输网及其他



资料来源：公司公告、万联证券研究所



资料来源：公司公告、万联证券研究所

3、投资建议

我们预计2019年三大运营商资本开支将达到3010亿元，同比增长4.91%，而其中无线侧的资本开支更是大幅增长，我们持续看好作为5G建设中一马当先的光通信领域，推荐国内光模块领军企业中际旭创、光迅科技，和所有业务均涉及移动网络建设的铭普光磁。

4、风险提示

5G建设不达预期。以上重点覆盖公司的业绩预测是基于5G建设符合预期的基础，如

若 5G 建设不达预期，会影响公司增量业务的业绩预测。

中美贸易摩擦加剧。现阶段以上重点覆盖公司对国外光电芯片的依赖仍然较大，如果中美贸易战加剧，出现供应链层面的不利，将影响整体业绩。

通信行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年03月22日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		17A	18E	19E	最新		17A	18E	19E	最新	
002902	铭普光磁	0.71	0.18	1.05	7.48	28.95	59.89	132.2	23.25	3.86	增持
300308	中际旭创	0.50	1.34	1.79	9.54	58.89	117.0	30.37	32.63	6.17	买入
002281	光迅科技	0.53	0.52	0.63	5.08	32.52	55.47	51.65	51.71	6.40	增持

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场