

通信

## 资本开支探底回升，5G 开启改革预期

-三大运营商 2018 年报分析

**评级：增持（维持）**

分析师：吴友文

执业证书编号：S0740518050001

电话：021-20315728

Email: wuyw@r.qlzq.com.cn

分析师：易景明

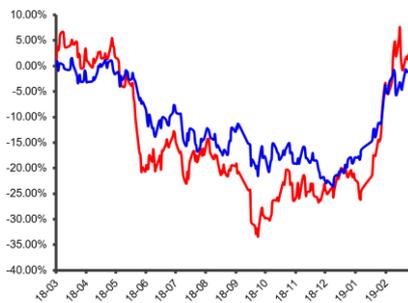
执业证书编号：S0740518050003

电话：021-20315728

Email: yijm@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	128
行业总市值(百万元)	1697337
行业流通市值(百万元)	1048272

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

《5G：改革、机遇和改变——

通信行业 2019 年度策略》

2018.12.25

**投资要点**

- 国内三大电信运营商 2018 年报陆续发布，流量经营走向深化，长期竞争和提速降费，使得收入增速正在趋缓，单用户价值显著下滑，而流量需求仍在快速增长，给电信网投建带来很大压力，电信业改革将是运营商的长期预期主线。**
- 4G 以来流量经营创收成效斐然，但增速已明显趋缓，语音快速下滑对总收入形成拖累。**2013 年 LTE 初建以来，三大运营商流量经营获长足进步：中电信从 436 亿元增至 1365 亿元，复合增速 20.95%；中移动从 1663 亿增至 5421 亿，复合增速 21.77%；联通从 170 亿增至 1048 亿元，复合增速 35.41%。但三家流量收入增速在近年已不同程度趋缓，尤其在 2018 年，电信、移动、联通的移动数据业务收入增速分别为：19.48%、9.88%和 13.7%，较 2017 年下滑明显。语音收入方面，三家收入均持续下滑：2012 年以来，电信从 492 亿下降至 311 亿，年复合增速-7.36%；移动从 3680 亿降至 1081 亿元，年复合增速-18.46%；联通从 608 亿降至 461 亿元，年复合增速-4.5%；尤其在 2018 年，电信、移动和联通的语音收入增速分别为-21.13%、-31.12%和-13.9%，均为近年较高水平，语音下滑速度已超过流量收入增速，对总收入形成拖累。预计这样的趋势还将继续强化，流量经营收入长期面临压力。
- 资本开支保持相对低位，为 2019 年 5G 开局蓄力，长期看网络投建压力仍然较大。**2013 年以来，三运营商总资本开支跟随 4G 投入攀上高峰然后回落。2012 年的总资本开支从不足 3000 亿元到 2015 年升至 4386 亿元，增幅超过 46%；2016 和 2017 年显著回落，分别为 3582 亿和 3083 亿元，2018 年延续了下降走势，总开支 2869 亿，下降到 4G 投入之前的水平，历经了一个完整的 4G 投资周期。分厂商来看，投入程度存在明显分化：电信总开支占 EBITDA 比重一直保持在 80%以上高位，某些年份接近 100%，2018 年占比降为 72%；联通的总开支占 EBITDA 比重波动较大，但一直保持高位，在 2018 年下降至 49.6%；移动的总开支在 EBITDA 中占比较为平稳，在 60%~90 区间之内，留存了较强投资实力。三家 4G 口径开支在总开支占比提升明显，占比大致在 35%到 40%的区间，在近三年总开支下滑背景下，4G 开支规模仍然保持了高位，占比提升，电信、移动和联通总计新建基站 138 万、241 万和 99 万站，预计 2019 仍将持续投入 LTE 频谱重耕和覆盖优化，总基站数目有望突破 500 亿台。从披露的 2019 年开支预期看，同比上升约 5.6%，其中无线资本开支增长约 16%，规划的 5G 口径开支电信、移动和联通分别为 90 亿、170 亿和 80 亿元，我们在年度策略中中性预期为 420 亿元，预计实际执行力度将超出规划，2019 年 5G 投入会向 400 亿靠拢，新的 5G 开支周期已然开启。
- 用户数饱和背景下，DOU 上升与 APRU 下降并存，破局网络建设与新业务增收成为电信业长期深化改革的主线。**经过近四年的提速降费和运营商在无线和宽带两条主线的激烈竞争，三运营商的用户发掘水平已接近饱和，以移动用户数来看，中电信为 3.03 亿户、中移动为 9.25 亿户、中电信为 3.2 亿户，总用户数 15.48 亿，渗透率超过 100%，向上发掘的增量的空间不大。流量需求快速加大，从移动宽带 DOU 上看，2013 年以来三家运营商都以每年几乎翻倍的速度增长，截止 2018 年电信的 DOU 为 5.5GB、联通 DOU 为 5.9GB、移动的 DOU 为 3.6GB，整网承载能力冗余相对充裕，但流量需求持续高企的压力下，网络承载能力将长期面临挑战。与此同时，移动宽带用户 APRU 值持续下滑，2018 年电信、移动和联通的 APRU 值分别为：55.8 元、53.1 元和 45.7 元，较前一年出现约 10%~30%之间的下滑，为历史低点，主要源自于不限流量套餐的普及和持续的降费的压力，流量经营进入深水区，创收增量空间有限，而投建压力还在快速增长。5G 伊始，对于电信业深化改革，突破管道化困局出现新的预期，广电有望成为新运营主体，包括互联网公司在内的投资主体有望共同参与网络建设和开发面向内容的创新业务。5G 阶段电信业改革预期有望持续高企。
- 投资建议：**重点关注运营商混改领军者**中国联通**，从股权激励业绩承诺来看，未来两年快速增长有望延续；重点关注直接受益于 5G 资本开支周期向上的主设备龙头**中兴通讯**和**烽火通信**；关注小基站方向上**剑桥科技**和**中嘉博创**；高速光模块方向上的**光迅科技**、**中际旭创**和**天孚通信**；射频和天线领域，关注**通宇通讯**、**东山精密**和**北斗星通**。
- 风险提示事件：**流量经营增收趋缓或将加剧、流量需求和投建压力将长期持续、面向内容经营面临不确定

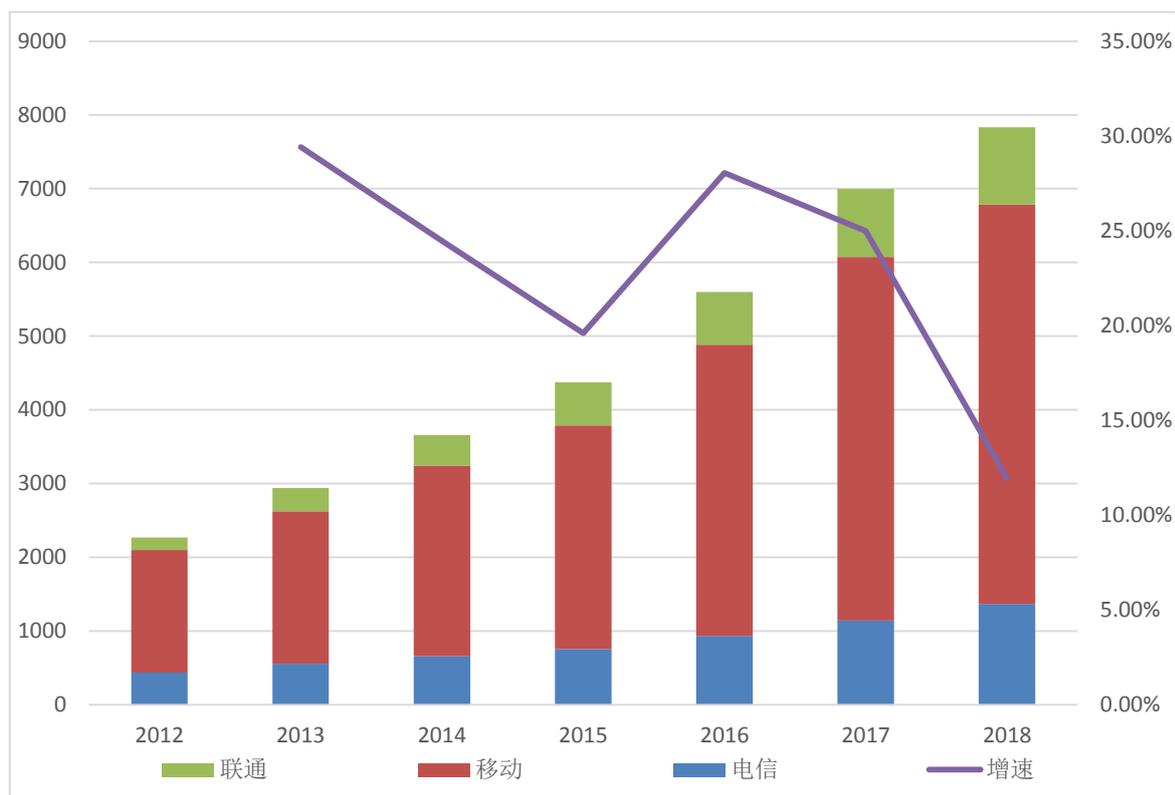
## 内容目录

流量收入增速趋缓，语音收入拖累加大 .....	- 3 -
资本开支企稳回升，5G 投入将快速加大 .....	- 5 -
DOU 上升和 ARPU 下降并存，催动电信业深化改革 .....	- 8 -
投资建议 .....	- 11 -
风险提示 .....	- 12 -
流量增收趋缓或将加剧 .....	- 12 -
流量需求和投建压力将持续 .....	- 12 -
面向内容增收面临不确定 .....	- 12 -

## 流量收入增速趋缓，语音收入拖累加大

2013 年 LTE 初建以来，三大运营商流量经营获长足进步：中电信从 436 亿元增至 1365 亿元，复合增速 20.95%；中移动从 1663 亿增至 5421 亿，复合增速 21.77%；联通从 170 亿增至 1048 亿元，复合增速 35.41%。但三家流量收入增速在近年已不同程度趋缓，尤其 2018 年，电信、移动、联通的移动数据业务收入增速分别为：19.48%、9.88%和 13.7%，较 2017 年下滑明显。

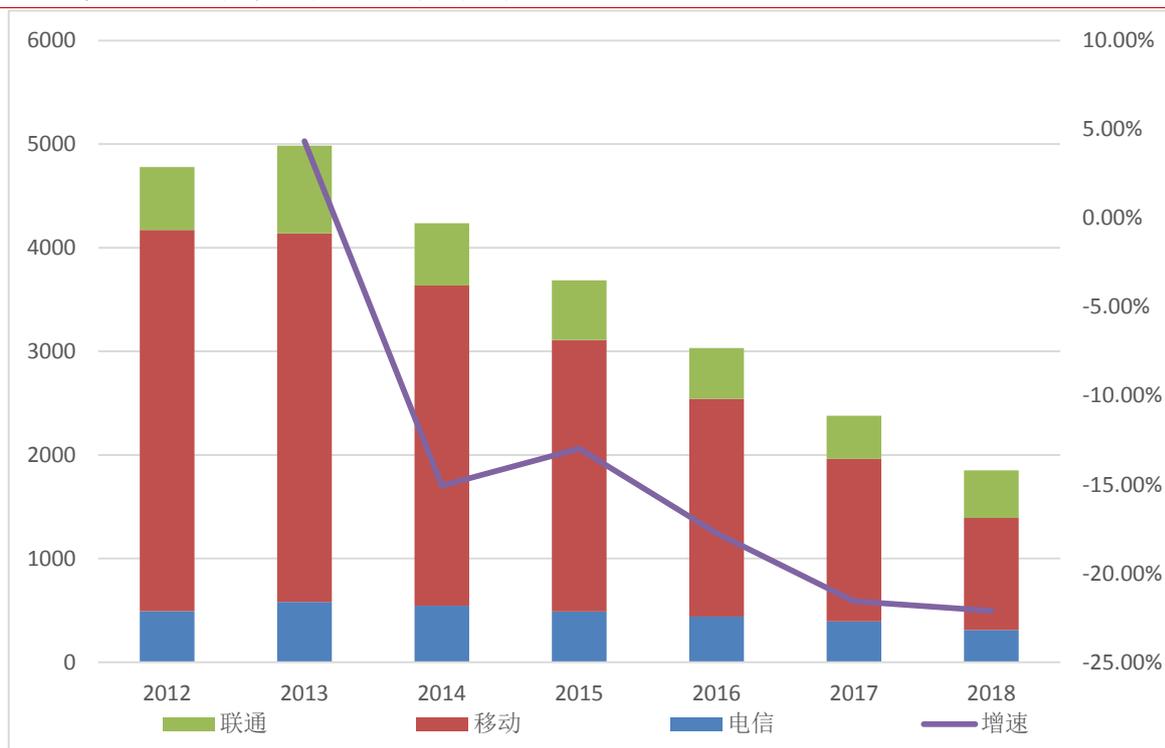
图表 1：移动流量收入增长显著放缓（亿元）



来源：运营商报表，中泰证券研究所

语音收入方面，三家收入均持续下滑：2012 年以来，电信从 492 亿下降至 311 亿，年复合增速-7.36%；移动从 3680 亿降至 1081 亿元，年复合增速-18.46%；联通从 608 亿降至 461 亿元，年复合增速-4.5%；尤其 2018 年，电信、移动和联通的语音收入增速分别为-21.13%、-31.12%和-13.9%，均为近年较高水平。语音下滑速度已超过流量收入增速，对总收入形成拖累。预计这样的趋势还将继续强化，流量经营收入长期面临压力。

图表 2: 语音收入大幅下滑, 对总收入形成拖累 (亿元)



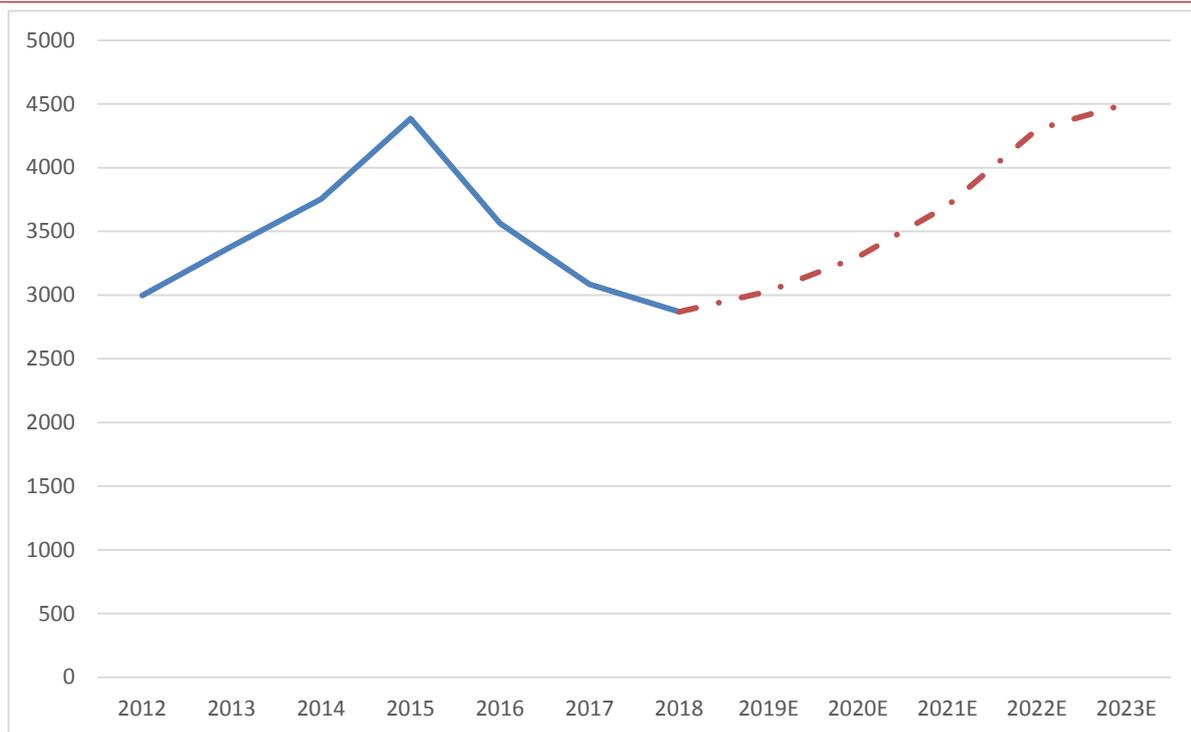
来源: 运营商报表, 中泰证券研究所

4G 以来流量经营创收成效斐然, 但增速已明显趋缓, 语音快速下滑对总收入形成拖累。在提速降费政策压力和无线流量套餐推广引发的冲击下, 运营商收入压力将会进一步加大。

## 资本开支企稳回升，5G 投入将快速加大

2013 年以来，三运营商总资本开支跟随 4G 投入攀上高峰然后回落。2012 年的总资本开支从不足 3000 亿元到 2015 年升至 4386 亿元，增幅超过 46%；2016 和 2017 年显著回落，分别为 3582 亿和 3083 亿元，2018 年延续了下降走势，总开支 2869 亿，下降到 4G 投入之前的水平，历经了一个完整的 4G 投资周期。

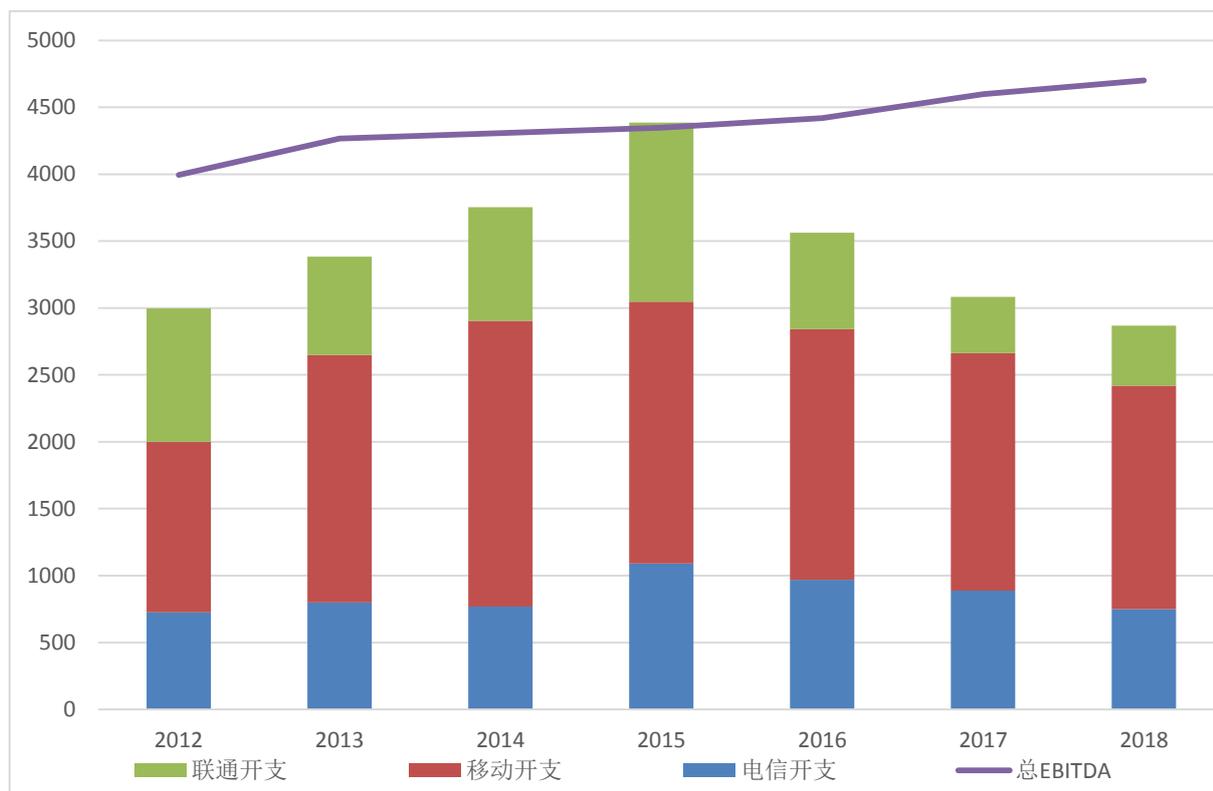
图表 3: 总资本开支伴随 4G 投资经历完整周期，已经开始企稳回升 (亿元)



来源：运营商报表，中泰证券研究所

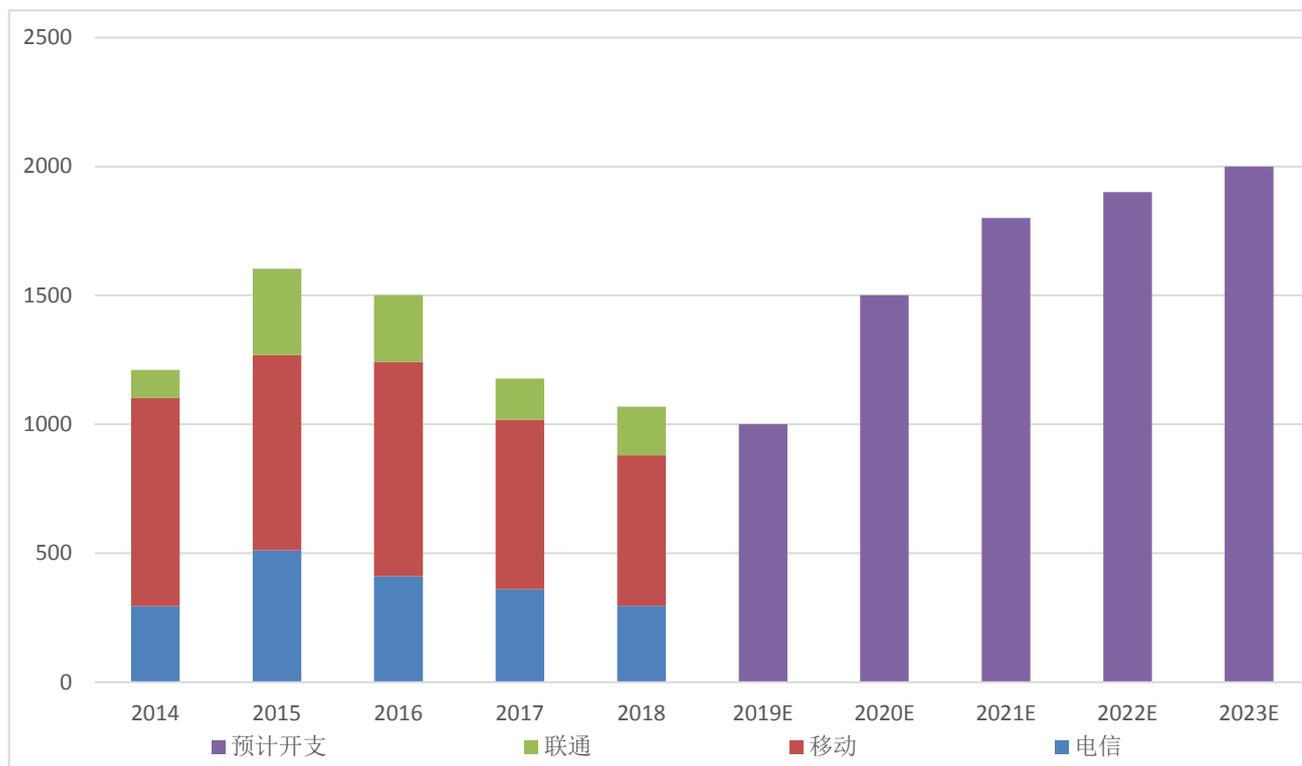
从运营商披露的 2019 开支规划来看，今年数据已经企稳回升：电信规划开支 780 亿元、联通规划开支 580 亿元，计入 5G 预商用开支后移动规划约 1670 亿元，整个开支水平为 3030 亿元，同比 2018 年回升 5.6%。比照 4G 开支周期向上的态势，2019 到 2023 年有望稳步向上，2022 年就可能达到 4G 高点，超过 4300 亿元，随着 R16 的引入，将有望保持 4500 亿元的开支高位。

图表 4: 总资本开支占据 EBITDA 较高比重, 投资压力持续 (亿元)



来源: 运营商报表, 中泰证券研究所

从各厂商情况看, 投资力度存在明显分化: 电信总开支占 EBITDA 比重一直保持在 80% 以上高位, 某些年份接近 100%, 2018 年占比降为 72%; 联通的总开支占 EBITDA 比重波动较大, 但一直保持高位, 在 2018 年陡降至 49.6%; 移动的总开支在 EBITDA 中占比较为平稳, 在 60%~90 区间之内, 留存了较强投资实力。综合来看, 总开支在总 EBITDA 中占比基本在 75% 以上, 2017 和 2018 年下滑至 67% 和 62%, 投资比重依然保持高位。

**图表 5: 4G 网络开支是推动总开支波动的主要因素, 4G+5G 口径开支将再次上行 (亿元)**


来源: 运营商报表, 中泰证券研究所

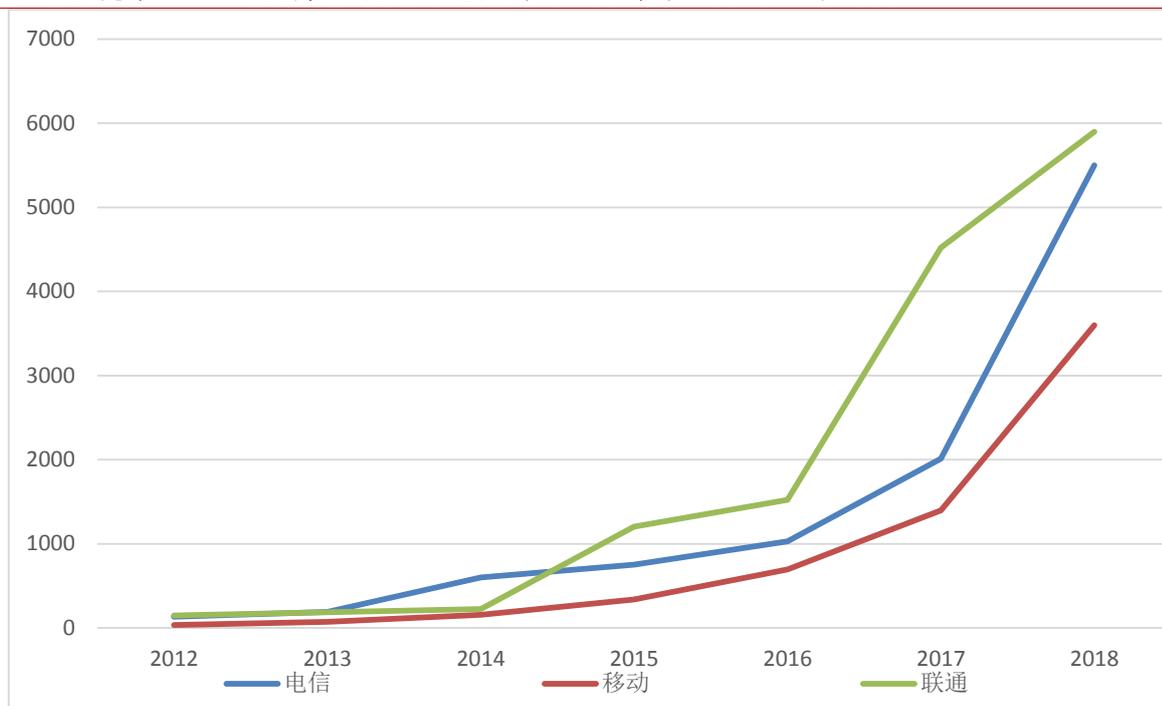
三家 4G 口径开支在总开支占比提升明显, 从 2014 到 2018 年占比大致在 35%到 40%的区间, 在近三年总开支下滑的同时, 4G 开支规模仍然保持了高位, 占比明显提升。电信、移动和联通各累积建成基站 138 万、241 万和 99 万站, 预计 2019 仍将持续投入 LTE 频谱重耕和覆盖优化, LTE 基站数目有望突破 500 万台。从披露的 2019 年总开支预期看, 同比将企稳略升 5.6%, 其中无线资本开支增长约 16%, 规划的 5G 口径开支电信、移动和联通分别为 90 亿、170 亿和 80 亿元, 我们在年度策略中给出的 5G 开支中性预期为 420 亿元, 预计实际执行力度将超出规划, 2019 年 5G 投入会向 400 亿靠拢, 新的 5G 开支周期已然开启, 后续 5G 主导下的 4G 加 5G 投入有望从 1000 亿左右上升至 2000 亿左右水平。

综合来看, 资本开支虽然还是在相对低位, 但 2018 年已经完成探底, 2019 年开始反弹, 尤其 5G 开局蓄力, 实际投入有望超出规划, 后续 5 年 5G 主导的无线开支有望快速向上, 形成比 LTE 峰值更高、跨度更长的上行周期。

## DOU 上升和 ARPU 下降并存，催动电信业深化改革

经过近四年的提速降费 and 运营商在无线和宽带两条主线的激烈竞争，三运营商的用户发掘水平已接近饱和，以移动用户数来看，中电信为 3.03 亿户、中移动为 9.25 亿户、中电信为 3.2 亿户，总用户数 15.48 亿，渗透率超过 100%，向上发掘的增量的空间不大。

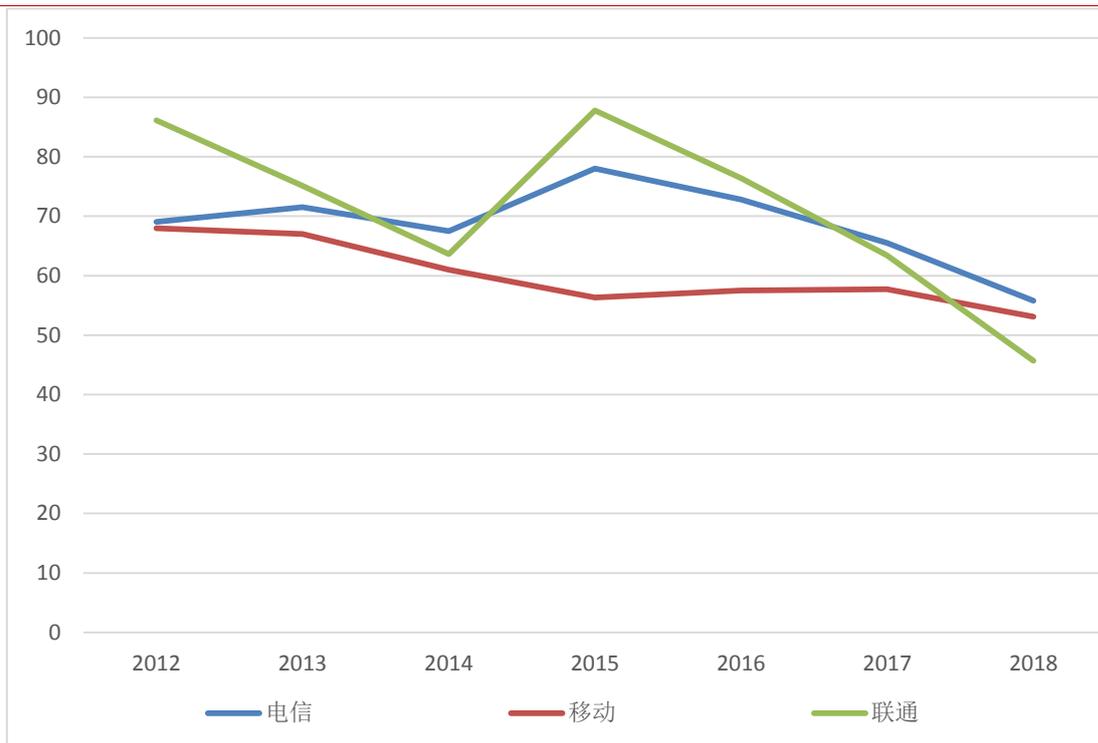
**图表 6: 移动宽带 DOU 连续高速增长，流量需求给网络带来压力 (MB/户/月)**



来源：运营商报表，中泰证券研究所

流量需求快速加大，从移动宽带 DOU 上看，2013 年以来三家运营商都以每年几乎翻倍的速度增长，截止 2018 年电信的 DOU 为 5.5GB、联通 DOU 为 5.9GB、移动的 DOU 为 3.6GB，在流量需求持续高企的压力下，网络承载能力将长期面临挑战。

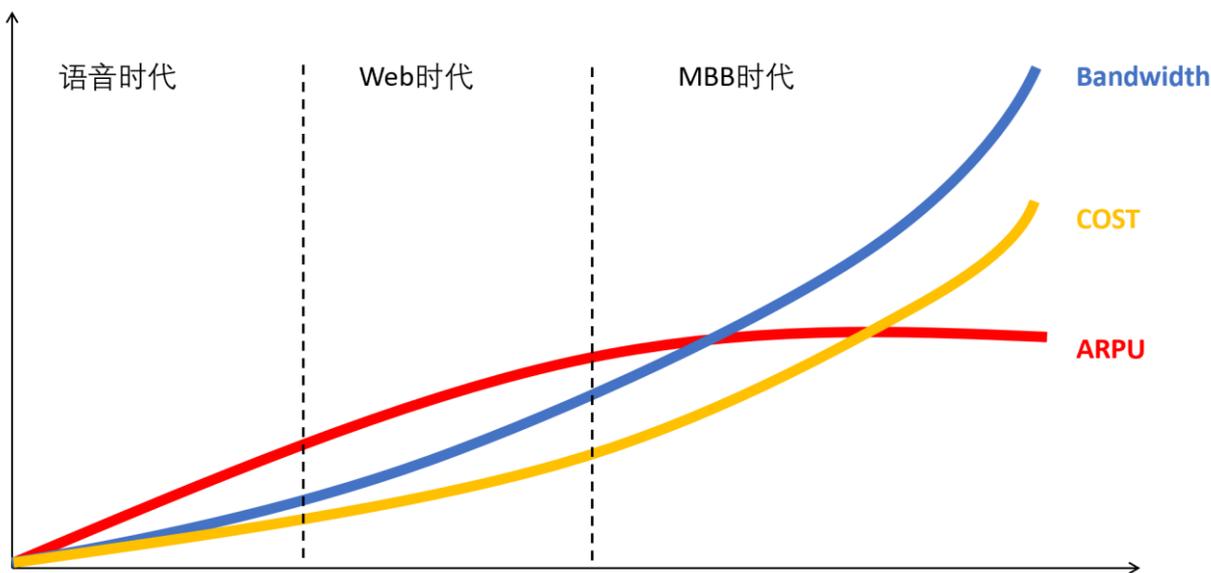
图表 7: 移动宽带 APRU 近年显著下滑 (元)



来源: 运营商报表, 中泰证券研究所

与此同时, 移动宽带用户 APRU 值持续下滑, 2018 年电信、移动和联通的 APRU 值分别为: 55.8 元、53.1 元和 45.7 元, 较前一年出现约 10%~30%之间的下滑, 为历史低点。主要原因来自不限流量套餐的普及和持续的降费的压力, 流量经营进入深水区, 创收增量空间有限, 而投建压力还在快速增长。

图表 8: 运营商的 ABC 困扰曲线



来源: 中国移动, 中泰证券研究所

步入流量经营深水区，运营商管道化困局加剧，在带宽需求暴增带动下，网络建设投入将持续加大，而收入端已逐步键入增长停滞，运营商迫切需要突破 ABC 困扰，在 eMBB 时代寻找到新的收入增长点。总体上，用户数饱和背景下，DOU 上升与 APRU 下降并存，破局网络建设与新业务增收成为电信业长期深化改革的主线。

5G 伊始，对于电信业深化改革，突破管道化困局出现新的预期，广电有望成为新运营主体、包括互联网公司在内的投资主体有望共同参与网络建设和开发面向内容的创新业务。5G 阶段电信业改革预期有望持续高企。

## 投资建议

重点关注运营商混改领军者**中国联通**，从股权激励业绩承诺来看，未来两年快速增长有望延续；重点关注直接受益于 5G 资本开支周期向上的主设备龙头**中兴通讯**和**烽火通信**；关注小基站方向上**剑桥科技**和**中嘉博创**；高速光模块方向上的**光迅科技**、**中际旭创**和**天孚通信**；射频和天线领域，关注**通宇通讯**、**东山精密**和**北斗星通**。

## 风险提示

### 流量增收趋缓或将加剧

不限流量套餐渗透率提升，使得收入和流量的正相关性正在减弱，极大削弱了流量收入的来源，而政策面持续提出降低流量单价的要求，流量收入减缓情况或会加剧。

### 流量需求和投建压力将持续

流量需求将随着移动互联业务发展持续高增长，部分网络已经接近饱和，投建需求不会停顿，将进一步拉高。

### 面向内容增收面临不确定

面向内容的服务形成规模性收入这方面，运营商缺乏成功先例和运营经验，且将面对来自 OTT 厂商的激烈竞争，面临不确定性。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。